



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 5 / 2025



Inhalt

Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen	3
Zusammenfassung	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	7
2 Konjunktorentwicklung	12
3 Preise und Kosten	20
4 Finanzmarktentwicklungen	27
5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung	31
Kästen	42
1 Verbrauchervertrauen und Konsumententscheidungen der privaten Haushalte	42
2 Wie wirkt sich der stärkere Wettbewerb aus China auf die Beschäftigung im Euroraum aus?	50
3 Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen	57
4 Aufholprozess bei den Reallöhnen im Euroraum	62
5 Unsicherheit bei der saisonbereinigten Dienstleistungsinflation: Welche Rolle spielen Ostern und Reisen um die Osterzeit?	69
6 Zum Einfluss höherer Verteidigungsausgaben auf die Erwartungen privater Haushalte	75
7 Fiskalische Aspekte europäischer Verteidigungsausgaben mit Blick auf makroökonomische Euroraum-Projektionen und Risiken	82
Aufsätze	88
1 Ein Blick auf die versteckten Kosten kritischer Abhängigkeiten	88
2 Aktivität und Preisfindung an den Märkten für inflationsindexierte Swaps im Euroraum	114
3 Bargeld ist immer noch interessant... auch für die Jüngeren? Entkopplung von Alters-, Perioden- und Kohorteneffekten der Bargeldnutzung im Euroraum	130
Statistik	152

Abkürzungen

Länder

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

Sonstige

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

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

Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen

Zusammenfassung

Der EZB-Rat beschloss auf seiner Sitzung am 24. Juli 2025, die drei Leitzinssätze der EZB unverändert zu belassen. Die Inflation liegt zurzeit beim mittelfristigen Zielwert von 2 %. Die aktuellen Daten entsprechen weitgehend der bisherigen Einschätzung des EZB-Rats zu den Inflationsaussichten. Der binnenwirtschaftliche Preisdruck hat weiter nachgelassen, und die Löhne steigen langsamer. In einem schwierigen globalen Umfeld hat sich die Wirtschaft bislang insgesamt widerstandsfähig gezeigt, was zum Teil auf die Zinssenkungen des EZB-Rats in der Vergangenheit zurückzuführen ist. Zugleich ist das Umfeld nach wie vor außergewöhnlich unsicher, vor allem aufgrund von Handelskonflikten.

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

Konjunkturentwicklung

Die Wirtschaft wuchs im ersten Quartal 2025 stärker als erwartet. Zum Teil lag dies daran, dass Unternehmen ihre Exporte in Erwartung höherer Zölle vorzogen. Auch kräftigere private Konsumausgaben und Investitionen förderten das Wachstum.

Jüngste Umfragen deuten auf ein insgesamt mäßiges Wachstum im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor hin. Zugleich halten sich Unternehmen mit Investitionen stärker zurück. Hintergrund sind tatsächliche und erwartete Zollerhöhungen, der stärkere Euro und die anhaltende geopolitische Unsicherheit.

Der Konsum wird weiterhin durch den robusten Arbeitsmarkt, steigende Realeinkommen und solide Bilanzen im privaten Sektor gestützt. Die Arbeitslosenquote lag im Mai mit 6,3 % fast auf dem niedrigsten Stand seit Einführung des Euro. Günstigere Finanzierungsbedingungen kommen der Binnennachfrage zugute, auch auf dem Wohnimmobilienmarkt. Mit der Zeit sollten höhere öffentliche Investitionsausgaben für Verteidigung und Infrastruktur ebenfalls das Wachstum stützen.

Nach Ansicht des EZB-Rats ist es im aktuellen geopolitischen Umfeld entscheidender denn je, den Euroraum und dessen Wirtschaft umgehend zu

stärken. Finanz- und strukturpolitische Maßnahmen dürften die Wirtschaft produktiver, wettbewerbsfähiger und widerstandsfähiger machen. Die Regierungen sollten wachstumsfördernde Strukturreformen und strategische Investitionen priorisieren und zugleich für tragfähige öffentliche Finanzen sorgen. Es ist wichtig, die Spar- und Investitionsunion sowie die Bankenunion nach einem klaren und ehrgeizigen Zeitplan zu vollenden und schnell einen Rechtsrahmen für die potenzielle Einführung eines digitalen Euro festzulegen. Der EZB-Rat begrüßt, dass sich die Euro-Gruppe dazu verpflichtet hat, die Effektivität, Qualität und Zusammensetzung der Staatsausgaben zu verbessern. Er unterstützt die Bemühungen europäischer Behörden, die gegenseitigen Vorteile des Welthandels zu erhalten.

Inflation

Die jährliche Inflationsrate betrug im Juni 2025 2,0 % nach 1,9 % im Mai. Die Energiepreise zogen im Juni an, liegen aber immer noch unter dem 2024 verzeichneten Stand. Die Teuerung bei Nahrungsmitteln gab geringfügig nach und lag bei 3,1 %. Bei Waren ging die Inflation im Juni leicht auf 0,5 % zurück. Bei Dienstleistungen erhöhte sie sich hingegen geringfügig auf 3,3 % nach 3,2 % im Mai.

Allgemein stehen die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Einklang mit dem mittelfristigen Zielwert des EZB-Rats von 2 %. Das Wachstum der Arbeitskosten hat sich weiter abgeschwächt. Im ersten Quartal 2025 sank die jährliche Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer auf 3,8 % nach 4,1 % im Schlussquartal 2024. Zusammen mit einem stärkeren Produktivitätszuwachs führte dies zu einem langsameren Anstieg der Lohnstückkosten. Zukunftsgerichtete Indikatoren, darunter die EZB-Indikatoren für die Lohnentwicklung (Wage Tracker) sowie Umfragen zu den Lohnerwartungen von Unternehmen, Verbrauchern und professionellen Prognostikern, deuten auf einen weiteren Rückgang des Lohnwachstums hin.

Die kurzfristigen Inflationserwartungen der Verbraucherinnen und Verbraucher gingen sowohl im Mai als auch im Juni zurück, wodurch sich der Anstieg der Vormonate umkehrte. Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen weiterhin bei rund 2 %, was die Stabilisierung der Inflation in der Nähe des Zielwerts begünstigt.

Risikobewertung

Die Risiken für das Wirtschaftswachstum sind nach wie vor abwärtsgerichtet. Zu den Hauptrisiken zählen eine weitere Verschärfung der Spannungen im Welthandel und die damit verbundenen Unsicherheiten. Diese könnten die Exporte dämpfen sowie Investitionen und Konsumausgaben bremsen. Eine Verschlechterung der Stimmung an den Finanzmärkten könnte zu restriktiveren Finanzierungsbedingungen und einer größeren Risikoaversion führen und die Investitions- bzw. Konsumbereitschaft der Unternehmen und privaten Haushalte mindern. Geopolitische Spannungen wie der

ungerechtfertigte Krieg Russlands gegen die Ukraine und der tragische Konflikt im Nahen Osten stellen nach wie vor einen großen Unsicherheitsfaktor dar. Sollten die handels- und geopolitischen Spannungen hingegen rasch gelöst werden, könnte dies die Stimmung aufhellen und die Konjunktur beflügeln. Höhere Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben würden im Verbund mit produktivitätssteigernden Reformen das Wachstum beschleunigen. Eine Zunahme des Unternehmensvertrauens würde zudem die privaten Investitionen ankurbeln.

In Anbetracht des volatilen Umfelds der globalen Handelspolitik sind die Inflationsaussichten mit größerer Unsicherheit behaftet als gewöhnlich. Ein stärkerer Euro könnte die Inflation kräftiger dämpfen als erwartet. Des Weiteren könnte die Inflation zurückgehen, wenn höhere Zölle die Nachfrage nach Exporten des Euroraums schwächen und Länder mit Überkapazitäten dazu veranlassen, ihre Exporte in den Euroraum umzulenken. Die handelspolitischen Spannungen könnten zu einer höheren Volatilität und Risikoaversion an den Finanzmärkten führen, was die Binnennachfrage belasten und damit auch die Inflation dämpfen würde. Die Inflation könnte hingegen höher ausfallen, wenn eine Fragmentierung der globalen Lieferketten die Importpreise in die Höhe treibt und Kapazitätsengpässe in der Binnenwirtschaft verstärkt. Auch eine Anhebung der Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben könnte die Inflationsrate auf mittlere Sicht ansteigen lassen. Extremwetterereignisse und die fortschreitende Klimakrise ganz allgemein könnten eine unerwartet starke Verteuerung von Nahrungsmitteln nach sich ziehen.

Finanzielle und monetäre Bedingungen

Die Marktzinsen sind seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Juni 2025 gestiegen. Dies gilt insbesondere bei den längeren Laufzeiten. Zugleich vergünstigen die vergangenen Zinssenkungen des EZB-Rats weiterhin die Kreditaufnahme der Unternehmen. So verringerte sich der durchschnittliche Zinssatz für neue Unternehmenskredite von 3,8 % im April auf 3,7 % im Mai. Die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung sanken ebenfalls, und zwar auf 3,6 % im Mai. Während die Jahreswachstumsrate der Unternehmenskredite im Mai auf 2,5 % zurückging, stieg sie bei den Emissionen von Unternehmensanleihen auf 3,4 % an.

Die Kreditrichtlinien für Unternehmenskredite blieben im zweiten Quartal 2025 weitgehend unverändert. Dies geht aus der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Juli hervor. Zwar hatte die Besorgnis der Banken über die wirtschaftlichen Risiken, mit denen ihre Kunden konfrontiert sind, eine verschärfende Wirkung auf die Kreditrichtlinien, diese wurde jedoch durch einen stärkeren Wettbewerb zwischen den Kreditgebern weitgehend ausgeglichen. Unterdessen erhöhte sich die Kreditnachfrage der Unternehmen dank der niedrigeren Zinsen geringfügig. Aufgrund der globalen Unsicherheit und der Spannungen im Welthandel blieben die Firmen jedoch zurückhaltend.

Der durchschnittliche Zinssatz für neue Hypothekarkredite hat sich seit Jahresbeginn kaum verändert und lag im Mai bei 3,3 %. Das Wachstum der Hypothekarkredite zog

im Mai vor dem Hintergrund eines starken Nachfrageanstiegs geringfügig auf 2,0 % an. Gleichzeitig verschärfen sich die Kreditrichtlinien im zweiten Quartal leicht.

Geldpolitische Beschlüsse

Der Zinssatz für die Einlagefazilität sowie die Zinssätze für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und für die Spitzenrefinanzierungsfazilität wurden unverändert bei 2,00 %, 2,15 % bzw. 2,40 % belassen.

Die APP- und die PEPP-Bestände verringern sich in einem maßvollen und vorhersehbaren Tempo, da das Eurosystem die Tilgungsbeträge von Wertpapieren bei Fälligkeit nicht wieder anlegt.

Fazit

Der EZB-Rat beschloss auf seiner Sitzung am 24. Juli 2025, die drei Leitzinssätze der EZB unverändert zu belassen. Er ist entschlossen, sicherzustellen, dass sich die Inflation auf mittlere Frist beim Zielwert von 2 % stabilisiert. Die Festlegung des angemessenen geldpolitischen Kurses wird von der Datenlage abhängen und von Sitzung zu Sitzung erfolgen. So werden die Zinsbeschlüsse des EZB-Rats auf seiner Beurteilung der Inflationsaussichten und der damit verbundenen Risiken, vor dem Hintergrund aktueller Wirtschafts- und Finanzdaten, sowie der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission basieren. Der EZB-Rat legt sich nicht im Voraus auf einen bestimmten Zinspfad fest.

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

Außenwirtschaftliches Umfeld

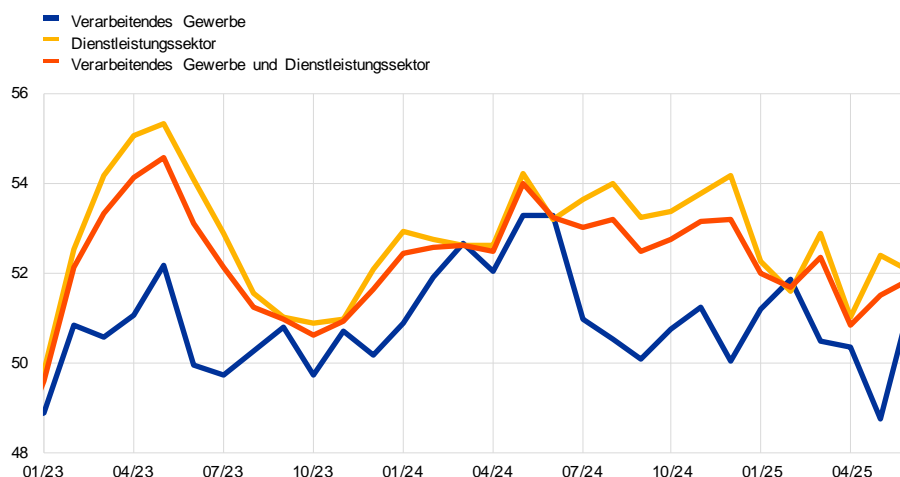
Die Unsicherheit über die Zollpolitik ist nach wie vor hoch. In den Gesprächen, die im Anschluss an die vorläufige Einigung im Handelsstreit zwischen den Vereinigten Staaten und China geführt wurden, verständigten sich beide Seiten auf ein Rahmenabkommen. Gemäß diesem Abkommen soll China die Vergabe von Lizenzen für den Export seltener Erden beschleunigen, und die USA sollen im Gegenzug bestimmte Export- und Visabeschränkungen lockern. Die vorläufige Einigung soll am 12. August auslaufen. Aufgrund der geringen Fortschritte bei den anderen zeitgleich stattfindenden Handelsgesprächen verlängerten die Vereinigten Staaten die Zollpause vom 9. Juli bis zum 1. August. Die neue Rahmenvereinbarung zwischen den Vereinigten Staaten und der EU stellt zwar einen gewissen Fortschritt dar, es herrscht jedoch weiterhin etwas Unsicherheit. Das aktuelle politische Umfeld birgt somit erhebliche Risiken für den Wirtschaftsausblick und belastet den Welthandel und die globale Wirtschaftstätigkeit.

Das weltweite Wachstum dürfte verhalten bleiben, auch wenn die Aussetzung der Zölle vorübergehend für Auftrieb sorgt. Das vierteljährliche Wachstum des globalen BIP verlangsamte sich von 1,1 % Ende 2024 auf 0,7 % im ersten Quartal 2025. Die verfügbaren Hochfrequenzindikatoren deuten auf einen moderaten Zuwachs in den kommenden Quartalen hin. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euroraum) erhöhte sich im Juni leicht (siehe Abbildung 1), doch der Durchschnitt für das zweite Quartal liegt mit 51,4 Punkten unter dem Wert von 52,0 Punkten für das erste Quartal. Der globale EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe sank im zweiten Quartal insgesamt. Allerdings erholte er sich im Juni und stieg von 48,8 Zählern im Mai auf 51,3 Zähler. Damit lag er wieder auf seinem historischen Durchschnittsniveau. Dieser Anstieg wurde in erster Linie von der Entwicklung in den Vereinigten Staaten getragen. Dort weitete sich der Bestand an Fertigerzeugnissen aus, nachdem im früheren Jahresverlauf Importe vorgezogen worden waren. Die Belebung der Aktivität im verarbeitenden Gewerbe ist vermutlich nicht von Dauer, da sie höchstwahrscheinlich auf einen vorsorglichen Lageraufbau zurückzuführen ist und nicht notwendigerweise eine tatsächliche Zunahme der Endnachfrage widerspiegelt. Der globale EMI für den Dienstleistungssektor sank im Juni ebenfalls leicht, liegt jedoch nach wie vor über dem Niveau des EMI für das verarbeitende Gewerbe.

Abbildung 1

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

(Diffusionsindizes)



Quellen: S&P Global Market Intelligence und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2025.

Der Welthandel dürfte sich aufgrund der allgegenwärtigen politischen Unsicherheit in nächster Zeit weiterhin volatil entwickeln.

Die globalen Importe (ohne Euroraum) stiegen im ersten Quartal um 2,2 % gegenüber dem Vorquartal. Begünstigt wurde diese Entwicklung dadurch, dass Einfuhren in die USA vor der Verhängung höherer Zölle in erheblichem Umfang vorgezogen wurden. Neu verfügbare Daten bestätigen die Erwartungen eines Rückgangs der weltweiten Importe im zweiten Quartal, der die zu Jahresbeginn beobachtete starke Zunahme teilweise aufwiegen dürfte. Höhere US-Zölle könnten zwar die weltweiten Handelsströme verändern und Herausforderungen für die Logistik darstellen, doch ein breit angelegter Druck auf die internationalen Lieferketten ist bisher kaum zu beobachten. Dennoch sind auf Ebene der einzelnen Sektoren – beispielsweise in den Bereichen Aluminium, Stahl und Textilien – erste Anzeichen einer Belastung zu erkennen. Diese sind jedoch deutlich schwächer als in der Zeit nach dem Ende der Corona-Pandemie. Die handelspolitische Unsicherheit ist nach wie vor erhöht und dürfte sich weiterhin negativ auf den Ausblick auswirken.

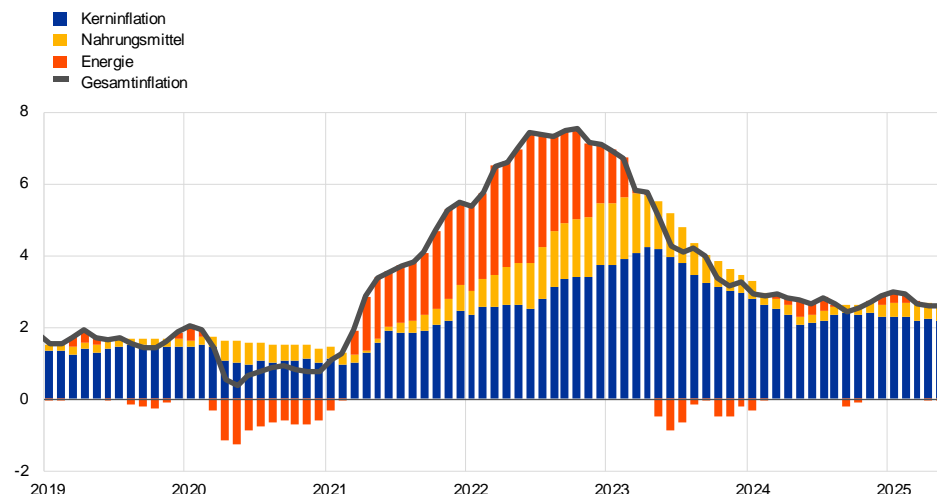
Die Gesamtinflation in den Mitgliedstaaten der OECD ging weiter allmählich zurück.

Die am VPI gemessene jährliche Inflationsrate in den OECD-Ländern sank weiterhin schrittweise (von 4,2 % im April auf 4 % im Mai 2025); ohne Berücksichtigung der Türkei lag sie weitgehend unverändert bei 2,6 % (siehe Abbildung 2). Ursächlich für den Rückgang waren in erster Linie die niedrigeren Energiepreise sowie eine leichte Abschwächung der Kerninflation von 3,1 % im April auf zuletzt 3 %, während die Teuerung bei Nahrungsmitteln geringfügig anzog. Die höheren Zölle haben sich in den Zahlen zur weltweiten Gesamtinflation bisher noch nicht niedergeschlagen. Die EMI-Umfragen zu den Einkaufs- und Verkaufspreisen lassen jedoch auf kurze Sicht eine leichte Beschleunigung der Teuerungsraten in den Industrieländern erwarten, die vor allem durch die Entwicklung in den Vereinigten Staaten bedingt sein dürfte.

Abbildung 2

Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Ländern

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: OECD-Aggregat ohne die Türkei. Das Aggregat wird unter Verwendung der jährlichen VPI-Gewichte für den OECD-Raum berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2025.

Die Energiepreise zeigten sich infolge der Spannungen im Nahen Osten im Berichtszeitraum äußerst volatil. Die Ölnotierungen stiegen insgesamt um 6 %, schwankten dabei jedoch erheblich. Nach den Angriffen Israels und der USA auf den Iran erhöhten sie sich stark, gingen dann aber wieder zurück, als der iranische Vergeltungsschlag auf einen US-Militärstützpunkt als weitgehend symbolisch eingestuft wurde. Der anfängliche Anstieg der Ölpreise erschien jedoch trotz der Zunahme der geopolitischen Spannungen alles in allem relativ verhalten. So blieben die Notierungen durchgängig unter 80 USD je Barrel. Diese moderate Marktreaktion dürfte vor allem auf zwei Faktoren zurückzuführen sein. Erstens schienen die Anleger eine Blockade der Straße von Hormus als wenig wahrscheinlich einzustufen, denn ein solcher Schritt würde als kontraproduktiv für den Iran eingeschätzt. Zweitens herrscht am globalen Ölmarkt nach wie vor eine gute Versorgungslage, zumal die OPEC+-Staaten vor Kurzem überraschend ihre Produktionsmengen erhöht haben. Da das Ölkartell damit die Fördermengen den vierten Monat in Folge angehoben hat, ist die Wahrscheinlichkeit groß, dass die OPEC+-Staaten vorherige Produktionskürzungen weiter schrittweise zurücknehmen. Damit dürfte ein Abwärtsdruck auf die Ölpreise entstehen. Die europäischen Gaspreise stiegen aufgrund der Spannungen im Nahen Osten ebenfalls kurzzeitig an. Insgesamt sanken sie jedoch unter ihr Ausgangsniveau und gaben im Berichtszeitraum um 7 % nach. Zurückzuführen war dies auf die geringeren chinesischen Einfuhren von Flüssiggas aufgrund der umfangreichen Lieferungen von russischem Pipeline-Gas und der schwachen Binnennachfrage. Nahrungsmittel verbilligten sich unterdessen um 12 %. Geschuldet war dies in erster Linie einem Rückgang der Kaffeepreise, da die günstigen Wetterbedingungen in Brasilien für hohe Erwartungen bezüglich des Angebots sorgten. Bei den Metallpreisen kam es dagegen zu einem Anstieg um 1 % und zu erheblicher Volatilität, die durch die Kupferpreise bedingt war. Diese wurden durch die in Erwartung höherer Zölle vorgezogene Nachfrage der USA beeinflusst.

In den Vereinigten Staaten dürfte sich die Konjunktur auf kurze Sicht erholen und sich dann aber im späteren Jahresverlauf abschwächen. Das reale BIP in den USA wird den Erwartungen nach im zweiten Quartal wieder anziehen, nachdem es im ersten Quartal leicht zurückgegangen war (um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal). Die jüngsten Entwicklungen der wichtigsten BIP-Komponenten bestätigen dieses Bild. Im zweiten Halbjahr dürften die Wachstumsraten eher schwach bleiben. Dies hängt jedoch davon ab, wie hoch die Zölle letztlich ausfallen. Unterdessen zeichnet sich am US-Arbeitsmarkt eine Abkühlung ab, die Lage bleibt jedoch robust.

Die VPI-Gesamtinflation wie auch die VPI-Kerninflation beschleunigten sich im Mai in den Vereinigten Staaten; damit machten sich die Auswirkungen der Zölle erstmals bemerkbar. Die am Preisindex für private Konsumausgaben (PCE-Index) gemessene Gesamtinflation in den USA stieg gegenüber April um 0,1 Prozentpunkte auf 2,3 % im Mai. Die PCE-Kerninflation erhöhte sich unterdessen um 0,1 Prozentpunkte auf 2,6 %. Die jüngsten Entwicklungen der PCE-Inflation deuten darauf hin, dass die Zölle weniger deutlich durchschlagen als zunächst erwartet. Dies könnte auch daran liegen, dass die Auswirkungen möglicherweise mit zeitlicher Verzögerung auftreten. Der von US-Präsident Trump unterzeichnete Haushaltsentwurf, mit dem die Steuersenkungen aus seiner ersten Amtszeit verlängert wurden, dürfte das US-Haushaltsdefizit noch weiter ansteigen lassen. Verfügbare Schätzungen gehen davon aus, dass das Defizit in den nächsten zehn Jahren durchschnittlich um 0,9 Prozentpunkte des BIP zunehmen wird. Der Offenmarktausschuss der US-Notenbank hat den Zielkorridor für den Leitzins wie erwartet unverändert bei 4,25 % bis 4,5 % belassen. Die neuen Prognosen lauten unterdessen auf eine höhere Inflation und ein geringeres Wachstum.

In China fällt die Wirtschaftstätigkeit nach dem Handelsabkommen mit den Vereinigten Staaten wieder dynamischer aus, doch aufgrund der auslaufenden fiskalpolitischen Unterstützungsmaßnahmen dürfte sich das Wachstum im späteren Jahresverlauf verlangsamen. Chinas Wachstumsdynamik hat sich im zweiten Quartal unerwartet gut behauptet, doch die zugrunde liegende Schwäche deutet auf eine Abkühlung der Wirtschaftstätigkeit hin. Das vierteljährliche reale BIP-Wachstum verringerte sich geringfügig von 1,2 % im ersten auf 1,1 % im zweiten Quartal. Getragen wurde es vor allem von einem unerwartet hohen Außenbeitrag. Dank des kräftigen Exportwachstums nach der teilweisen Deeskalation, die Anfang Mai im Zollkonflikt zwischen den USA und China erreicht wurde, erholte sich die Industrieproduktion im Juni. Die Einzelhandelsumsätze waren leicht rückläufig, blieben aufgrund der höheren Warenumsätze, die auf das staatliche Umtauschprogramm zurückzuführen waren, jedoch robust. Im Rahmen dieses Programms erhalten Verbraucher, die ältere Gebrauchsgüter gegen neue eintauschen, Rabatte auf den Kaufpreis. Das Wachstum der Anlageinvestitionen fiel dagegen schwächer als erwartet aus. Mit Blick auf die Zukunft bleibt die Binnennachfrage mit Ausnahme der durch staatliche Maßnahmen gestützten Sektoren niedrig. Dabei erweist sich der Immobilienmarkt als anhaltend schwach, und der private Konsum ist – abgesehen von subventionierten Waren – verhalten. Im Juni beschleunigte sich der Verbraucherpreisanstieg in China leicht, während die am Erzeugerpreisindex (EPI) gemessene Inflation weiter nachgab. Da die US-Zölle auf

chinesische Einfuhren weiterhin erhöht sind und sich die Binnennachfrage verhalten entwickelt, dürfte der Inflationsdruck gedämpft bleiben.

Im Vereinigten Königreich dürfte sich das BIP-Wachstum im zweiten Quartal abgeschwächt haben, während die Inflation nur geringfügig sank. Das reale BIP stieg im ersten Quartal dieses Jahres um 0,7 % gegenüber dem Vorquartal. Gestützt wurde es in erster Linie durch Vorzieheffekte aufgrund der erwarteten Zoll- und Steuererhöhungen. Da diese idiosynkratischen Faktoren an Wirkung verlieren, dürfte sich die Konjunktur im zweiten Quartal abkühlen. Diese Einschätzung wird von den aktuellen Hochfrequenzdaten generell bestätigt. Die jährliche Gesamtinflation stieg von zuvor 3,4 % auf 3,6 % im Juni und liegt damit nach wie vor deutlich über dem Zielwert der Bank of England. Ursächlich hierfür waren der hartnäckige Preisauftrieb im Dienstleistungssektor sowie die steigende Kerninflation. Die Arbeitsmarktsituation im Vereinigten Königreich scheint sich zu entspannen, und das Lohnwachstum lässt inzwischen Anzeichen einer Abschwächung erkennen.

2 Konjunktorentwicklung

Die Wirtschaft im Euroraum wuchs im ersten Quartal 2025 stärker als erwartet. Ausschlaggebend dafür war vor allem der vorübergehende Wachstumsimpuls, der von dem Vorziehen von Exporten in Erwartung höherer US-Zölle ausging. Mit Blick auf die Nachfragekomponenten trugen die privaten Konsumausgaben, die Gesamtinvestitionen und die Exporte positiv zum Wachstum bei. Von den Vorratsveränderungen ging indes ein geringfügig negativer Beitrag aus. Nach Sektoren betrachtet erwies sich die Aktivität in der Industrie – selbst unter Ausschluss des außergewöhnlich hohen Beitrags der irischen Produktion – als wichtigster Wachstumsmotor. Auch im Dienstleistungssektor und im Baugewerbe nahm die Wirtschaftstätigkeit zu, allerdings in moderaterem Tempo. Die aktuellen Daten deuten jedoch auf eine konjunkturelle Abkühlung im zweiten Quartal 2025 hin.¹ Grund hierfür ist, dass die Vorzieheffekte bei den Exporten allmählich nachlassen und der stärker binnenwirtschaftlich ausgerichtete Dienstleistungssektor an Schwung verliert, während die Unsicherheit erhöht bleibt. Mit Blick auf die Zukunft dürften der zunehmende Protektionismus, höhere Zölle, handelsverzerrende Maßnahmen sowie die weitere Aufwertung des Euro nach wie vor einen überproportional stärkeren Effekt auf das verarbeitende Gewerbe als auf andere Wirtschaftsbereiche haben.² Darüber hinaus hat sich die geopolitische Unsicherheit im Zuge der jüngsten Entwicklungen im Nahen Osten weiter erhöht, wodurch die Abwärtsrisiken im verarbeitenden Gewerbe zugenommen haben. Der Arbeitsmarkt hat sich zwar abermals abgeschwächt, bleibt aber robust. Insgesamt dürfte die prognostizierte Erholung durch die jüngsten Kaufkraftgewinne und erschwinglichere Kredite nicht zuletzt dank der zurückliegenden Zinssenkungen gestützt werden.

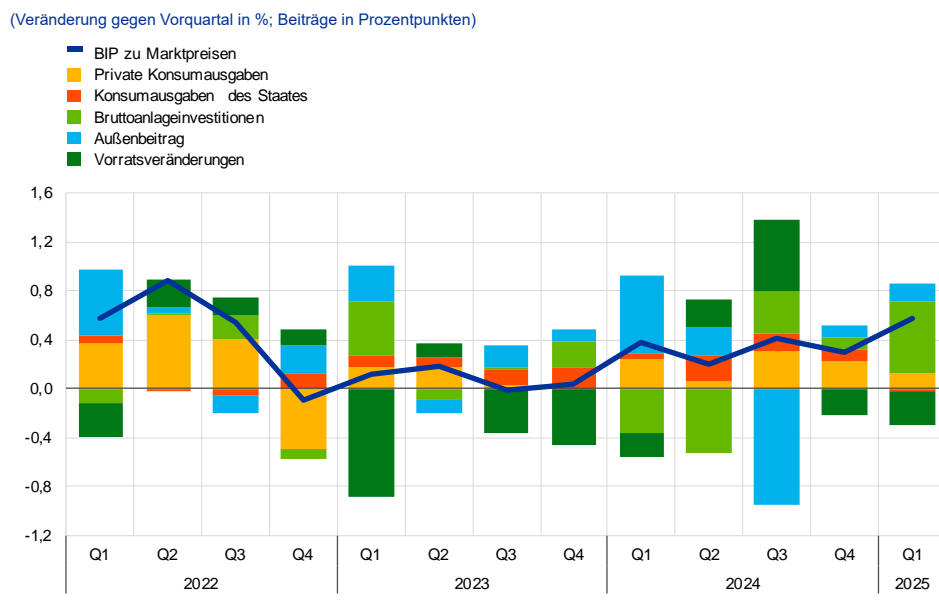
Das reale BIP erhöhte sich im ersten Quartal 2025 um 0,6 % gegenüber dem Vorquartal, was weitgehend dem vorübergehenden Wachstumsimpuls zuzuschreiben war, der von dem Vorziehen von Exporten in Erwartung höherer US-Zölle ausging (siehe Abbildung 3). Ohne Irland gerechnet lag das euroraumweite BIP-Wachstum im ersten Quartal 2025 bei 0,3 % gegenüber dem Vorquartal. Die Expansion des realen BIP im Euroraum wurde von den privaten Konsumausgaben, den Investitionen und den Exporten getragen, während die Vorratsveränderungen einen geringfügig negativen Beitrag leisteten. Die Unternehmensinvestitionen lagen über den Erwartungen, was vor allem auf einen sprunghaften Anstieg der irischen Investitionen in geistiges Eigentum und in Fahrzeuge zurückzuführen war. Auch vom Außenhandel ging ein positiver Impuls aus. Gestützt wurde dieser durch ein robustes Exportgeschäft mit pharmazeutischen Erzeugnissen aus Irland, das wahrscheinlich mit dem Vorziehen von Ausfuhren in Erwartung höherer US-Zölle zusammenhing. Aus sektoraler Sicht leistete die Industrie – selbst unter Ausschluss der außergewöhnlichen Ergebnisse in Irland – den größten Wachstumsbeitrag. Auch der Dienstleistungssektor und das

¹ Der am 30. Juli veröffentlichten Schnellschätzung von Eurostat zufolge erhöhte sich das reale BIP im Euroraum im zweiten Quartal 2025 um 0,1 %. Diese Schätzung lag zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung vom Juli noch nicht vor.

² Am 27. Juli einigten sich die Europäische Kommission und die Vereinigten Staaten auf ein vorläufiges Handelsabkommen, das einen allgemeinen Zollsatz von 15 % auf die meisten EU-Ausfuhren in die USA vorsieht (anstatt der zuvor angedrohten Zölle von 30 % bis 50 %). Die Einzelheiten des Abkommens stehen jedoch noch aus.

Baugewerbe expandierten, was auf eine breit angelegte Konjunkturdynamik im Euroraum hindeutet.

Abbildung 3
Wachstum des realen BIP im Euroraum und Beiträge der Komponenten

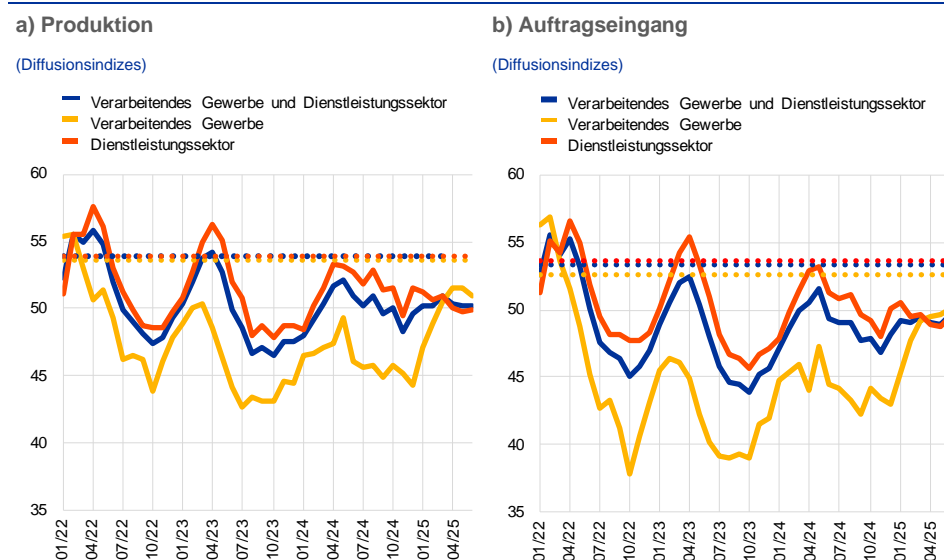


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2025.

Die aktuellen Daten bestätigen vor dem Hintergrund einer erhöhten Unsicherheit eine merkliche Verlangsamung des Wirtschaftswachstums im zweiten Quartal und signalisieren, dass die Wachstumsdynamik auf kurze Sicht nachlassen dürfte. Nach der starken Entwicklung im ersten Quartal, die auch positive statistische Überhangeffekte für das zweite Quartal impliziert, ging die Industrieproduktion im April drastisch zurück und erholte sich im Mai wieder. Dies legt nahe, dass sich die Vorzieheffekte zum Teil wieder umkehren, wozu die Aufwertung des Euro und höhere Zölle verstärkend beigetragen haben dürften. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor blieb im zweiten Quartal stabil und lag mit 50,4 Punkten auf einem Niveau, das eine leicht steigende oder stagnierende Produktion signalisiert. Hinter diesem Ergebnis verbirgt sich ein starker Anstieg des EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe, der sich von 48,8 Zählern im ersten Quartal auf 51,3 Zähler erhöht hat. Damit lag der Quartalsdurchschnitt des Indikators erstmals seit drei Jahren über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Der EMI für die Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor sank hingegen von 51,0 Zählern im ersten Quartal auf 50,1 Zähler im zweiten Quartal, was auf eine Abkühlung in diesem Sektor hinweist (siehe Abbildung 4, Grafik a). Der EMI für die Lieferzeiten der Zulieferer deutet unterdessen darauf hin, dass die Wirtschaftstätigkeit bis Juni nicht durch Lieferengpässe gebremst wurde. Die kurzfristigen Aussichten werden weiterhin durch höhere Zölle und einen zunehmenden Protektionismus sowie durch die damit einhergehende Unsicherheit belastet. Der EMI für den Auftragseingang, der naturgemäß stärker auf die Zukunft ausgerichtet ist, zeichnet ein ähnliches Bild (siehe Abbildung 4, Grafik b). Dies lässt darauf schließen, dass zwischen der

Wahrnehmung der gegenwärtigen Entwicklung und den kurzfristigen Erwartungen keine großen Unterschiede bestehen. Die zukunftsorientierten Komponenten des von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikators der wirtschaftlichen Einschätzung signalisieren indessen Erwartungen, die etwas gedämpfter ausfallen als die Einschätzung der aktuellen Lage. Nach dem positiven, aber vorübergehenden Effekt, der sich im ersten Quartal durch den Produktionsanstieg infolge der vorgezogenen Exporte ergab, könnten die höheren Zölle das verarbeitende Gewerbe in den kommenden Monaten verglichen mit anderen Wirtschaftsbereichen überproportional stark treffen. Darüber hinaus haben die jüngsten Entwicklungen im Nahen Osten die geopolitische Unsicherheit verstärkt, was das verarbeitende Gewerbe ebenfalls belastet. Die aktuelle Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen (Corporate Telephone Survey) stellt unterdessen eine breit angelegte Abschwächung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor in Aussicht (siehe Kasten 3).

Abbildung 4
Einkaufsmanagerindex (EMI) für einzelne Sektoren



Quelle: S&P Global Market Intelligence.

Anmerkung: Die gestrichelten Linien markieren Durchschnittswerte im Zeitraum 2015-2019. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2025.

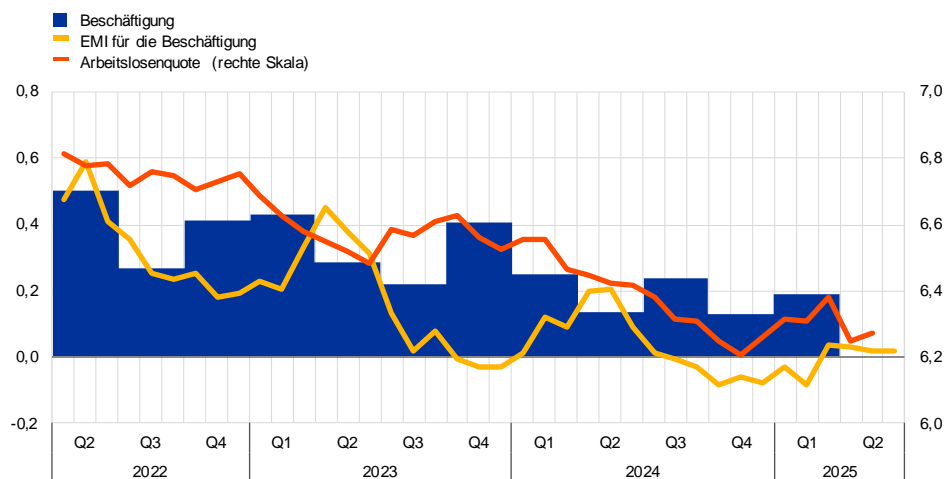
Die Beschäftigung erhöhte sich im ersten Quartal 2025 um 0,2 %, wohingegen die Zahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden um 0,2 % sank. Nach einem eher verhaltenen Anstieg von 0,1 % im vierten Quartal 2024 nahm das Beschäftigungswachstum im ersten Quartal 2025 auf 0,2 % zu (siehe Abbildung 5). Unterdessen lag die Arbeitslosenquote im Mai bei 6,3 % und ist damit seit Mitte 2024 weitgehend unverändert. Gleichzeitig stieg die Zahl der Erwerbspersonen vom vierten Quartal 2024 bis zum ersten Quartal 2025 um 0,6 %. Im Zeitraum vom ersten Quartal 2024 bis zum ersten Quartal 2025 entfielen rund 42 % des Anstiegs der Erwerbsbevölkerung auf ausländische Arbeitskräfte. Die Nachfrage nach Arbeitskräften hat sich weiter abgeschwächt.³ So sank die Vakanzquote im ersten

³ Siehe auch Kasten 2 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Quartal auf 2,4 % und war damit 0,1 Prozentpunkte niedriger als im Schlussquartal 2024.

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

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



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

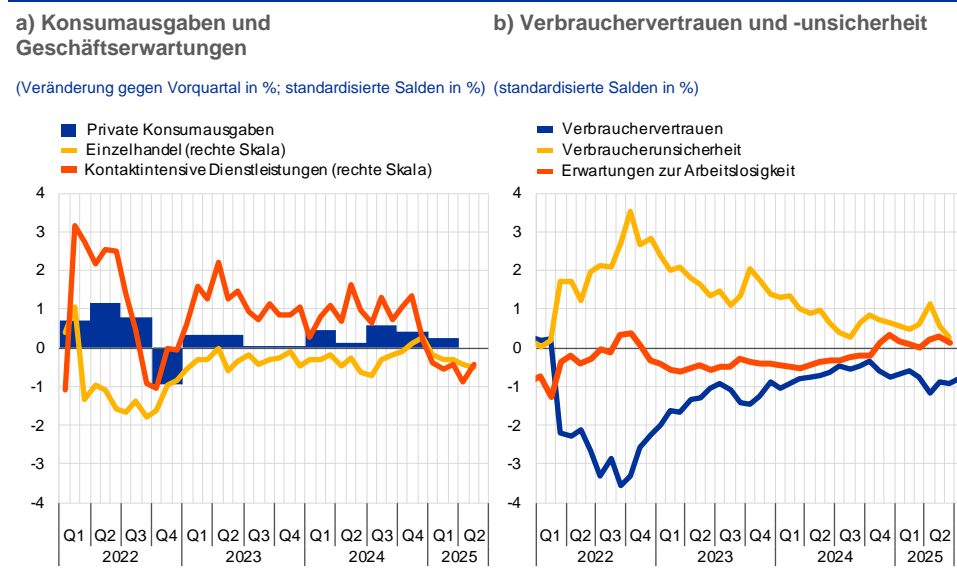
Anmerkung: Die beiden Linien stellen die monatliche Entwicklung, die Balken Quartalswerte dar. Der EMI ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt, um das vierteljährliche Beschäftigungswachstum zu messen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2025 (Beschäftigung), Juni 2025 (EMI für die Beschäftigung) bzw. Mai 2025 (Arbeitslosenquote).

Die kurzfristigen Arbeitsmarktindikatoren weisen auf eine weitgehend stagnierende Beschäftigung im zweiten Quartal hin. Der monatliche EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor lag im Juni bei 50,3 Punkten. Damit war er 0,1 Punkte höher als im Mai und entsprach dem Stand vom April, was auf eine weitgehend stagnierende Beschäftigung schließen lässt. Der EMI für die Beschäftigung im Dienstleistungssektor erhöhte sich dabei leicht von 50,9 Zählern im Mai auf 51,0 Zähler im Juni. Indessen sank der EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe von 48,1 Punkten auf 47,9 Punkte.

Die privaten Konsumausgaben erhöhten sich im ersten Quartal 2025 moderat und dürften sich im zweiten Quartal ähnlich entwickelt haben. Nachdem die privaten Konsumausgaben im vierten Quartal 2024 um 0,5 % gegenüber dem Vorquartal zugenommen hatten (siehe Abbildung 6, Grafik a), stiegen sie im ersten Quartal 2025 um 0,3 % an. Grund hierfür waren mäßige Ausgaben für Dienstleistungen und ein erneut rückläufiger Warenkonsum. Die Abschwächung spiegelte sich in einer nach wie vor erhöhten Sparquote wider. Nach 15,2 % im vierten Quartal 2024 lag sie im ersten Quartal bei 15,4 %. Aktuelle Daten signalisieren, dass die Wachstumsdynamik der Konsumausgaben der privaten Haushalte auf kurze Sicht weiter nachlassen wird. Die Dienstleistungsproduktion sank im April und blieb nur geringfügig über ihrem Niveau vom ersten Quartal. Das Umsatzvolumen im Einzelhandel lag trotz eines Rückgangs im Mai im Durchschnitt von April bis Mai mit einer Rate von 0,3 % über dem Niveau des ersten Quartals. Den jüngsten Ergebnissen des von der Europäischen Kommission veröffentlichten Vertrauensindicators für die Verbraucher zufolge erhöhte sich der Indikator nach einem Rückgang im April geringfügig, entwickelte sich nach wie vor aber insgesamt

verhalten (siehe Abbildung 6, Grafik b). Die Einschätzungen der privaten Haushalte zu ihrer künftigen finanziellen Situation und zur allgemeinen Wirtschaftslage lagen dabei jeweils deutlich unter den vor der Pandemie verzeichneten Durchschnittswerten. Auch ein alternativer Indikator für das Verbrauchervertrauen, der aus der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen abgeleitet wurde, zeigt, dass die Entwicklung des Verbrauchervertrauens in den letzten Monaten vor allem mit verhaltenen Konjunkturerwartungen zusammenhing – so war nach den jüngsten Handelskonflikten im April eine starke Volatilität zu beobachten (siehe Kasten 1). Im Juni verringerte sich die Unsicherheit der Verbraucher. Die allgemein gedämpfte Konsumstimmung kam indes in einem weiteren Rückgang der von der Europäischen Kommission erhobenen Indikatoren für die Geschäftserwartungen bezüglich der Nachfrage nach Dienstleistungen insgesamt, im Einzelhandel und bei kontaktintensiven Dienstleistungen zum Ausdruck. Allerdings deutet die aktuelle Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen darauf hin, dass die erwartete Nachfrage nach Urlaubsreisen hoch bleibt. Die anhaltende wirtschaftspolitische Unsicherheit – insbesondere im Zusammenhang mit der Entwicklung der Weltwirtschaft und mit den anhaltenden Handelsspannungen – dürfte die Ausgabenentscheidungen der privaten Haushalte auch im weiteren Verlauf belasten. Gleichwohl dürften die jüngsten Kaufkraftgewinne und die günstigen Finanzierungsbedingungen das Konsumwachstum weiter stützen.

Abbildung 6
Private Konsumausgaben, Geschäftserwartungen für Einzelhandel und kontaktintensive Dienstleistungen sowie Verbrauchervertrauen und -unsicherheit



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Geschäftserwartungen für den Einzelhandel (ohne Kraftfahrzeuge) und die erwartete Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen beziehen sich auf die nächsten drei Monate. Kontaktintensive Dienstleistungen umfassen Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie sowie Reiseverkehr. Aufgrund der Datenverfügbarkeit ist die Zeitreihe für kontaktintensive Dienstleistungen für den Zeitraum von 2005 bis 2019 standardisiert, die Zeitreihe für die Verbraucherunsicherheit indes für den Zeitraum von April 2019 bis Mai 2025 in Bezug auf den Durchschnitt des vierten Quartals 2021. Alle anderen Zeitreihen sind für den Zeitraum von 1999 bis 2019 standardisiert. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2025 (private Konsumausgaben), Juli 2025 (Verbrauchervertrauen) bzw. Juni 2025 (übrige Angaben).

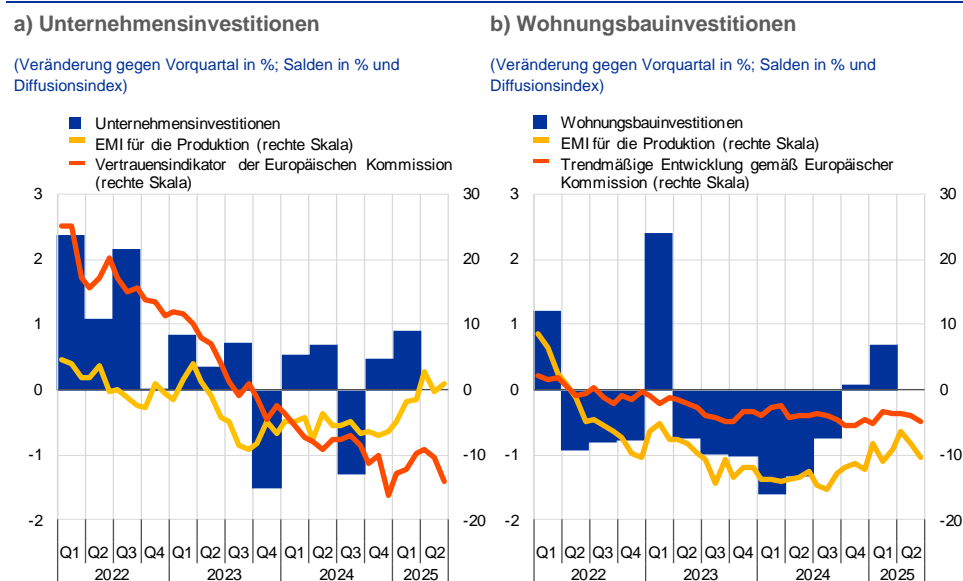
Die Entwicklung der Unternehmensinvestitionen im ersten Quartal 2025 wurde dadurch bestimmt, dass Vorzieheffekte in Erwartung höherer Zölle zum Tragen

kamen; in der zweiten Jahreshälfte dürften sich diese Effekte teilweise umkehren. Ohne die volatilen immateriellen Investitionen in Irland erhöhten sich die Unternehmensinvestitionen im Euroraum im ersten Quartal 2025 um 0,9 % gegenüber dem Vorquartal. Nach Vermögenswerten aufgeschlüsselt trugen Investitionen in geistiges Eigentum (ohne Irland) am stärksten zu diesem Ergebnis bei und kompensierten den Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen. Die positive Dynamik scheint sich im zweiten Quartal fortgesetzt zu haben. So nahm die Industrieproduktion im Investitionsgütersektor von April bis Mai gegenüber dem Durchschnitt des ersten Quartals 2025 um 1,4 % zu. Die Telefonumfrage bei Unternehmen lässt allerdings darauf schließen, dass Vorzieheffekte die Entwicklung des Investitionsgütersektors in der ersten Jahreshälfte 2025 maßgeblich beeinflusst haben (siehe Kasten 3). Das bedeutet, dass die Entwicklung nicht zwangsläufig auf Verbesserungen der zugrunde liegenden Fundamentaldaten zurückzuführen war. Für die zweite Jahreshälfte 2025 signalisieren Umfrageergebnisse im Einklang mit den schwachen Wachstumsaussichten eine verhaltene Entwicklung. Eine Rolle spielen dabei die höheren Zölle, der stärkere Euro und die anhaltend erhöhte Unsicherheit. Die Telefonumfrage bei Unternehmen deutet darauf hin, dass sich die Investitionstätigkeit abschwächen dürfte, da Unternehmen eine abwartende Haltung einnehmen.⁴ Die Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey) weist ebenfalls darauf hin, dass der Finanzierungsbedarf für Investitionen im dritten Quartal 2025 per saldo nur moderat steigen dürfte. Auch andere weiche Kennzahlen, wie etwa die Vertrauensindikatoren (siehe Abbildung 7, Grafik a), entwickeln sich weiterhin verhalten. Die anhaltend hohe Unsicherheit und die begrenzten Investitionsanreize, die sich in einem niedrigen Tobins Q widerspiegeln, deuten ebenfalls auf schwache Investitionsaussichten hin.

⁴ Siehe Kasten 3 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Abbildung 7

Entwicklung der realen Investitionen und Umfrageergebnisse



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission, S&P Global Market Intelligence und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Linien stellen die monatliche Entwicklung, die Balken Quartalswerte dar. Die EMIs sind als Abweichung von 50 Indexpunkten ausgedrückt. In Grafik a werden die Unternehmensinvestitionen anhand der Investitionen ohne Bauten gemessen (unter Ausschluss der immateriellen Investitionen in Irland). Die Kurzfristindikatoren beziehen sich auf den Investitionsgütersektor. Der Vertrauensindikator der Europäischen Kommission für den Investitionsgütersektor wurde normalisiert auf den Durchschnitt und auf die Standardabweichung der Zeitreihe zwischen 1999-2019. In Grafik b stellt die Linie für den von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikator der trendmäßigen Entwicklung die Einschätzung des konjunkturellen Trends der vergangenen drei Monate in den Sektoren Hochbau und spezialisierte Bautätigkeiten als gewichteten Durchschnitt dar. Der Indikator ist reskaliert, um dieselbe Standardabweichung wie für den EMI zu erhalten. Die Linie, die den EMI für die Produktion darstellt, bezieht sich auf den Wohnungsbau. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2025 (Investitionen) bzw. Juni 2025 (EMI für die Produktion und von der Europäischen Kommission erhobene Indikatoren).

Die Wohnungsbauinvestitionen nahmen im ersten Quartal 2025 zu und dürften sich im zweiten Quartal weiter erholt haben.

Nachdem die Wohnungsbauinvestitionen im vierten Quartal 2024 um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal gestiegen waren, nahmen sie im ersten Quartal 2025 um 0,7 % zu. Damit endete ein länger anhaltender Rückgang, der im ersten Quartal 2022 eingesetzt hatte. Hochfrequente Indikatoren deuten auf eine weitere Erholung der Wohnungsbauinvestitionen im zweiten Quartal hin. Die Produktion im Hochbau und die spezialisierten Bautätigkeiten lagen im April und Mai im Durchschnitt 1,7 % über ihrem Wert vom ersten Quartal (siehe Abbildung 7, Grafik b). Allerdings verschlechterten sich die umfragebasierten Indikatoren – wie der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der jüngsten trendmäßigen Entwicklung in den Sektoren Hochbau und spezialisierte Bautätigkeiten sowie der EMI für die Produktion im Wohnungsbau – von April bis Juni, was auf moderate Wachstumsaussichten für das zweite Quartal schließen lässt. Mit Blick auf die Zukunft dürften die Wohnungsbauinvestitionen aufgrund günstigerer Finanzierungsbedingungen und der Erholung der Einkommen weiterhin von einer verbesserten Finanzierbarkeit von Wohnimmobilien profitieren. Dies spiegelt sich auch in einer regen Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten wider, die sich aus der Umfrage zum Kreditgeschäft vom Juli ablesen lässt. Allerdings deuten ein geringer Anstieg der Baugenehmigungen für Wohngebäude im ersten Quartal 2025 sowie ein merklicher Rückgang der von der Europäischen Kommission ermittelten Einschätzung der Unternehmen zur Auftragslage im Hochbau und bei spezialisierten

Bautätigkeiten im Juni darauf hin, dass die Wohnungsbautätigkeit in den kommenden Monaten begrenzt sein wird. Insgesamt dürften sich die Wohnungsbauinvestitionen weiterhin moderat erholen.

Die Warenexporte des Euroraums blieben im Mai stabil. Nach einem Höchststand im März, der vor allem auf die Ausfuhr chemischer Erzeugnisse aus Irland in die Vereinigten Staaten zurückzuführen war, erreichten die Exporte im April und Mai wieder ihr übliches Niveau. Mit Blick auf die Zukunft weisen die Umfrageindikatoren auf einen anhaltenden Rückgang der Dienstleistungsexporte und eine nahezu neutrale Exportentwicklung im verarbeitenden Gewerbe hin. Die Aufwertung des Euro dürfte die Wettbewerbsfähigkeit der Exporte weiter dämpfen. Hinzu kommt, dass die Exporteure des Euroraums angesichts der Diskussionen über ein neues Handelsabkommen mit der US-Regierung, das Zölle von maximal 15 % auf EU-Waren vorsieht, noch immer mit einer erhöhten handelspolitischen Unsicherheit konfrontiert sind. Die Einfuhren des Euroraums gingen im Mai etwas zurück. Ausschlaggebend hierfür waren die Importe aus den Vereinigten Staaten. Seit Jahresbeginn haben sich die Einfuhren aus China deutlich erhöht, was den Wettbewerb mit den inländischen Produzenten verstärkt (siehe Kasten 2). Durch die nach wie vor hohen chinesischen Überkapazitäten und die US-Zölle, die eine Umlenkung der Handelsströme bewirken könnten, dürften die Importe des Euroraums in den kommenden Monaten unter zusätzlichen Preisdruck geraten.

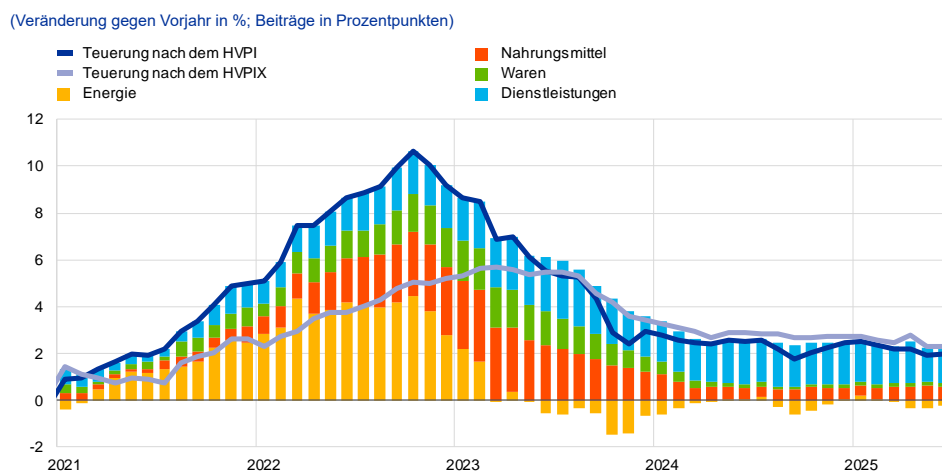
Insgesamt sind die Aussichten für die Konjunktur im Euroraum aufgrund höherer Zölle und anhaltender geopolitischer Spannungen weiterhin mit hoher Unsicherheit behaftet, auch wenn es einige signifikante wachstumsfördernde Faktoren gibt. Eine hohe Unsicherheit dürfte das Vertrauen der privaten Haushalte und Unternehmen weiter mindern. Zugleich stellen der zunehmende Protektionismus auf globaler Ebene, die hohen Zölle und handelsverzerrenden Maßnahmen sowie eine weitere Aufwertung des Euro Risiken für die Aussichten des Euroraums dar. Die jüngsten Entwicklungen im Nahen Osten haben zur erhöhten geopolitischen Unsicherheit beigetragen. Gleichwohl werden die privaten Haushalte aufgrund der jüngsten Kaufkraftgewinne und des anhaltend robusten Arbeitsmarkts mehr Ausgaben tätigen können, während öffentliche Investitionsausgaben in Verteidigung und Infrastruktur das Wachstum zunehmend stützen werden (siehe Kasten 7). Im Zusammenspiel mit günstigeren Finanzierungsbedingungen dürfte die Wirtschaft damit gegenüber globalen Schocks widerstandsfähig bleiben.

3 Preise und Kosten

Im Juni 2025 betrug die Gesamtinflation im Euroraum 2,0 % nach 1,9 % im Mai.⁵ Dieser leichte Anstieg war vornehmlich den höheren Energiepreisen zuzuschreiben, die den Rückgang des Preisauftriebs bei Nahrungsmitteln mehr als wettmachten. Allgemein stehen die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Einklang mit dem mittelfristigen Zielwert der EZB von 2 %. Der binnenwirtschaftliche Preisdruck hat weiter nachgelassen, wofür vor allem das sich abschwächende Lohnwachstum verantwortlich ist. Im ersten Quartal 2025 betrug die jährliche Zuwachsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer 3,8 % nach 4,1 % im Schlussquartal 2024. Zusammen mit einem stärkeren Produktivitätszuwachs führte dies zu einem langsameren Anstieg der Lohnstückkosten. Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen weiterhin bei rund 2 %, was die Stabilisierung der Inflation in der Nähe des Zielwerts der EZB begünstigt.

Die am HVPI gemessene Gesamtinflation im Euroraum nahm leicht von 1,9 % im Mai auf 2,0 % im Juni zu (siehe Abbildung 8). Der Anstieg war auf eine weniger negative Teuerungsrate bei Energie zurückzuführen, die den Rückgang des Preisauftriebs bei Nahrungsmitteln mehr als ausglich. Das Inflationsergebnis von 2 % für das zweite Quartal 2025 stand im Einklang mit den von Fachleuten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2025.

Abbildung 8
Gesamtinflation und Beiträge der Hauptkomponenten



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Waren sind Industrieerzeugnisse ohne Energie. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2025.

Die Energiepreise entwickeln sich nach wie vor volatil. Die Teuerungsrate bei Energie lag im Juni weiterhin im Negativen, erhöhte sich aber auf -2,6 % nach -3,6 % im Mai. Dieser Anstieg spiegelt vornehmlich einen positiven Basiseffekt wider, der sich aus den im Juni 2024 niedrigeren Kraftstoffpreisen ergab. Die detaillierte Aufschlüsselung zeigt eine höhere Jahresteuersrate bei Kraftstoffen, die in Verbindung mit den steigenden Ölpreisen steht. Diese Zunahme bei den

⁵ Stichtag für die in dieser Ausgabe des Wirtschaftsberichts enthaltenen Daten war der 23. Juli 2025. Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge blieb die HVPI-Inflation mit 2,0 % im Juli 2025 unverändert.

Kraftstoffen wurde nur zum Teil durch niedrigere Strom- und Gaspreise ausgeglichen.

Die Teuerungsrate bei Nahrungsmitteln verringerte sich leicht von 3,2 % im Mai 2025 auf 3,1 % im Juni. Maßgeblich hierfür war ein Rückgang der Jahresänderungsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel (von 2,9 % im Mai auf 2,6 % im Juni), der nicht vollständig durch den Anstieg der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel (von 4,3 % im Mai auf 4,6 % im Juni) kompensiert wurde. Die Verteuerung der unverarbeiteten Nahrungsmittel war vor allem die Folge einer höheren Jahresänderungsrate der Preise für Fleisch und Obst, die nur zum Teil durch eine niedrigere Inflationsrate bei Gemüse ausgeglichen wurde. Der Rückgang der Jahresteuerrate bei den verarbeiteten Nahrungsmitteln lässt sich in erster Linie auf den nachlassenden Preisdruck bei Tabakwaren zurückführen. Die Jahresänderungsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel ohne Tabakwaren war im Juni ebenfalls leicht rückläufig und sank von 2,2 % im Mai auf nunmehr 2,1 %.

Die HVPI-Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) war im Juni mit 2,3 % unverändert. Die Teuerung bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie verringerte sich leicht von 0,6 % im Mai auf 0,5 % im Juni. Aufgezehrt wurde dieser Rückgang durch eine etwas höhere Inflationsrate bei den Dienstleistungen (3,3 % im Juni nach 3,2 % im Vormonat). Hinter der letztgenannten Inflationsentwicklung standen ein höherer Preisauftrieb bei den Verkehrsdienstleistungen sowie ein jährlicher Anstieg der Preise für Dienstleistungen in den Bereichen Kommunikation und Freizeit. Die rückläufige Teuerung bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie steht im Einklang mit dem anhaltend moderaten Preisdruck, der aus schwach steigenden Importpreisen und einem stärkeren Euro resultiert. Treibender Faktor für den Rückgang der Jahresteuerrate der Industrieerzeugnisse ohne Energie war ein verlangsamter Preisauftrieb bei den Gebrauchsgütern mit mittlerer Lebensdauer, der allerdings zum Teil durch einen stärkeren Preisauftrieb bei den langlebigen Gebrauchsgütern ausgeglichen wurde.

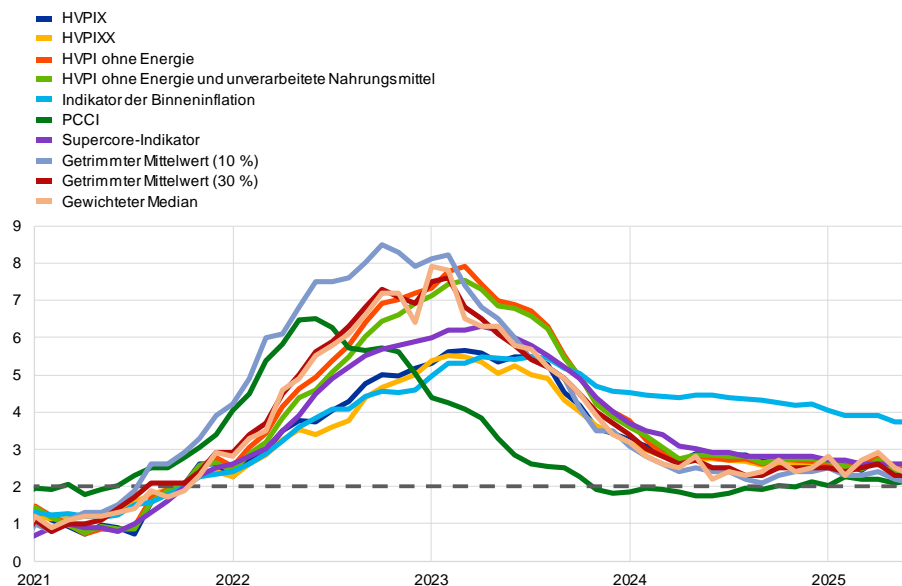
Allgemein stehen die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Einklang mit dem mittelfristigen Zielwert der EZB von 2 % (siehe Abbildung 9).⁶ Die Indikatoren lagen größtenteils in einer Spanne von 2,1 % bis 2,6 %. Laut allen auf permanentem Ausschluss basierenden Messgrößen war die zugrunde liegende Inflation unverändert. Einige auf temporärem Ausschluss basierende Messgrößen (wie der gewichtete Median und der getrimmte Mittelwert von 10 %) schwächten sich im Juni weiter ab. Was die modellbasierten Messgrößen anbelangt, so blieb der Supercore-Indikator (der konjunkturresistente HVPI-Positionen umfasst) mit 2,6 % im Juni stabil. Die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) verzeichnete im Juni einen leichten Anstieg auf 2,2 % nach 2,1 % im Mai. Die Binneninflation lag unverändert auf dem anhaltend hohen Niveau von 3,7%.

⁶ Zu den verschiedenen Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation siehe Lane, P. R., [Underlying inflation: an update](#), Rede anlässlich der von der Federal Reserve Bank of Cleveland und der EZB am 24. Oktober 2024 abgehaltenen Konferenz „Inflation: Drivers and Dynamics Conference 2024“.

Abbildung 9

Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

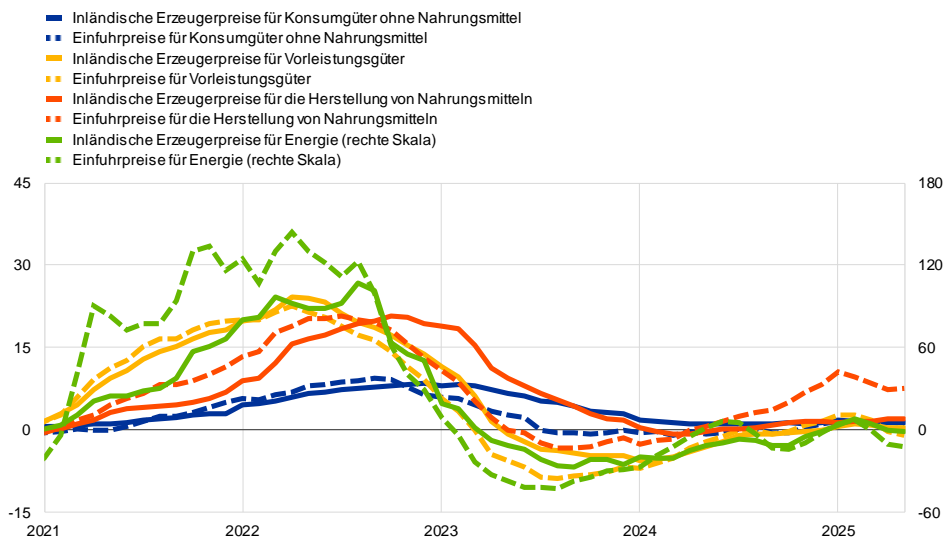
Anmerkung: Die gestrichelte graue Linie bildet das mittelfristige Inflationsziel der EZB von 2 % ab. HVPIXX ist der HVPIX ohne Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2025.

Im Mai schwächte sich der Preisdruck bei Waren auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette weiter ab, während er auf den nachgelagerten Stufen weitgehend stabil blieb (siehe Abbildung 10). Auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette verringerte sich der Anstieg der Änderungsrate der Erzeugerpreise für im Inland verkaufte Vorleistungsgüter weiter, und zwar von 0,4 % im April auf 0,3 % im Mai. Auf den nachgelagerten Stufen blieb die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel mit 1,4 % im Mai stabil. Die Jahreswachstumsrate der Einfuhrpreise für diese Güter stieg leicht auf 0,3 % im Mai nach 0,2 % im April, während die Steigerungsrate der Einfuhrpreise für Vorleistungsgüter von -0,4 % im April auf -1,0 % im Mai sank. Die Vorjahresrate der Erzeugerpreise für verarbeitete Nahrungsmittel stieg im selben Zeitraum leicht von 2,0 % auf 2,1 %, was darauf hindeutet, dass bei der Herstellung von Nahrungsmitteln ein persistenterer Kostendruck herrscht. Die Wachstumsrate der Einfuhrpreise für verarbeitete Nahrungsmittel lag im Mai unverändert bei 7,4 %, was potenziell erhöhte Weltmarktpreise für Nahrungsmittelrohstoffe widerspiegelt. Insgesamt lassen die Daten darauf schließen, dass sich der Preisdruck bei Konsumgütern auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette zwar weitgehend abgeschwächt hat, das Nahrungsmittelsegment aber Anzeichen einer persistenteren Inflationsdynamik aufweist.

Abbildung 10

Indikatoren des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2025.

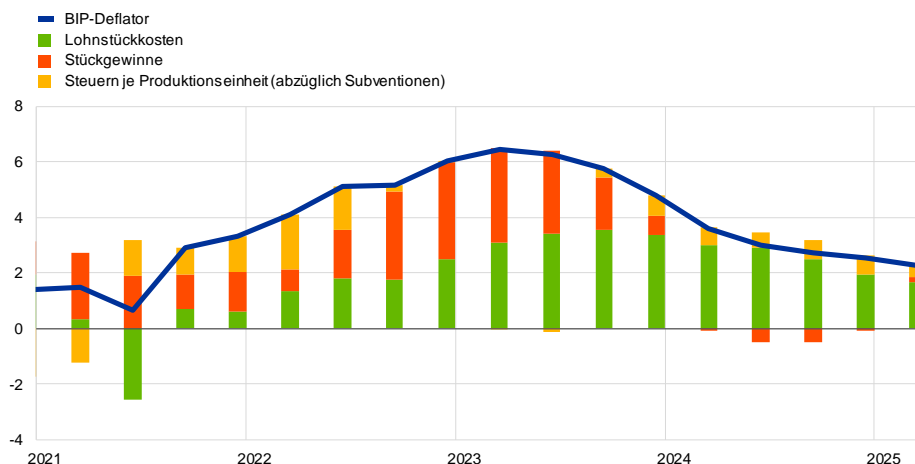
Der am Anstieg des BIP-Deflators gemessene binnenwirtschaftliche Kostendruck verringerte sich im vierten Quartal 2025 abermals; die entsprechende Vorjahresrate lag bei 2,3 % nach 2,6 % im Vorquartal (siehe Abbildung 11). Maßgeblich hierfür ist ein deutlicher Rückgang gegenüber dem Höchststand von 6,4 % im ersten Quartal 2023. Der verlangsamte Anstieg des BIP-Deflators war auf einen geringeren Beitrag der Lohnstückkosten (1,7 Prozentpunkte nach 2,0 Prozentpunkten im Vorquartal) und der Steuern je Produktionseinheit (0,4 Prozentpunkte nach 0,7 Prozentpunkten) zurückzuführen. Im Gegensatz dazu erhöhte sich der Beitrag der Stückgewinne von -0,1 Prozentpunkten im vierten Quartal 2024 auf nunmehr 0,2 Prozentpunkte. Grund für die Abschwächung bei den Lohnstückkosten war eine Kombination aus einem niedrigeren Lohnwachstum (gemessen am Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer) von 3,8 % im ersten Quartal 2025 nach 4,1 % im vorangegangenen Quartal und einem Anstieg des Produktivitätswachstums von 0,6 % auf 0,8 %. Die nachlassende Zunahme beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer ist weiterhin auf breiter Front sektor- und länderübergreifend zu beobachten. Darüber hinaus spiegelt die verlangsamte Wachstumsrate einen Einbruch beim Anstieg der Tariflöhne auf 2,5 % im ersten Quartal nach 4,1 % im Vorquartal wider, der zum Teil durch eine höhere Lohndrift ausgeglichen wurde.⁷ Was die künftige Entwicklung betrifft, so dürfte der von steigenden Löhnen ausgehende Druck im gesamten Jahresverlauf 2025 weiter nachlassen. Darauf deutet der Wage Tracker der EZB hin, der die Daten der bis Ende Juni 2025 verhandelten Tarifabschlüsse berücksichtigt. Die aktuellen auf Umfragen wie der Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen (Corporate Telephone Survey – CTS) beruhenden Indikatoren zum Lohnwachstum bestätigen diese

⁷ Weitere Angaben finden sich in: EZB, [Die jüngste Entwicklung des Lohnwachstums und die Rolle der Lohndrift](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 6/2024.

fortdauernde Abschwächung. Laut der Telefonumfrage wird davon ausgegangen, dass das Lohnwachstum 2025 bei 3,3 % und 2026 bei 2,8 % liegen wird.⁸

Abbildung 11
Aufschlüsselung des BIP-Deflators

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

Seit der Sitzung des EZB-Rats im Juni blieben die umfrage- und marktbasieren Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen stabil und lagen überwiegend bei rund 2 % (siehe Abbildung 12, Grafik a). Gemäß der EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts – SMA) vom Juli 2025 und dem Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB für das dritte Quartal 2025 lagen der Median und der Durchschnitt der längerfristigen Inflationserwartungen unverändert bei 2 %. Die längerfristigen marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs (auf Basis des HVPI ohne Tabakwaren) nahmen seit der EZB-Ratssitzung vom Juni leicht zu. So betrug der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren rund 2,1 %. Auch aus den modellbasierten Schätzungen der tatsächlichen Inflationserwartungen ohne Inflationsrisikoprämien geht hervor, dass die Marktteilnehmer weiterhin mit einer längerfristigen Inflationsrate von rund 2 % rechnen.

Die an Inflations-Fixings gemessenen marktbasieren Messgrößen des kurzfristigen Inflationsausgleichs liegen weiterhin bei unter 2 %, sind im Berichtszeitraum aber leicht gestiegen. Nach dem Beschluss des EZB-Rats vom Juni, die Leitzinsen um 25 Basispunkte zu senken, haben sich diese kurz- bis mittelfristigen Messgrößen der Erwartungen der Marktteilnehmer bezüglich der HVPI-Inflation ohne Tabakwaren nach oben bewegt und nehmen seither weiter leicht zu. Die Anleger gehen aktuell davon aus, dass die Inflation in den kommenden Monaten weiterhin bei rund 2 % liegen wird. Zum Jahreswechsel dürfte sie dann zunächst absinken, anschließend wieder leicht steigen und sich bis Mitte 2026 schließlich bei knapp 2 % einpendeln. Blickt man etwas weiter in die Zukunft, so hat

⁸ Siehe Kasten 3 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

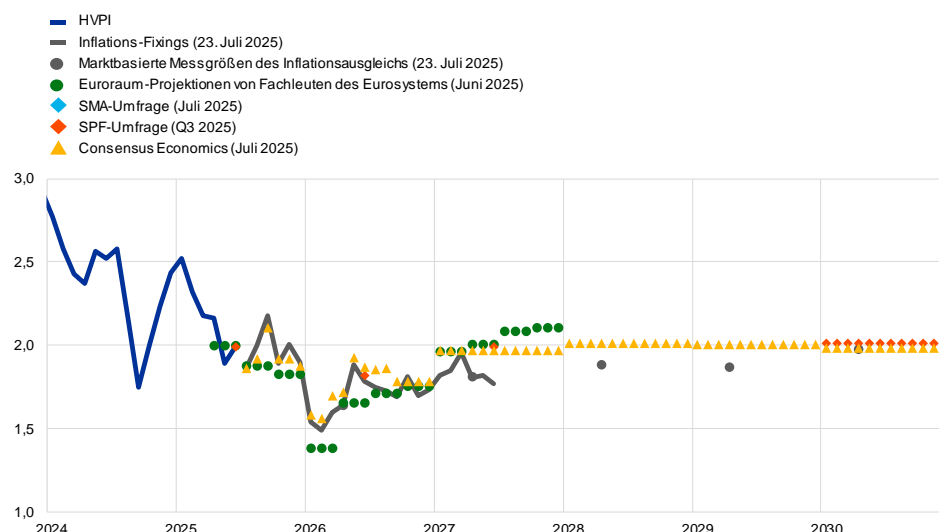
sich auch der einjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in einem Jahr leicht erhöht und liegt bei rund 1,8 %.

Die kurzfristigen Inflationserwartungen der Verbraucherinnen und Verbraucher gingen sowohl im Mai als auch im Juni zurück, wodurch sich der Anstieg der Vormonate umkehrte (siehe Abbildung 12, Grafik b). Der Median der Erwartungen für die Gesamtinflation in den kommenden zwölf Monaten fiel (laut Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (CES-Umfrage) vom Juni 2025) auf 2,6 % nach 2,8 % im Mai bzw. 3,1 % im April. Die Erwartungen für die Inflation in drei Jahren waren indes mit 2,4 % unverändert. Der gegenüber der Umfrage vom April verzeichnete Rückgang der kurzfristigen Inflationserwartungen könnte auf eine leicht nachlassende Inflationsunsicherheit und eine geringfügige Verbesserung der wirtschaftlichen Stimmung unter den Befragten zurückzuführen sein.

Abbildung 12
Gesamtinflation, Inflationsprojektionen und -erwartungen

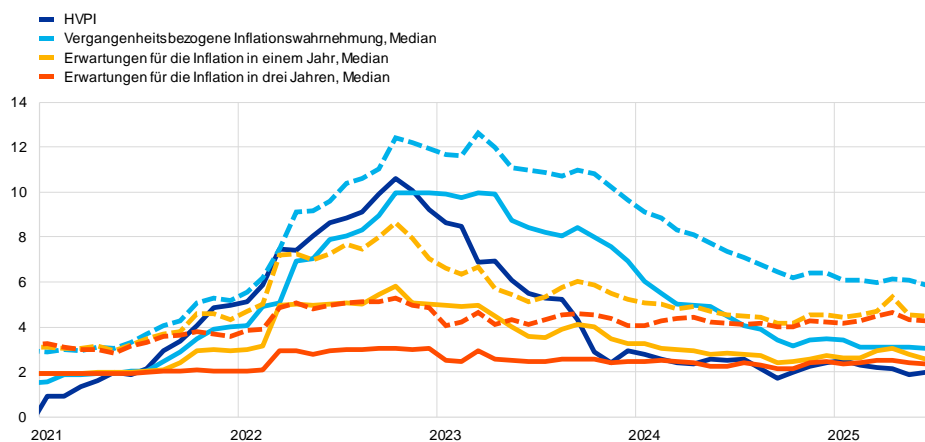
a) Gesamtinflation, marktbasierete Messgrößen des Inflationsausgleichs, Inflationsprojektionen und umfragebasierte Indikatoren der Inflationserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



b) Gesamtinflation und CES-Umfrage

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, LSEG, Consensus Economics, EZB (SMA-Umfrage, SPF-Umfrage und CES-Umfrage), Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2025 und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In Grafik a basiert die Zeitreihe der marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs auf der einjährigen Kassa-Inflationsrate, dem einjährigen Terminalsatz in einem Jahr, dem einjährigen Terminalsatz in zwei Jahren und dem einjährigen Terminalsatz in drei Jahren. Die Angaben zu den marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs beziehen sich auf den 23. Juli 2025. Inflations-Fixings sind Swap-Kontrakte, die an bestimmte monatliche Veröffentlichungen der jährlichen HVPI-Inflationsrate ohne Tabakwaren im Euroraum gekoppelt sind. Die SPF-Umfrage für das dritte Quartal 2025 wurde vom 1. bis zum 3. Juli 2025 durchgeführt. Die SMA-Umfrage für Juli 2025 wurde vom 7. bis zum 9. Juli durchgeführt. Stichtag für die langfristigen Prognosen von Consensus Economics war der 14. Juli 2025. Die gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2025 wurden am 21. Mai 2025 fertiggestellt; Stichtag für die technischen Annahmen war der 14. Mai 2025. In Grafik b stellen bei der CES-Umfrage die gestrichelten Linien den Mittelwert und die durchgezogenen Linien den Median dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2025.

4 Finanzmarktentwicklungen

Die Lage an den Finanzmärkten im Euroraum war im Berichtszeitraum (5. Juni bis 23. Juli 2025) trotz der anhaltenden geopolitischen Spannungen und erneuter Handelsunsicherheiten insgesamt recht ruhig. Nachdem der EZB-Rat am 5. Juni 2025 beschlossen hatte, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 25 Basispunkte zu senken, notierte der €STR (Euro Short-Term Rate) innerhalb einer engen Bandbreite. Die Terminzinskurve blieb im Wesentlichen stabil, wobei die Marktteilnehmer bis zum Jahresende kumulierte Zinssenkungen von rund 25 Basispunkten einpreisten. Die Abstände zwischen den Renditen langfristiger Staatsanleihen und den risikofreien Zinssätzen verringerten sich etwas. Grund hierfür war, dass die Staatsanleiherenditen im Euroraum weitgehend unverändert blieben, während sich der Zinssatz für Tagesgeld-Swaps (OIS-Satz) erhöhte. Zugleich wurde von einer verstärkten Emission von Staatsschuldtiteln ausgegangen. Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen im Eurogebiet verkleinerten sich insgesamt – ein Zeichen dafür, dass die Risikoneigung wieder zunimmt. Im April war noch eine Ausweitung der Abstände verzeichnet worden. Die Aktienmärkte des Euroraums hatten im vorherigen Berichtszeitraum, nach der Zollankündigung der Vereinigten Staaten am 2. April, noch eine Erholung verzeichnet. Im aktuellen Berichtszeitraum gaben sie hingegen leicht nach, was darauf hindeutete, dass die Anleger – vor allem in Sektoren, die stärker auf handelsbezogene Risiken reagieren – weiterhin eine gewisse Vorsicht walten ließen. An den Devisenmärkten wertete der Euro sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch in handelsgewichteter Rechnung weiter auf.

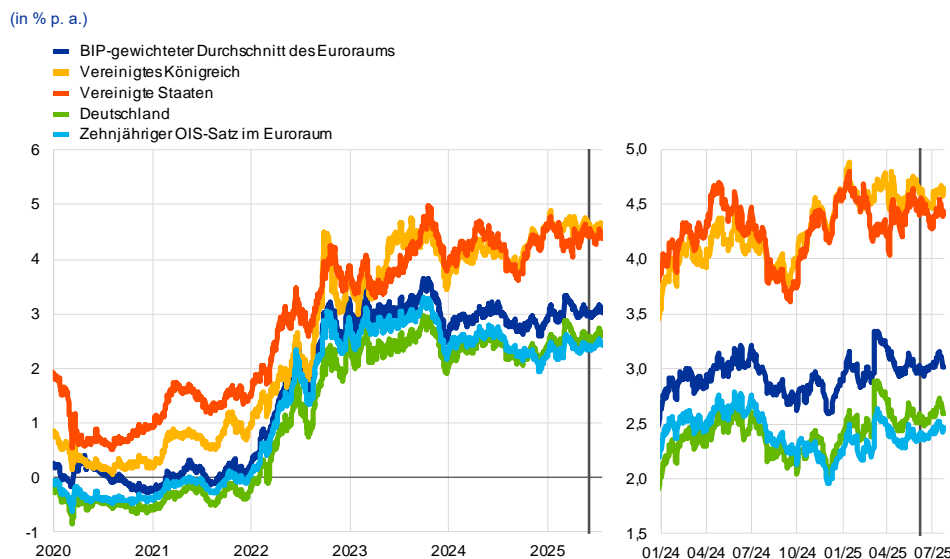
Die risikofreien Zinssätze im Euroraum blieben im Berichtszeitraum trotz der noch immer erhöhten handels- und geopolitischen Unsicherheit weitgehend stabil. Der €STR notierte am Ende des Berichtszeitraums bei 1,92 %, nachdem der EZB-Rat auf seiner Juni-Sitzung wie allgemein erwartet beschlossen hatte, die drei Leitzinssätze um jeweils 25 Basispunkte zu senken. Die Überschussliquidität verringerte sich um rund 53 Mrd. € auf 2 655 Mrd. €. Geschuldet war dies in erster Linie dem geringeren Bestand an für geldpolitische Zwecke gehaltenen Wertpapieren. Dieser nimmt ab, seit das Eurosystem die Tilgungsbeträge fällig gewordener Wertpapiere, die es im Rahmen seiner geldpolitischen Ankaufprogramme hält, nicht mehr reinvestiert. Die kurzfristige risikofreie Terminzinskurve verschob sich am Tag des EZB-Zinsentscheids nach oben und bewegte sich dann im weiteren Berichtszeitraum innerhalb einer engen Bandbreite. Damit trotzte sie zum einen der erhöhten Unsicherheit über das Auslaufen der 90-tägigen Zollpause am 9. Juli (die anschließend bis zum 1. August verlängert wurde) und zum anderen den erhöhten geopolitischen Spannungen im Nahen Osten. Letztere führten dazu, dass die Ölpreise vorübergehend stiegen und die Finanzmarktvolatilität kurzzeitig zunahm, wirkte sich aber kaum auf den am Markt implizierten Pfad der EZB-Leitzinsen aus. Am Ende des Berichtszeitraums preisten die Märkte kumulierte Zinssenkungen von rund 25 Basispunkten bis Ende 2025 ein. Die OIS-Kurve nahm einen steileren Verlauf an, wobei die Zinssätze bei Zeithorizonten von bis zu fünf Jahren weitgehend unverändert blieben und bei zehnjähriger Laufzeit um 6 Basispunkte auf 2,5 % stiegen.

Die Abstände zwischen den Renditen langfristiger Staatsanleihen aus dem Euroraum und den risikofreien Zinssätzen verkleinerten sich im Berichtszeitraum etwas (siehe Abbildung 13).

Die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Euroraum blieb mit 3,0 % weitgehend unverändert, während sich der zehnjährige OIS-Satz um 6 Basispunkte erhöhte. Infolgedessen veränderten sich die Risikoaufschläge auf Staatsanleihen insgesamt nur wenig, was sich auch im Spread niederschlug, der sich lediglich um 7 Basispunkte verringerte. Nennenswerte Unterschiede in der Renditeentwicklung der einzelnen Euro-Länder gab es dabei keine. Der Anstieg der nominalen risikofreien Zinssätze war zum Teil durch einen gestiegenen Inflationsausgleich und zum Teil durch höhere Realzinsen bedingt. In den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich veränderten sich die Renditen der zehnjährigen Staatsanleihen kaum und beliefen sich zuletzt auf 4,4 % bzw. 4,6 %.

Abbildung 13

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



Quellen: London Stock Exchange Group (LSEG) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 5. Juni 2025. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 23. Juli 2025.

Die Aktienkurse im Eurogebiet waren im Berichtszeitraum leicht rückläufig, da die Anleger angesichts der anhaltenden wirtschaftlichen Unwägbarkeiten weiterhin eine gewisse Vorsicht walten ließen. Nach der Zollankündigung der USA am 2. April hatten sich die Kurse zunächst erholt. Im aktuellen Berichtszeitraum gaben die marktbreiten Aktienindizes dann jedoch um 0,4 % nach. Im Einzelnen verzeichneten nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften Verluste in Höhe von 0,1 % und finanzielle Kapitalgesellschaften Gewinne von 1,4 % – ein Zeichen für die insgesamt zögerliche Haltung der Anleger. Während der Energiesektor von gestiegenen Ölpreisen profitierte, gingen die Aktienkurse in einigen anderen Sektoren zurück. Am schlechtesten schnitten Sektoren ab, die stark vom internationalen Handel abhängig sind, obwohl während der fortlaufenden Handelsgespräche vermeintlich Ruhe an den Märkten herrschte. In den Vereinigten Staaten war die Aktienmarktentwicklung nach der im April verzeichneten Kurskorrektur indes deutlich besser als im

Euroraum. So verbuchten die marktbreiten Aktienindizes in den USA ein Plus von 7,0 %. Gestützt wurde diese Stärke durch Kursgewinne bei den finanziellen und bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften um jeweils 7,0 %. Die Tatsache, dass die Aktien nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften in den USA so gut abschnitten, war auf eine verbesserte Anlegerstimmung zurückzuführen, die wiederum Fortschritte bei den Handelsverhandlungen widerspiegelte. Ein weiterer Grund für das gute Abschneiden war die anhaltend hohe Nachfrage nach Aktien von Technologieunternehmen, insbesondere solcher, die sich mit künstlicher Intelligenz beschäftigen.

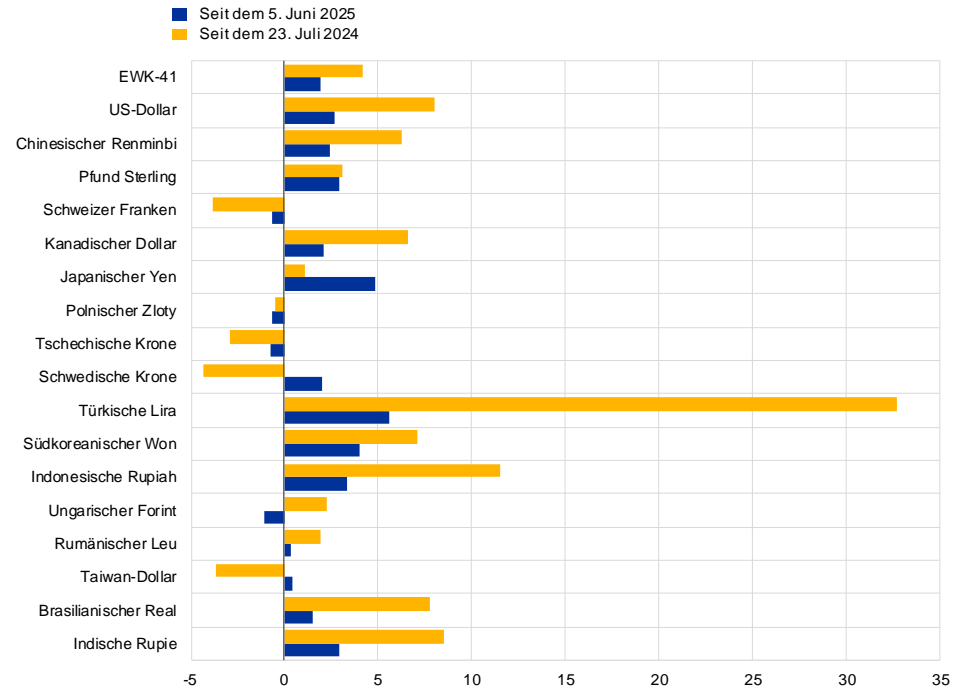
Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen im Euroraum verkleinerten sich im aktuellen Berichtszeitraum – ein Zeichen dafür, dass die Risikoneigung wieder zunimmt, nachdem im April noch eine deutliche Ausweitung der Abstände verzeichnet worden war. Zu Beginn des Berichtszeitraums blieben die Renditeabstände weitgehend stabil, während die Anleger die möglichen Auswirkungen erneuter globaler Handelskonflikte auf die Unternehmensgewinne und die Konjunktur abwogen. Im weiteren Verlauf jedoch, als sich die Stimmung allmählich verbesserte, gingen die Spreads im Investment-Grade-Segment um 8 Basispunkte und im Hochzinssegment um 10 Basispunkte zurück. Diese Entwicklung war sowohl bei finanziellen als auch bei nichtfinanziellen Emittenten zu verzeichnen.

An den Devisenmärkten wertete der Euro sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch in handelsgewichteter Rechnung weiter auf (siehe Abbildung 14). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 41 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, stieg im Berichtszeitraum um 2,1 %. Vor dem Hintergrund der anhaltenden Handelsunsicherheiten gewann der Euro gegenüber dem US-Dollar um 3,0 % an Wert. Gestärkt wurde er dabei durch relativ robuste Fundamentaldaten für den Euroraum und durch Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen in den Vereinigten Staaten. Die Gemeinschaftswährung setzte ihren Aufwärtspfad im Juni im Wesentlichen fort, obwohl sich die geopolitischen Risiken, darunter der Konflikt zwischen Israel und dem Iran, verschärften. Ab Anfang Juli kehrte sich die gegenüber dem US-Dollar und auch die in handelsgewichteter Rechnung verzeichnete Aufwertung leicht um. Grund hierfür war, dass die Anleger den erwarteten Umfang einer weiteren geldpolitischen Lockerung in den USA angesichts unerwartet hoher Inflationszahlen neu beurteilten. Der Euro legte auf recht breiter Front zu und verzeichnete Kursgewinne gegenüber den meisten Währungen von Industrie- und Schwellenländern. Gegenüber dem japanischen Yen verbuchte er ein deutliches Plus von 4,5 %, was auf die Unsicherheit im Zusammenhang mit den US-Zöllen sowie auf die politischen und geldpolitischen Aussichten Japans zurückzuführen war. Dagegen verlor der Euro in Relation zum Schweizer Franken leicht an Wert (-0,7 %), da der Franken in dieser Phase erhöhter Unsicherheit als sicherer Hafen gilt und die Nachfrage danach anhielt.

Abbildung 14

Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

(Veränderung in %)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „EWK-41“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 41 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 23. Juli 2025.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

Infolge der Leitzinssenkungen waren die Finanzierungskosten der Banken im Mai weiter rückläufig. Der durchschnittliche Zinssatz für neue Unternehmenskredite sank im Mai auf 3,7 %. Für neue Wohnungsbaukredite an private Haushalte hat sich dieser Satz seit Jahresanfang dagegen nur wenig verändert und lag bei 3,3 %. Das Wachstum der Kredite an Unternehmen und private Haushalte erwies sich im Mai als weitgehend stabil, blieb jedoch deutlich hinter dem historischen Durchschnitt zurück. Bedingt war diese Entwicklung unter anderem durch die erhöhte Unsicherheit. Im Berichtszeitraum vom 5. Juni bis zum 23. Juli 2025 verringerten sich die Kosten der Unternehmen für die Finanzierung über Eigenkapital und die marktbasierende Fremdfinanzierung geringfügig. Laut der Umfrage der EZB zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Juli 2025 haben sich die Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten im zweiten Quartal 2025 kaum verändert. Die Kreditnachfrage zog unterdessen etwas an. Die Richtlinien für Wohnungsbaukredite wurden leicht verschärft, während die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten weiter kräftig anstieg. In der Umfrage der EZB über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) für das zweite Quartal 2025, die vom 30. Mai bis zum 27. Juni 2025 durchgeführt wurde, meldeten die Unternehmen, dass die Zinssätze der Banken erneut gesunken seien und sich die sonstigen Kreditbedingungen leicht verschärft hätten. Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 lag im Mai unverändert bei 3,9 %.

Infolge der Leitzinssenkungen verringerten sich die Finanzierungskosten der Banken im Mai 2025 leicht. Der Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum, d. h. der Index, der die marginalen Finanzierungskosten der Banken bemisst, ging im Mai aufgrund der Leitzinssenkungen der EZB etwas zurück (siehe Abbildung 15, Grafik a). Ausschlaggebend hierfür waren die Einlagenzinsen sowie die Interbankensätze. Zugleich bewegen sich die Bankanleiherenditen seit Beginn des Jahres um ein Niveau von 3,0 % (siehe Abbildung 15, Grafik b). An den Finanzmärkten ist indes vor allem seit April eine höhere Volatilität zu beobachten, die zum Teil mit der Unsicherheit über die US-Zölle zusammenhing. Der gewichtete Zinssatz für Einlagen ging im Mai leicht auf 1,0 % zurück, verglichen mit seinem Höchststand von 1,4 % im entsprechenden Vorjahresmonat. Verantwortlich für diesen Rückgang waren in erster Linie niedrigere Zinssätze für die Termineinlagen von Unternehmen und privaten Haushalten. Die Zinssätze für täglich fällige Einlagen blieben weitgehend stabil. Damit verkleinerte sich die nach wie vor beträchtliche Lücke zwischen den Zinssätzen für Termineinlagen und jenen für täglich fällige Einlagen sowohl bei den Unternehmen als auch bei den privaten Haushalten weiter.

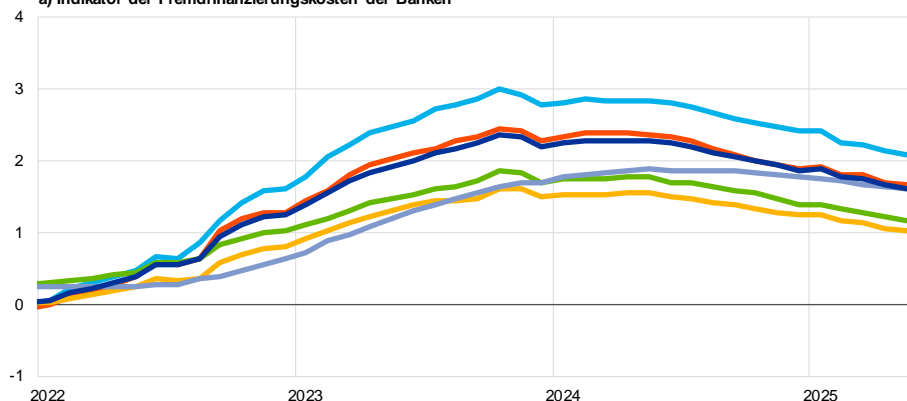
Abbildung 15

Indikator der Finanzierungskosten der Banken in ausgewählten Ländern des Euroraums

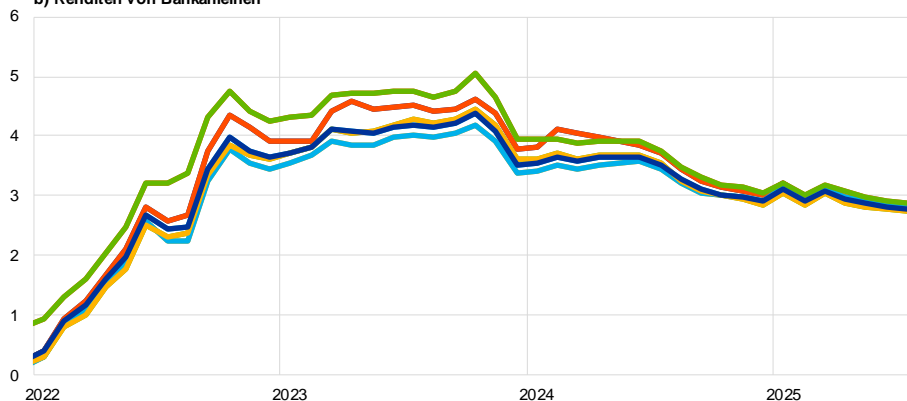
(in % p. a.)



a) Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken



b) Renditen von Bankanleihen



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

Anmerkung: Der Indikator der Finanzierungskosten der Banken entspricht dem gewichteten Durchschnitt aus den Kosten des Neugeschäfts mit täglich fälligen Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit, Termineinlagen und Anleihen sowie der Aufnahme neuer Kredite am Interbankenmarkt (gewichtet mit den jeweiligen Bestandsgrößen). Die durchschnittlichen Finanzierungskosten der Banken basieren auf den Zinssätzen ausstehender Einlagen und Interbankenkredite bzw. bei Anleihen auf der Endfälligkeitsrendite bei Emission; hierbei wird dieselbe Gewichtung wie beim Indikator für die Finanzierungskosten zugrunde gelegt. Bei den Bankanleiherenditen handelt es sich um die monatlichen Durchschnittsrenditen vorrangiger Anleihen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2025 (Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken in Grafik a) bzw. auf den 23. Juli 2025 (Renditen von Bankanleihen in Grafik b).

Die Zinssätze für Bankkredite an Unternehmen sanken erneut, während die Zinsen für Hypothekarkredite an private Haushalte weitgehend unverändert blieben. Diese Entwicklung erklärt sich durch die unterschiedlichen Zinsbindungsfristen. Die Zinsen für neue Kredite an nichtfinanzielle

Kapitalgesellschaften verringerten sich im Mai 2025 um 15 Basispunkte auf 3,65 %. Das entspricht einem Rückgang von rund 1,6 Prozentpunkten seit dem Höchststand im Oktober 2023 (siehe Abbildung 16, Grafik a). Dieser Rückgang war auf breiter Front in den größten Ländern des Euroraums zu beobachten. Geschuldet war er der Entwicklung bei kurzfristigen Krediten mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr, was mit den rückläufigen kurzfristigen Marktzinsen im Einklang stand. Die Zinsen für

bestehende Kredite sanken ebenfalls – wenn auch in geringerem Maße. Der Abstand zwischen den Zinsen für kleine und große Unternehmenskredite weitete sich im Mai auf 59 Basispunkte aus, wobei zwischen den einzelnen Ländern gewisse Unterschiede festzustellen waren. Die Zinsdifferenz fiel damit erheblich größer aus als bei dem im Januar 2025 erreichten Tiefstand von 31 Basispunkten, lag jedoch deutlich unter ihrem langfristigen Durchschnitt. Die Zinssätze für neue Wohnungsbaukredite an private Haushalte blieben im Großen und Ganzen stabil und beliefen sich im Mai auf 3,30 %. Damit lagen sie rund 80 Basispunkte unter dem Höchststand vom November 2023 (siehe Abbildung 16, Grafik b). Allerdings gab es auch hier nationale Unterschiede. Hierin kommen leicht divergierende Entwicklungen bei den verschiedenen Zinsbindungsfristen und zwischen den einzelnen Ländern zum Ausdruck. So sanken die Zinsen für Kredite mit einer Zinsbindung von bis zu fünf Jahren, während sie bei Krediten mit längerer Zinsbindung stiegen. Die Zinsen für Bestandskredite zeigten sich ebenfalls nach wie vor konstant und beliefen sich auf 2,40 %. Die unterschiedlich hohen Zinsen für Kredite an private Haushalte und für Unternehmen erklären sich durch die unterschiedlichen Zinsbindungsfristen. An Haushalte werden in vielen Ländern üblicherweise Kredite mit längerer Zinsbindung vergeben, die somit weniger anfällig für Schwankungen der kurzfristigen Marktzinsen sind.

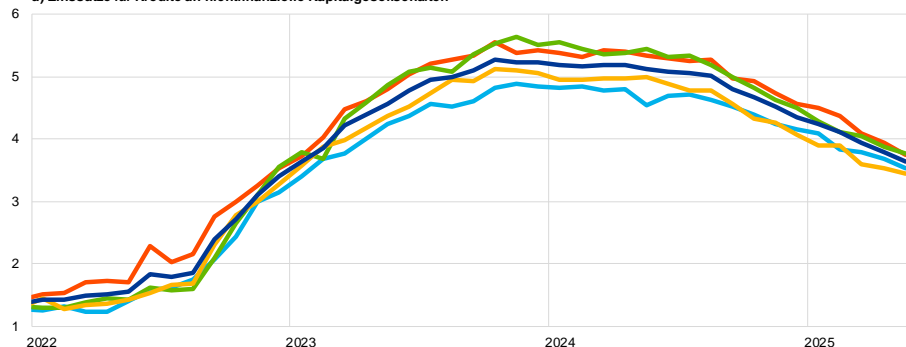
Abbildung 16

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

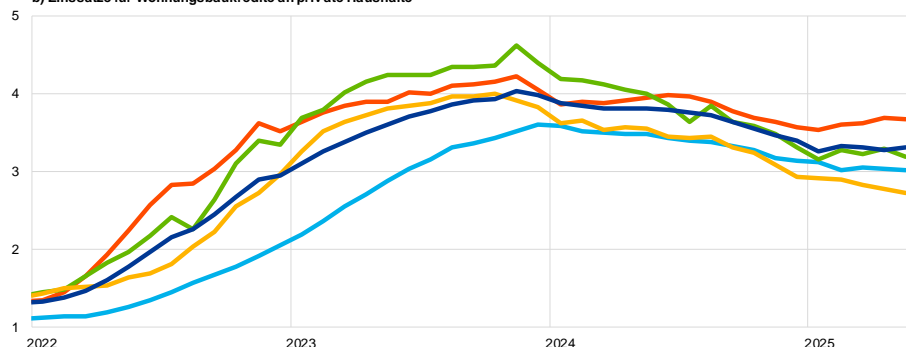
(in % p. a.)



a) Zinssätze für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften



b) Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

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

Im Berichtszeitraum vom 5. Juni bis zum 23. Juli 2025 verringerten sich die Kosten der Unternehmen für die Finanzierung über Eigenkapital und die marktbasierete Fremdfinanzierung leicht. Die Gesamtfinanzierungskosten für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (d. h. die Kosten der Bankkreditaufnahme, der marktbasiereten Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital) gingen im Mai gegenüber dem Vormonat geringfügig zurück und beliefen sich auf 5,9 % (siehe Abbildung 17).⁹ Grund hierfür war eine Verbilligung aller Komponenten der Gesamtfinanzierungskosten mit Ausnahme der langfristigen Bankkredite, deren Kosten unverändert blieben. Aus den Tageswerten für den Berichtszeitraum vom 5. Juni bis zum 23. Juli 2025 geht hervor, dass die Kosten der Finanzierung über Eigenkapital sowie der marktbasiereten Fremdfinanzierung etwas weiter sanken. Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen verringerten sich sowohl im Investment-Grade- als auch im Hochzinssegment. Hierdurch wurde der leichte Anstieg der langfristigen risikofreien Zinssätze mehr als ausgeglichen, sodass die

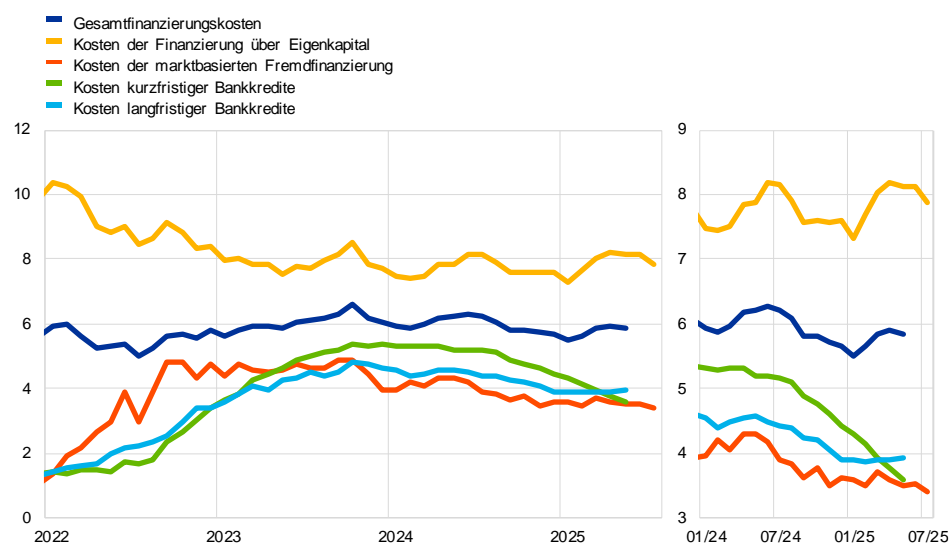
⁹ Aufgrund der zeitverzögerten Verfügbarkeit von Daten zu den Kosten der Bankkreditaufnahme liegen Angaben zu den Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nur bis Mai 2025 vor.

Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung etwas sanken. Eine ähnliche Entwicklung gab es bei der Finanzierung über Eigenkapital, die sich im genannten Zeitraum verbilligte. Geschuldet war dies einem Rückgang der Aktienrisikoprämie, der zwar nur gering ausfiel, aber doch stärker als der Anstieg des langfristigen risikofreien Zinssatzes (näherungsweise anhand des zehnjährigen Zinssatzes für Tagesgeldsatz-Swaps bestimmt).

Abbildung 17

Nominale Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum nach Komponenten

(in % p. a.)



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

Anmerkung: Die Gesamtfinauzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften beruhen auf Monatswerten und werden berechnet als gewichteter Durchschnitt der Kosten lang- und kurzfristiger Bankkredite (Monatsdurchschnittswerte), der marktbasierter Fremdfinanzierung (Monatsendwerte) und der Finanzierung über Eigenkapital (Monatsendwerte), bezogen auf die jeweiligen Bestandsgrößen. Bei den Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung und den Kosten der Finanzierung über Eigenkapital beziehen sich die jüngsten Angaben auf den 23. Juli 2025 (Tageswerte) und bei den Gesamtfinauzierungskosten und den Kosten von Bankkrediten auf Mai 2025 (Monatswerte).

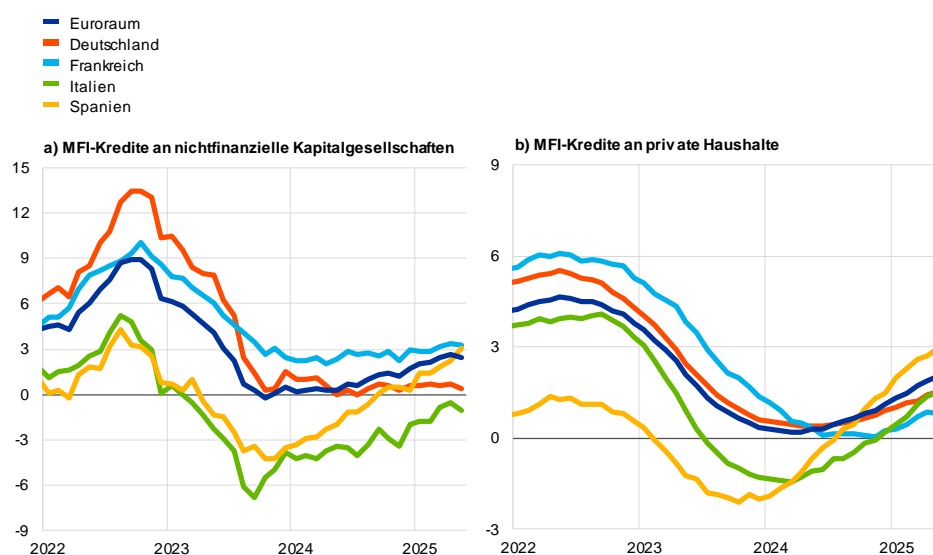
Das Wachstum der Kredite an Unternehmen und private Haushalte erwies sich im Mai als weitgehend stabil, blieb jedoch erheblich hinter dem historischen Durchschnitt zurück.

Die Jahreswachstumsrate der Bankkreditvergabe an Unternehmen sank leicht von 2,6 % im April auf 2,5 % im Mai 2025 und lag damit weiterhin deutlich unter dem seit Januar 1999 verzeichneten historischen Durchschnitt von 4,3 % (siehe Abbildung 18, Grafik a). Darin kam eine schwächere kurzfristige Dynamik der Kreditaufnahme von Unternehmen bei Banken zum Ausdruck, während zugleich eine rege Nettoemission von Unternehmensschuldverschreibungen beobachtet wurde. Die jährliche Zuwachsrate der Unternehmensschuldverschreibungen erhöhte sich von 2,2 % im April auf 3,4 % im Mai. Die Jahreswachstumsrate der Kredite an private Haushalte stieg im Mai geringfügig auf 2,0 % nach 1,9 % im April (siehe Abbildung 18, Grafik b). Sie lag damit aber nach wie vor erheblich unter ihrem historischen Durchschnitt von 4,1 %. Wichtigste Triebfeder für diesen Aufwärtstrend waren weiterhin die Wohnungsbaukredite. Die Konsumentenkredite zeigten sich unterdessen stabil und verzeichneten im Mai eine jährliche Wachstumsrate von 4,3 %. Die Belebung der Kreditvergabe an private Haushalte scheint allerdings an Schwung verloren zu

haben. Dies geht aus der schwächeren monatlichen Vergabe von Hypothekarkrediten hervor. Die Vergabe sonstiger Kredite an private Haushalte – darunter auch an Einzelunternehmen – entwickelte sich weiterhin verhalten. Die Einschätzung der privaten Haushalte hinsichtlich ihres Zugangs zu Krediten verbesserte sich im Mai. Der [Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen](#) vom Mai zufolge hat sich der Anteil der Haushalte, die einen restriktiveren Kreditzugang meldeten, verringert. Er lag aber noch immer über dem Anteil der Haushalte, die von einer Verbesserung berichteten. Für die kommenden zwölf Monate rechnen die Haushalte mit einem etwas leichteren Zugang zu Krediten.

Abbildung 18
MFI-Kredite in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Juli 2025 blieben die Richtlinien der Banken für die Vergabe von Unternehmenskrediten (einschließlich Kreditlinien) im zweiten Quartal 2025 im Wesentlichen unverändert. Die Richtlinien für Wohnungsbaukredite wurden indes insgesamt leicht verschärft (siehe Abbildung 19). Die Richtlinien für Kredite und Kreditlinien an Unternehmen im Euroraum veränderten sich im zweiten Quartal 2025 kaum, obwohl die Banken in der vorangegangenen Umfragerunde unter dem Strich angegeben hatten, dass sie mit einer Verschärfung rechneten. Die wahrgenommenen Risiken im Zusammenhang mit den Konjunkturaussichten trugen nach wie vor zu einer restriktiveren Ausgestaltung der Kreditrichtlinien bei, während der Wettbewerb einen lockernden Effekt hatte. Die geopolitische Unsicherheit und die Handelskonflikte hatten nach Einschätzung der meisten Banken keinen zusätzlichen verschärfenden Effekt auf ihre Kreditrichtlinien. Allerdings intensivierten sie die Überwachung der am stärksten exponierten Sektoren und Unternehmen. Bei den Ausleihungen an private Haushalte meldeten die Banken hingegen per saldo eine leichte Verschärfung der Kreditrichtlinien für Wohnungsbaukredite und eine

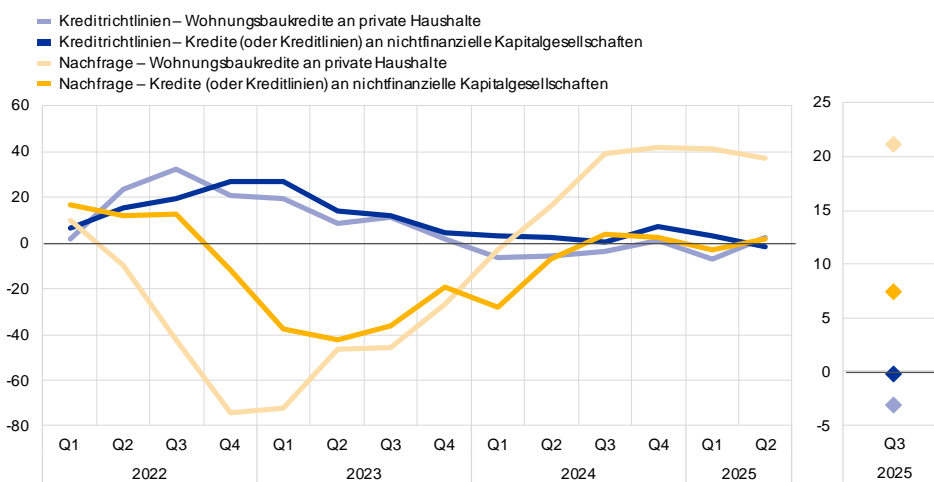
merklichere Verschärfung bei Konsumentenkrediten. Beides war vor allem auf Veränderungen der Risikoeinschätzung und der Risikotoleranz der Banken zurückzuführen. Der Anteil abgelehnter Kreditanträge nahm bei den Unternehmenskrediten leicht und bei den Konsumentenkrediten deutlicher zu. Bei den Wohnungsbaukrediten blieb er indessen weitgehend unverändert. Für das dritte Quartal 2025 erwarten die Banken im Euroraum insgesamt unveränderte Kreditrichtlinien für Unternehmenskredite, eine leichte Lockerung bei den Wohnungsbaukrediten und eine weitere Verschärfung bei den Konsumentenkrediten.

Im zweiten Quartal 2025 meldeten die Banken eine etwas höhere Kreditnachfrage der Unternehmen und eine weitere kräftige Zunahme der Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten. Die Kreditnachfrage der Unternehmen wurde im zweiten Quartal 2025 durch die rückläufigen Kreditzinsen gestützt, während die Anlageinvestitionen sowie Lagerhaltung und Betriebsmittel einen neutralen Effekt hatten. Einige Banken gaben an, dass die globale Unsicherheit und die damit verbundenen Handelskonflikte einen dämpfenden Effekt auf die Kreditnachfrage hatten. Bei den Wohnungsbaukrediten war die kräftige Belebung der Nachfrage vor allem auf die sinkenden Zinsen, verbesserte Aussichten am Wohnimmobilienmarkt und in geringerem Maße auch auf ein steigendes Verbrauchervertrauen zurückzuführen. Die Nachfrage nach Konsumentenkrediten wurde ebenfalls durch die rückläufigen Zinsen gestützt, wobei auch andere Faktoren eine Rolle spielten. Insgesamt wurden dadurch die negativen Beiträge des gesunkenen Verbrauchervertrauens und der rückläufigen Ausgaben für Gebrauchsgüter ausgeglichen. Für das dritte Quartal 2025 erwarten die Banken, dass die Nachfrage nach Unternehmenskrediten weiter steigen wird. Die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten wird ihren Erwartungen zufolge kräftig zunehmen und jene nach Konsumentenkrediten weitgehend unverändert bleiben.

Abbildung 19

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

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



Quelle: Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum.

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

Laut den Antworten auf die Zusatzfragen der Umfrage verbesserte sich der Zugang der Banken zur Finanzierung leicht. Unterdessen hatten die wahrgenommenen Risiken für die Kreditqualität einen verschärfenden Effekt auf die Kreditrichtlinien. Im zweiten Quartal 2025 verbesserte sich der Zugang der Banken zur Retail- und Wholesale-Refinanzierung leicht. Maßgeblich hierfür war ein verbesserter Zugang zur Refinanzierung über kurzfristige Einlagen, über den Geldmarkt und über die Ausgabe von Schuldverschreibungen, während der Zugang zur Refinanzierung über Verbriefungen weitgehend unverändert blieb. Die Banken gaben zudem an, dass die Veränderung der beim Eurosystem gehaltenen Überschussliquidität im ersten Halbjahr 2025 einen neutralen Einfluss auf ihre Kreditvergabebedingungen hatte. Dagegen wirkten die Quote notleidender Kredite und andere Bonitätsindikatoren im zweiten Quartal 2025 in sämtlichen Kreditkategorien in Richtung restriktiverer Kreditrichtlinien. Die Kreditrichtlinien und die Kreditnachfrage entwickelten sich der ersten Jahreshälfte 2025 in den wichtigsten Wirtschaftssektoren uneinheitlich. So wurden die Kreditrichtlinien für den Gewerbeimmobiliensektor, das verarbeitende Gewerbe, den Groß- und Einzelhandel und in geringerem Maße auch das Baugewerbe verschärft. In den meisten Dienstleistungsbereichen (mit Ausnahme von Finanzdienstleistungen und Immobilien) und bei den Wohnimmobilien wurden sie hingegen etwas gelockert.

Den Umfrageergebnissen zufolge trugen Klimarisiken und damit verbundene politische Maßnahmen zu einer restriktiveren Ausgestaltung der Kreditvergabebedingungen für Unternehmen mit hohen CO₂-Emissionen bei. Den befragten Banken zufolge hatten die klimabedingten Risiken der Unternehmen und ihre Maßnahmen zur Bewältigung des Klimawandels in den letzten zwölf

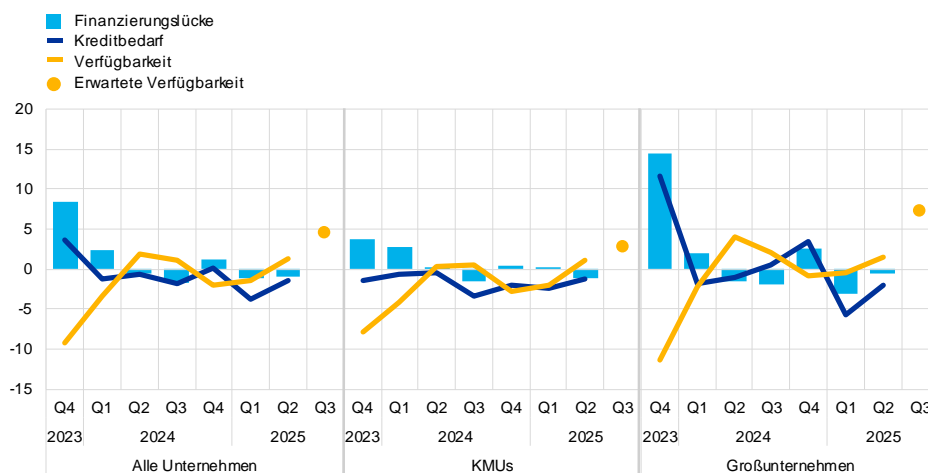
Monaten per saldo weiterhin einen verschärfenden Effekt auf die Kreditvergabepolitik. Dies betraf Unternehmen mit hohen CO₂-Emissionen, d. h. Unternehmen, die erheblich zum Klimawandel beitragen und die Umstellung auf klimafreundliche Geschäftsprozesse entweder noch nicht begonnen oder hierbei bislang nur geringe Fortschritte erzielt haben. Dabei wirkten sich sowohl das physische Risiko als auch das Transitionsrisiko der Unternehmen per saldo leicht verschärfend auf die Kreditvergabepolitik der Banken aus. Im Gegensatz dazu hatten klimabezogene finanzpolitische Stützungsmaßnahmen im Zusammenhang mit dem Klimawandel nach wie vor einen lockernden Effekt. Zudem meldeten die Banken unter dem Strich einen Anstieg der Kreditnachfrage durch grüne Unternehmen und Unternehmen, die sich aufgrund des Klimawandels in einem Übergangsprozess befinden. Die Unsicherheit über die künftige klimabezogene Regulierung hatte den Banken zufolge hingegen einen deutlich dämpfenden Effekt auf die Kreditnachfrage. Darüber hinaus wurden die Banken in der jüngsten Umfrage erstmals zu den Auswirkungen des Klimawandels auf Wohnungsbaukredite befragt. Ihren Antworten zufolge hat der Klimawandel in den letzten zwölf Monaten zu einer Lockerung der Kreditrichtlinien für Gebäude mit hoher Energieeffizienz beigetragen. Auf die Kreditrichtlinien für Gebäude mit schlechter Energieeffizienz hatte er dagegen einen verschärfenden Einfluss. Die physischen Risiken im Zusammenhang mit Immobilien bewirkten per saldo eine noch restriktivere Ausgestaltung der Kreditvergabebedingungen insgesamt. Den Banken zufolge hatte der Klimawandel überdies einen positiven Einfluss auf die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten für Gebäude mit hoher und relativ guter Energieeffizienz, aber einen negativen Einfluss auf die Kreditnachfrage für Gebäude mit schlechter Energieeffizienz. Dabei hing die klimabezogene Kreditnachfrage vor allem mit Investitionen in die Energieeffizienz von Gebäuden zusammen, die durch vergünstigte Zinssätze für Kredite zur Erhöhung der Nachhaltigkeit von Immobilien angekurbelt wurden. Die Unsicherheit über die künftige klimabezogene Regulierung hatte indes eine dämpfende Wirkung auf die Kreditnachfrage.

In der jüngsten Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) berichteten die Unternehmen, dass die Bankzinsen erneut gesunken seien, während sich die sonstigen Kreditbedingungen abermals leicht verschärft hätten. Im zweiten Quartal 2025 meldeten per saldo 14 % der Unternehmen einen Rückgang der Bankzinsen, verglichen mit 12 % im Quartal zuvor. Dabei verzeichneten unter dem Strich mehr Großunternehmen (31 %) einen Zinsrückgang, während bei den kleinen und mittleren Unternehmen (KMUs) per saldo 2 % einen Anstieg meldeten. Zugleich gaben per saldo 16 % der Unternehmen an (nach 24 % im ersten Quartal 2025), dass die sonstigen Finanzierungskosten wie Entgelte, Gebühren und Provisionen gestiegen seien, und per saldo 11 % (nach 13 % im ersten Quartal 2025) meldeten eine Verschärfung der Sicherheitserfordernisse.

Abbildung 20

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

(prozentualer Saldo der befragten Unternehmen)



Quellen: Umfrage der EZB über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der prozentuale Saldo ist die Differenz zwischen dem Anteil der Unternehmen, die in den vergangenen drei Monaten einen Anstieg des Kreditbedarfs bzw. der tatsächlichen oder der erwarteten Verfügbarkeit von Bankkrediten meldeten, und dem Anteil der Unternehmen, die einen entsprechenden Rückgang angaben. Der Indikator der wahrgenommenen Veränderung der Finanzierungslücke nimmt einen Wert von 1 (-1) an, wenn der Finanzierungsbedarf steigt (sinkt) und sich zugleich die Verfügbarkeit der Finanzierungsmittel verringert (erhöht). Wenn die Unternehmen nur eine einseitige Zunahme (Abnahme) der Finanzierungslücke wahrnehmen, erhält die Variable den Wert 0,5 (-0,5). Ein positiver Indikatorwert deutet auf eine Vergrößerung der Finanzierungslücke hin. Zur Ermittlung der gewichteten Nettosaldo 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 zweite Pilotrunde und die Umfragerunden 30 bis 35 und decken somit den Zeitraum von Oktober-Dezember 2023 bis April-Juni 2025 ab.

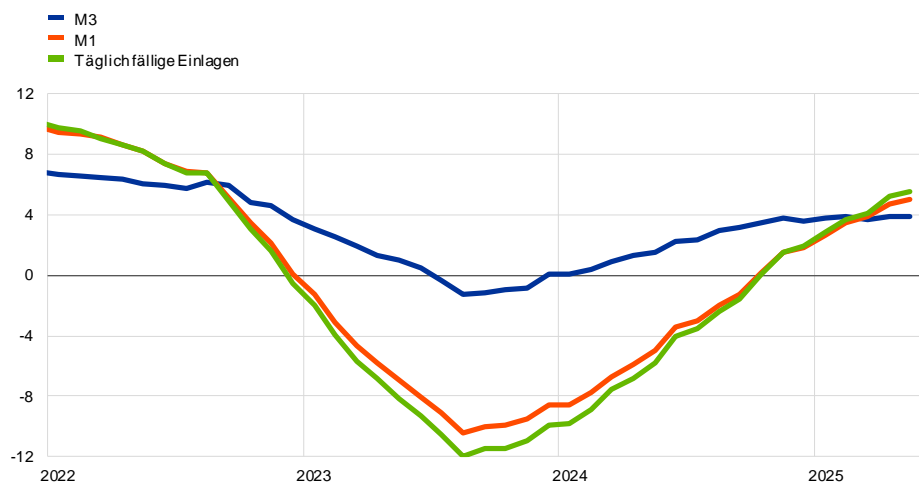
Die befragten Unternehmen gaben an, dass ihr Bedarf an Bankkrediten und die Verfügbarkeit solcher Kredite weitgehend unverändert geblieben seien. Für die nächsten drei Monate erwarteten sie eine weitere Verbesserung der Verfügbarkeit (siehe Abbildung 20). Unter dem Strich gab 1 % der Unternehmen an, dass sich die Verfügbarkeit von Bankkrediten verbessert habe, nachdem im Vorquartal per saldo 1 % von einer Verschlechterung berichtet hatte. Dabei meldeten KMUs insgesamt eine geringere Zunahme der Verfügbarkeit von Bankkrediten als Großunternehmen. Diese Entwicklungen stehen im Einklang mit den Ergebnissen der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum, wonach sich die Kreditrichtlinien im selben Zeitraum weitgehend unverändert darstellten. Der Indikator der Finanzierungslücke bei Bankkrediten, der die Differenz zwischen der Veränderung des Bedarfs an Bankkrediten und deren Verfügbarkeit anzeigt, lag wie bereits im Vorquartal bei -1 %. Für die nächsten drei Monate erwarten die Unternehmen, dass sich die Verfügbarkeit von Bankkrediten weiter verbessern wird.

Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge (M3) blieb im Mai 2025 vor dem Hintergrund einer erhöhten Unsicherheit stabil (siehe Abbildung 21). Die Jahreswachstumsrate von M3 lag im Mai unverändert bei 3,9 %. Die Jahreswachstumsrate der eng gefassten Geldmenge M1, welche die liquidesten Komponenten von M3 umfasst, erhöhte sich indessen von 4,7 % im April auf 5,1 % im Mai. Maßgeblich hierfür waren die täglich fälligen Einlagen von Unternehmen und privaten Haushalten, deren jährliches Wachstum sich von 5,2 % im April auf 5,6 % im Mai beschleunigte. Dies dürfte der Tatsache geschuldet sein, dass die Anleger

angesichts des unsicheren Umfelds eine Präferenz für liquide Mittel hatten. Auch die niedrigere Verzinsung von Spareinlagen dürfte dabei eine Rolle gespielt haben. Was die Gegenposten von M3 anbelangt, so trugen vor allem die monetären Nettozuflüsse aus dem Ausland zum Wachstum der weit gefassten Geldmenge bei. Dies deutet darauf hin, dass sich ausländische Investoren seit April verstärkt für auf Euro lautende Vermögenswerte interessierten. Die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen und private Haushalte leistete einen moderaten Beitrag zur Geldschöpfung, und die Nettoemissionen längerfristiger Bankanleihen erholten sich nach der schwächeren Emission im April. Die fortwährende Verkürzung der Bilanz des Eurosystems hatte unterdessen weiterhin einen dämpfenden Effekt auf das M3-Wachstum.

Abbildung 21
M3, M1 und täglich fällige Einlagen

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



Quelle: EZB.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2025.

Kästen

1 Verbrauchervertrauen und Konsumententscheidungen der privaten Haushalte

Adam Baumann, Luca Caprari, Maarten Dossche, Georgi Kocharkov und Omiros Kouvavas

Das Verbrauchervertrauen spielt bei der Ermittlung der Wirtschaftstätigkeit eine wichtige Rolle. Analysten und politische Entscheidungsträger beobachten die Indikatoren für das Verbrauchervertrauen genau, da diese zeitnah verfügbar sind und einen engen Gleichlauf mit der Konjunktur aufweisen; mit ihrer Hilfe lässt sich somit die Stärke der Wirtschaft beurteilen (Barsky und Sims, 2012; Dees und Brinca, 2013; Ludvigson, 2004). Die Indikatoren enthalten typischerweise Informationen darüber, wie private Haushalte die aktuelle und die künftige wirtschaftliche Lage einschätzen, welche Erwartungen sie bezüglich ihrer eigenen finanziellen Situation haben und wie ihre Ausgabenplanung aussieht. Im vorliegenden Kasten wird ein neuer Indikator des Verbrauchervertrauens vorgestellt, der aus der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey – CES) abgeleitet wurde. Anhand zusätzlicher Mikrodaten wird damit der Zusammenhang zwischen dem Verbrauchervertrauen und den tatsächlichen Ausgaben der privaten Haushalte untersucht.

Der CES-basierte Indikator des Verbrauchervertrauens bildet die Einschätzung der privaten Haushalte zur wirtschaftlichen Entwicklung und zu ihren eigenen finanziellen Aussichten ab. In seiner Methodik gleicht er sehr stark dem etablierten, von der Europäischen Kommission veröffentlichten Vertrauensindikator für die Verbraucher, womit ein robuster, standardisierter Rahmen für die Messung der Verbraucherstimmung gegeben ist.¹ Der CES-basierte Indikator des Verbrauchervertrauens beruht auf vier qualitativen Fragen. Diese beziehen sich auf die vergangene und die künftige finanzielle Situation des befragten Haushalts, die gesamtwirtschaftlichen Wachstumserwartungen in den nächsten zwölf Monaten und die geplanten größeren Anschaffungen in den kommenden zwölf Monaten.² Dabei erhält jeder Antwortwert (Score) auf eine Frage die gleiche Gewichtung. Mittels Aggregation der gewichteten Score-Werte für die vier Fragen lässt sich ein individueller Vertrauens-Score berechnen. Der Indikator-Score wird dann anhand der bevölkerungsgewichteten Summe aller einzelnen Vertrauens-Scores ermittelt. Ein

¹ Siehe Europäische Kommission (2025), [The Joint Harmonised EU Programme of Business and Consumer Surveys – User Guide](#).

² Bei der Bewertung ihrer vergangenen und künftigen finanziellen Situation, d. h. ihrer finanziellen Situation vor zwölf Monaten und in zwölf Monaten, stehen den Befragten folgende Antwortmöglichkeiten zur Verfügung: „viel schlechter“, „schlechter“, „in etwa gleich“, „besser“ und „viel besser“. Dies entspricht folgenden Score-Werten: -1, -½, 0, ½ bzw. 1. In ähnlicher Weise können die Befragten bei den Erwartungen zur Gesamtwirtschaft in zwölf Monaten zwischen den Antwortmöglichkeiten „wird schrumpfen“, „wird unverändert bleiben“ und „wird wachsen“ wählen. Den Antworten werden die Score-Werte -1, 0 bzw. 1 zugewiesen. Bezüglich geplanter größerer Anschaffungen in den nächsten zwölf Monaten stehen den Befragten als Antwortmöglichkeiten „ja“ und „nein“ zur Verfügung. Die entsprechenden Score-Werte sind -1 bzw. 1.

wesentliches Merkmal dieser Methodik ist, dass sich für jede soziodemografische Gruppe ein spezifischer Indikator des Verbrauchervertrauens aus den einzelnen Umfrageergebnissen ermitteln lässt. Außerdem lässt sich das Verbrauchervertrauen additiv in Beiträge zerlegen, die mit jeder der vier Komponenten verbunden sind. Damit ermöglicht der Indikator eine Betrachtung der individuellen finanziellen Gegebenheiten wie auch der allgemeinen Wirtschaftsaussichten.

Das Verbrauchervertrauen bleibt 2025 im negativen Bereich.³ Aus Grafik a in Abbildung A lässt sich ablesen, dass der CES-basierte Indikator des Verbrauchervertrauens einen engen Gleichlauf mit dem etablierten Vertrauensindikator für die Verbraucher der Europäischen Kommission aufweist. Seit seinem Tiefstand im Oktober 2022 hat sich der CES-basierte Indikator um 19 Indexpunkte erhöht. Nachdem sich das aggregierte Verbrauchervertrauen in der zweiten Jahreshälfte 2024 geringfügig verbessert hatte, kam es im April 2025 zu einem Rückgang, gefolgt von einer partiellen Erholung im Mai. Diese Schwankungen verdeutlichen, dass die Verbraucherstimmung auf Veränderungen der Wirtschaftslage reagiert.

Das Verbrauchervertrauen lässt sich aufgliedert nach Einkommensquintilen und nach der Finanzkompetenz der Befragten untersuchen. Es besteht ein deutlicher Unterschied zwischen privaten Haushalten, die zur Einkommensgruppe der obersten 20 % gehören, und jenen, die zur Einkommensgruppe der untersten 20 % zählen (siehe Abbildung A, Grafik a). Dies lässt sich dadurch erklären, dass Befragte mit hohem Einkommen in allen vier vom Indikator erfassten Dimensionen optimistischer sind. Größtenteils ergibt sich die Differenz aus dem relativen Optimismus in Bezug auf geplante größere Anschaffungen (siehe auch Abbildung B, Grafik b und c). Das individuelle Verbrauchervertrauen lässt sich auch nach der Finanzkompetenz der Befragten aufschlüsseln (siehe Abbildung A, Grafik b). So weisen Befragte mit höherer Finanzkompetenz im Durchschnitt ein größeres Vertrauen auf, reagieren aber auch stärker auf Veränderungen der Konjunkturlage (z. B. während des Inflationsschubs 2022-2023).

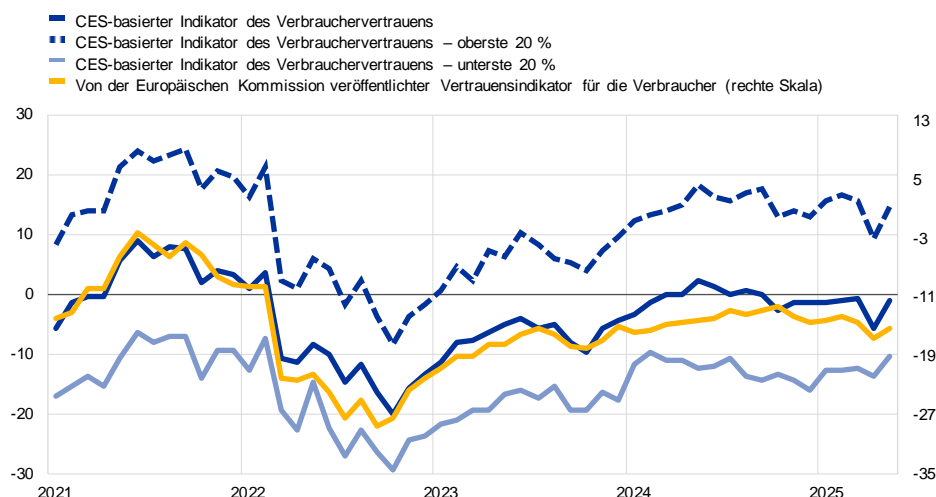
³ Der Indikator basiert auf gewichteten Nettosalen, d. h., negative Werte weisen auf eine größere Anzahl negativer Antworten hin. Ein Wert von null beim CES-basierten Indikator des Verbrauchervertrauens entspricht dem historischen Durchschnitt von -11 beim Vertrauensindikator für die Verbraucher, der von der Europäischen Kommission veröffentlicht wird. Dementsprechend wurde die Kurve für den Indikator der Kommission auf -11 ausgerichtet.

Abbildung A

Entwicklung des Indikators für das Verbrauchervertrauen

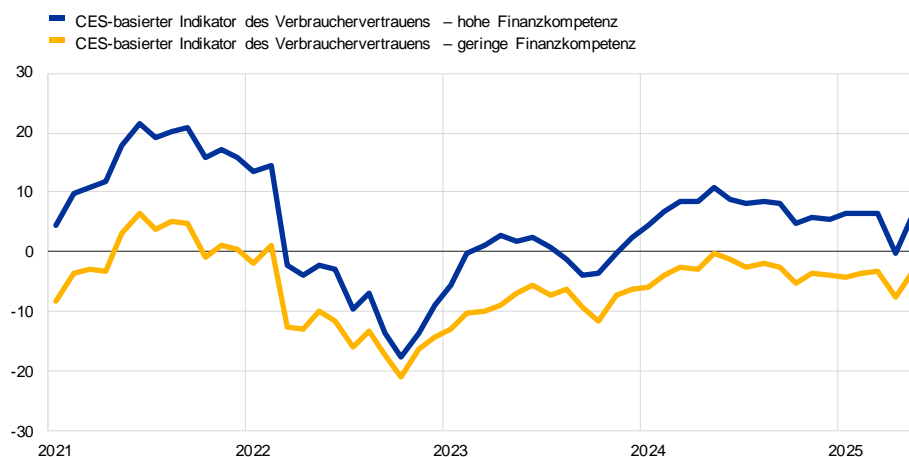
a) CES-basierter Indikator des Verbrauchervertrauens und von der Europäischen Kommission veröffentlichter Vertrauensindikator für die Verbraucher

(Score)



b) CES-basierter Indikator des Verbrauchervertrauens nach Finanzkompetenz

(Score)



Quellen: EZB (Umfrage zu den Verbrauchererwartungen – CES) und Europäische Kommission.

Anmerkung: In Grafik a beträgt die Korrelation zwischen dem CES-basierten Indikator des Verbrauchervertrauens und dem von der Europäischen Kommission veröffentlichten Vertrauensindikator für die Verbraucher 0,94. Die Einkommensquintile werden anhand des gemeldeten Nettohaushaltseinkommens nach Ländern und Umfragerunden berechnet. Die Achsen des CES-basierten Indikators und des von der Europäischen Kommission veröffentlichten Vertrauensindikators wurden angesichts von Unterschieden bei der Erstellung der Antwort-Scores auf Basis ihrer approximierten langfristigen Durchschnittswerte angeglichen. In Grafik b wurden die Befragten in Bezug auf ihr Finanzwissen in zwei Gruppen unterteilt: Personen, die im „Finanzwissensquiz“ der CES-Umfrage auf einer Skala von 0-4 einen Wert von 4 erzielten (hohe Finanzkompetenz), und Personen, die einen niedrigeren Wert erzielten (geringe Finanzkompetenz). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2025.

Eine Zerlegung des CES-basierten Indikators des Verbrauchervertrauens in seine vier Komponenten zeigt, dass die Score-Werte zu den gesamtwirtschaftlichen Wachstumserwartungen und zum geplanten Konsum im Zeitverlauf am stärksten variieren.

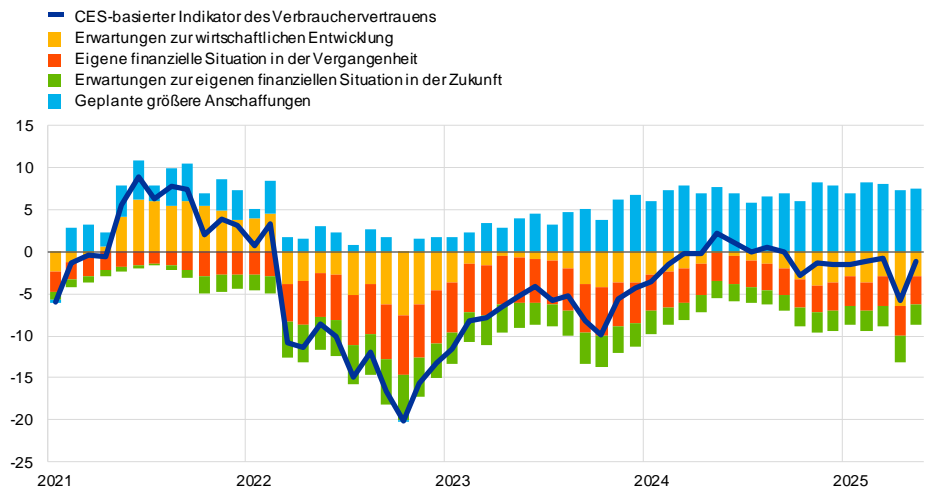
Die Entwicklung des Verbrauchervertrauens der privaten Haushalte wird in erster Linie von den Erwartungen zur wirtschaftlichen Entwicklung und von den geplanten größeren Anschaffungen bestimmt (siehe Abbildung B, Grafik a). Während sich die Erwartungen zur wirtschaftlichen Entwicklung auf das Vertrauen aller privaten Haushalte auswirken, spielt der

geplante Konsum bei Haushalten mit hohem Einkommen eine größere Rolle (siehe Abbildung B, Grafik b und c). In den vergangenen Monaten wurde das Verbrauchervertrauen vor allem durch die verhaltenen Konjunkturerwartungen beeinflusst. So wies es im April 2025 nach den jüngsten Handelskonflikten eine starke Volatilität auf.

Abbildung B
CES-basierter Indikator des Verbrauchervertrauens nach Komponenten

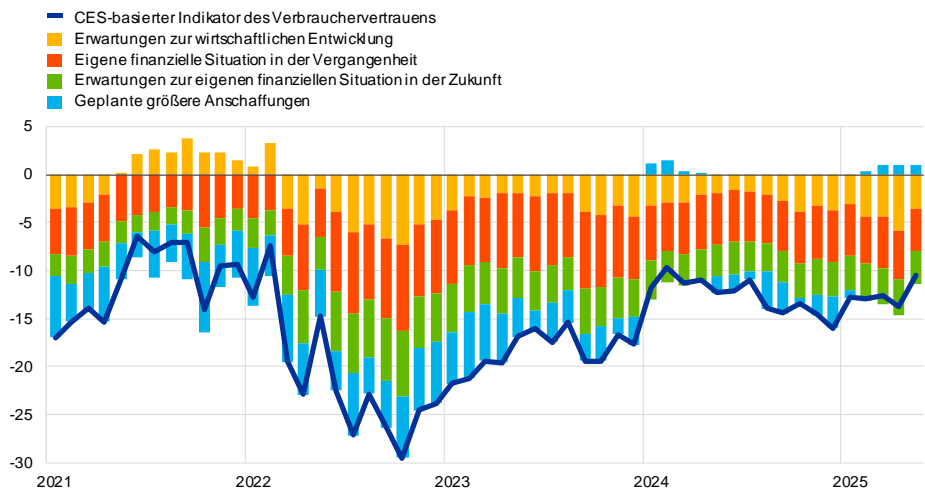
a) Zerlegung des Indikators in beitragende Komponenten

(Score)



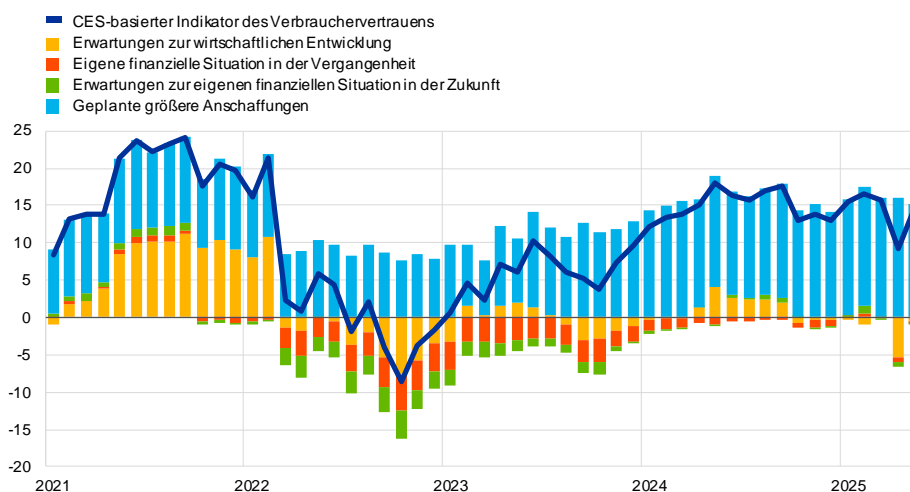
b) Zerlegung des Indikators auf Basis von Haushalten in der Einkommensgruppe der untersten 20 %

(Score)



c) Zerlegung des Indikators auf Basis von Haushalten in der Einkommensgruppe der obersten 20 %

(Score)



Quelle: EZB (Umfrage zu den Verbrauchererwartungen – CES).

Anmerkung: Der CES-basierte Indikator des Verbrauchervertrauens wird anhand der einzelnen Umfrageantworten berechnet. Der aggregierte Score des CES-basierten Indikators des Verbrauchervertrauens entspricht dem gewichteten Durchschnitt der Einzelantworten. Der Indikator lässt sich in vier Komponenten – die vier Fragen, die in den Indikator einfließen – zerlegen. Für die Zerlegung wird jede Frage durch vier geteilt, um die nachgewichteten Werte zu erhalten. In Grafik b und c werden die Einkommensquintile anhand des gemeldeten Nettohaushaltseinkommens nach Ländern und Umfragerunden berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2025.

Das individuelle Vertrauen der befragten Verbraucher steht in engem Zusammenhang mit dem tatsächlichen Konsum der betreffenden privaten Haushalte. Eine Besonderheit des CES besteht darin, dass er Aufschluss darüber gibt, wie das individuelle Vertrauen der Verbraucher und der je Haushalt selbst gemeldete Gesamtkonsum zusammenhängen. Gemessen wird dies anhand einer Reihe vierteljährlicher Fragen im CES. Im Gegensatz zu Barsky und Sims (2012) stützt sich der CES-basierte Indikator des Verbrauchervertrauens auf Einzeldaten. Die linke Seite von Grafik a in Abbildung C veranschaulicht den Zusammenhang zwischen dem Wachstum des individuellen Gesamtkonsums und der Veränderung des individuellen Verbrauchervertrauens nach Einkommensquintilen, wobei einigen individuellen Merkmalen Rechnung getragen wird. Verändert sich der Score des CES-basierten Indikators des Verbrauchervertrauens auf individueller Ebene um 10 Punkte, geht dies im Durchschnitt mit einer Veränderung des individuellen Konsums von 1,2 % einher. Betrachtet man allerdings nur diejenigen privaten Haushalte, die zur Einkommensgruppe der obersten 20 % gehören, beläuft sich diese Veränderung auf rund 1,6 %. Wie in Abbildung C, Grafik a rechts dargestellt, ist der positive Zusammenhang zwischen Änderungen des Verbrauchervertrauens und dem Wachstum der Konsumausgaben fast ausschließlich auf die diskretionäre Komponente des Gesamtverbrauchs (Konsumgüter ohne Güter des täglichen Bedarfs) zurückzuführen.⁴ Diese Komponente macht bei den privaten Haushalten mit hohem Einkommen auch einen größeren Anteil an ihren gesamten Konsumausgaben aus. Das Ergebnis deckt sich mit den jüngsten Erkenntnissen zu

⁴ Der Konsum wird in zwei Kategorien unterteilt: 1) Konsumgüter ohne Güter des täglichen Bedarfs und 2) Güter des täglichen Bedarfs. Konsumgüter ohne Güter des täglichen Bedarfs umfassen beispielsweise Ausgaben für Freizeit, Reisen, Gastronomie, größere Haushaltsgegenstände, Luxusgüter und Pkw-Käufe. Zu den Gütern des täglichen Bedarfs zählen Ausgaben für Wohnraum, Versorgungsleistungen, Nahrungsmittel und Gesundheit.

den Konsumausgaben für Güter, die nicht zum täglichen Bedarf zählen (Andreolli et al., 2024). Letztere sind eher prozyklisch und machen bei einkommensstarken Haushalten einen höheren Anteil am Warenkorb aus.

Die jüngste Entwicklung des Verbrauchervertrauens, insbesondere in der Einkommensgruppe der obersten 20 %, deutet auf ein insgesamt gedämpftes Konsumwachstum im Jahr 2025 hin.⁵ Anhand der quintilspezifischen Schätzungen und der Anteile der einzelnen Einkommensquintile am aggregierten Konsum lässt sich – unter sonst gleichen Bedingungen – der von einer Änderung des Vertrauens auf die aggregierten Konsumausgaben ausgehende marginale Effekt ermitteln (siehe Abbildung C, Grafik b). Diese Analyse zeigt: Geht der Score des CES-basierten Indikators des Verbrauchervertrauens um 10 Punkte zurück, entspricht dies typischerweise einem Rückgang der aggregierten Konsumausgaben um 1,3 %. Mehr als die Hälfte des Effekts ist dabei den höchsten Einkommensquintilen zuzuschreiben.

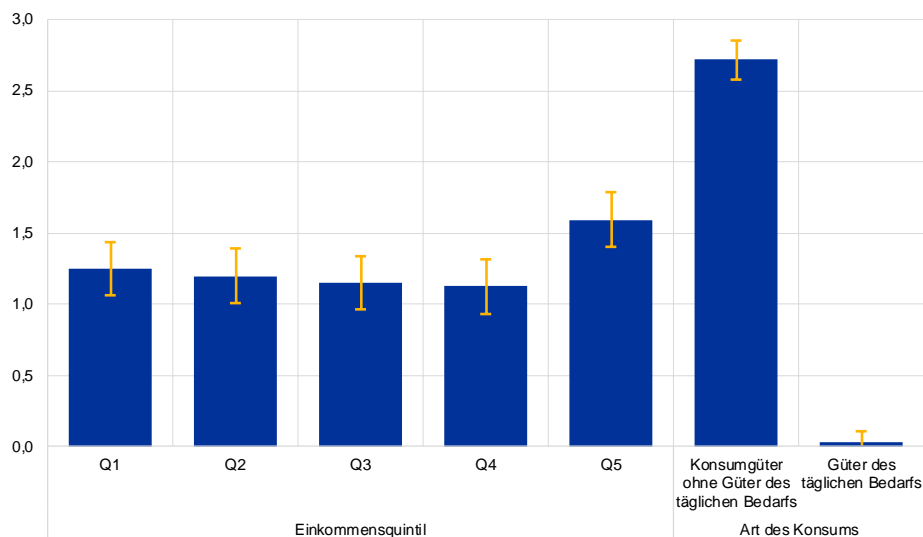
⁵ Der Einfluss des Verbrauchervertrauens auf die Konsumausgaben ist einer von mehreren Wirkungskanälen, die dazu beitragen, dass der Konsum verhalten reagiert. So befassen sich Baumann et al. (2025) mit den Auswirkungen von Einkommensfehlschätzungen und Baptista et al. (2025) mit dem Einfluss des Cashflow-Kanals über Hypothekarkredite.

Abbildung C

Auswirkungen von Score-Veränderungen des CES-basierten Indikators des Verbrauchervertrauens auf die Konsumausgaben

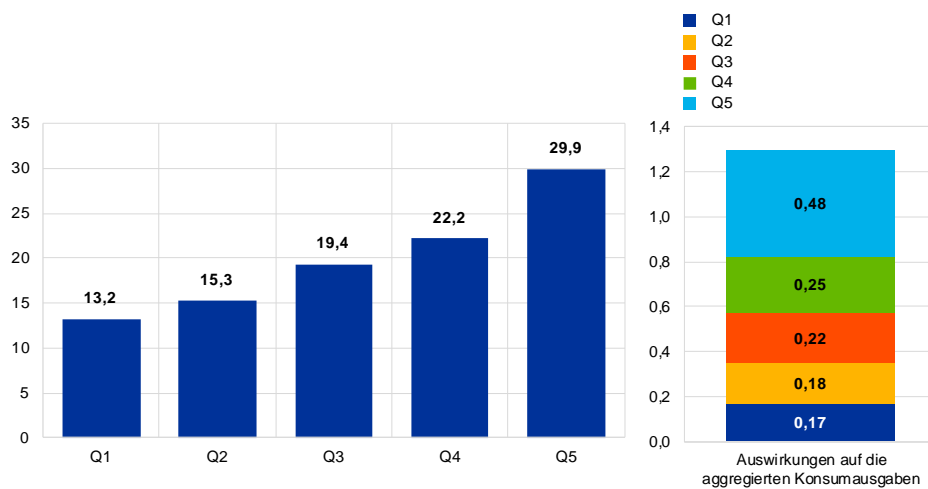
a) Auswirkungen einer Score-Veränderung des CES-basierten Indikators um 10 Punkte auf die individuellen Konsumausgaben

(in %)



b) Anteile der aggregierten Konsumausgaben und Score des CES-basierten Indikators des Verbrauchervertrauens nach Einkommensquintilen

(in %)



Quelle: EZB (Umfrage zu den Verbrauchervertrauens – CES).

Anmerkung: Die Einkommensquintile werden anhand des gemeldeten Nettohaushaltseinkommens nach Ländern und Umfragerunden berechnet. Grafik a: Die Koeffizienten werden aus einer linearen Regression der jährlichen Veränderung des logarithmierten individuellen Konsums auf die jährliche Veränderung des Scores abgeleitet, wobei Interaktionen mit den Einkommensquintilen, Kontrollen und fixe Länder/Umfragerunden-Effekte berücksichtigt werden. Die gelben Fehlerbalken zeigen die 90%-Konfidenzintervalle der geschätzten Koeffizienten an. Grafik b: Die Zerlegung wird berechnet, indem der Anteil des aggregierten Konsums jedes Einkommensquintils mit dem Effekt des CES-basierten Indikators des Verbrauchervertrauens auf den individuellen Konsum (vorheriger Regressionskoeffizient) multipliziert wird.

Literaturverzeichnis

Andreolli, M., Rickard, N. und Surico, P. (2024), [Non-Essential Business Cycles](#), CEPR Discussion Papers, Nr. 19773, Centre for Economic Policy Research.

Baptista, P., Dossche, M., Hannon, A., Henricot, D., Kouvavas, O., Malacrino, D. und Zimmermann, L. (2025), [Transmission der Geldpolitik über Hypothekenzinsen auf die Konsumausgaben](#), EZB, Wirtschaftsbericht 4/2025.

Barsky, R. B. und Sims, E. R. (2012), Information, Animal Spirits, and the Meaning of Innovations in Consumer Confidence, *American Economic Review*, Bd. 102, Nr. 4, S. 1343-1377.

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

Dees, S. und Brinca, P. (2013), Consumer confidence as a predictor of consumption spending: Evidence for the United States and the Euro area, *International Economics*, Bd. 134, S. 1-14.

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

2 Wie wirkt sich der stärkere Wettbewerb aus China auf die Beschäftigung im Euroraum aus?

Clémence Berson, Claudia Foroni, Vanessa Gunnella und Laura Lebastard

Der verschärfte Wettbewerb aus China auf den globalen Exportmärkten hatte in den letzten Jahren auch Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt im Euroraum.

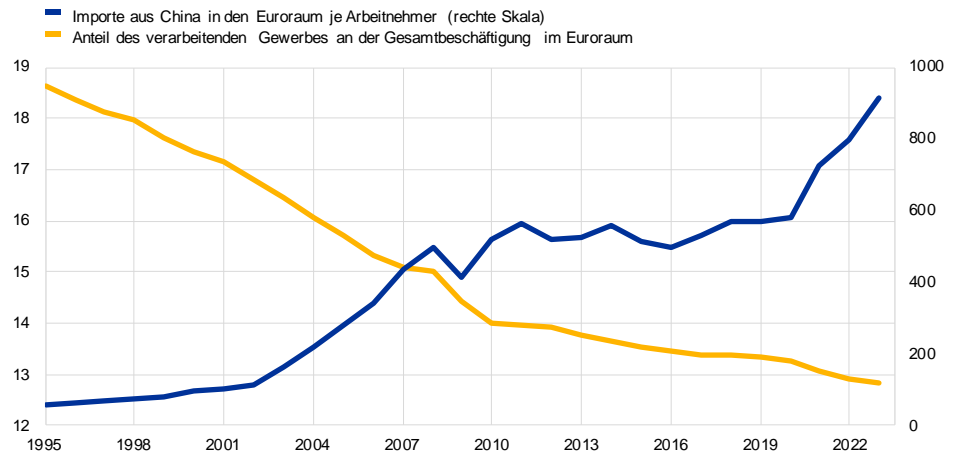
Da China in der Wertschöpfungskette nach oben geklettert ist, stellen chinesische Ausfuhren europäische Unternehmen sowohl im europäischen Binnenmarkt als auch in Drittländern zunehmend vor Herausforderungen (Banin et al., 2025). Dabei beschränkt sich der Wettbewerb nicht länger auf kostengünstige Waren, sondern erstreckt sich auch auf Sektoren mit hoher Wertschöpfung wie den Fahrzeug- und Sondermaschinenbau (Al-Haschimi et al., 2024). Höhere US-Zölle auf chinesische Waren könnten den Wettbewerbsdruck auf Produzenten aus dem Euroraum weiter verstärken, sollten die chinesischen Unternehmen ihre Ausfuhren nach Europa ausweiten oder dort Märkte neu erschließen. Im vorliegenden Kasten werden die Auswirkungen der zunehmenden Konkurrenz aus China auf die Beschäftigung im Eurogebiet analysiert. Hierzu wird untersucht, wie Verschiebungen bei der Arbeitskräftenachfrage mit einer veränderten Importdurchdringung und mit veränderten Handelsstrukturen zusammenhängen.

Die Importdurchdringung lässt sich bewerten, indem der Anstieg der chinesischen Einfuhren je Arbeitnehmer auf den europäischen Märkten gemessen wird. Dies wird definiert als Verhältnis der Importe des Euroraums aus China zur Gesamtbeschäftigung im Euroraum. Der Indikator veranschaulicht die zunehmende Präsenz chinesischer Waren auf den Märkten des Eurogebiets (siehe Abbildung A). Seitdem China im Jahr 2001 der Welthandelsorganisation beigetreten ist, sind die Ausfuhren des Landes in den Euroraum deutlich gestiegen. Nachdem sie sich im Zeitraum von 2010 bis 2020 stabilisiert hatten, erhöhten sie sich nach der Corona-Pandemie spürbar um weitere 60 %. Dabei nahm der Anteil Chinas an der Wareneinfuhr in den Euroraum bis 2024 um zwei Prozentpunkte auf 15,6 % zu.

Abbildung A

Euroraum: Importe aus China je Arbeitnehmer und Anteil des verarbeitenden Gewerbes an der Gesamtbeschäftigung

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



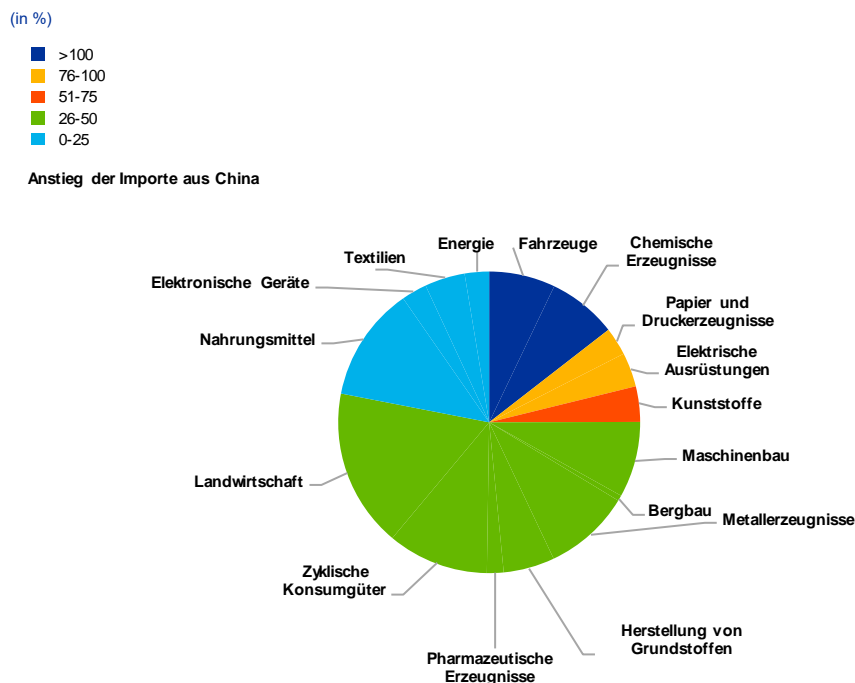
Quellen: Eurostat und Trade Data Monitor.

In einigen Sektoren sind die Einfuhren aus China deutlich gestiegen. Am stärksten nahmen die Importe aus China in der Automobil- und der Chemieindustrie zu, und zwar um 150 % bzw. 140 % in den letzten fünf Jahren (siehe Abbildung B).¹ Aber auch in anderen Sektoren erhöhten sich die Importwerte aus China deutlich, so etwa bei Papier und Druckerzeugnissen sowie elektrischen Ausrüstungen, wo die Einfuhren um jeweils 85 % anzogen. Diese Statistik belegt die starke chinesische Importdurchdringung in einer Vielzahl von Industriezweigen – angefangen von der traditionellen Fertigung bis hin zu fortschrittlichen Technologien.

¹ Einige europäische Unternehmen der Automobil- und in geringerem Umfang auch der Chemieindustrie betreiben in China Werke und Joint Ventures zur Belieferung des dortigen Binnenmarkts. Diese versorgen jedoch auch die übrige Welt einschließlich des Euroraums.

Abbildung B

Abhängigkeit der Beschäftigung von Veränderungen der Importe des Euroraums aus China



Quellen: Eurostat und Trade Data Monitor.

Anmerkung: Die in der Abbildung verwendeten Farben entsprechen den Veränderungen der Importe des Euroraums aus China im Zeitraum von 2019 bis 2024. Die jüngsten Angaben zu den Beschäftigungsanteilen beziehen sich auf das Jahr 2022.

Die zunehmende Konkurrenz aus China wirkt sich unmittelbar auf die Arbeitsmärkte im Euroraum aus.

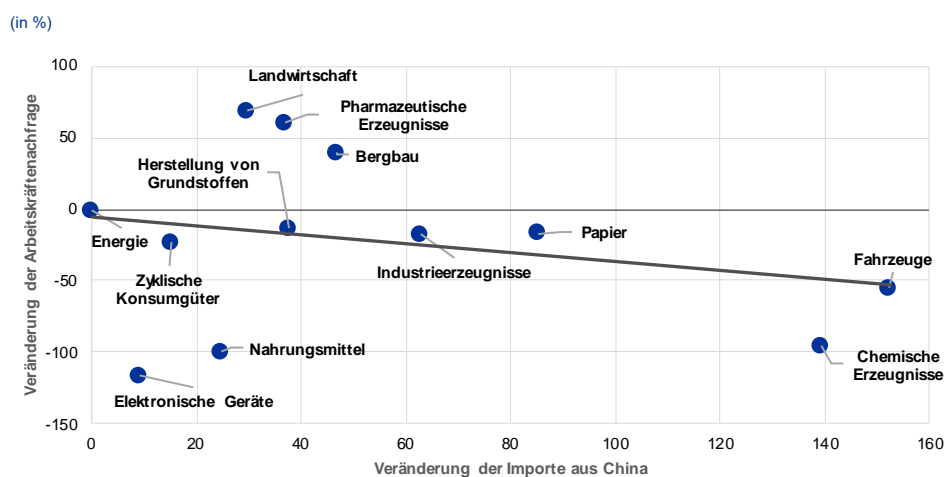
Im Jahr 2024 beschäftigten die vom Wettbewerb aus China besonders stark betroffenen Sektoren – also jene Branchen, in denen sich die Importe aus China deutlich erhöht haben – 29 Millionen Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer und hatten damit einen Anteil von etwa 27 % an der Gesamtbeschäftigung im Euroraum. Anhand von Daten aus dem genannten Jahr entfällt davon ein Großteil auf das verarbeitende Gewerbe; so sind in diesem Sektor 24 Millionen Arbeitskräfte beschäftigt.² Zudem ist er besonders anfällig für Handelsschocks und die chinesische Importdurchdringung. Die am stärksten von der zunehmenden Durchdringung durch Importe aus China betroffenen Sektoren, beispielsweise die Automobil- und Chemieindustrie, sind zwar nicht die größten Arbeitgeber, jedoch für die Wirtschaft des Euroraums von entscheidender Bedeutung. Obwohl der Automobilsektor einen Anteil von nur 1 % an der Gesamtbeschäftigung im Eurogebiet hat, trägt er fast 10 % zur realen Wertschöpfung des verarbeitenden Gewerbes bzw. knapp 2 % zum BIP des Euroraums bei. Berücksichtigt man intersektorale Verflechtungen, verdoppelt sich die Relevanz des Automobilsektors nahezu, was seine enorme Bedeutung für die Wirtschaft unterstreicht (De Santis et al., 2024). Insgesamt sind in der Automobil- und der Chemieindustrie vier Millionen Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer beschäftigt, was 2,5 % der Gesamtbeschäftigung im Euroraum entspricht. Auf

² Die verbleibenden fünf Millionen Arbeitskräfte sind in den Sektoren Landwirtschaft, Bergbau und Energie tätig.

andere stark betroffene Sektoren, darunter Papier, elektrische Ausrüstungen und Kunststoffe, entfallen weitere drei Millionen Beschäftigte bzw. 1,7 % der Gesamtbeschäftigung.

In den Sektoren, in denen die Importe aus China im Zeitraum von 2019 bis 2024 am stärksten gestiegen sind, ist die Nachfrage nach Arbeitskräften deutlicher zurückgegangen. Anhand von Daten aus Earnings Calls, in denen börsennotierte Unternehmen über ihre Finanzkennzahlen berichten, und unter Anwendung der Methodik von Feroni und Schroeder (2025) wurde ein sektoraler Indikator entwickelt, der eine angespannte Arbeitskräftenachfrage anzeigt. Dieser basiert auf einer Liste von Schlüsselwörtern, die auf den Druck Bezug nehmen, dem Unternehmen aufgrund einer ungedeckten Arbeitskräftenachfrage ausgesetzt sind. Im Euroraum war diese Nachfrage erheblichen Schocks unterworfen, unter anderem infolge der Corona-Pandemie und der Energiekrise. Auch andere Entwicklungen in bestimmten Sektoren – wie die schwache Pkw-Nachfrage in Europa – könnten sich hier ausgewirkt haben. Abbildung C veranschaulicht den Zusammenhang zwischen Veränderungen der Arbeitskräftenachfrage im Euroraum und der Entwicklung der Einfuhren aus China. In Branchen, die einer stärkeren Konkurrenz aus China ausgesetzt sind, ist die Zahl der veröffentlichten Stellenangebote deutlicher gesunken. Dies ist Ausdruck einer schwächeren Nachfrage nach Arbeitskräften. Im Zeitraum von 2019 bis 2024 verringerte sich die Arbeitsnachfrage im Automobilsektor um 55 %; für die Chemiebranche wird der Rückgang auf 95 % geschätzt. In Sektoren, die weniger stark vom Wettbewerbsdruck aus China betroffen sind, blieb die Nachfrage nach Arbeitskräften in derselben Zeitspanne hingegen im Schnitt relativ stabil.

Abbildung C
Entwicklung der Importe aus China und Veränderungen der Arbeitskräftenachfrage im Euroraum nach Sektoren



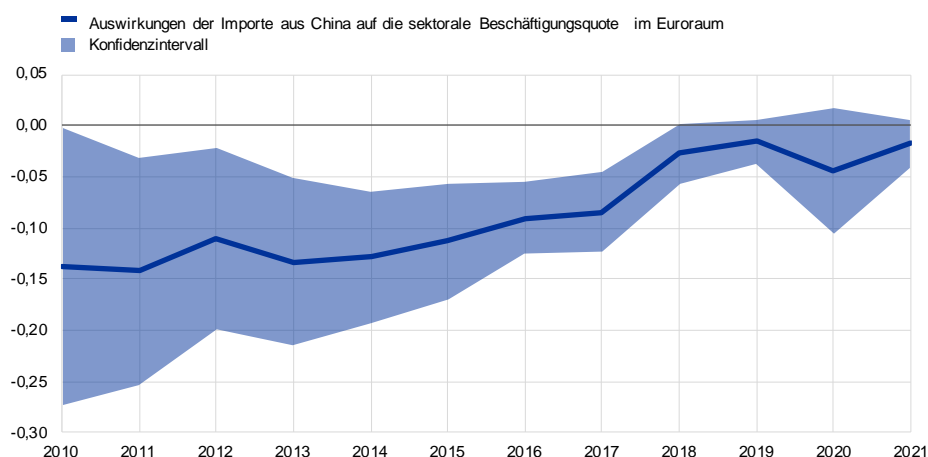
Quellen: NL Analytics, Trade Data Monitor und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Nachfrage nach Arbeitskräften wird anhand von Daten aus Earnings Calls bestimmt (Feroni und Schroeder, 2025). Die dargestellten Veränderungen umfassen den Zeitraum 2019-2024.

Steigen die Importe je Arbeitnehmer in einem Sektor an, so führt dies dort zu einem entsprechenden Beschäftigungsverlust. Unter Anwendung der Analyse von Autor et al. (2013) auf die Länder des Euroraums zeigt Abbildung D, wie sich ein

Anstieg der Importe aus China je Arbeitnehmer in den Jahren 2010 bis 2021 auf die sektoralen Beschäftigungsquoten der Euro-Länder im Jahr 2022 auswirkt.³ Dieser lange Zeitraum ermöglicht es, signifikante Auswirkungen auf die Beschäftigungsquote abzubilden, die sich allmählich verstärken. Dies liegt daran, dass die Effekte von Entlassungen und die Anpassung des Arbeitskräftebestands an die wirtschaftliche Lage möglicherweise erst mit zeitlicher Verzögerung vollständig zum Tragen kommen. So sind die Auswirkungen größer, wenn man die Veränderungen seit 2010 untersucht. Bei Betrachtung kürzerer Zeiträume nehmen sie schrittweise ab. Beispielsweise sinkt die Beschäftigungsquote in der Zeit von 2015 bis 2022 in einem Sektor um 0,1 Prozentpunkte, wenn in eben diesem Sektor die Importe aus China um 1 000 € je Arbeitnehmer steigen. Dies entspricht im gesamten Euroraum rund 240 000 Arbeitsplätzen, die entweder weggefallen sind oder in weniger stark betroffene Branchen verlagert wurden.

Abbildung D
Auswirkungen der zunehmenden Importe aus China je Arbeitnehmer und Jahr auf die sektorale Beschäftigungsquote im Euroraum im Jahr 2022

(kumulierte Veränderung der Beschäftigungsquote im Jahr 2022 bezogen auf jedes Jahr auf der x-Achse; in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die geschätzten β für mehrere Querschnittsregressionen, berechnet anhand der folgenden ökonometrischen Spezifikation: $Lr_{si,2022} - Lr_{si,2022-x} = \beta (M_{si,2022} - M_{si,2022-x}) / L_{si,2022} + FE_i + \epsilon_{si}$ mit $Lr_{si,2022}$ als Beschäftigungsquote in Sektor s , Land i im Jahr 2022 und $M_{si,2022}$ als Importe von im Sektor s hergestellten Waren aus China in das Land i im Jahr 2022, gewichtet nach der Beschäftigung L im selben Sektor und Land. x bestimmt die zwischen 1 und 12 liegende Verzögerung der Regression (entsprechend den Jahren 2010 bis 2021). Darüber hinaus wurde in Anlehnung an Autor et al. (2013) $(M_{si,2022} - M_{si,2022-x}) / L_{si,2022}$ durch $(M_{su,2022} - M_{su,2022-x}) / L_{si,2022-x}$ instrumentiert, also die entsprechenden Importe aus China in Länder u , die Ähnlichkeiten mit dem Euroraum aufweisen (dabei handelt es sich um Australien, Island, Israel, Japan, Kanada, Neuseeland, Norwegen und Südkorea). Diese Länder sind von der Zunahme der Importe aus China ähnlich stark betroffen, doch wirkt sich dieser Schock nicht direkt auf die Beschäftigung im Euroraum aus. Es werden verzögerte Werte für die Beschäftigung angesetzt, da der kontemporäre Wert durch den erwarteten Handel mit China beeinflusst werden kann. Die Datenbank besteht aus einem Euroraum-Länderpanel mit Sektorgliederung gemäß NACE-2-Klassifikation für den Zeitraum von 2010 bis 2022. Der blau schattierte Bereich entspricht einem Konfidenzintervall von 90 %.

Die aktuelle Handelspolitik der US-Regierung und die Verhängung von Zöllen dürften den Wettbewerbsdruck aus China noch erhöhen. Nach der Ankündigung der Regierung von Präsident Trump, höhere Zölle auf chinesische Waren zu erheben, könnten chinesische Exportunternehmen ihre Aktivitäten in anderen Regionen ausweiten, dort neue Märkte erschließen und ihren Handel vermehrt nach Europa umlenken. Diese Handelsumlenkung könnte die chinesische

³ Die Schätzung für 2010 zeigt beispielsweise, wie sich ein sektoraler Importanstieg aus China um 1 000 € je Arbeitnehmer in der Zeit von 2010 bis 2022 auf die Veränderung der entsprechenden sektoralen Beschäftigungsquote im selben Zeitraum auswirkt.

Importdurchdringung auf den Märkten des Euroraums verstärken und die dortigen Produzenten vor Herausforderungen stellen (Gunnella et al., 2025). Da die US-Zölle auf Wareneinfuhren aus China vergleichsweise höher sind, könnten Unternehmen aus dem Euroraum auf den US-Märkten einen gewissen Wettbewerbsvorteil gegenüber der chinesischen Konkurrenz erzielen, der indes die Verluste auf dem Binnenmarkt kaum ausgleichen dürfte.⁴

Insgesamt stellt die zunehmende Wettbewerbsfähigkeit chinesischer Exporte erhebliche Herausforderungen für die Arbeitsmärkte des Euroraums dar.

Derzeit sind zwar vor allem Sektoren wie die Automobilbranche und die chemische Industrie betroffen, doch könnten sich die weiterreichenden Auswirkungen letztlich auf fast ein Drittel der Beschäftigung im Euroraum erstrecken. Die Handelsumlenkung aus den Vereinigten Staaten deutet im Zusammenwirken mit der wachsenden Wettbewerbsfähigkeit Chinas in Branchen mit hoher Wertschöpfung darauf hin, dass sich die Unternehmen im Eurogebiet an ein immer wettbewerbsintensiveres globales Umfeld anpassen müssen. Handelsschocks können kurzfristige Störungen und Verlagerungen von Arbeitsplätzen zwischen verschiedenen Sektoren auslösen. Langfristig dürfte sich die Gesamtbeschäftigung jedoch nicht wesentlich verändern, da sich die Wirtschaft durch Lohnänderungen und den Branchenwechsel von Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmern anpasst. Dennoch könnten Herausforderungen wie Ineffizienzen auf dem Arbeitsmarkt, Anpassungskosten und staatliche Maßnahmen zu vorübergehenden Störungen führen, bevor sich ein neues Gleichgewicht einstellt.

Literaturverzeichnis

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

Autor, D., Dorn, D. und Hanson, G. (2013), The China Syndrome: Local Labor Market Effects of Import Competition in the United States, *American Economic Review*, Bd. 103, Nr. 6, Oktober, S. 2121-2168.

Banin, M., Di Nino, V., Lebastard, L., Lecourt, N. und Schaefer, S. (2025), [Hat die Exporttätigkeit des Euroraums den Anschluss im Tech-Bereich verpasst?](#), Kasten 2, EZB, Wirtschaftsbericht 2/2025.

De Santis, R. A., Di Nino, V., Furbach, N., Neumann, U. und Neves, P. (2024), [Wird sich der Automobilsektor im Euroraum erholen?](#), Kasten 5, EZB, Wirtschaftsbericht 4/2024.

Froni, C. und Schroeder, C. (2025), [Prognosen der Nachfrage nach Arbeitskräften im Euroraum anhand von Earnings Calls](#), Kasten 4, EZB, Wirtschaftsbericht 2/2025.

⁴ Aufgrund der unterschiedlichen Zusammensetzung der Exporte aus dem Euroraum und aus China in die Vereinigten Staaten wären die potenziellen Vorteile vermutlich sehr gering (Gunnella et al., 2025).

Gunnella, V., Stamato, G. und Kobayashi, A. (2025), [Auswirkungen der Handelsspannungen zwischen den Vereinigten Staaten und China auf den Euroraum – Erkenntnisse zu Zöllen aus der Zeit der ersten Trump-Regierung](#), Kasten 2, EZB, Wirtschaftsbericht 3/2025.

Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen

Alex Melemenidis, Richard Morris und Moreno Roma

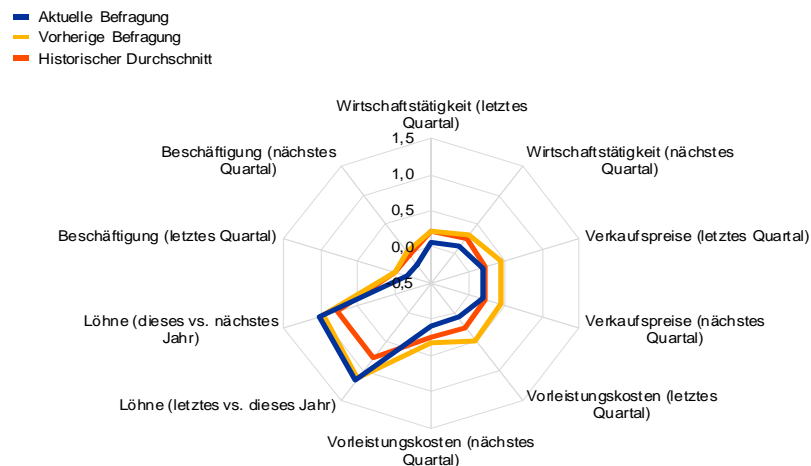
Im vorliegenden Kasten werden die Ergebnisse zusammengefasst, die die EZB aus dem jüngsten Dialog mit Vertreterinnen und Vertretern von 72 führenden nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum gewinnen konnte. Die Umfrage fand im Zeitraum vom 23. Juni bis zum 2. Juli 2025 statt.¹

Die befragten Unternehmen meldeten für die letzten Monate eine Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit, da die Zölle, die geopolitischen Spannungen und die daraus resultierende Unsicherheit das Unternehmer- und Verbrauchervertrauen belasteten (siehe Abbildung A und B). Ihre Rückmeldungen deckten sich mit dem sehr verhaltenen Wachstum im zweiten und dritten Quartal. Viele der befragten Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe gaben an, dass sich der Auftragseingang in den ersten Monaten des Jahres zwar erholt, die Dynamik jedoch anschließend im zweiten Quartal nachgelassen habe. Das Wachstum im Dienstleistungssektor schein sich ebenfalls abgeschwächt zu haben.

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 der Werte reicht von -2 (deutlicher Rückgang) bis +2 (deutlicher Anstieg). Ein Wert von 0 bedeutet keine Veränderung. Bei der aktuellen Befragung bezieht sich die Bezeichnung „letztes Quartal“ auf das zweite und „nächstes Quartal“ auf das dritte Quartal 2025. Bei der vorherigen Befragung beziehen sich die Begriffe auf das erste bzw. zweite Quartal 2025. Im Hinblick auf die Lohnentwicklung werden die Unternehmen im Januar und im März/April in der Regel danach gefragt, wie sie die Aussichten für das laufende Jahr im Vergleich zum Vorjahr einschätzen. Im Juni/Juli sowie im September/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.

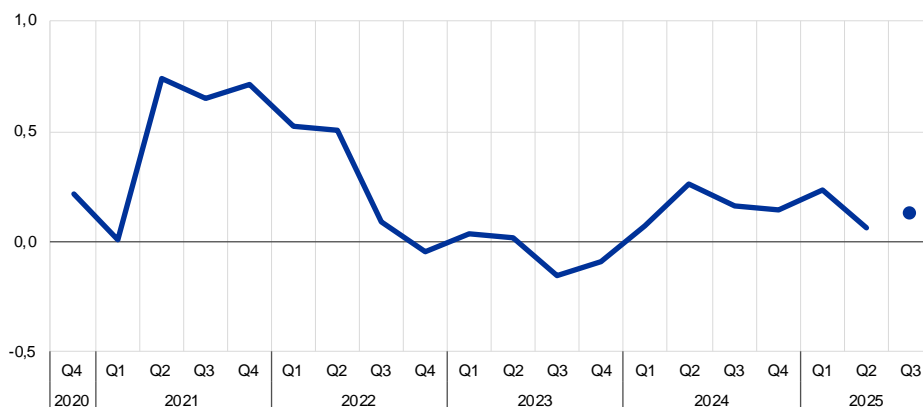
¹ Nähere Informationen zu Art und Zweck dieses Dialogs finden sich in: EZB, [Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen](#), Wirtschaftsbericht 1/2021.

Im verarbeitenden Gewerbe schien die positive Entwicklung vom Jahresbeginn nicht von Dauer gewesen zu sein.

Zwar fielen die Antworten unterschiedlich aus, doch viele Unternehmen gaben an, sie seien von den Entwicklungen in den ersten Monaten des Jahres positiv überrascht worden; jedoch habe sich der Auftragseingang anschließend im zweiten Quartal allmählich abgekühlt. Dieses Nachfragemuster wurde am häufigsten von Unternehmen aus dem Vorleistungsgütersektor beschrieben, aber auch von einigen Produzenten von Investitions- und Gebrauchsgütern. Es herrschte geteilte Meinung darüber, ob diese Abkühlung durch die nachlassenden Effekte des Vorziehens von Exporten in Erwartung höherer US-Zölle verursacht worden oder auf eine allgemeinere Abschwächung der Nachfrage zurückzuführen sei. Dagegen waren sich die Unternehmen weitgehend einig, dass der Importwettbewerb, insbesondere durch China, eine zunehmende Rolle spiele. Die Stimmung war in dieser Umfragerunde zwar verhaltener als drei Monate zuvor, doch gab es auch positive Entwicklungen. Beispielsweise verzeichnete die Pharmaindustrie nach wie vor ein starkes Wachstum, unterstützt durch Vorzieheffekte in Erwartung höherer Zölle. Darüber hinaus waren bei der Nachfrage nach Halbleitern und Lastkraftwagen Anzeichen einer Erholung zu erkennen. Die befragten Unternehmen im Baugewerbe und in den Branchen, die diesen Sektor beliefern, zeigten sich ebenfalls optimistischer. Sie berichteten nach wie vor von einer Zunahme der Wirtschaftstätigkeit, die durch den jüngsten Rückgang der Zinsen gestützt werde.

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 Angaben zu den Konsumausgaben und zur Aktivität im Dienstleistungssektor deuteten ebenfalls auf eine gewisse Abnahme der Dynamik hin.

Die befragten Unternehmen aus der Konsumgüterbranche und dem Einzelhandel bezeichneten die Aktivität insgesamt als weitgehend stagnierend. Beachtenswert war vor allem, dass die Hersteller von Unterhaltungselektronik und Haushaltsgeräten, die sich in der vorherigen Umfrage optimistischer geäußert hatten, nun eine schleppende oder abnehmende Geschäftstätigkeit meldeten. Die

Unternehmen aus dem Einzelhandel mit Bekleidung und Accessoires zeichneten ein ähnliches Bild anhaltend geringer Konsumausgaben. Lebensmitteleinzelhändler und ihre Zulieferer betonten erneut die nach wie vor sehr hohe Preissensibilität der Verbraucher und verwiesen häufig auf ein geringes oder sinkendes Verbrauchervertrauen. Die befragten Unternehmen aus dem Tourismussektor gaben an, das Wachstum schwäche sich ab, allerdings auf hohem Niveau. Hotels in beliebten Reisezielen hätten nach wie vor mit Kapazitätsengpässen zu kämpfen, gleichzeitig würden die Verbraucher zunehmend preissensibler. Sie buchten immer häufiger Last-Minute-Reisen und kürzten ihre Ausgaben für andere Dienstleistungen im Reiseverkehr wie beispielsweise Essen in Restaurants. Die Angaben aus anderen unternehmens- und verbraucherbezogenen Dienstleistungsbranchen waren etwas uneinheitlich: Insbesondere Unternehmen aus IT-bezogenen Dienstleistungsbranchen verzeichneten nach wie vor ein starkes Wachstum, doch insgesamt bleibe das Marktumfeld schwierig.

Vor dem Hintergrund der sich abschwächenden Wachstumsdynamik verschlechterten sich auch die Beschäftigungsaussichten etwas.

Im verarbeitenden Gewerbe dauerte der Stellenabbau an oder verstärkte sich sogar, worin sich die schwache Nachfrage, die Überkapazität und die laufenden Umstrukturierungsmaßnahmen vieler Unternehmen widerspiegelten. Zudem meldeten auch die Bereiche des Dienstleistungssektors, die bisher ein starkes Wachstum gezeigt hatten, beispielsweise die Tourismusbranche, eine Stabilisierung oder sogar eine Abnahme der Beschäftigung. Arbeitsvermittlungsagenturen meldeten nach wie vor ein schwieriges Umfeld, insbesondere bei Bürotätigkeiten und unbefristeten Arbeitsverhältnissen. Hier waren die Stellenvermittlungen weiterhin rückläufig, da die Unternehmen Neueinstellungen verschoben und Zeitarbeit bevorzugten. Einzelne Bereiche verzeichneten jedoch auch Wachstum, insbesondere die Sektoren Bau (trotz des gefühlten Arbeitskräftemangels), Energie, Verteidigung und Pharmazie.

Abbildung C
Einschätzungen der aktuellen und zukünftigen Entwicklung der Preise

(Durchschnitt der von den Fachleuten der EZB vergebenen Werte)



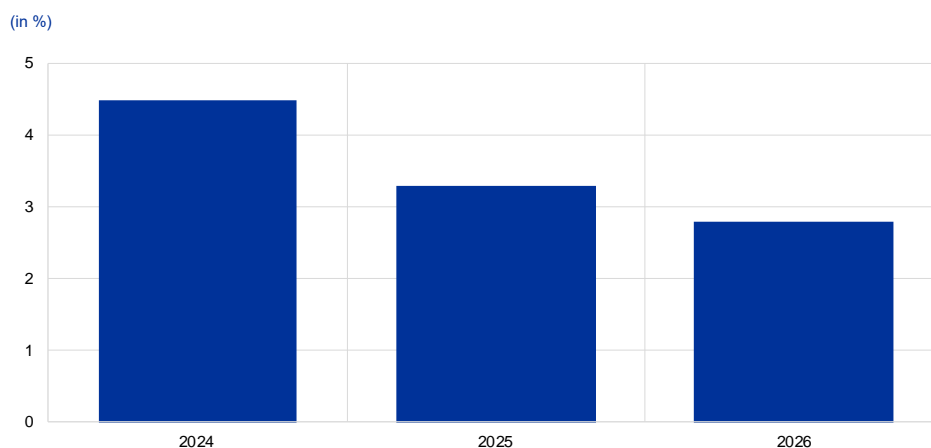
Quelle: EZB.
Anmerkung: Die Werte spiegeln wider, wie die Fachleute der EZB die Antworten der befragten Unternehmen zur vierteljährlichen Entwicklung der Verkaufspreise durchschnittlich einschätzen. Die Skala reicht von -2 (deutlicher Rückgang) bis +2 (deutlicher Anstieg). Ein Wert von 0 bedeutet keine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

Die befragten Unternehmen meldeten für die letzten Monate eine leichte Abschwächung der Dynamik der Verkaufspreise (siehe Abbildung A und C).

Ursächlich hierfür waren in erster Linie Entwicklungen im verarbeitenden Gewerbe und insbesondere im Investitions- und im Vorleistungsgütersektor. Hier sorgten die geringere Nachfrage und der verstärkte Importwettbewerb sowie die sinkenden nicht arbeitsbezogenen Vorleistungskosten für einen Preisrückgang. Dies steht etwas im Gegensatz zu dem optimistischeren Bild einer Preiserholung, das noch vor einigen Monaten gezeichnet worden war. In weiten Teilen des Dienstleistungssektors stiegen die Preise nach Aussage der Unternehmen weiterhin vergleichsweise stark an, insbesondere bei Verkehrs- und Tourismusdienstleistungen (teilweise bedingt durch regulatorische Kosten und Kapazitätsengpässe). Allerdings meldeten die befragten Unternehmen im Einzelhandel und in Dienstleistungsbranchen wie Beratung, IT und Telekommunikation aufgrund des intensiven Wettbewerbs und des Kostenbewusstseins der Kunden tendenziell ein moderates oder sich abschwächendes Preiswachstum.

Die befragten Unternehmen blieben bei der Überzeugung, dass sich das Lohnwachstum abschwächt (siehe Abbildung D). Wie aus ihren quantitativen Angaben hervorgeht, rechnen sie im Schnitt damit, dass es von 4,5 % im Jahr 2024 auf 3,3 % im Jahr 2025 sinken wird. Für 2026 erwarten sie eine weitere Abnahme auf 2,8 %. Diese Angaben liegen zwar 0,2 bis 0,3 Prozentpunkte über denen der vorherigen Umfrage, deuten aber immer noch in die gleiche Richtung.²

Abbildung D
Quantitative Einschätzung des Lohnwachstums



Quelle: EZB.
Anmerkung: Durchschnittswerte des wahrgenommenen Lohnwachstums im eigenen Sektor im Jahr 2024 und Erwartungen für die Jahre 2025 und 2026. Die Durchschnittswerte für 2024, 2025 und 2026 basieren auf den Angaben von 63, 65 bzw. 51 befragten Unternehmen.

Die aktuellen Auswirkungen der US-Zölle auf die Wirtschaftstätigkeit und die Preise im Euroraum wurden als überwiegend negativ eingestuft, allerdings wurden nur geringe oder gar keine Auswirkungen auf die Endverbraucherpreise erwartet. Der Abwärtsdruck auf die Wirtschaftstätigkeit und die Preise spiegelt nach Einschätzung der Unternehmen die geringere Nachfrage

² Gewisse Unterschiede zwischen den Befragungsrunden sind zu erwarten, da immer wieder andere Unternehmen an der Umfrage teilnehmen.

wider. Diese sei teilweise durch die Umlenkung des Handels von Asien (und insbesondere China) bedingt, da die Exportunternehmen der Region nach Alternativen zum US-Markt suchten. Die Entwicklung werde durch die Aufwertung des Euro noch verstärkt. Im Einklang mit diesem Trend meldeten die befragten Unternehmen im Transport- und Logistiksektor ein starkes Wachstum der Importe und einen Rückgang der Exporte. Bisher betraf der verstärkte Importwettbewerb in erster Linie Vorleistungsgüter und vor allem stärker standardisierte Produkte aus vorgelagerten Produktionsstufen. Jedoch gingen die befragten Unternehmen davon aus, dass sich diese Entwicklung in den kommenden Monaten und Quartalen auch auf Produkte aus nachgelagerten Produktionsstufen mit höherem Wertschöpfungsgehalt ausweiten werde. Dagegen meldeten die befragten Unternehmen in den Sektoren Einzelhandel und verbrauchernahe Dienstleistungen bisher allenfalls minimale Auswirkungen auf ihre Aktivität oder Preise und rechneten kurzfristig auch nicht mit größeren Auswirkungen.

Colm Bates, Katalin Bodnár, Vasco Botelho und Flavie Rousseau

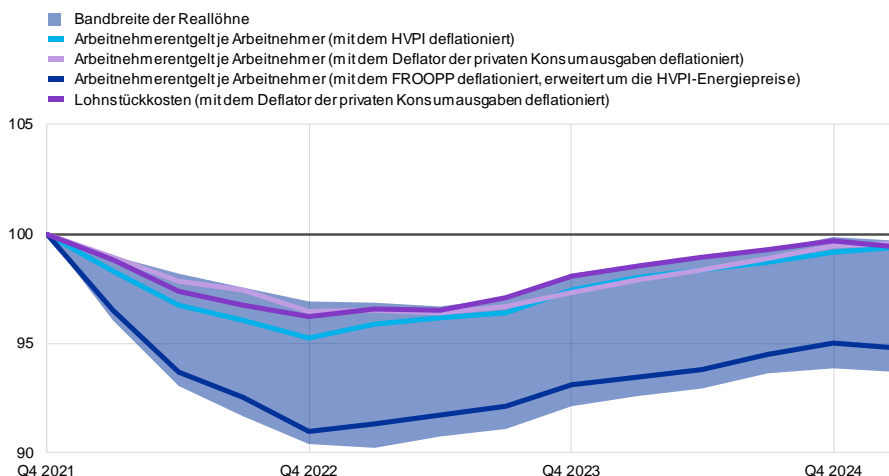
Die Reallöhne im Euroraum haben sich von ihrem Rückgang während der Hochinflationsphase im Jahr 2022 weitgehend wieder erholt. Die Nominallöhne sind zuletzt stärker gestiegen als die Preise. Infolgedessen nähern sich die Reallöhne (gemessen durch Deflationierung der Nominallöhne mit den Indikatoren der Lebenshaltungskosten) nun dem Niveau an, das vor dem sprunghaften Inflationsanstieg beobachtet worden war. So lag das mit dem HVPI deflationierte Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im ersten Quartal 2025 nur rund 0,5 % unter dem Stand vom vierten Quartal 2021 (also zu Beginn des deutlichen Inflationsanstiegs). Im vierten Quartal 2022 hatte es indes noch 5 % unter diesem Niveau gelegen (siehe Abbildung A, Grafik a). Andere mit dem HVPI oder dem Deflator der privaten Konsumausgaben deflationierten Lohnindikatoren weisen ähnliche Aufholrends auf. Die Kaufkraftverluste werden nun schrittweise kompensiert, was künftige Lohnforderungen begrenzen dürfte. Allerdings könnten die Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer noch immer den Eindruck haben, dass ihr Lebensstandard gesunken sei. Beispielsweise hätten sie im ersten Quartal 2025 weiterhin eine deutliche Reallohnücke wahrgenommen, wenn sie ihre Nominallöhne mit den Preisen häufig getätigter Bar-Einkäufe (frequent out-of-pocket purchases – FROOPP) unter Berücksichtigung der HVPI-Energiepreise anstelle des gesamten HVPI verglichen hätten.¹

¹ **Häufig getätigte Bar-Einkäufe** (FROOPP) stellen eine Unterkategorie des HVPI dar. Diese Unterkategorie wird aus Teilindizes zusammengestellt, die der Annahme zufolge hauptsächlich Einkäufe enthalten, die in der Regel mindestens monatlich getätigt und direkt und aktiv bezahlt werden. Die wichtigsten in der Unterkategorie FROOPP enthaltenen Warenkategorien sind pharmazeutische Erzeugnisse, elektrische Geräte und sonstige Geräte für den persönlichen Gebrauch, Verbrauchsgüter für die Haushaltsführung sowie Artikel und Dienstleistungen für Haustiere, einschließlich Veterinärleistungen. Wir erweitern diesen Warenkorb um eine Energiekomponente, da diese die wahrgenommene Kaufkraft der Verbraucher beeinflussen dürfte.

Abbildung A Lohnindikatoren für den Euroraum

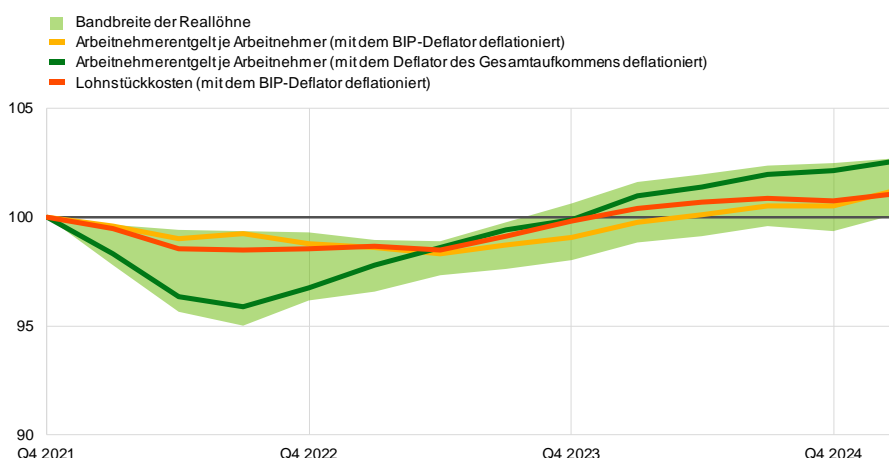
a) Reale Verbraucherlöhne

(Index: (Q4 2021 = 100))



b) Reale Produzentenlöhne

(Index: (Q4 2021 = 100))



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Bandbreite der Reallöhne. Diese wird berechnet anhand des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer, des Arbeitnehmerentgelts je Stunde, der Löhne und Gehälter je Beschäftigten, des Arbeitskostenindex (Gesamtkosten, Löhne und Gehälter) und der Indizes der Lohnstückkosten je Beschäftigten und je Stunde. In jeder Grafik stellt die Linie der Lohnstückkosten den entsprechenden Index je Beschäftigten dar. Grafik a zeigt die Bandbreite der Lohnindikatoren nach Deflationierung mit dem HVPI, dem Deflator der privaten Konsumausgaben und den häufig getätigten Bar-Einkäufen (FROOPP), erweitert um die HVPI-Energiepreise. In Grafik b werden dagegen der BIP-Deflator und der Deflator des Gesamtaufkommens herangezogen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2025.

Die Art des in den letzten Jahren beobachteten Inflationsdrucks hat einen Keil zwischen die realen Verbraucherlöhne und die realen Produzentenlöhne getrieben. Für die Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer sind Löhne ein Einkommensfaktor, der zu ihrem Wohlergehen beiträgt. Für die Arbeitgeber stellen Löhne dagegen einen Kostenfaktor dar, der traditionell eng mit der Entwicklung der Arbeitsproduktivität verknüpft ist.² Die für sie relevante Messgröße der

² Arce und Sondermann (2024) belegen, dass das Produktivitätswachstum in den letzten Jahren relativ schwach war. Laut Consolo und Foroni (2024) war das widerstandsfähige Beschäftigungswachstum im Euroraum unter anderem auf den während des Inflationsschubs 2022 gemessenen Rückgang der Reallöhne sowie das weitgehend stagnierende Produktivitätswachstum zurückzuführen.

Reallohnentwicklung errechnet sich im Verhältnis zu den Preisen, die sie für die Herstellung ihrer Waren und Dienstleistungen verlangen können, für die wiederum der BIP-Deflator, der Deflator des Gesamtaufkommens oder die sektoralen Deflatoren der Wertschöpfung maßgeblich sind.³ So definiert haben die realen Produzentenlöhne ihr vor dem Inflationsschub verzeichnetes Niveau bereits überschritten (siehe Abbildung A, Grafik b).⁴ Dass sich die realen Verbraucher- und die realen Produzentenlöhne so unterschiedlich entwickelt haben, ist zum Großteil darauf zurückzuführen, dass höhere Energiepreise und Lieferkettenstörungen die Importpreise in die Höhe trieben, was zu einer Verschlechterung der Terms of Trade führte.⁵

Auf sektoraler Ebene liegen die Reallöhne bei den marktbestimmten Dienstleistungen wieder über dem vor dem Inflationsanstieg verzeichneten Niveau, aber sowohl in der Industrie als auch im Baugewerbe und bei den öffentlichen Dienstleistungen liegen sie nach wie vor darunter (siehe Abbildung B, Grafik a). Die Inflation trifft alle Arbeitnehmer gleichermaßen, ganz unabhängig von ihrer jeweiligen Beschäftigung. Die Nominallöhne sind nicht in allen Sektoren gleich stark oder im selben Tempo gestiegen. Im ersten Quartal 2025 war der Aufholprozess bei den Reallöhnen im Bereich der marktbestimmten Dienstleistungen abgeschlossen, während die realen Verbraucherlöhne sowohl in der Industrie als auch im Baugewerbe und bei den öffentlichen Dienstleistungen diese Entwicklung noch nicht komplett vollzogen haben. An den realen Produzentenlöhnen lässt sich ablesen, inwieweit die Lohnkosten im Verhältnis zu den von den Firmen in den einzelnen Sektoren erhobenen Preisen gestiegen sind. Die Arbeitgeber im Bereich der marktbestimmten Dienstleistungen wurden vom Energieschock weniger beeinträchtigt. Zudem profitierten sie am meisten von den Effekten des Wiederhochfahrens der Wirtschaft nach der Corona-Pandemie und waren in der Folge mit einem stärkeren Arbeitskräftemangel konfrontiert, der das Lohnwachstum insgesamt stützte. Die realen Produzentenlöhne erhöhten sich auch im Bereich der öffentlichen Dienstleistungen, wobei sich die Löhne dort stärker auf die Kosten auswirkten als in der Vergangenheit. Die Hauptlast des Inflationsschocks trugen hingegen die Arbeitgeber in der Industrie und im Baugewerbe, da diese kapitalintensiven Sektoren die Auswirkungen höherer Energiepreise stärker zu spüren bekommen. Infolgedessen verlief die Entwicklung der realen Verbraucherlöhne in der Industrie und im Baugewerbe zwar ähnlich wie jene im Bereich der öffentlichen Dienstleistungen, aber die realen Produzentenlöhne liegen immer noch deutlich unter dem Niveau des vierten Quartals 2021.

In mehreren Euro-Ländern liegen die realen Verbraucherlöhne inzwischen wieder auf dem Stand von vor dem Inflationsschub oder sogar darüber. In anderen Ländern wurde dieses Niveau indes bislang noch nicht wieder erreicht (siehe Abbildung B, Grafik b). Darin spiegeln sich verschiedene Faktoren

³ Der Deflator des Gesamtaufkommens ist ein Näherungswert für die Vorleistungskosten insgesamt und ist definiert als BIP plus Importe. Siehe Hahn und Renault (2024).

⁴ Die Begriffe „reale Verbraucherlöhne“ und „reale Erzeugerlöhne“ entsprechen Bodnár et al. (2022). Allerdings spiegelt der Outputpreis gemessen anhand der hier betrachteten Deflatoren nicht den Indikator der Erzeugerpreise wider, da diese Preise anhand des Erzeugerpreisindex gemessen werden.

⁵ Siehe Arce et al. (2023).

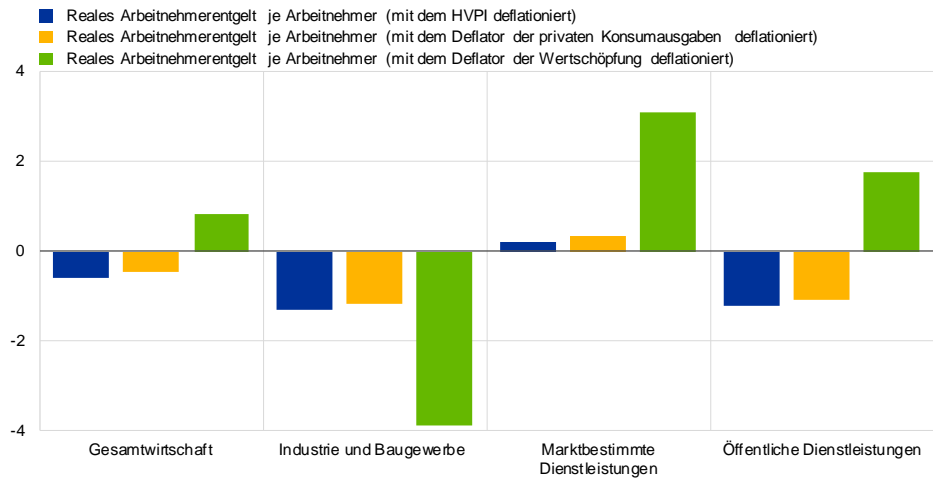
wider: a) strukturelle Probleme, die in einigen Ländern über einen längeren Zeitraum hinweg zu Reallohnverlusten geführt haben, b) stark schwankende Inflationsraten während der Hochinflationsphase und c) nationale Unterschiede in Bezug auf das Tempo und die Struktur der Lohnsetzung sowie die damit verbundenen Tarifverhandlungen.⁶

Abbildung B

Aufholprozess bei den Reallöhnen im ersten Quartal 2025: sektorale und nationale Unterschiede

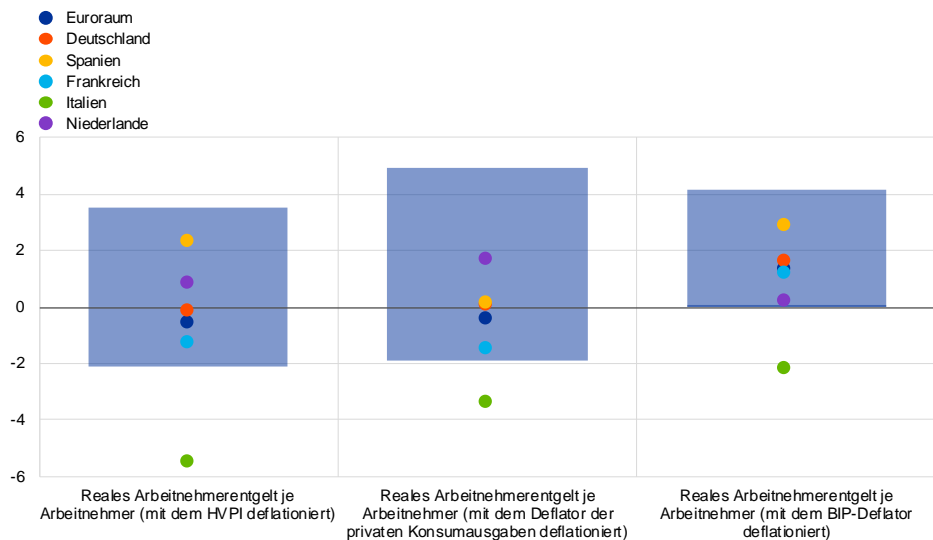
a) Sektorale Unterschiede

(in %; kumulierte Veränderung gegenüber dem 4. Quartal 2021)



b) Nationale Unterschiede

(in %; kumulierte Veränderung gegenüber dem 4. Quartal 2021)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Grafik a: Zur Berechnung der realen Produzentenlöhne werden sektorale Deflatoren der Wertschöpfung herangezogen. In Bezug auf die Gesamtwirtschaft entspricht der verwendete Deflator der Wertschöpfung dem BIP-Deflator. Grafik b: Die schattierten Bereiche beziehen sich auf die länderübergreifende Interquartilsspanne der jeweiligen Indikatoren. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2025.

⁶ Siehe Allayioti und Beschin (2024).

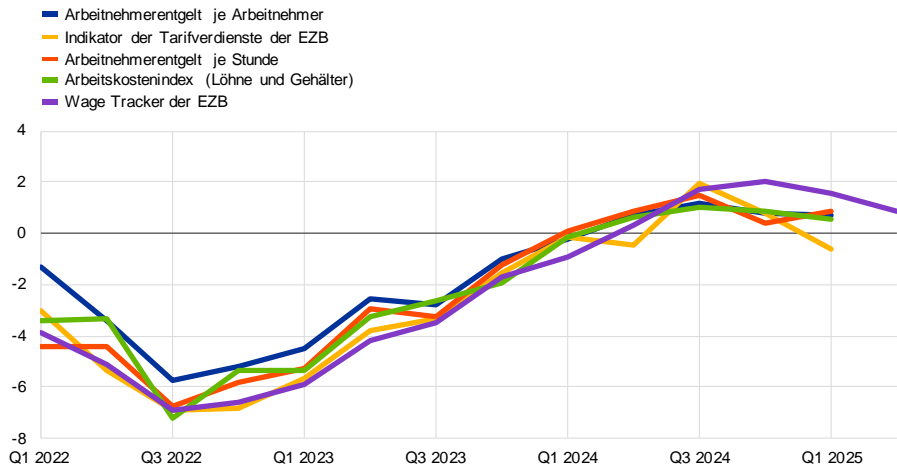
Umfrageergebnisse zeigen, dass die Wahrnehmungen der Verbraucherinnen und Verbraucher in Bezug auf den Aufholprozess bei den Reallöhnen trotz einiger Verbesserungen nach wie vor uneinheitlich sind. Die auf aggregierten gesamtwirtschaftlichen Indikatoren basierende Reallohnentwicklung spiegelt die Wahrnehmung der Verbraucherinnen und Verbraucher hinsichtlich ihrer Reallöhne möglicherweise nicht vollständig wider. Im zweiten Quartal 2024 übertraf das jährliche Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer erstmals seit dem 2022 beobachteten Inflationsschub die Inflationswahrnehmung, wie sie anhand der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (CES-Umfrage) ermittelt wird (siehe Abbildung C). Trotz einer gewissen Abschwächung bestand im ersten Quartal 2025 noch immer eine positive Lücke. Die Wahrnehmung der Verbraucherinnen und Verbraucher in Bezug auf den Aufholprozess bei den Reallöhnen beeinflusst ihr Vertrauen und ihre Konsumentscheidungen. Baumann et al. (2025) stellen unter Bezugnahme auf die CES-Umfrage fest, dass ein Großteil der Verbraucherinnen und Verbraucher der Meinung ist, ihre Nominallöhne seien in den vergangenen zwölf Monaten nicht stärker gestiegen als die Preise. Im April 2025 wurden in der CES-Umfrage die Fragen zum Aufholprozess bei den Reallöhnen erneut gestellt, und die Ergebnisse waren unverändert. Ein nach wie vor erheblicher Anteil der Verbraucherinnen und Verbraucher war der Ansicht, ihre Löhne seien nicht stärker gestiegen als die Preise.⁷ Dies deutet darauf hin, dass sie sich tendenziell auf alternative Warenkörbe konzentrieren und dass ihre Wahrnehmung möglicherweise über einen längeren Zeitraum hinweg von zuvor erlebten starken Preisänderungen geprägt ist. Ein nachhaltiger Aufholprozess bei den Reallöhnen dürfte also – zusammen mit Preisstabilität – das Verbrauchervertrauen stärken und das Wachstum im Euroraum unterstützen. Die hier vorgestellte Evidenz bestätigt, dass der Wahl des Preisindex insgesamt eine große Bedeutung für die Beurteilung des hier betrachteten Aufholprozesses zukommt. Wie bereits hervorgehoben, besteht ein Unterschied zwischen den Verbraucherpreisen und den von inländischen Unternehmen erhobenen Preisen. Doch selbst wenn die Ergebnisse stärker die Kaufkraft der Verbraucherinnen und Verbraucher in den Blick nehmen, haben unterschiedliche Warenkörbe weiterhin erhebliche Auswirkungen darauf, wie die Verbraucher die Reallohnentwicklung wahrnehmen.

⁷ Im Mai 2025 wurden diese Fragen etwas abgewandelt. Nunmehr wurde die Verbraucherwahrnehmung in Bezug auf das Lohnwachstum im Verhältnis zu den Preisveränderungen in den vergangenen vier Jahren untersucht. Die ursprüngliche Frage bezog sich auf einen kürzeren Zeitraum (das vergangene Jahr). Die Ergebnisse bleiben für beide Zeithorizonte konsistent.

Abbildung C

Wachstum der Reallöhne nach Deflationierung mit der Inflationswahrnehmung der Verbraucherinnen und Verbraucher

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Wage Tracker der EZB, Eurostat, Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (CES) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Differenz zwischen den Jahreswachstumsraten der angegebenen Indikatoren der Nominallöhne abzüglich der in der CES-Umfrage erfassten Inflationswahrnehmung der Verbraucherinnen und Verbraucher über zwölf Monate. Weitere Einzelheiten zum Wage Tracker der EZB finden sich in: Bates et al. (2024). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2025 (Wage Tracker der EZB) bzw. das erste Quartal 2025 (übrige Indikatoren).

Literaturverzeichnis

Allayioti, A. und Beschin, A. (2024), [Inflationsunterschiede und ihre Entwicklung im Euroraum](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 5/2024, EZB.

Arce, Ó., Hahn, E. und Koester, G. (2023), [How tit-for-tat inflation can make everyone poorer](#), Der EZB-Blog, EZB, 30. März.

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

Bates, C., Bodnár, K., Healy, P. und Roca I Llevadot, M. (2025), [Lohnentwicklung während und nach der Hochinflationphase](#), Wirtschaftsbericht 1/2025, EZB.

Bates, C., Botelho, V., Holton, S., Roca I Llevadot, M. und Stanislao, M. (2024), [The ECB wage tracker: your guide to euro area wage developments](#), Der EZB-Blog, 18. Dezember.

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

Bodnár K., Gonçalves, E., Górnicka, L., und Koester, G. (2022), [Lohnentwicklung und die maßgeblichen Einflussfaktoren seit Beginn der Pandemie](#), Wirtschaftsbericht 8/2022, EZB.

Consolo, A. und Foroni, C. (2024), [Modellbasierte Analyse der Bestimmungsfaktoren für das Beschäftigungswachstum im Euroraum nach der Pandemie](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 4/2024, EZB.

Hahn, E. und Renault, T. (2024), [Gewinnindikatoren für die Inflationsanalyse unter Berücksichtigung der Gesamtkosten](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 4/2024, EZB.

5 Unsicherheit bei der saisonbereinigten Dienstleistungsinflation: Welche Rolle spielen Ostern und Reisen um die Osterzeit?

Martin Eiglsperger, Mario Porqueddu und Elisabeth Wieland

Wenn die EZB die Inflationsentwicklung beurteilt, ergänzt sie die Beobachtung der jährlichen Inflationsraten um die Analyse von Messgrößen der „Dynamik“, um kürzerfristige Entwicklungen zu erfassen. Dynamik wird hier definiert als die prozentuale Veränderung des saison- und kalenderbereinigten Preisindex gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum (zu Vergleichszwecken annualisiert).¹ Die annualisierten kürzerfristigen Zahlen sind mit Vorsicht zu interpretieren – nicht zuletzt wegen Sondereffekten, durch die sich die Unsicherheit in Bezug auf die Saison- und Kalenderbereinigung erheblich verstärken können (wie in diesem Kasten dargelegt).

Die Dynamik des HVPI für Dienstleistungen stieg von März bis April 2025 kräftig an und blieb im Mai und Juni hoch. Hierin spiegelten sich insbesondere Änderungen der saison- und kalenderbereinigten monatlichen Preisänderungsrate wider, die auf Dienstleistungen im Reiseverkehr zurückzuführen waren (siehe Abbildung A, Grafik a). Während die steigende Dynamik der Dienstleistungsinflation Anfang 2025 zum Teil einigen jährlichen Preisanpassungen geschuldet war, deutet der außergewöhnliche Anstieg bei reisebezogenen Dienstleistungen im April darauf hin, dass der Einfluss der Osterfeiertage dieses Jahr stärker war als sonst (siehe Abbildung A, Grafik b).² Zu den reisebezogenen Dienstleistungen, bei denen üblicherweise Feiertageeffekte wie um die Osterzeit zu beobachten sind, zählen die Personenbeförderung im Luftverkehr, Pauschalreisen und Beherbergungsdienstleistungen. Da in der saison- und kalenderbereinigten Veränderungsrate des HVPI für Dienstleistungen nur durchschnittliche Ostereffekte herausgerechnet sind, bleiben Sondereffekte durch den Reiseverkehr um Ostern in der bereinigten Datenreihe bestehen.³ Dies erklärt den starken Ausschlag der saison- und kalenderbereinigten monatlichen Veränderungsrate von 0,3 % im März auf 0,7 % im April, den anschließenden Rückgang auf -0,1 % im Mai und den Wiederanstieg auf 0,5 % im Juni.

¹ Siehe Lane (2023). Der hier verwendete Indikator der Inflationsdynamik ist als Mittelweg zwischen den Indikatoren mit jährlicher Frequenz (d. h. dem Preisniveau in einem bestimmten Monat verglichen mit dem Preisniveau im entsprechenden Vorjahresmonat) und den Indikatoren mit monatlicher Frequenz zu betrachten. Erstere weisen stets eine gewisse Trägheit auf, während bei Letzteren die Gefahr besteht, von einem hohen „noise-to-signal ratio“ (d. h. einem hohen Rauschen in Relation zum Signal) beeinflusst zu werden, da in den monatlichen Inflationsdaten häufig idiosynkratische Faktoren dominieren.

² Weitere Belege zum Mechanismus der Preisanpassungen finden sich bei Bodnár et al. (2025).

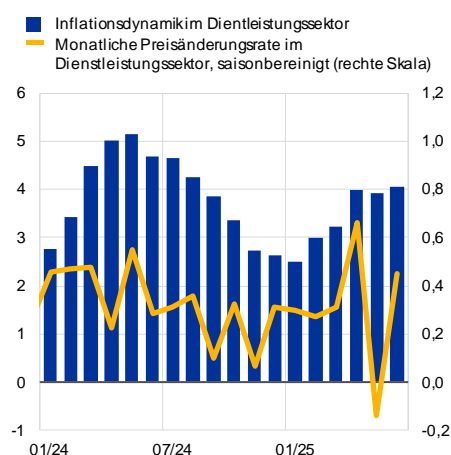
³ Im Gegensatz dazu stand die monatliche Veränderungsrate der (nicht saisonbereinigten) Dienstleistungen im Reiseverkehr im Juni 2025 weitgehend im Einklang mit ihrem Durchschnitt der Jahre 2016 bis 2019.

Abbildung A

Saison- und kalenderbereinigte Preisentwicklung im Dienstleistungssektor und Preisentwicklung bei Dienstleistungen im Reiseverkehr

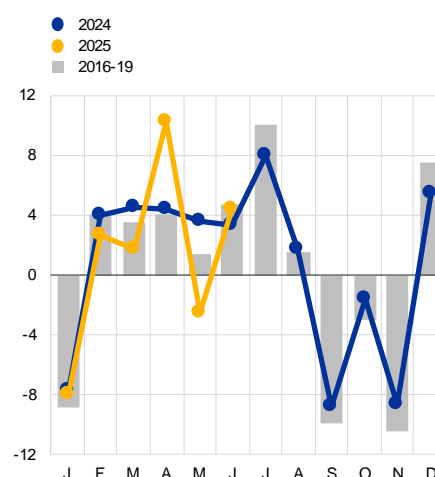
a) Inflationsdynamik im Dienstleistungssektor und monatliche Preisänderungsrate

(annualisierte Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum und Veränderung gegen Vormonat in %)



b) Preisentwicklung bei Dienstleistungen im Reiseverkehr

(Veränderung gegen Vormonat in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a zeigt saison- und kalenderbereinigte Daten, wohingegen in Grafik b unbereinigte Daten für reisebezogene HVPI-Dienstleistungskomponenten dargestellt sind (Personenbeförderung im Luftverkehr, Pauschalreisen und Beherbergungsdienstleistungen). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2025.

Bei der Saison- und Kalenderbereinigung werden statistische Schätzungen verwendet, um diese Effekte herauszurechnen, während die Tendenz sowie zyklische und unregelmäßige Bewegungen auch nach der Bereinigung erkennbar bleiben. Die Saisonbereinigung ist ein statistisches Schätzverfahren, bei dem Muster aus einer Zeitreihe entfernt werden, die jedes Jahr im selben Monat auftreten, die Zeitreihe in ähnlicher Weise beeinflussen und voraussichtlich auch in den nächsten Jahren eintreten werden.⁴ Die EZB nimmt separate

Saisonbereinigungen der Hauptkomponenten des HVPI für den Euroraum vor. Der HVPI für Dienstleistungen wird auch um Ostereffekte kalenderbereinigt, die sich insbesondere auf die Preise für reisebezogene Dienstleistungen auswirken. Nach der Entfernung von Saison- und Kalendereffekten zeigt die verbleibende bereinigte Datenreihe trendzyklische und erratische Bewegungen an, einschließlich potenzieller Ausreißer und Einmaleffekte.⁵

Die jüngste Volatilität des saison- und kalenderbereinigten HVPI für Dienstleistungen belegt einen starken Ostereffekt im April, der durch die Kalenderbereinigung der EZB nur teilweise erfasst wurde. Der starke Einfluss reisebezogener Dienstleistungen auf den Anstieg der Dienstleistungsinflation im April (siehe Abbildung A, Grafik b) deutet auf einen ausgeprägten Effekt des späten Termins der Osterfeiertage hin (die dieses Jahr in den April fielen, nachdem sie 2024 im März gelegen hatten). Dieser Effekt dürfte durch das zeitliche Zusammenfallen

⁴ Siehe auch Eurostat (2024).

⁵ Zur Rolle von Saisonalität und Ausreißern bei der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel siehe Lis und Porqueddu (2018).

des katholischen und orthodoxen Osterfests noch verstärkt worden sein. Bei der Kalenderbereinigung der EZB werden durchschnittliche Ostereffekte herausgerechnet. Durch die Bereinigung stieg die monatliche Veränderungsrate des HVPI für Dienstleistungen im März 2025 um rund 0,1 Prozentpunkte, während sie im April 2025 um 0,1 Prozentpunkte zurückging. Bei der Kalenderbereinigung wird bei beweglichen Feiertagen wie Ostern der durchschnittliche historische Effekt ermittelt. Die Unsicherheit ist hierbei größer als bei der Schätzung saisonaler Effekte, da die statistischen Daten begrenzter sind und sich die Zeitfenster der Schulferien in den einzelnen Ländern unterscheiden. Folglich bleiben osterbedingte Sondereffekte, die von den historischen Durchschnittseffekten abweichen, selbst nach der Saison- und Kalenderbereinigung bestehen und fließen somit in den Dynamikindikator ein.⁶

Bei einer Analyse des von der EZB erstellten saison- und kalenderbereinigten HVPI für Dienstleistungen zeigt sich, dass die Schätzungsunsicherheit im zweiten Quartal des Jahres in der Regel größer ist. Zu Revisionen

zurückliegender saisonbereinigter Daten kommt es in der Regel immer dann, wenn saisonale Profile neu geschätzt werden; dies lässt sich aus den Echtzeit-Datenständen der Reihen ablesen. In Abbildung B, Grafik a ist die Spanne der revidierten Werte dargestellt, d. h. der Bereich zwischen den größten und kleinsten gemeldeten Daten für einen bestimmten Berichtsmonat im gesamten Zeitraum. Würde der kleinste gemeldete Wert durch den größten Wert ersetzt, verschöbe sich die saison- und kalenderbereinigte monatliche Veränderungsrate in einigen Monaten um bis zu 0,3 Prozentpunkte. Betrachtet man die einzelnen Kalendermonate, so fällt die Spanne der revidierten Werte im zweiten Jahresviertel tendenziell am größten aus. Dies deutet darauf hin, dass die unterschiedliche Terminierung der Osterferien über die Jahre hinweg sowie sich wandelnde saisonale Muster die Unsicherheit der Schätzungen erhöhen (siehe Abbildung B, Grafik b).⁷

⁶ Schätzungen dieser Kalendereffekte können auch durch Strukturbrüche negativ beeinträchtigt werden. Unverzerrte Ergebnisse erfordern eine Anpassung von Strukturbrüchen. Ein Beispiel hierfür ist die Preisentwicklung deutscher Pauschalreisen: Hier werden Ostereffekte seit einer Anpassung der statistischen Methodik im Jahr 2023 nicht mehr berücksichtigt, und die Saison- und Kalenderfaktoren wurden entsprechend modifiziert (siehe Schnorrenberger et al., 2024).

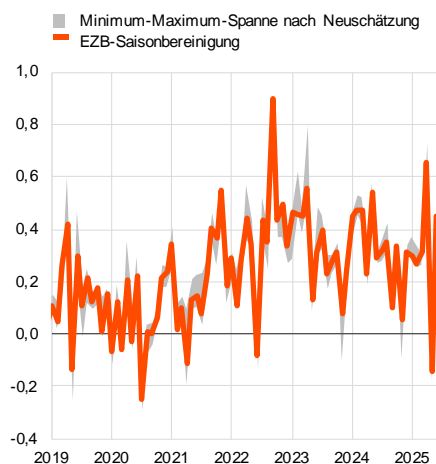
⁷ Dies ist auch dann der Fall, wenn Datenrevisionen für den Zeitraum vor März 2019 ausgeschlossen werden, die mit methodischen Änderungen bei der Berechnung des Preisindex für Pauschalreisen im HVPI für Deutschland zusammenhingen. Die Revisionen wurden rückwirkend bis Anfang 2015 vorgenommen und wirkten sich auch auf die gesamte Dienstleistungsinflation im Euroraum aus (siehe Eiglsperger, 2019). Die hohe durchschnittliche Spanne für November ist neuen Datenquellen für Flugpreise zuzuschreiben.

Abbildung B

Historische Spanne des saisonbereinigten HVPI für Dienstleistungen

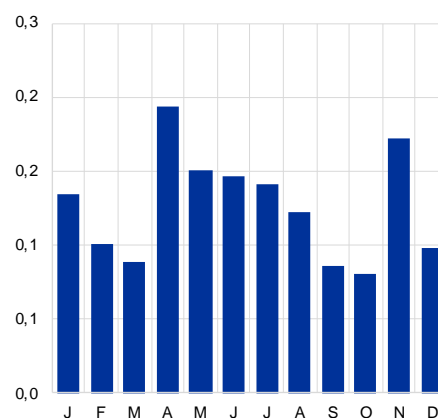
a) Historische Spanne der revidierten Werte des saisonbereinigten HVPI für Dienstleistungen

(Veränderung gegen Vormonat in %)



b) Durchschnittliche Spanne der revidierten Werte nach Kalendermonat

(Veränderung gegen Vormonat in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a zeigt die monatliche Änderungsrate des HVPI für Dienstleistungen gemäß dem EZB-Verfahren für die Saisonbereinigung (orangefarbene Linie) und die Spanne der historischen Werte (Minimal- bis Maximalwert) nach der Neuschätzung (schattierter Bereich). Grafik b zeigt die durchschnittliche Spanne der Maximal- und Minimalwerte der monatlichen Änderungsrate des (saisonbereinigten) HVPI für Dienstleistungen für jeden Kalendermonat auf Basis der historischen Jahresdaten ab April 2016. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2025.

Darüber hinaus hängen die saison- und kalenderbereinigten Ergebnisse auch von der Wahl des Modells und der Parameter ab.

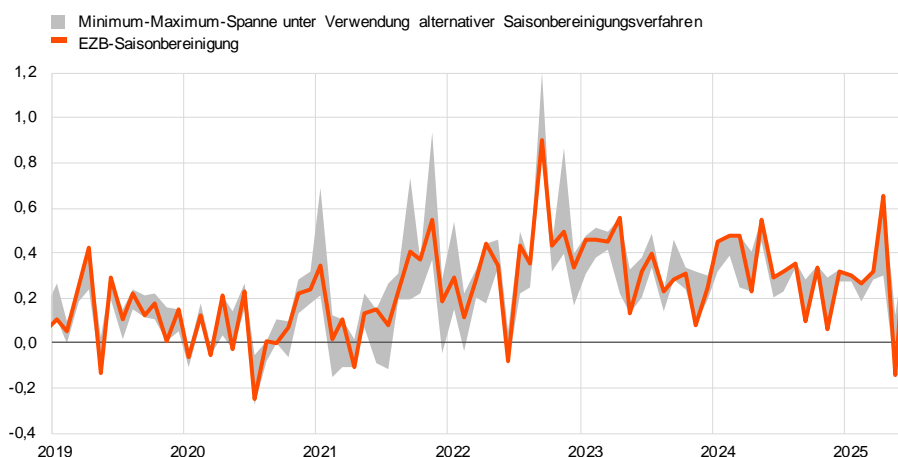
Eurostat spricht zwar allgemeine Empfehlungen zur Saisonbereinigung aus, erstellt aber keine saison- und kalenderbereinigten HVPI-Reihen. Folglich können Datennutzer verschiedene Ansätze für die Saisonbereinigung verwenden. Abbildung C veranschaulicht, wie verschiedene Parameterfestlegungen – etwa in Bezug auf Ausreißer, Trendschätzung und saisonale Muster – die Ergebnisse im Vergleich zum bevorzugten Ansatz der EZB erheblich verändern können. Anhand dieser alternativen Methoden fällt die Spanne der Differenzen zwischen den saison- und kalenderbereinigten Veränderungsdaten für den HVPI für Dienstleistungen durchschnittlich größer aus als diejenige, die sich aus den revidierten Werten ergibt. Bei diesen alternativen Ansätzen wurden außergewöhnliche Preiserhöhungen bei reisebezogenen Dienstleistungen im April 2025 möglicherweise zum Teil dadurch eliminiert, dass sie in gewissem Ausmaß der Saisonalität zugeschrieben werden, sodass sich hier für diesen Monat niedrigere Veränderungsdaten ergeben. Im Gegensatz dazu wird der überdurchschnittlich große Effekt beim bevorzugten Ansatz

der EZB gesondert behandelt, und es werden nur durchschnittliche Ostereffekte herausgerechnet.⁸

Abbildung C

Spanne des saisonbereinigten HVPI für Dienstleistungen unter Verwendung alternativer Saisonbereinigungsverfahren

(Veränderung gegen Vormonat in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Grafik zeigt die monatliche Änderungsrate des HVPI für Dienstleistungen gemäß dem EZB-Verfahren für die Saisonbereinigung (orangefarbene Linie) und die Spanne (Minimal- bis Maximalwert) gemäß zehn verschiedenen Spezifikationen für die Saisonbereinigung (schattierter Bereich), wobei alle auf den neuesten Jahresdaten beruhen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2025.

Alles in allem sollte die Volatilität der saison- und kalenderbereinigten Preisentwicklung im Dienstleistungssektor vorsichtig interpretiert werden. Der Monat April 2025 war von starken Preiserhöhungen bei Dienstleistungen im Reiseverkehr geprägt. Die Verfahren für die Kalenderbereinigung stützen sich auf durchschnittliche Kalendereffekte auf Basis aktueller und vorangegangener Datensätze. Bei der Saison- und Kalenderbereinigung der EZB bleibt der überdurchschnittlich hohe Anteil im bereinigten Wert von April 2025 erhalten. Der Effekt wird als Ausreißer und nicht als saisonale Bewegung behandelt. Er fällt höher aus als der normale Ostereffekt, während der durchschnittliche Ostereffekt bei der Kalenderbereinigung der EZB herausgerechnet wird. Ein Teil des Anstiegs lässt sich möglicherweise durch Verschiebungen der Nachfrage nach Tourismusedienstleistungen oder eine Verlagerung der Tourismuskonsums vom Sommer hin zum Frühling (bedingt durch den Klimawandel) erklären. Dadurch könnte sich die Saisondynamik möglicherweise dauerhaft verändern.

⁸ Beim bevorzugten Ansatz der EZB werden Dienstleistungen in Deutschland separat behandelt und die deutschen Preise für Pauschalreisen und Beherbergungsdienstleistungen für Strukturbrüche kontrolliert. Die explizite Behandlung von Ausreißern durch die EZB macht Schätzungen der saisonalen Profile robuster. Alternative Ansätze wie in Abbildung C werden in der Regel negativ beeinflusst, wenn diese Brüche nicht herausgefiltert werden. In der Regel entsteht eine glattere Dynamik, wenn bei der Schätzung der Saisonalität mehr Ad-hoc-Änderungen zugelassen werden. Dies kann jedoch umfassende Revisionen nach sich ziehen, wenn sich Ausreißer letztlich als beträchtlich herausstellen (siehe Mehrhoff et al., 2011).

Literaturangaben

Bodnár, K., Fabbri, A., Rubene, I. und Zekaite, Z. (2025), [Aktuelle Bewertung des aus Preisanpassungen resultierenden Inflationsdrucks?](#), EZB, Wirtschaftsbericht 4/2025.

Eiglsperger, M. (2019), [Neue Berechnungsmethode beim deutschen Preisindex für Pauschalreisen und deren Auswirkungen auf die HVPI-Inflationsraten](#), EZB, Wirtschaftsbericht 2/2019.

Europäische Zentralbank (2016), [Harmonisierter Verbraucherpreisindex – Ostereffekt und verbesserte Saisonbereinigung](#), EZB, Wirtschaftsbericht 3/2016.

Eurostat (2024), [ESS Guidelines on seasonal adjustment](#), Amt für Veröffentlichungen der Europäischen Union, Luxemburg.

Lane, P. (2023), [Underlying inflation](#), Vortrag am Trinity College, Dublin, 6. März.

Lis, E. und Porqueddu, M. (2018), [Saisonalität und statistische Ausreißer und deren Bedeutung für die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel](#), EZB, Wirtschaftsbericht 2/2018.

Mehrhoff, J., Eiglsperger, M. und Haine, W. (2011), [Seasonal adjustment and reliability of euro area GDP – Increased uncertainty in times of unusual developments?](#), Verein für Socialpolitik – Jahreskonferenz

Schnorrenberger, R., Schwind, P. und Wieland, E. (2024), [Forecasting HICP package holidays with forward-looking booking data](#), Technical Paper, Nr. 04, Deutsche Bundesbank

Zum Einfluss höherer Verteidigungsausgaben auf die Erwartungen privater Haushalte

Adam Baumann, Cristina Checherita-Westphal, Georgi Kocharkov und Steffen Osterloh

Infolge der erhöhten geopolitischen Spannungen steht die Finanzpolitik im Euroraum zunehmend im Zeichen der Verteidigungsausgaben. Die Regierungen der EU-Staaten sind entschlossen, diese Ausgaben zu erhöhen. Untermauert wurde dies auf der Münchner Sicherheitskonferenz vom Februar 2025, durch die von der Europäischen Kommission im März angestoßene Europäische Strategie für eine Union der Krisenvorsorge sowie die Schlussfolgerungen des NATO-Gipfels vom Juni 2025.¹ Anhand der Daten aus der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (CES-Umfrage) vom Februar und Mai 2025 untersucht der vorliegende Kasten die Erwartungen privater Haushalte im Eurogebiet, wie sich die Verteidigungsausgaben auf die Gesamtwirtschaft und auf den eigenen finanziellen Wohlstand auswirken.

Die meisten Privathaushalte erwarten, dass die staatlichen Defizite und Verteidigungsausgaben steigen werden (siehe Abbildung A). Der CES-Umfrage vom Mai zufolge erwarten 66 % der Befragten, dass sich das Staatsdefizit ihres Landes in den kommenden zwölf Monaten erhöhen wird; fast ein Drittel geht von einem deutlichen Anstieg aus, und lediglich 10 % rechnen mit einer Verringerung (siehe Abbildung A, erster Balken). 81 % der Befragten sind der Ansicht, dass sich die Verteidigungsausgaben in den kommenden zwölf Monaten erhöhen werden; mit 47 % erwartet knapp die Hälfte einen deutlichen Anstieg (siehe Abbildung A, zweiter Balken). Die unterschiedlichen Ergebnisse in diesen beiden Kategorien lassen sich teilweise mit den Erwartungen erklären, wie die höheren Ausgaben hauptsächlich gegenfinanziert werden. So sind 43 % der Befragten der Ansicht, dass eine höhere Staatsverschuldung die Hauptfinanzierungsquelle darstellen wird. Dagegen erwarten 29 % eine Kürzung anderer Ausgaben und 28 % eine Anhebung von Steuern (siehe Abbildung A, dritter Balken). Mit den beiden letztgenannten Gegenfinanzierungsmethoden hielte sich ein potenzieller Defizitanstieg grundsätzlich in Grenzen.

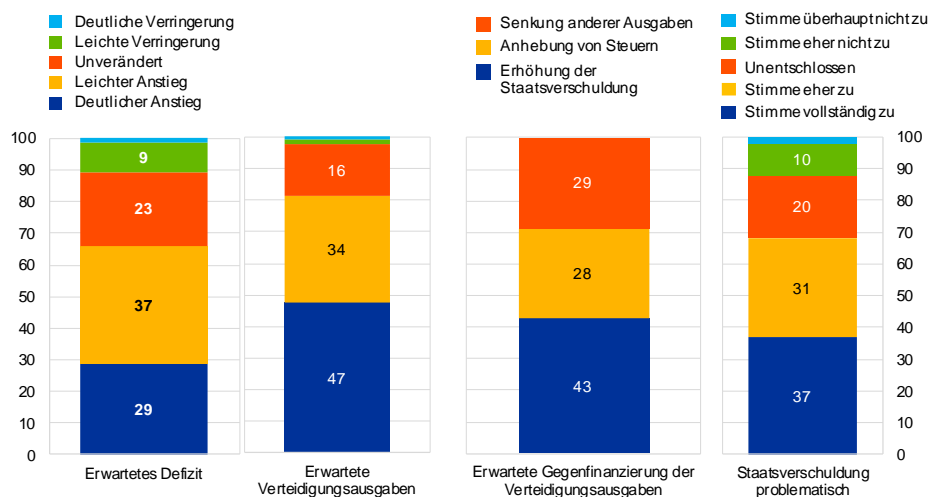
Ein Großteil der privaten Haushalte sieht die Höhe der Staatsverschuldung ihres Landes als problematisch an. Dieser Auffassung sind 68 % der Befragten („stimme eher zu“, „stimme vollständig zu“), und nur 12 % stimmen dem nicht zu (siehe Abbildung A, vierter Balken). Die Antworten spiegeln in weiten Teilen Besorgnis hinsichtlich der bestehenden Schuldenlasten wider. In der Gesamtanalyse könnten die aus den Umfragen gewonnenen Erkenntnisse zu Staatsverschuldung und Gegenfinanzierung von Verteidigungsausgaben genauer Aufschluss darüber geben, warum die privaten Haushalte bestimmte Effekte einer Erhöhung dieser Ausgaben für wahrscheinlich halten.

¹ Siehe hierzu im Einzelnen Checherita-Westphal et al. (2025) im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Abbildung A

Erwartungen und Einschätzungen der privaten Haushalte zur Änderung der Finanzpolitik bzw. zur Staatsverschuldung

(in % der Befragten)



Quelle: Gewichtete CES-Daten, Mai 2025.

Anmerkung: Gewichteter Euroraum-Durchschnitt der Umfrageergebnisse aus den elf Euro-Ländern, in denen die CES-Umfrage durchgeführt wurde (siehe Abbildung C). Die Befragten wurden um eine Einschätzung gebeten, 1) wie sich das staatliche Defizit ihres derzeitigen Wohnsitzlandes in den kommenden zwölf Monaten verändern wird, 2) wie sich die Verteidigungsausgaben ihres derzeitigen Wohnsitzlandes in den kommenden zwölf Monaten verändern werden, 3) wie höhere Verteidigungsausgaben hauptsächlich gegenfinanziert würden, 4) ob die Höhe der Staatsverschuldung ihres derzeitigen Wohnsitzlandes ein schwerwiegendes Problem darstellt.

Insgesamt wirken sich die unterschiedlichen Ansichten der befragten Haushalte zu den Verteidigungsausgaben nur begrenzt auf ihre Erwartungen aus. Gleichwohl erwarten die meisten Befragten, dass die Inflation infolge der Ausgabenerhöhungen etwas steigen wird. Bei den Wachstumseffekten ergibt sich hingegen ein eher gemischtes Bild (siehe Abbildung B, Grafik a). Die Haushalte sollten sich dazu äußern, wie sich ein möglicher Anstieg der Verteidigungsausgaben in ihrem Wohnsitzland auf Preise, Wirtschaftswachstum und ihren finanziellen Wohlstand auswirken wird. Mit 67 % erwartet ein beträchtlicher Anteil eine höhere Inflation, wobei rund die Hälfte davon ausgeht, dass sich der Inflationsanstieg in Grenzen halten wird. Die Erwartungen zur Wachstumswirkung sind breiter gestreut und fallen weitgehend pessimistisch aus. Nur 27 % der Haushalte rechnen mit einem höheren Wirtschaftswachstum; 33 % erwarten keine Veränderung, und 41 % rechnen mit einer – in den meisten Fällen allerdings leichten – Verringerung.

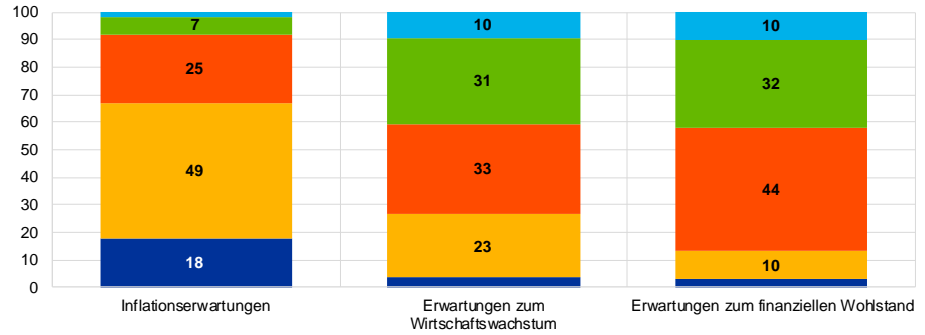
Abbildung B

Erwartungen der privaten Haushalte zu den Effekten höherer Verteidigungsausgaben

a) Erwarteter Effekt auf Inflation, Wirtschaftswachstum und finanziellen Wohlstand

(in % der Befragten)

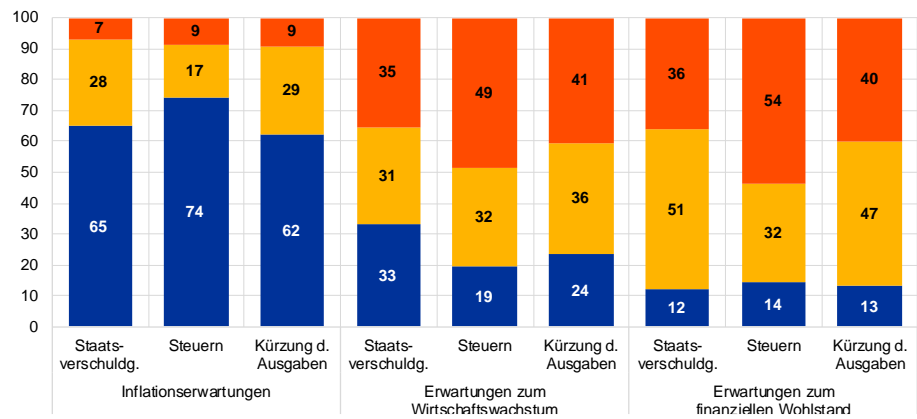
- Deutliche Verringerung
- Leichte Verringerung
- Unverändert
- Leichter Anstieg
- Deutlicher Anstieg



b) Erwarteter Effekt nach erwarteter Hauptfinanzierungsquelle

(in % der Befragten)

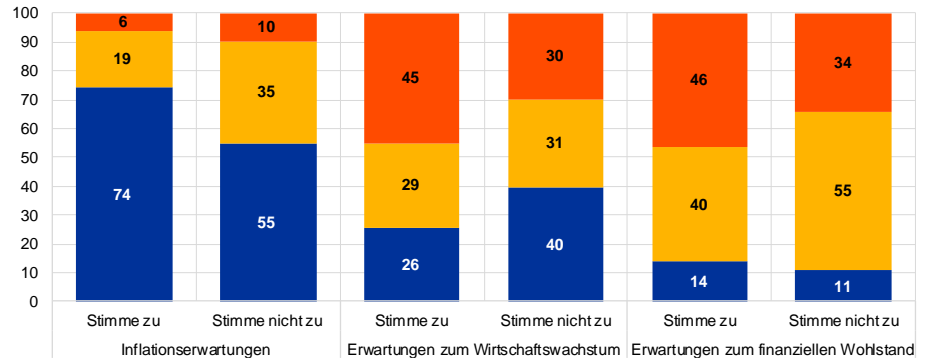
- Verringerung
- Unverändert
- Anstieg



c) Erwarteter Effekt nach Einschätzung der Staatsverschuldung

(in % der Befragten)

- Verringerung
- Unverändert
- Anstieg



Quelle: Gewichtete CES-Daten.

Anmerkung: Grafik a): Die Befragten sollten angeben, wie sich zusätzliche Verteidigungsausgaben ihres derzeitigen Wohnsitzlandes auf Waren- und Dienstleistungspreise, Wirtschaftswachstum und ihren finanziellen Wohlstand auswirken würden. „Inflation“ bezieht sich auf die Veränderung der Preise von Waren und Dienstleistungen. In Grafik b werden die Ergebnisse aus Grafik a nach der erwarteten Hauptfinanzierungsquelle der höheren Verteidigungsausgaben gegliedert. In Grafik c werden die Ergebnisse aus Grafik a danach gegliedert, ob die Höhe der Staatsverschuldung im derzeitigen Wohnsitzland der Haushalte deren Einschätzung nach ein ernstes Problem darstellt. Grafik b und Grafik c: Die Kategorien aus Grafik a („deutlicher Anstieg“ / „leichter Anstieg“ und „deutliche Verringerung“ / „leichte Verringerung“) fließen kombiniert in „Anstieg“ bzw. „Verringerung“ ein. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2025.

Ihren künftigen finanziellen Wohlstand schätzen die privaten Haushalte

größtenteils als unverändert ein. Die meisten Befragten erwarten, dass sich dieser überhaupt nicht verändern (44 %) oder nur leicht verringern (32 %) wird. Folglich geht der überwiegende Teil der Privathaushalte nicht davon aus, dass sich die kürzlich angekündigte Ausweitung des Verteidigungshaushalts in einem höheren Verbrauchervertrauen und somit in höheren Konsumausgaben niederschlagen wird.² Im Übrigen ändern sich die Ergebnisse in Abbildung B, Grafik a nicht wesentlich, wenn nur der Befragtenkreis betrachtet wird, der mit einem Anstieg der Verteidigungsausgaben im eigenen Wohnsitzland rechnet.³ Der quantitative Einfluss unterschiedlicher Ansichten zu den Verteidigungsausgaben auf die Inflations- und Wachstumserwartungen hält sich bislang in Grenzen.

Die Erwartungen der privaten Haushalte, wie sich die Verteidigungsausgaben auf die Gesamtwirtschaft und auf den eigenen finanziellen Wohlstand auswirken, hängen sehr stark davon ab, welche Annahmen die Haushalte bezüglich der Gegenfinanzierung dieser Ausgaben und der Höhe der Staatsverschuldung treffen.

Haushalte, die annehmen, dass die künftigen Verteidigungsausgaben durch höhere Steuern finanziert werden, erwarten im Vergleich zu Haushalten, die von einer Finanzierung über neue Schulden oder über Ausgabenkürzungen ausgehen, eher einen Inflationsanstieg und sind pessimistisch, was die Wirkung der Verteidigungsausgaben auf das Wirtschaftswachstum anbelangt (siehe Abbildung B, Grafik b). Die letztgenannte Einschätzung könnte darauf beruhen, dass Steuererhöhungen – insbesondere im Fall indirekter Steuern – zu einem unmittelbaren und kurzfristigen Anstieg des Preisniveaus führen. Bei privaten Haushalten, die in der Staatsverschuldung ihres Landes ein großes Problem sehen, ist diese Denkweise zudem stärker ausgeprägt (siehe Abbildung B, Grafik c). Möglicherweise hängt dies damit zusammen, dass der Anstieg der Verteidigungsausgaben als Signal für eine erhöhte geopolitische Unsicherheit und eine Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage betrachtet wird. Des Weiteren könnten die steigenden Verteidigungsausgaben von einigen Privathaushalten als Fehlallokation von Ressourcen eingeschätzt werden. Das Ergebnis, dass ein in Aussicht stehender Schuldenaufbau vor allem bei einer bereits hohen Staatsverschuldung zu höheren Inflationserwartungen der privaten Haushalte führt, bestätigt sich auch in anderen Umfragen.⁴

Im Ländervergleich divergieren die Defiziterwartungen deutlich, und häufig besteht dabei ein Unterschied zwischen den Umfrageergebnissen vom Februar

² Zu einer detaillierten, auf einem neuen Indikator beruhenden Untersuchung des Verbrauchervertrauens im Euroraum siehe Baumann et al. (2025) im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

³ So erhöht sich der Anteil der Befragten, die einen Anstieg erwarten, von 67 % auf 71 % (Inflation) bzw. von 27 % auf 29 % (Wirtschaftswachstum). Die Erwartung hinsichtlich des finanziellen Wohlstands bleibt dagegen konstant (13 %).

⁴ Siehe beispielsweise Coibion et al. (2021) zu den Vereinigten Staaten sowie Grigoli und Sandri (2023) zu den Vereinigten Staaten, dem Vereinigten Königreich und Brasilien.

und Mai. Hierin dürften sich weitgehend die Erwartungen hinsichtlich der Verteidigungsausgaben und ihrer Gegenfinanzierung widerspiegeln (siehe Abbildung C, Grafik a und b). Die Erwartungen in Bezug auf das Staatsdefizit unterscheiden sich in den einzelnen Ländern allgemein sehr stark. So bewegt sich der Anteil der privaten Haushalte, die in der Mai-Umfrage steigende Defizite erwarteten, in einer Bandbreite von 41 % (Portugal) und 83 % (Deutschland). Die Erwartungen eines höheren Defizits haben seit Februar zwar zugenommen, sich in den einzelnen Ländern jedoch sehr unterschiedlich entwickelt. Den größten Anstieg verzeichneten Deutschland und Belgien (siehe Abbildung C, Grafik a). Dies steht im Einklang mit den Plänen der deutschen Bundesregierung, die Ausgaben in den kommenden Jahren vor allem für Verteidigung und Infrastruktur deutlich zu erhöhen und sie weitgehend durch neue Schulden zu finanzieren. Weitere Länder wie etwa Belgien haben ebenfalls eine Aufstockung der Verteidigungsausgaben in vergleichbarem Umfang angekündigt. Dies schlug sich entsprechend in den Verbrauchererwartungen nieder (siehe Abbildung C, Grafik b).⁵ In einigen Ländern, insbesondere in Griechenland, aber auch in Portugal, verringerte sich hingegen von Februar bis Mai der Anteil der Befragten, die mit einem deutlichen Anstieg des staatlichen Defizits rechneten.⁶

Auch die Einschätzung der Staatsverschuldung als großes Problem divergiert im Ländervergleich stark, ist jedoch insgesamt seit Februar weitgehend stabil geblieben (siehe Abbildung C, Grafik c). So zählen die Niederlande, Irland und Deutschland zu den Ländern mit dem geringsten Anteil der Befragten, die in der Staatsverschuldung ein großes Problem sehen. Demgegenüber ist dieser Anteil in Ländern wie Italien, Frankreich und Griechenland⁷ am höchsten. Zugleich scheint sich die Wahrnehmung der privaten Haushalte in Deutschland (gestiegener Pessimismus) sowie in Griechenland und Portugal (gestiegener Optimismus) verändert zu haben.

⁵ In Belgien sieht der verabschiedete Staatshaushalt 2025 einen Anstieg der Verteidigungsausgaben auf 2 % des BIP vor. Begleitet wird dieser von breiter angelegten expansiven Fiskalmaßnahmen wie Investitionen in Kernenergie, aber auch von Rentenreformen und niedrigeren Sozialausgaben.

⁶ Griechenland und Portugal zählen zu den Ländern mit dem niedrigsten Anteil der Befragten, die einen deutlichen Anstieg der Verteidigungsausgaben erwarten. Die Umfrageergebnisse dieser beiden Länder spiegeln weitgehend die Regierungsankündigungen wider, wobei Griechenland einen der größten Verteidigungshaushalte im Euroraum aufweist.

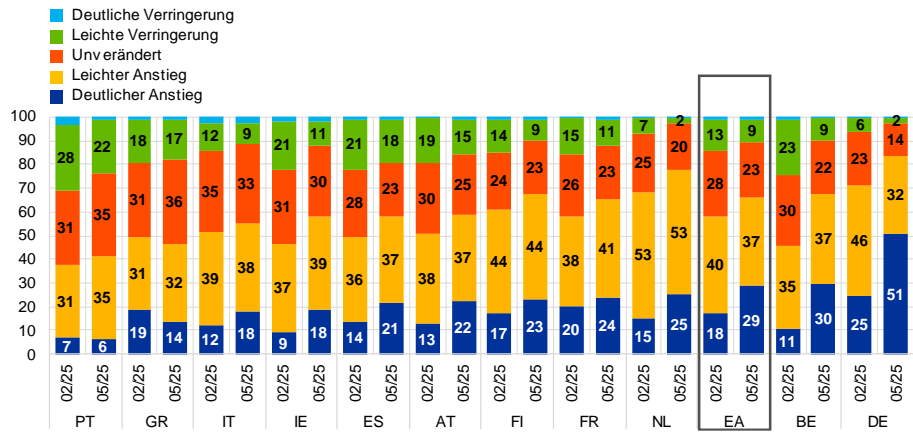
⁷ In Griechenland ist zudem der Anteil der Befragten, die eine Gegenfinanzierung höherer Verteidigungsausgaben durch neue Schulden für den wahrscheinlichsten Fall halten, mit lediglich 27 % am niedrigsten.

Abbildung C

Erwartungen und Einschätzungen der privaten Haushalte im Zeitverlauf und nach Ländern

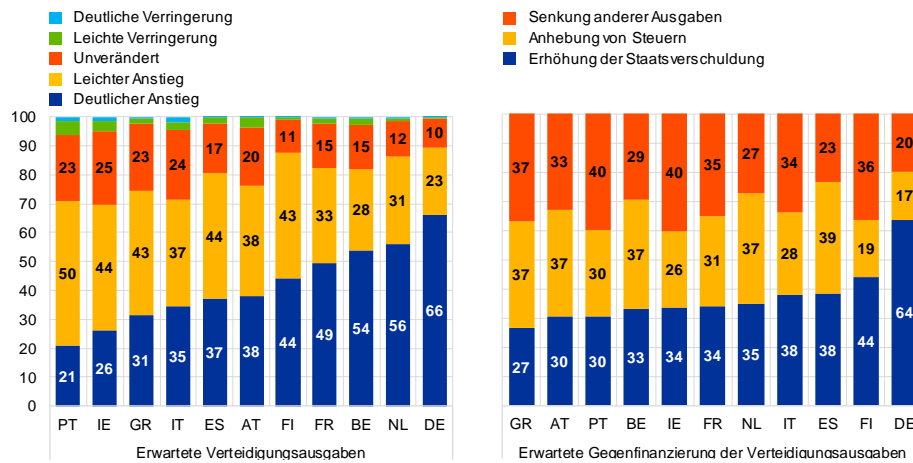
a) Erwartete Veränderung des staatlichen Defizits

(in % der Befragten)



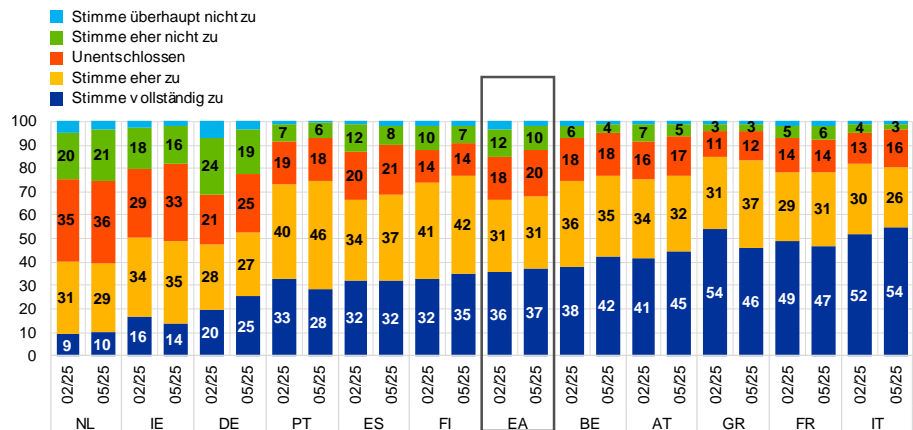
b) Erwartete Veränderung der Verteidigungsausgaben und erwartete Hauptfinanzierungsquelle

(in % der Befragten)



c) Einschätzung des staatlichen Schuldenstands als großes Problem

(in % der Befragten)



Quelle: Gewichtete CES-Daten.

Anmerkung: EA = Aggregat aller elf Euro-Länder, in denen die CES-Umfrage durchgeführt wurde. Maßgeblich für die Anordnung der Länder in den Grafiken ist der Prozentsatz für folgende Antworten: „deutlicher Anstieg“ (Grafik a; Mai 2025), „deutlicher Anstieg“ und „Erhöhung der Staatsverschuldung“ (Grafik b) und „stimme vollständig zu“ (Grafik c; Mai 2025). Grafik a und Grafik c beruhen auf Angaben vom Februar und Mai 2025. Die Angaben in Grafik b) beziehen sich nur auf Mai 2025.

Literaturverzeichnis

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

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

Coibion, O., Gorodnichenko, Y. und Weber, M. (2021), Fiscal Policy and Households' Inflation Expectations: Evidence from a Randomized Control Trial, NBER Working Paper, Nr. 28485, Februar.

Grigoli, F. und Sandri, D. (2023), Public Debt and Household Inflation Expectations, IMF Working Paper, Nr. 23/66, März.

Fiskalische Aspekte europäischer Verteidigungsausgaben mit Blick auf makroökonomische Euroraum-Projektionen und Risiken

Cristina Checherita-Westphal, Christian Huber, Marta Rodríguez-Vives und Georg Müller

Angesichts der geopolitischen Spannungen, die insbesondere seit dem ungerechtfertigten Einmarsch Russlands in die Ukraine erhöht sind, dürften die staatlichen Verteidigungsausgaben in der EU steigen. Seit dem NATO-Gipfel vom 24.-25. Juni 2025 ist dieser Trend noch stärker. Die NATO-Verbündeten haben sich dazu verpflichtet, bis 2035 jährlich 5 % ihres BIP für Verteidigung auszugeben. Davon sollen (nach dem bisherigen Richtwert von 2 %) dann 3,5 % auf Kernverteidigungsausgaben und 1,5 % auf verteidigungs- und sicherheitsrelevante Bereiche entfallen.¹ Für die meisten EU-Staaten bedeutet dies, dass sie ihre Verteidigungsausgaben deutlich erhöhen müssen. Der Evidenz zufolge besteht ein enger Zusammenhang zwischen der aktuellen Höhe der Verteidigungsausgaben in den der NATO angehörenden EU-Ländern und ihrer geografischen Nähe zu Russland – als Indikator der akutesten geopolitischen Risiken –, aber auch zwischen Verteidigungsausgaben und fiskalischem Spielraum (siehe Abbildung A). In der EU beliefen sich die Aufwendungen für Verteidigung 2024 auf 2,0 % des BIP und im Euroraum auf 1,9 %, wie die aktuellen Daten der NATO zeigen.² Kurz nach der Münchner Sicherheitskonferenz im Februar 2025 verkündete die Europäische Kommission ihren Plan „Bereitschaft 2030“. Dieser gesteht den EU-Staaten innerhalb des finanzpolitischen Steuerungsrahmens der EU mehr Flexibilität zu, um die notwendige Verlagerung der Staatsausgaben zu erleichtern. Ferner enthält er Vorschläge zur Erhöhung der staatlichen Ausgabeneffizienz, und die Fragmentierung im Verteidigungssektor der EU soll durch gemeinsame Beschaffungen verringert werden.³ Im vorliegenden Kasten wird untersucht, wie sich die seit der Münchner Sicherheitskonferenz angekündigten Verteidigungspläne auf Projektionen im Basisszenario für das Eurogebiet auswirken und welche Risiken hier bestehen. Dabei wird der Zeitraum 2025-2027 in den Blick genommen, der mit dem

¹ Siehe [The Hague Summit Declaration](#) vom 25. Juni 2025. Die Größenordnung von 3,5 % des BIP gilt für die Kernverteidigungsausgaben gemäß der [aktuellen NATO-Definition](#). Die zusätzlichen 1,5 % des BIP beziehen sich unter anderem auf Ausgaben zum Schutz kritischer Infrastruktur und des Cyberraums, zur Wahrung der zivilen Bereitschaft und Widerstandsfähigkeit sowie zur Freisetzung von Innovationen und Stärkung der gemeinsamen industriellen Basis für die Verteidigung. Die Umsetzung des neuen Investitionsplans wird 2029 überprüft.

² Hierbei ist zu beachten, dass erhebliche Unterschiede zwischen den NATO-Angaben und den EU-Daten (Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen/COFOG, Datenstand 2023) bestehen können. Letztere liegen den Projektionen zu den öffentlichen Finanzen zugrunde und sind maßgeblich für die Prüfung, ob die Fiskalregeln gemäß dem Stabilitäts- und Wachstumspakt eingehalten werden. Eine unterschiedliche Methodik ergibt sich beispielsweise aus der Verbuchung (NATO: kassenmäßig; COFOG: periodengerecht) sowie der Berücksichtigung von Militärenten (NATO). Siehe hierzu im Einzelnen López Vicente et al. (2024), die auch Verteidigungsausgaben einem internationalen Vergleich unterziehen.

³ Siehe die [Pressemitteilung](#) der Europäischen Kommission vom 19. März 2025. Siehe auch Bouabdallah et al. (2025) zu weiteren Einzelheiten wie dem Einfluss der zusätzlichen fiskalischen Flexibilität auf die Staatsverschuldung.

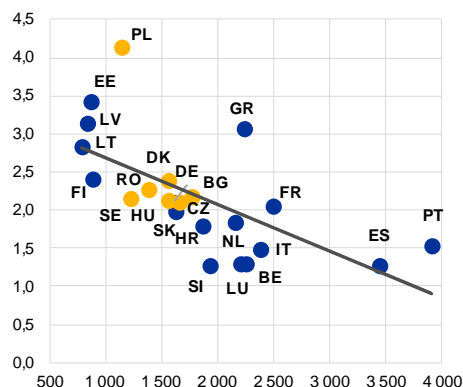
Betrachtungszeitraum der gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2025 übereinstimmt.⁴

Abbildung A

Verteidigungsausgaben in NATO-Staaten der EU 2024 und Korrelationsfaktoren

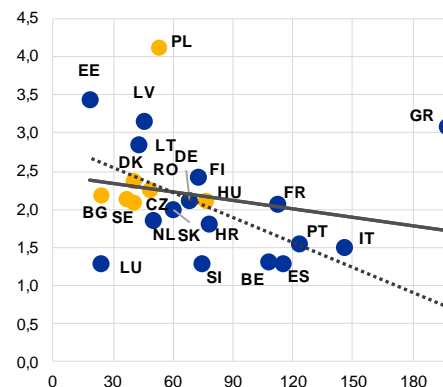
a) Entfernung zu Russland

(x-Achse: Entfernung zwischen der Hauptstadt und Moskau als inverser Risikonäherungswert in km;
y-Achse: Verteidigungsausgaben 2024 in % des BIP)



b) Staatsverschuldung

(x-Achse: Bruttostaatsverschuldung 2021 in % des BIP;
y-Achse: Verteidigungsausgaben 2024 in % des BIP)



Quellen: NATO, Europäische Kommission (AMECO) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Verteidigungsausgaben gemäß NATO-Schätzung 2024 (Stand 17. Juni 2024). Blaue Punkte stehen für Euro-Länder der EU, die jeweils NATO-Mitglied sind, und gelbe Punkte für Nicht-Euro-Länder der EU, die jeweils NATO-Mitglied sind. Die in Grafik a gezeigte Korrelation zwischen den Verteidigungsausgaben und der Entfernung zu Russland beträgt $-0,64$. In Grafik b stellt die durchgezogene graue Linie einen Korrelationskoeffizienten von $-0,21$ zwischen Verteidigungsausgaben und Staatsverschuldung dar; die steilere, gestrichelte Linie entspricht einem Korrelationskoeffizienten von $-0,5$ ohne Griechenland, das aufgrund anders gelagerter Risiken seit jeher hohe Verteidigungsausgaben hat. Der Schuldenstand 2021 dient als Maß für den anfänglichen fiskalischen Spielraum, d. h. vor Russlands Einmarsch in die Ukraine Anfang 2022, infolge dessen viele Länder ihre Verteidigungsausgaben erhöhten. Eine Zugrundelegung der Schuldenquoten 2024 würde sich nicht nennenswert auf das Gesamtbild auswirken.

Die Fiskalwirkung der seit Mitte Februar neu angekündigten

Verteidigungsausgaben, wie sie in das Basisszenario der Juni-Projektionen einfließen, beläuft sich im Zeitraum 2025-2027 auf insgesamt 0,6 % des BIP (siehe Abbildung B). In den Einzeljahren des Projektionszeitraums erhöhen sich

die zusätzlichen Verteidigungsausgaben sukzessive; 2027 beträgt der Anstieg dann 0,3 % des BIP (siehe Abbildung B, Grafik a). Die neuen Ausgaben werden von acht Ländern – und hier größtenteils von Deutschland – getätigt. Damit erhöhen sich die seit 2022 dem Basisszenario zugrunde liegenden Beträge deutlich.⁵ Die neuen Maßnahmen betreffen nicht nur die nationale Verteidigung, sondern auch diesbezügliche Hilfen für die Ukraine (gut 0,2 % des BIP im Gesamtzeitraum 2025-2027; schätzungsweise ohne direkten makroökonomischen Effekt auf die Volkswirtschaften im Eurogebiet). Die neuen Ausgaben der Euro-Staaten für die Landesverteidigung dürften sich folgendermaßen zusammensetzen: Mehr als die Hälfte entfällt auf Konsumausgaben des Staates – vor allem für Vorleistungen (rund 40 %), gefolgt von Arbeitnehmerentgelten (rund 15 %) –, und mit rund 40 %

⁴ Siehe die [Gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2025](#). Sie enthalten eine erste Untersuchung, wie sich diese Verteidigungspläne (sowie die neuen Infrastrukturausgaben in Deutschland) auf das Basisszenario auswirken.

⁵ Diese Beträge beziehen sich auf a) Verteidigung und sonstige kriegsbezogene Hilfen einschließlich der Flüchtlingsunterstützung seit Russlands Einmarsch in die Ukraine Anfang 2022 sowie b) sonstige Erhöhungen der Verteidigungsausgaben vor allem aufgrund von Verträgen, die vor diesem Zeitpunkt geschlossen worden waren. Im Verbund mit den neu seit Mitte Februar 2025 geplanten Ausgaben beläuft sich die Fiskalwirkung dieser Maßnahmen 2027 schätzungsweise auf rund 0,6 % des BIP, verglichen mit 0,35 % des BIP im Jahr 2024.

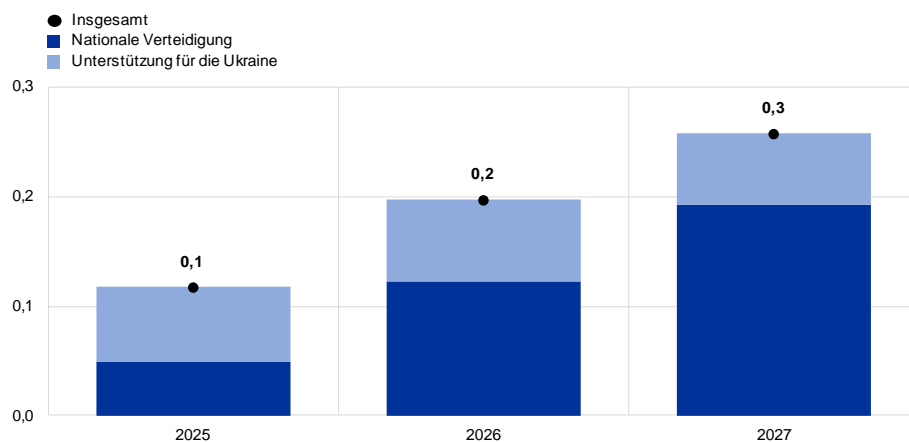
werden mehr Ausgaben als in der jüngeren Vergangenheit für Investitionen getätigt (siehe Abbildung B, Grafik b).

Abbildung B

Schätzungen des Eurosystems zu den neuen Verteidigungsausgaben (Euroraum-Aggregat)

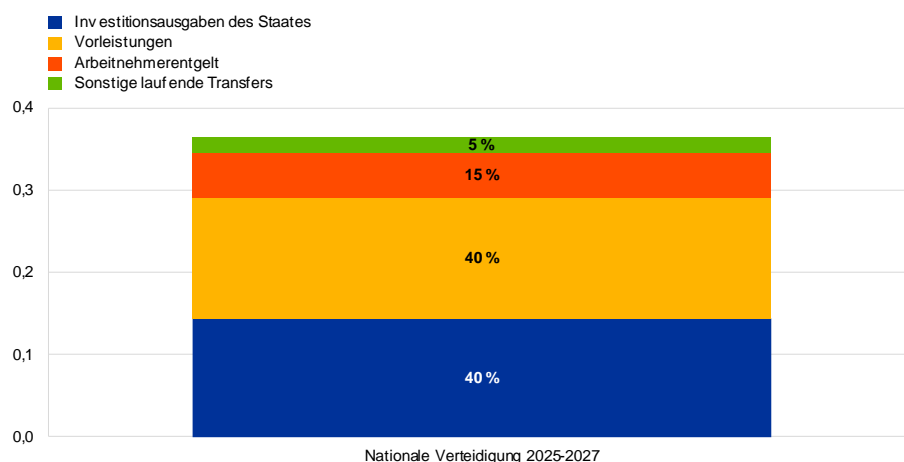
a) Umfang der neuen Verteidigungsausgaben

(in % des BIP)



b) Zusammensetzung der neuen nationalen Verteidigungsausgaben

(y-Achse: in % des BIP; Balken: Anteil der neuen Ausgaben in %)



Quellen: EZB-Berechnungen auf Basis der Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2025.

Anmerkung: Grafik a weist Änderungen der finanzpolitischen Maßnahmen im Bereich Verteidigung aus, die sich gegenüber den Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom März 2025 ergeben haben. Grafik b ohne Unterstützung für die Ukraine (hellblaue Balken in Grafik a).

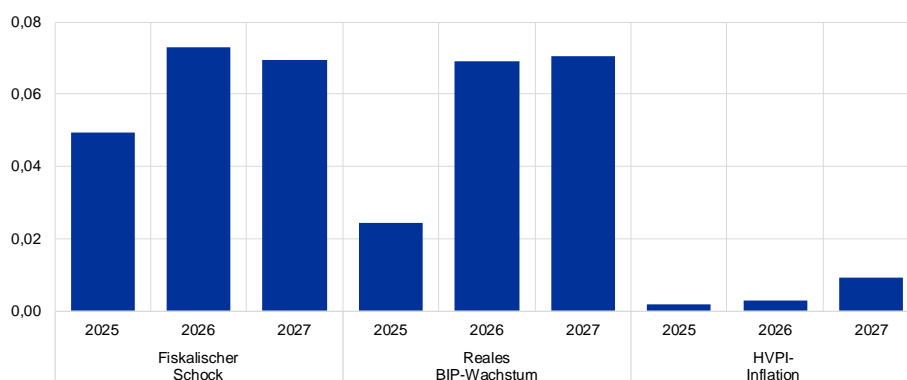
Im Basisszenario dürften die neuen Verteidigungsausgaben das Wachstum im Eurogebiet vor allem 2026-2027 etwas stützen; der Effekt auf die Inflation wird hingegen gedämpft sein (siehe Abbildung C). Die Fachleute des Eurosystems rechnen damit, dass das reale BIP im Zeitraum 2026-2027 um jährlich knapp 0,1 Prozentpunkte zusätzlich wachsen wird; 2025 werden sich die Wachstumseffekte in Grenzen halten. Da kein direkter Zusammenhang zu den im HVPI enthaltenen Konsumgüterpreisen besteht, wird der Inflationseffekt während

des Projektionszeitraums wohl nur gedämpft sein.⁶ Der Inflationseffekt dürfte mit Verzögerung eintreten und im Zeitverlauf etwas zunehmen, da er indirekt über die Binnennachfrage und höhere Löhne zum Tragen kommt. Dennoch dürften die Inflationsauswirkungen im Zeitraum 2025-2027 gering bleiben.

Abbildung C

Geschätzte gesamtwirtschaftliche Effekte der zusätzlichen Verteidigungsausgaben (Euroraum-Aggregat)

(Abweichung vom Basisszenario der Projektionen in Prozentpunkten)



Quellen: EZB-Berechnungen auf Basis der Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2025.

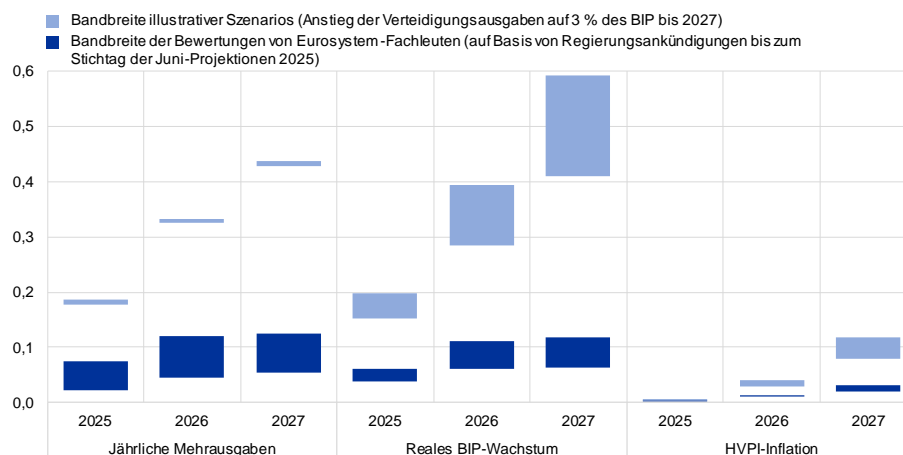
Anmerkung: In der Abbildung sind die gesamtwirtschaftlichen Effekte für den Euroraum (Wachstum und Inflation) dargestellt. Sie sind das Aggregat der Ergebnisse von Makromodellsimulationen, die von Fachleuten des Eurosystems für die einzelnen Länder durchgeführt wurden. Input-Größe der Makrosimulationen ist der fiskalische Schock, d. h. die jährliche Veränderung der Mehrausgaben in Abbildung B, Grafik a. Diese Mehrausgaben enthalten nicht die Unterstützung für die Ukraine, da diese keine direkten gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen auf die Länder des Eurosystems hat.

Mit Blick auf die Risiken für das Basisszenario der Projektionen beurteilten die Fachleute des Eurosystems zunächst die Risiken im Zusammenhang mit Regierungsankündigungen zu Verteidigungsausgaben, die bis zum Stichtag der Juni-Projektionen vorlagen. Diese Risiken wurden als relativ begrenzt eingestuft (siehe Abbildung D). Die länderspezifischen Risikoszenarios beruhen auf Einschätzungen der Fachleute zur Höhe der Verteidigungsmehrausgaben gegenüber der Basisprojektion sowie zur Zusammensetzung und möglichen Finanzierung. Für den Zeitraum 2026-2027 wird in diesen Szenarios ein Effekt auf das reale BIP-Wachstum von 0,06 bis 0,12 Prozentpunkten pro Jahr beobachtet. Der Inflationseffekt ist hingegen begrenzt. Die zusätzlichen Verteidigungsausgaben haben tendenziell geringere Auswirkungen, wenn a) der Fiskalimpuls auch durch Kürzungen anderer Ausgaben und nicht ausschließlich durch neue Schulden finanziert wird und b) die Verteidigungsausgaben im Vergleich zu den übrigen Staatsausgaben einen überdurchschnittlich hohen Importanteil aufweisen. Angesichts der aktuell angespannten Arbeitsmarktlage sind gleichwohl auch höhere Inflationseffekte denkbar, wenn das Arbeitseinkommen kräftiger wächst als unter normalen Bedingungen.

⁶ Die höhere Nachfrage nach Verteidigungsgütern kann sich kurzfristig unmittelbar in deren Preisen niederschlagen, was sich an höheren Deflatoren für staatliche Konsum- und Investitionsausgaben ablesen lässt. Hieraus ergibt sich ein Effekt für den BIP-Deflator.

Abbildung D Risiken für das Basisszenario der Projektionen vom Juni 2025 aufgrund von zusätzlichen Verteidigungsausgaben

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



Quellen: EZB-Berechnungen auf Basis der von Fachleuten des Eurosystems für die Projektionen vom Juni 2025 erstellten Risikobeurteilungen.

Anmerkung: Die drei linken Spalten zeigen die saldierten Verteidigungsmehrausgaben (Schock einer fiskalischen Lockerung bzw. jährliche Veränderung). Die Bandbreite der dunkelblauen Balken in diesen Spalten ergibt sich aus den Szenarios von Verteidigungsmehrausgaben mit und ohne Gegenfinanzierung während des gesamten Projektionszeitraums. In den Fiskalschocks der illustrativen Szenarios (hellblaue Balken) wird für den Zeitraum 2025-2027 keine Gegenfinanzierung, sondern eine vollständige Finanzierung über neue Schulden unterstellt. Die Bandbreite der gesamtwirtschaftlichen Ergebnisse basiert auf Simulationen mit dem ECB-BASE-Modell. Die im Basisszenario verwendeten Größen zur Abbildung der Geldpolitik, Wechselkurse und Renditeabstände von Finanzinstrumenten bleiben dabei konstant, während die Simulationseinstellungen (d. h. der Importanteil, die Arbeitsmarktspannung und für die illustrativen Szenarios der Renditeeffekt) variiert werden.

In illustrativen Risikoszenarios, die auf den Erwartungen der Fachleute des Eurosystems zu den Ergebnissen des NATO-Gipfels beruhen, wurden höhere Verteidigungsmehrausgaben berücksichtigt. Im Projektionszeitraum könnten diese deutlich wachstumssteigernd wirken, hätten jedoch nur einen begrenzten inflationserhöhenden Effekt. Die in die Risikobeurteilung für die Juni-Projektionen eingeflossenen illustrativen Szenarios (siehe Abbildung D) unterstellen, dass die Verteidigungsausgaben bis 2027 allmählich auf 3 % des euroraumweiten BIP ansteigen und vor allem für staatliche Investitionen verwendet werden. Gegenüber der Basisprojektion ergibt sich für das Jahr 2027 ein um 0,4 bis 0,6 Prozentpunkte höheres BIP-Wachstum und eine um rund 0,1 Prozentpunkte höhere Inflation. Diese Effekte können als das obere Ende der Bandbreite für den Zeitraum 2025-2027 betrachtet werden, denn die Szenarios sind so konstruiert, dass sie eine vollständige Finanzierung der Verteidigungsmehrausgaben durch die Aufnahme neuer Schulden zulassen. Wie zuvor werden die Auswirkungen der Mehrausgaben unter verschiedenen Bedingungen simuliert, um eine Bandbreite an gesamtwirtschaftlichen Effekten abzudecken. Die illustrativen Szenarios berücksichtigen neben einem höheren Importanteil der Ausgaben und der stärkeren Anspannung am Arbeitsmarkt auch einen moderaten Anstieg der Staatsanleiherenditen, der den Effekt auf die gesamtwirtschaftliche Produktion und die Inflation senkt.⁷

⁷ Der in dieser Simulation betrachtete Anstieg der durchschnittlichen langfristigen Zinsen im Euroraum ist in seinem Ausmaß vergleichbar mit dem Anstieg, der auf die Vorstellung des Koalitionsvertrags der neuen Bundesregierung im Frühjahr 2025 folgte.

Die Schätzungen in diesem Kasten unterliegen einer hohen Unsicherheit. Sie besteht bezüglich des tatsächlichen Aufbaus der Verteidigungskapazitäten und der damit verbundenen Ausgaben (Umfang, Zusammensetzung und Zeitpunkt der Maßnahmen). Ferner sind – bei teils uneinheitlicher empirischer Evidenz – auch die Schätzungen zu den Fiskalmultiplikatoren der Verteidigungsausgaben mit erheblicher Unsicherheit behaftet.⁸ Des Weiteren müssten wohl der relativ hohe Wachstumseffekt und der gleichzeitig geringe Inflationseffekt der Verteidigungsmehrausgaben, die sich für den Projektionszeitraum ergeben, genauer untersucht werden. Dabei wären unter anderem die möglichen Auswirkungen auf die Erwartungen der privaten Haushalte und Unternehmen zu berücksichtigen.⁹ In der Risikoanalyse werden zudem potenzielle Spannungen an den Finanzmärkten außer Acht gelassen. Sie könnten auftreten, wenn es – vor allem in den hoch verschuldeten Euro-Ländern und bei einer ungünstigeren gesamtwirtschaftlichen Entwicklung – nicht gelingt, die Staatsverschuldung mittelfristig zurückzuführen.

Literaturverzeichnis

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

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

López Vicente, F., Rodríguez-Vives, M. und Rojas, J. (2024), [Public spending on defence, public order and safety in Spain and the European Union](#), Banco de España, Economic Bulletin 2024/Q3.

Ilizetki, E. (2025), [Guns and Growth: The Economic Consequences of Defense Buildups](#), IfW Kiel, Kiel Report, Nr. 2, Februar.

⁸ Die empirische Literatur zu den Fiskalmultiplikatoren zeigt, dass Militärausgaben kurzfristig zu positiven Nachfrageeffekten führen können, ihre langfristigen Wachstumseffekte jedoch tendenziell verhalten sind. Eine Ausnahme bilden Ausgaben für Forschung und Entwicklung. Gleichwohl weisen die Schätzungen zu Fiskalmultiplikatoren eine große Schwankungsbreite auf und dürften dabei von Land, Methodik und Stichprobe abhängen. Ilizetki (2025) findet in einer Analyse der aktuellen Literatur eine Übereinstimmung darüber, dass das BIP bei einer Erhöhung der Verteidigungsausgaben durchaus zunimmt, aber weiterhin Unklarheit über das Ausmaß des Wachstums und über eine mögliche Verdrängung des privaten Sektors herrscht.

⁹ Zu den Erwartungen der privaten Haushalte siehe Baumann et al. (2025) im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Aufsätze

1 Ein Blick auf die versteckten Kosten kritischer Abhängigkeiten

Maria-Grazia Attinasi, Lukas Boeckelmann, Rinalds Gerinovics und Baptiste Meunier

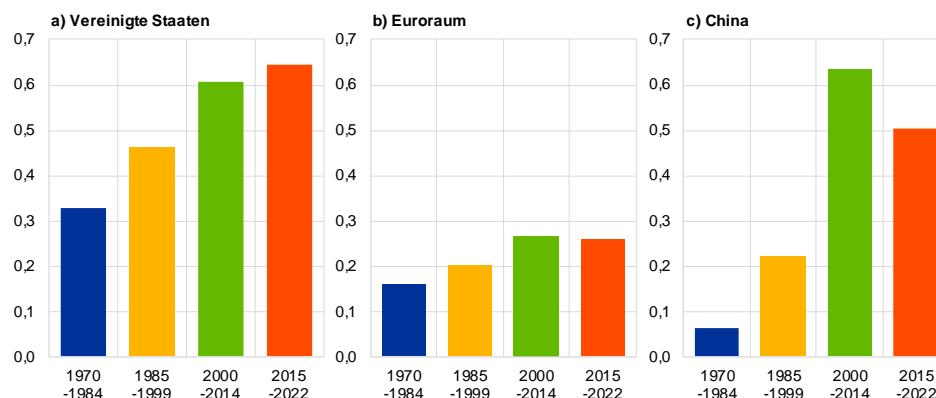
1 Jüngste Trends im Welthandel

Die Handelsintegration war in den letzten Jahrzehnten ein wichtiger Bestimmungsfaktor des Wirtschaftswachstums. Angesichts wachsender geopolitischer Rivalitäten und protektionistischer Tendenzen steht sie nun aber an einem Scheideweg. Durch die Liberalisierung der grenzüberschreitenden Ströme von Waren, Dienstleistungen, Investitionen und Technologie förderte das multilaterale regelbasierte Handelssystem das Wachstum und verringerte globale Ungleichheiten (Frankel und Romer, 1999; Feyrer, 2019). Eine Folge dieser vertieften Globalisierung war die Sensitivität der Inlandsproduktion gegenüber externen Schocks (siehe Abbildung 1). Dies war vor allem in den 1990er- und 2000er-Jahren der Fall. Dieser Zeitraum war geprägt vom Abschluss einer Reihe multilateraler Handelsabkommen, darunter das Nordamerikanische Freihandelsabkommen von 1992, und von der Gründung der Welthandelsorganisation im Jahr 1995, der China 2001 beitrug. Die größere Handelsoffenheit hat einzelnen Ländern zwar ermöglicht, inländische Schocks durch einen stärkeren Fokus auf die Auslandsnachfrage abzufedern (Ausschuss für internationale Beziehungen, 2023). Zugleich erhöhte sie jedoch ihre Anfälligkeit gegenüber weltwirtschaftlichen Störungen. Jüngste globale Schocks wie die Corona-Pandemie und der ungerechtfertigte Angriffskrieg Russlands gegen die Ukraine haben diese Dualität deutlich vor Augen geführt. Folglich wird die Handelsintegration inzwischen zunehmend unter dem Blickwinkel der Verwundbarkeit und des strategischen Risikos betrachtet. Deshalb sind zahlreiche Regierungen dazu übergegangen, eine stärker binnenorientierte Wirtschaftspolitik zu betreiben. Dieser Wandel, der sich an Ereignissen wie dem Brexit von 2016, den Handelsspannungen zwischen den USA und China in den Jahren 2018-2019 und den jüngsten Erhöhungen der US-Zolltarife zeigt, stellt einen Paradigmenwechsel in den globalen Handelsbeziehungen dar. Er geht einher mit wachsenden Zweifeln an der Liberalisierung des Handels und einer zunehmenden Belastung für das offene globale Handelssystem.

Abbildung 1

Auswirkungen eines Schocks in Höhe von 1 % auf die ausländische totale Faktorproduktivität auf das Produktionswachstum im ersten Jahr

(in Prozentpunkten)



Quellen: Boeckelmann et al. (2025), World Input-Output Database, Asian Development Bank und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Anhand eines dynamischen Mehrländer- und Mehrsektorenmodells mit sektoralen Verflechtungen durch Produktionsnetzwerke für Vorleistungs- und Investitionsgüter werden Impuls-Antwort-Funktionen (IRFs) berechnet. Um die IRFs für die verschiedenen Zeiträume zu ermitteln, wird das Modell mit den entsprechenden Jahren globaler Input-Output-Matrizen kalibriert. In Grafik b werden nur Schocks außerhalb des Euroraums berücksichtigt.

Staaten richten ihre Handelsstrategien neu aus und verlagern den Schwerpunkt von Liberalisierung und Effizienz auf Sicherheit und Widerstandsfähigkeit.

Mehr und mehr liegt der Fokus darauf, die Abhängigkeit von ausländischen Bezugsquellen zu verringern. Dies ist vor allem bei kritischen Rohstoffen, strategischen Technologien und sonstigen kritischen Gütern zu beobachten. Hier können Länder mit großer Angebotsmacht den Zugang gezielt einschränken, um abhängigen Ländern zu schaden. Jüngste Ereignisse haben diesen Wandel deutlich gemacht. Laut der OECD (2025) hat sich die Zahl der wichtigen Rohstoffe wie Lithium und Kobalt, die Exportbeschränkungen unterliegen, seit 2009 verfünffacht. Dieser Trend spiegelt die wachsende Nachfrage nach diesen Rohstoffen im Zuge der digitalen und grünen Transformation wider. So werden für die Herstellung eines Elektrofahrzeugs sechsmal so viele mineralische Rohstoffe benötigt wie für die Produktion eines konventionellen Fahrzeugs. Beispiele solcher Beschränkungen sind die vonseiten der USA im Jahr 2022 eingeführten Exportkontrollen für Halbleiterausfuhren nach China sowie die im Gegenzug durch China verhängten Ausfuhrbeschränkungen für kritische Metalle.¹ Im Jahr 2025 führte China Exportbeschränkungen für sieben seltene Erden ein, während die US-Regierung begann, Risiken für die nationale Sicherheit zu untersuchen, die auf die Importabhängigkeit in Bezug auf kritische Mineralrohstoffe zurückzuführen sind. Auch die EU hat Maßnahmen ergriffen, um kritischen Abhängigkeiten entgegenzuwirken (siehe Kasten 1).

¹ Die US-Exportkontrollen für Halbleiter wurden 2023 und 2024 weiter verschärft. Chinas Ausfuhrbeschränkungen betrafen 2023 unter anderem Gallium und Germanium und wurden 2024 auf Antimon, Grafit und superharte Werkstoffe ausgedehnt.

Kasten 1

Der Ansatz der EU zur Verringerung kritischer Abhängigkeiten

Lucia Quaglietti

Strategische Autonomie ist für die EU seit 2020 ein zentrales politisches Ziel. So wurde eine Reihe politischer Initiativen verabschiedet, um kritische Abhängigkeiten zu ermitteln, zu überwachen und zu verringern. Betroffen sind unter anderem seltene Erden, Metalle der Platingruppe und Rohstoffe für grüne und digitale Infrastrukturen (Ausschuss für internationale Beziehungen, 2023). Der EU-Rahmen wurde weiterentwickelt, um eine Ausweitung interner Kapazitäten mit Handlungsoffenheit in Einklang zu bringen. Die Initiativen lassen sich in zwei miteinander verzahnte Bereiche unterteilen: 1) Stärkung der inländischen Produktionskapazität und 2) Diversifizierung und Stärkung der Widerstandsfähigkeit bestehender globaler Lieferketten.

Im Hinblick auf den ersten Bereich strebt die EU an, kritische Abhängigkeiten zu verringern, indem interne Kapazitäten für die Gewinnung, Verarbeitung und Herstellung ausgeweitet werden. Die Initiativen umfassen:

- fiskalische Anreize wie Steuergutschriften und Subventionen für Hersteller von sauberen Technologien und Halbleitern, auch im Rahmen des Industriepfades zum Grünen Deal und des Chip-Gesetzes² (beide 2023 verabschiedet);
- öffentliche und private Investitionsprogramme zur Unterstützung industrieller Innovationen und zur Ausweitung der Produktion, darunter die wichtigen Vorhaben von gemeinsamem europäischem Interesse (Important Projects of Common European Interest – IPCEIs) in den Bereichen Mikroelektronik, Wasserstoff, Batterien, Cloud-Infrastruktur und digitale Kommunikation;
- Richtwerte und Zielvorgaben zur Diversifizierung und Erweiterung der Bezugsquellen der EU, auch im Rahmen des europäischen Gesetzes zu kritischen Rohstoffen³ (2024);
- Vorschriften, um staatliche Beihilfen flexibler zu gestalten und Genehmigungsverfahren für den Abbau und die Verarbeitung kritischer Rohstoffe zu straffen, beispielsweise im Rahmen der Netto-Null-Industrie-Verordnung⁴ (2024) und des europäischen Gesetzes zu kritischen Rohstoffen (2024);

² Verordnung (EU) 2023/1781 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. September 2023 zur Schaffung eines Rahmens für Maßnahmen zur Stärkung des europäischen Halbleiter-Ökosystems und zur Änderung der Verordnung (EU) 2021/694 (Chip-Gesetz) (ABl. L 229 vom 18.9.2023, S. 1).

³ Verordnung (EU) 2024/1252 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. April 2024 zur Schaffung eines Rahmens zur Gewährleistung einer sicheren und nachhaltigen Versorgung mit kritischen Rohstoffen und zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 168/2013, (EU) 2018/858, (EU) 2018/1724 und (EU) 2019/1020 (ABl. L, 2024/1252, 3.5.2024).

⁴ Verordnung (EU) 2024/1735 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juni 2024 zur Schaffung eines Rahmens für Maßnahmen zur Stärkung des europäischen Ökosystems der Fertigung von Netto-Null-Technologien und zur Änderung der Verordnung (EU) 2018/1724 (ABl. L, 2024/1735, 28.6.2024).

- handelsbezogene Schutzmechanismen und ein überarbeiteter Rahmen für die Vergabe öffentlicher Aufträge, um inländische Hersteller vor unlauterem Wettbewerb zu schützen und gegen drittstaatliche Subventionen anzugehen, die den Wettbewerb auf dem EU-Binnenmarkt verzerren, beispielsweise im Rahmen der Verordnung über drittstaatliche Subventionen⁵ (2023) und des Instruments betreffend das internationale Beschaffungswesen⁶ (2022).

Im zweiten Bereich hat die EU Maßnahmen umgesetzt, um Bezugsquellen zu stabilisieren und zu diversifizieren, darunter insbesondere:

- strategische Partnerschaften und bilaterale Vereinbarungen mit rohstoffreichen und gleich gesinnten Partnerländern (wie den Vereinigten Staaten, Kanada, Australien, Chile und Namibia), in denen Umwelt-, Sozial- und Governance-Standards festgeschrieben sind;
- Vorschriften zur strategischen Lagerhaltung und gemeinsamen Beschaffung kritischer Güter, auch durch gemeinsame Beschaffungsmechanismen nach dem Vorbild der Impfstrategie in der Corona-Pandemie, um Versorgungskontinuität sicherzustellen.

Zudem wurden Maßnahmen ausgearbeitet, um die Zusammenarbeit zwischen den EU-Institutionen, den EU-Mitgliedstaaten und privaten Interessengruppen zu fördern. So ist beispielsweise sowohl im europäischen Gesetz zu kritischen Rohstoffen als auch im Chip-Gesetz vorgesehen, Ausschüsse aus Vertretern der Mitgliedstaaten und der Europäischen Kommission einzurichten. Diese Ausschüsse sollen Maßnahmen empfehlen und ihre Umsetzung koordinieren. Außerdem sollen sie die Auswahl und Unterstützung strategischer Projekte innerhalb der EU überwachen. Im Rahmen des Industriepfades zum Grünen Deal und des Chip-Gesetzes wurden öffentlich-private Partnerschaften eingerichtet, um Forschung und Entwicklung in den Bereichen Halbleiter und Dekarbonisierung der Industrie zu fördern. Die meisten Maßnahmen wurden durch eine Kombination von Mitteln der EU, der Mitgliedstaaten und der Privatwirtschaft finanziert. Eine Ausnahme bilden die IPCEIs, die vorwiegend aus den nationalen Haushalten finanziert werden.

Die Maßnahmen haben zu merklichen Fortschritten bei der Rückverlagerung der Produktion, der Förderung von Investitionen und der Einleitung grenzübergreifender Industrieprojekte geführt. Arjona et al. (2025) stellen fest, dass sich die EU-Einfuhren zunehmend von Ländern ohne Handelsabkommen mit der EU wegorientieren und sich stattdessen nach innen und zu regionalen Nachbarn und Partnern verlagern, die an aktiven Handelsinitiativen beteiligt sind. Gleichzeitig haben langwierige Genehmigungsverfahren die Umsetzung von Projekten in einigen Fällen verzögert. Dies gilt insbesondere für den Bergbau, Infrastrukturen für erneuerbare Energien und Produktionsanlagen. Darüber hinaus haben zwar einige Mitgliedstaaten erhebliche öffentliche Mittel mobilisiert, doch die unterschiedliche finanzielle Leistungsfähigkeit der EU-Mitgliedstaaten hat zu einer ungleichmäßigen industriellen Skalierung geführt. Ebenso kann die Umsetzung der Maßnahmen in den einzelnen Mitgliedstaaten teilweise uneinheitlich erfolgen, zumal die Umsetzungsbereitschaft bzw. die Verwaltungskapazitäten unterschiedlich sind.

⁵ Verordnung (EU) 2022/2560 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Dezember 2022 über den Binnenmarkt verzerrende drittstaatliche Subventionen (ABl. L 330 vom 23.12.2022, S. 1).

⁶ Verordnung (EU) 2022/1031 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juni 2022 über den Zugang von Wirtschaftsteilnehmern, Waren und Dienstleistungen aus Drittländern zum Unionsmarkt für öffentliche Aufträge und Konzessionen und über die Verfahren zur Unterstützung von Verhandlungen über den Zugang von Wirtschaftsteilnehmern, Waren und Dienstleistungen aus der Union zu den Märkten für öffentliche Aufträge und Konzessionen von Drittländern (Instrument betreffend das internationale Beschaffungswesen – IPI) (ABl. L 173 vom 30.6.2022, S. 1).

Die Europäische Kommission hat mehrere neue Maßnahmen für 2025 und darüber hinaus vorgeschlagen. Hierzu zählt die Schaffung einer EU-Plattform für kritische Rohstoffe, die als Koordinierungsstelle dienen soll, um die Überwachung der Lieferkette für kritische Rohstoffe zu verstärken und die gemeinsame Beschaffung und Lagerhaltung weiter zu unterstützen. Des Weiteren hat die Kommission vorgeschlagen, einen Europäischen Souveränitätsfonds zu schaffen, der Investitionsasymmetrien zwischen den Mitgliedstaaten beseitigen und die Unterstützung für strategische Sektoren auf EU-Ebene verstärken soll. Außerdem werden gegenwärtig mit Ländern in Lateinamerika, Afrika und Südostasien neue strategische Partnerschaften für kritische Rohstoffe und saubere Technologien verhandelt.

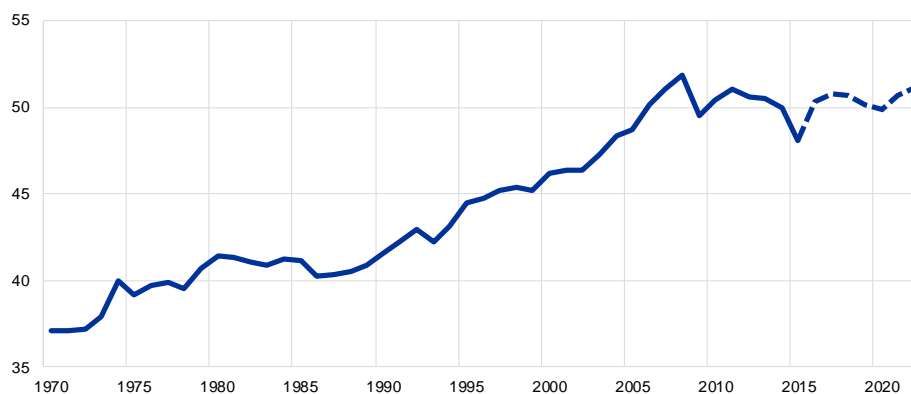
Aktuelle Daten deuten auf eine Neuordnung des Handels mit bestimmten Waren von strategischer Bedeutung entlang der geopolitischen Bruchlinien hin, wobei sich die Lage weiter verändert. Aggregierte Indikatoren der Handelsintegration wie die Einbindung in globale Wertschöpfungsketten signalisieren, dass sich die Integration eher stabilisiert als verringert hat (siehe Abbildung 2, Grafik a). Gleichzeitig verdeutlichen Attinasi et al. (2024), dass aggregierte Trends eine gewisse Neuordnung des Handels entlang der geopolitischen Bruchlinien verschleiern. Dies betrifft insbesondere Güter von strategischer Bedeutung für die nationale Sicherheit, wie etwa fortschrittliche Technologieprodukte (z.B. integrierte Schaltkreise und biotechnologische Geräte). Diese Neuausrichtung, wie etwa durch einen starken Rückgang der US-Importe aus China und eine drastische Abnahme der EU-Einfuhren aus Russland belegt, hat sich seit 2021 beschleunigt, insbesondere aufgrund der Sanktionen westlicher Länder gegen Russland (Conteduca et al., 2024; Airauda et al., 2025). Darüber hinaus könnte die jüngste Verhängung höherer Zölle durch die Vereinigten Staaten gegenüber ihren wichtigsten Handelspartnern die globalen Handelsströme erheblich verändern.

Abbildung 2

Handelsintegration und De-Risking-Strategien der Unternehmen

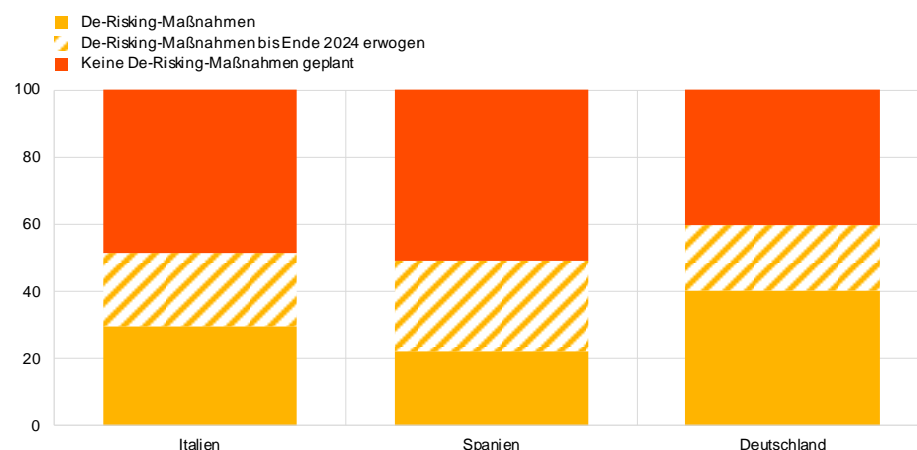
a) Handel entlang globaler Wertschöpfungsketten

(in % des Gesamthandels)



b) Maßnahmen zur Verringerung der Abhängigkeit von China

(prozentualer Anteil der befragten Unternehmen, die von kritischen Vorleistungen aus China abhängig sind)



Quellen: Attinasi et al. (2024), Balteanu et al. (2024) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In Grafik a bezieht sich der Handel entlang globaler Wertschöpfungsketten auf den Warenhandel über mehr als eine Staatsgrenze hinweg. Grafik b basiert auf Umfragen im verarbeitenden Gewerbe aus dem Jahr 2023.

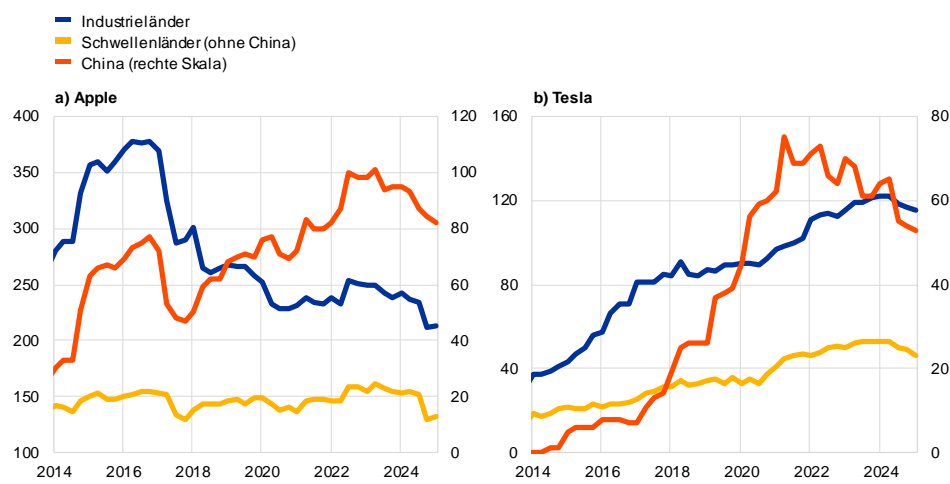
Umfragen unter Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe und Analysen der Lieferketten zeigen einen Trend hin zu Strategien, die auf De-Risking Lieferantendiversifizierung abzielen, insbesondere bei führenden US-Technologieunternehmen.

Multinationale Unternehmen planen aufgrund der geopolitischen Spannungen Produktionsverlagerungen (HSBC, 2024). Das gilt auch für den Euroraum, wo die Unternehmen angaben, künftig mehr De-Risking-Strategien umsetzen zu wollen (Attinasi et al., 2023). Dies ist insbesondere bei Unternehmen der Fall, die bei wichtigen Vorleistungen auf geopolitische Rivalen angewiesen sind. In einigen Euro-Ländern hatten rund die Hälfte der Unternehmen aus dem verarbeitenden Gewerbe, die kritische Vorleistungsgüter aus China beziehen, laut Umfragen aus dem Jahr 2023 bereits Strategien zur Minderung von Lieferkettenrisiken umgesetzt oder planten dies bis Ende 2024 zu tun (siehe Abbildung 2, Grafik b). Eine Analyse von Lieferkettendaten deutet zudem darauf hin, dass wichtige US-Technologiefirmen ihre Lieferantennetze anpassen, um die

Abhängigkeit von China zu verringern. Sowohl Apple als auch Tesla haben die Zahl ihrer in China ansässigen Lieferanten seit 2022 signifikant verringert (siehe Abbildung 3). Wengleich chinesische Zulieferer zu einem gewissen Grad durch Firmen in Südostasien ersetzt wurden, legt die rückläufige Gesamtzahl an Lieferanten nahe, dass beide Unternehmen ihre Vorleistungsquellen auf weniger, dafür aber verlässlichere Lieferanten konzentriert haben.

Abbildung 3
Entwicklung der Lieferanten nach Herkunft

(Zahl der Direktlieferanten)



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

In diesem Aufsatz werden die Entwicklung und die wirtschaftliche Relevanz kritischer Abhängigkeiten in den Vereinigten Staaten, dem Euroraum und China beleuchtet. Unter kritischen Abhängigkeiten sind Güter mit begrenzter Diversifizierung der Einfuhren zu verstehen. Dies bedeutet, dass Störungen der Versorgung schwerwiegende Auswirkungen auf strategische Sektoren nach sich ziehen könnten. Wir ergänzen diese *Einfuhrperspektive* durch eine Netzwerkanalyse mit Schwerpunkt auf den *Ausfuhren*, um die Konzentration von Lieferquellen und potenzielle Störungsrisiken für den Fall zu bewerten, dass einige marktbeherrschende Akteure den Zugang zu kritischen Gütern einschränken. Schließlich führen wir eine modellbasierte Analyse durch, um zu untersuchen, inwiefern plötzliche Lieferunterbrechungen bei kritischen Gütern trotz ihres geringen Anteils am Gesamthandel erhebliche wirtschaftliche Kosten verursachen könnten.

2 Entwicklung kritischer Abhängigkeiten

Kritische Abhängigkeiten sind definiert als strategisch wichtige Vorleistungen, bei denen eine starke Abhängigkeit von einer kleinen Zahl ausländischer Lieferanten besteht. In diesem Aufsatz werden kritische Abhängigkeiten gemäß dem von Arjona et al. (2023) für die EU erstellten Rahmen ermittelt, den wir so anpassen, dass er die Vereinigten Staaten, China und den Euroraum abdeckt (siehe

Kasten 2).⁷ Die Methodik stützt sich auf Handelsdaten auf Produktebene, um kritische Abhängigkeiten aus 5 000 Rohstoffen herauszufiltern. Hierzu werden Produkte mit geringer *Importdiversifizierung*, einer *Knappheit des globalen Angebots* und begrenzten *inländischen Kapazitäten* ermittelt. Güter, die diese drei Merkmale aufweisen und in einer vordefinierten Liste strategischer Sektoren (Europäische Kommission, 2021) aufgeführt sind – darunter Gesundheitsprodukte, Batterien, Wasserstoff und elektronische Chips – werden als Güter mit kritischen Abhängigkeiten definiert.

Kasten 2

Datengestützte Methodik zur Ermittlung kritischer Abhängigkeiten

Bernardo de Castro Martins, Rinalds Gerinovics und Lisa Gerland

Die Identifizierung kritischer Abhängigkeiten ist von grundlegender Bedeutung, weil Unterbrechungen der Versorgung mit wichtigen Vorleistungen erhebliche Risiken für strategische Sektoren mit sich bringen können. Angesichts der Vielfältigkeit des Welthandels, der eine Vielzahl von Gütern und Partnern einschließt, ist ihre Identifizierung jedoch schwierig. Wir nutzen die BACI-Datenbank (Gaulier und Zignago, 2010), die 5 000 Güter und 238 Regionen umfasst, und orientieren uns an der ursprünglich für die EU entwickelten Methode von Arjona et al. (2023), die wir auf eine globale Perspektive übertragen. Die Methode umfasst drei Schritte: 1) Berechnung von Kernabhängigkeitsindikatoren (core dependency indicators – CDIs), 2) Herausfiltern von Produkten mit hoher Abhängigkeit und 3) Bestimmung von Produkten, die strategischen Sektoren zuzuordnen sind. Wir erhalten so eine Reihe von Gütern mit hoher Importkonzentration, verstärkter externer Abhängigkeit und begrenzter inländischer Substituierbarkeit.

Schritt 1: Berechnung der CDIs

Der erste Indikator misst die **Importdiversifizierung**. Für das Land i und das Produkt k ergibt sich dies aus der Summe der quadrierten Importanteile:

$$CDI_1 = \sum_{j=1}^n \left(\frac{M_{j \rightarrow i}^k}{M_i^k} \right)^2$$

Dabei entspricht $M_{j \rightarrow i}^k$ den Einfuhren des Landes i von Produkt k aus dem Land j und M_i^k den gesamten Einfuhren des Landes i von Produkt k . Wie bei Arjona et al. (2023) beträgt der Schwellenwert für die Festlegung von Produkten mit niedriger Importdiversifizierung 0,4. Damit werden Produkte herausgefiltert, deren Einfuhren aus weniger als drei Ländern stammen.

Der zweite Indikator berücksichtigt die **Knappheit des globalen Angebots**. Für jedes Produkt k berechnen wir das Verhältnis der Einfuhren eines Landes (M_i^k) zu den globalen Einfuhren (M^k):

$$CDI_2 = \frac{M_i^k}{M^k}$$

⁷ Es gibt zwar noch andere Methoden (Korniyenko et al., 2017; Bonneau und Nakaa, 2020), doch wir verwenden den Ansatz von Arjona et al. (2023), da dieser eine Reihe von Vorteilen bietet: 1) Ausführlichkeit, denn es handelt sich um eine Kombination mehrerer in der Literatur separat verwendeter Methoden, darunter insbesondere die Importkonzentration und Analysen des Exportnetzwerks; 2) Belastbarkeit, denn es werden mehrere Indikatoren verwendet; sowie 3) eine hohe Granularität.

und wenden länderspezifische Schwellenwerte an: Ein Produkt wird herausgefiltert, wenn der Anteil eines Landes an den weltweiten Einfuhren für dieses Produkt höher ist als der globale Anteil des Landes hinsichtlich der Gesamtimporte.⁸

Der dritte Indikator ist eine Näherungsgröße für die **inländische Kapazität**. Mit ihm wird das Ausmaß gemessen, in dem sich Einfuhren durch eine inländische Produktion substituieren lassen, wobei das Verhältnis der Einfuhren des Landes von Produkt k (M_i^k) zu den Ausfuhren desselben Produkts (X_i^k) herangezogen wird:

$$CDI_3 = \frac{M_i^k}{X_i^k}$$

Analog zu Arjona et al. (2023) wählen wir Produkte aus, bei denen CDI_3 über 1 liegt, d. h., von denen das betreffende Land mehr ein- als ausführt.

Schritt 2: Herausfiltern von Produkten mit hoher Abhängigkeit

Wir ermitteln Abhängigkeiten, indem wir die oben festgelegten Schwellenwerte anwenden. Der Hauptvorteil dieser Methode ist ihre Einfachheit; allerdings mag die Wahl der Schwellenwerte willkürlich erscheinen. Deshalb verwenden wir einen ergänzenden Ansatz im Einklang mit Arjona et al. (2023) und filtern Produkte heraus, die zu den oberen 10 % der aggregierten Kernabhängigkeit gehören, berechnet als einfacher Durchschnitt der Ränge über die drei CDIs hinweg. Die Produkte in dieser Endauswahl erfüllen beide Bedingungen, d. h. die CDIs liegen über den Schwellenwerten und sind in den oberen 10 % der Verteilung der aggregierten Kernabhängigkeit angesiedelt.

Schritt 3: Identifizierung von Produkten in strategischen Sektoren

Im letzten Schritt wird die Liste von Produkten mit hoher Abhängigkeit mit der Liste von Produkten mit strategischer Bedeutung abgeglichen. Die Klassifizierung strategisch wichtiger Produkte beruht auf der Liste sensibler Ökosysteme, die von der Europäischen Kommission (2021) erstellt und in Arjona et al. (2023) verwendet wurde. Enthalten sind Produkte wie Batterien, elektronische Chips und kritische Rohstoffe.⁹ Obwohl sich die strategischen Sektoren je nach Volkswirtschaft unterscheiden können, erleichtert die Verwendung einer gemeinsamen Definition die Vergleichbarkeit.

Im Euroraum und in China ist die Zahl der kritischen Abhängigkeiten in den letzten 30 Jahren leicht zurückgegangen; in den Vereinigten Staaten ist sie hingegen vergleichsweise hoch geblieben. In den 2020er-Jahren betrug die Zahl kritischer Abhängigkeiten für den Euroraum und China rund 100, für die Vereinigten Staaten 120 (siehe Abbildung 4, Grafik a). Das entspricht durchschnittlich 7 % der

⁸ Arjona et al. (2023) verwenden für die EU das Verhältnis der Einfuhren der EU aus Drittländern zu den gesamten EU-Einfuhren. Angesichts unserer globalen Perspektive modifizieren wir diesen Indikator leicht.

⁹ Die [vierte Liste kritischer Rohstoffe](#) umfasst seltene Erden und 28 andere Materialien (wie Bauxit und Wolfram).

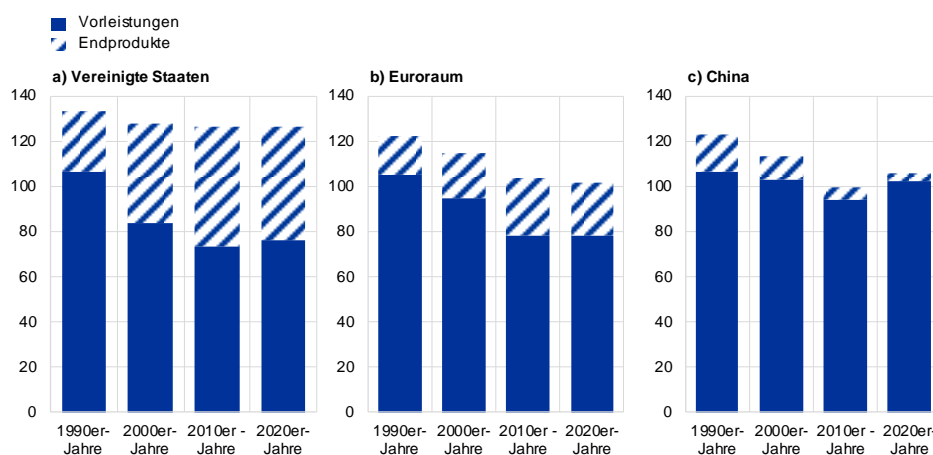
Gesamteinfuhren.¹⁰ Seit den 1990er-Jahren ist die Zusammensetzung der kritischen Abhängigkeiten je nach Volkswirtschaft unterschiedlich. Hierin kommen Unterschiede bei der Industriepolitik und der Positionierung entlang globaler Wertschöpfungsketten zum Ausdruck. In den Vereinigten Staaten ist die Gesamtzahl kritischer Abhängigkeiten weitgehend unverändert geblieben, weil verringerte Abhängigkeiten bei Vorleistungsgütern durch einen starken Anstieg der Abhängigkeiten bei Endprodukten insbesondere im Bereich der Unterhaltungselektronik (beispielsweise bei Radio- und Fernsehgeräten) wettgemacht wurden. Im Euroraum war ein ähnliches Entwicklungsmuster erkennbar, wenngleich es weniger stark ausgeprägt war: Auch hier haben sich die kritischen Abhängigkeiten bei Vorleistungsgütern verringert und bei Endprodukten erhöht. Im Jahr 2023 hatte der Euroraum kritische Abhängigkeiten bei kritischen Rohstoffen (wie Uran und Mangan), pharmazeutischen Erzeugnissen (wie Hormonen und Antibiotika) sowie Haushaltsgeräten (wie Toastern und Staubsaugern). Dagegen sind die kritischen Abhängigkeiten Chinas von den 1990er- bis zu den 2010er-Jahren stetig gesunken. Dies war hauptsächlich einer geringeren Abhängigkeit bei Endprodukten zuzuschreiben, da das Land seine Produktionsbasis ausweitete und Maßnahmen ergriff, um die Abhängigkeit von ausländischen Partnern zu verringern. Hierzu zählten etwa die Initiative „Made in China 2025“ von 2015 und die „Strategie des doppelten Wirtschaftskreislaufs“ von 2020. In den 2020er-Jahren kam es zu einem leichten Wiederanstieg, der überwiegend der steigenden Nachfrage nach mineralischen Rohstoffen (wie Kupfer, Nickel und Beryllium) geschuldet war, die im rasch wachsenden Technologiesektor verwendet werden.

¹⁰ Dass die Zahl kritischer Abhängigkeiten im Euroraum (rund 100) geringer ist als die in Arjona et al. (2023) genannte Zahl von 200, hat mehrere Gründe: 1) die unterschiedliche geografische Zusammensetzung – während sich Arjona et al. (2023) auf die EU beziehen, wird in diesem Aufsatz der Euroraum betrachtet; 2) Anpassungen der Methodik; 3) die Tatsache, dass wir zwecks leichterem Vergleichbarkeit über den Zeitraum 1995-2023 die Codes des Harmonisierten Systems zur Bezeichnung und Codierung von Waren (HS) von 1992 mit rund 5 000 Waren verwenden, während Arjona et al. (2023) auf die Fassung von 2017 zurückgreifen, die 10 % mehr Waren umfasst; sowie 4) die Verwendung von FIGARO-EUROSTAT-Handelsdaten in Arjona et al. (2023), die in hohem Maße um Re-Exporte für die EU, jedoch in geringerem Maße für Drittstaaten bereinigt sind. In diesem Aufsatz hingegen werden BACI-Daten verwendet, die nicht um Wiederausfuhren bereinigt sind, aber eine symmetrische Behandlung von EU-Mitgliedstaaten und Drittstaaten wie den Vereinigten Staaten und China gewährleisten. Bei Arjona et al. (2023) ergibt die Verwendung von BACI-Daten rund 30 % weniger kritische Abhängigkeiten als bei Verwendung der FIGARO-EUROSTAT-Handelsdaten.

Abbildung 4
Entwicklung kritischer Abhängigkeiten

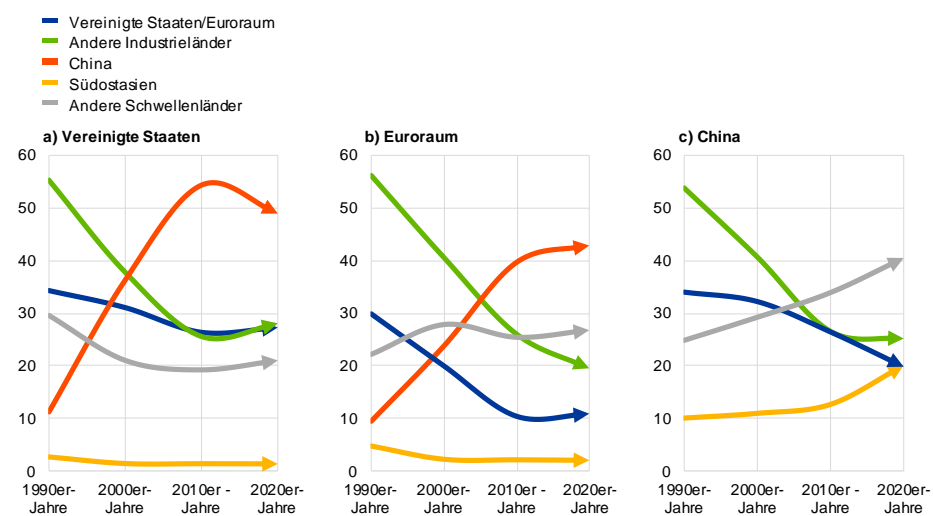
a) Nach Endverwendung

(Zahl der Produkte)



b) Nach geografischer Herkunft

(Zahl der Produkte)



Quellen: BACI (HS 92, 6-stellige Ebene), OECD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Durchschnitte über Jahrzehnte (aufgrund der Datenverfügbarkeit beziehen sich die „1990er-Jahre“ auf den Zeitraum von 1995-1999 und die „2020er-Jahre“ auf den Zeitraum von 2020-2023). Der Euroraum wird als eine Einheit behandelt, und der Handel innerhalb des Euroraums bleibt unberücksichtigt. In Grafik a) beruht die Klassifizierung auf der OECD-Datenbank „Bilateral Trade in Goods by Industry and End-use“. In Grafik b) bezeichnet die geografische Herkunft die wichtigste Einfuhrquelle.

Die begrenzte Veränderung der gesamten Abhängigkeiten täuscht über Verlagerungen entlang der geografischen Dimension hinweg. Eine

Aufschlüsselung der Abhängigkeiten nach Herkunft zeigt, dass China zwar seine Abhängigkeit von Industrieländern verringert, seine Abhängigkeit von Schwellenländern, insbesondere von Indonesien, Thailand und Russland, jedoch erhöht hat (siehe Abbildung 4, Grafik b). Hierin spiegelt sich die Expansion des chinesischen Fertigungssektors wider, der seine Abhängigkeit von Industrieprodukten (wie Elektromotoren und Maschinen) aus Industrieländern reduziert, die Abhängigkeit von mineralischen Rohstoffen (wie Nickel und Zink) aus Schwellenländern jedoch verstärkt hat. Gleichzeitig verbuchten die Vereinigten

Staaten und der Euroraum in den 2000er- und 2010er-Jahren einen deutlichen Anstieg kritischer Abhängigkeiten von China und eine Abkehr von anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften. In den 2020er-Jahren zeigten sich in den Vereinigten Staaten Anzeichen einer Trendwende, wohingegen im Euroraum die Zahl kritischer Abhängigkeiten von China stagnierte. Diese Entwicklungen spiegeln in gewissem Maße eine strategische Neuordnung der Lieferketten wider, da die Vereinigten Staaten versuchten, ihre Abhängigkeit von China einzudämmen. Beispiele hierfür sind der Handelskrieg von 2018-2019 und der Inflation Reduction Act von 2022, der auf Vorleistungen aus nicht verbündeten Ländern abzielte. Angesichts der Bedeutung geopolitischer Aspekte liegt der Schwerpunkt im weiteren Verlauf dieses Aufsatzes auf wechselseitigen Abhängigkeiten zwischen westlichen Volkswirtschaften und China.

Die Abhängigkeit der Vereinigten Staaten und des Euroraums von China nahm in der Elektronik- und Chemiebranche am stärksten zu. Hierin zeigt sich die wachsende Rolle Chinas als globale Produktionsdrehscheibe (siehe Abbildung 5, Grafik a).

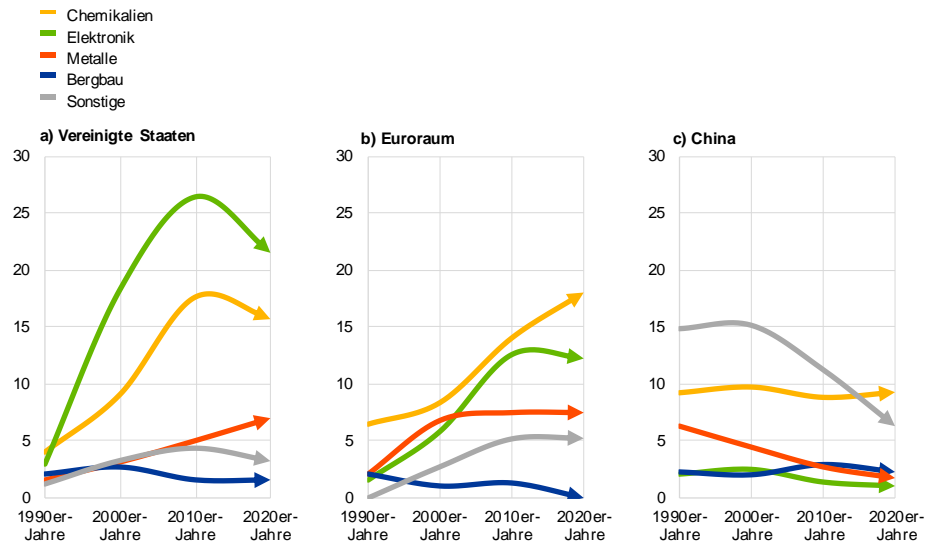
In den 1990er-Jahren waren die Vereinigten Staaten bei den meisten Produkten dieser Sektoren nicht kritisch abhängig. Doch als China eine zentrale Bedeutung als Exporteur von Gütern wie Grafit, Kunststoffen und Unterhaltungselektronik erlangte, entstand nach und nach eine kritische Abhängigkeit. Im Euroraum folgten die kritischen Abhängigkeiten von China einem weitgehend vergleichbaren Muster, obschon diese bei Chemikalien stärker ausgeprägt waren als bei Elektronik. Auf Produktebene sind den Vereinigten Staaten und dem Euroraum gewisse vergleichbare kritische Abhängigkeiten von China gemein, insbesondere in den Bereichen Unterhaltungselektronik und Gesundheitsprodukte (z. B. Vitamine und Hormone, Kochgeräte und Datenspeichergeräte). Im Fall Chinas sind die kritischen Abhängigkeiten vom Euroraum und den Vereinigten Staaten geringer, rückläufig und weniger konzentriert. Hierin spiegeln sich zum Teil Chinas Position als Produktionssupermacht sowie die Bemühungen der chinesischen Regierung wider, sich in strategischen Sektoren als wichtiger Akteur zu etablieren (Baldwin, 2024). So hat China seine Abhängigkeiten im Fahrzeug-, Maschinen- und Flugzeugbau erheblich verringert.

Abbildung 5

Kritische Abhängigkeiten zwischen China und westlichen Volkswirtschaften

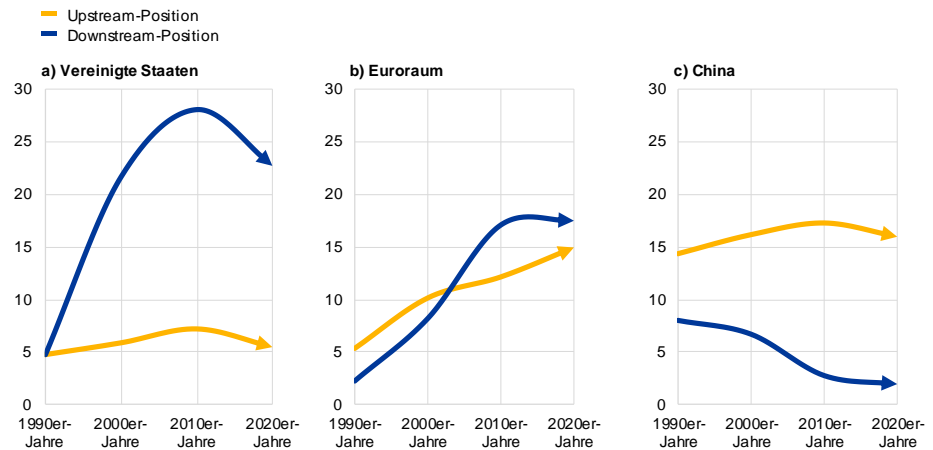
a) Nach Sektor

(Zahl der Produkte)



b) Nach Position in der Lieferkette

(Zahl der Produkte)



Quellen: BACI (HS 92, 6-stellige Ebene) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Für den Euroraum und die Vereinigten Staaten zeigen die Grafiken Abhängigkeiten von China, wohingegen für China Abhängigkeiten vom Euroraum und von den Vereinigten Staaten dargestellt sind. Es werden Durchschnitte über Jahrzehnte betrachtet (aufgrund der Datenverfügbarkeit beziehen sich die „1990er-Jahre“ auf den Zeitraum von 1995 bis 1999 und die „2020er-Jahre“ auf den Zeitraum von 2020 bis 2023). Der Euroraum wird als eine Einheit behandelt, und der Intra-Handel bleibt unberücksichtigt. Die geografische Herkunft kritischer Abhängigkeiten bezieht sich auf die wichtigste Einfuhrquelle. Grafik a: Die Sektorklassifizierung beruht auf der „International Standard Industrial Classification of All Economic Activities“ (ISIC) Rev. 4 der Vereinten Nationen. „Chemikalien“ bezieht sich auf die Sektoren 19-22, „Elektronik“ auf 26-27, „Metalle“ auf 24-25 und „Bergbau“ auf 3-5. Grafik b: Die Position in der Lieferkette beruht auf den Upstreamness-Indizes von Antràs et al. (2012), wobei „Downstream-Position“ und „Upstream-Position“ jeweils den unteren 33 und oberen 67 Perzentilen der Verteilung dieser Indizes entsprechen.

Was die Lieferketten betrifft, so sind die Vereinigten Staaten und der Euroraum zunehmend von nachgelagerten Produkten – d. h. Produkten in Downstream-Positionen – aus China abhängig geworden (siehe Abbildung 5, Grafik b). Am deutlichsten zeigt sich dies in den Vereinigten Staaten, wo sich die Abhängigkeit von nachgelagerten Produkten seit den 1990er-Jahren verfünffacht hat. Dagegen ist die Abhängigkeit von vorgelagerten Produkten vergleichsweise konstant geblieben. Dies

deutet darauf hin, dass die kritische Abhängigkeit der Vereinigten Staaten von China hauptsächlich Konsumgüter und insbesondere Unterhaltungselektronik betrifft. Im Euroraum hingegen haben die Abhängigkeiten von vor- und nachgelagerten Produkten auf weitgehend ähnliche Weise zugenommen. China hat seine Abhängigkeit von nachgelagerten Produkten aus dem Euroraum und den Vereinigten Staaten indes verringert. Dies deutet auf eine Verschiebung der Lieferketten hin und zeigt, wie China zu einer wichtigen Drehscheibe für die Herstellung von Konsumgütern für Industrieländer geworden ist.

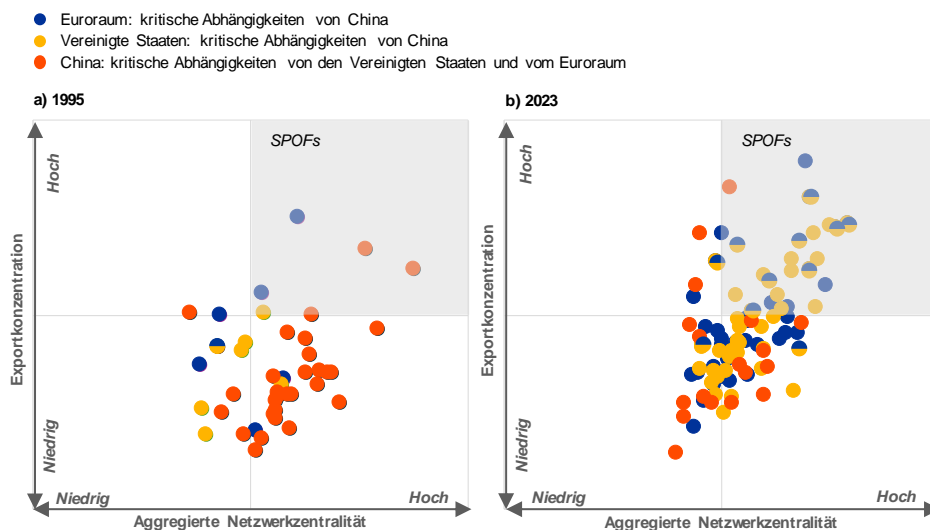
3 Netzwerkanalyse zur Beurteilung des Risikos von Versorgungsunterbrechungen

Eine Netzwerkanalyse ergänzt die Untersuchung kritischer Abhängigkeiten, indem sie Exporteure ermittelt, die in der Lage sind, den Zugang zu kritischen Gütern zu beeinflussen. Während sich die Analyse kritischer Abhängigkeiten auf die *Importperspektive* konzentriert, betrachtet die Netzwerkanalyse die *Perspektive der Exporteure* und untersucht, ob bestimmte Länder eine marktbeherrschende Stellung bei der Versorgung mit kritischen Gütern aufweisen. Analog zu Arjona et al. (2023) ziehen wir zwei Messgrößen heran: die Exportkonzentration und die Netzwerkzentralität (siehe Kasten 3). Beide ergänzen einander, da sich mit der bloßen Untersuchung der Exportkonzentration nicht unbedingt der gesamte Einfluss eines Landes innerhalb des globalen Produktionsnetzwerks erfassen lässt. Denn auch wenn ein Land mit hohem Anteil an den globalen Exporten eine einflussreiche Position besäße, könnten Länder, die als Absatzmittler fungieren, eine genauso wichtige Rolle spielen. Folglich ermöglicht die Berücksichtigung beider Messgrößen eine präzisere Identifizierung dessen, was Arjona et al. (2023) als „einzelne Schwachstellen“ (Single Points of Failure – SPOFs) bezeichnen. Hierbei handelt es sich um die Knotenpunkte in Handelsnetzwerken, an denen Versorgungsunterbrechungen besonders gravierende Auswirkungen haben können. Wir beschreiben zunächst allgemein die Risiken für kritische Abhängigkeiten und wenden uns dann kritischen Rohstoffen im Speziellen zu.

Abbildung 6

Einzelne Schwachstellen bei kritischen Abhängigkeiten zwischen China und westlichen Volkswirtschaften

(Konzentrations- und Zentralitätsindizes für die einzelnen Produkte mit kritischer Abhängigkeit)



Quellen: BACI (HS 92, 6-stellige Ebene) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: SPOFs steht für einzelne Schwachstellen. Jeder Punkt stellt eine kritische Abhängigkeit dar. Für den Euroraum und die Vereinigten Staaten zeigen die Grafiken nur Abhängigkeiten von China, wohingegen für China Abhängigkeiten vom Euroraum und den Vereinigten Staaten dargestellt sind. Der Euroraum wird als eine Einheit behandelt, und der Intrahandel bleibt unberücksichtigt.

Für den Euroraum und die Vereinigten Staaten bestand 2023 bei rund 30 % bzw. 40 % der kritischen Abhängigkeiten von China das Risiko, zu SPOFs werden. Kritische Abhängigkeiten, die zu SPOFs werden können, ergeben sich für solche Produkte, die eine hohe Exportkonzentration und eine hohe Netzwerkzentralität aufweisen (siehe die Quadranten oben rechts in Grafik a und b in Abbildung 6). Werden die kritischen Abhängigkeiten von China aus dem Jahr 2023 betrachtet (siehe Grafik b), so ergeben sich für den Euroraum und die Vereinigten Staaten in 30 % bzw. 40 % der Fälle SPOFs (siehe die blauen und gelben Punkte). Zu den Produkten mit hohem Risiko zählen insbesondere Gesundheitsprodukte wie Antibiotika und Vitamine und Unterhaltungselektronik wie Radiogeräte. Die Zahl der SPOFs bei kritischen Abhängigkeiten von China ist seit 1995 beträchtlich angestiegen (siehe Grafik a). Hierin spiegeln sich die Zunahme kritischer Abhängigkeiten von China und die zentralere Rolle wider, die China im Welthandel spielt. Im Gegensatz dazu ist es China gelungen, fast alle seine kritischen Abhängigkeiten vom Euroraum und den Vereinigten Staaten zu beseitigen, die mit einem hohen Risiko behaftet sind. Eine Ausnahme bilden einige wichtige Industriechemikalien wie Zellulose und Hexamethyldiamin.

Kasten 3

Eine ergänzende Netzwerkanalyse

Bernardo de Castro Martins and Rinalds Gerinovics

Die Identifizierung kritischer Abhängigkeiten wird durch eine Netzwerkanalyse ergänzt, bei der wichtige Engstellen in der globalen Versorgung mit strategischen Gütern ermittelt werden. Die

Bewertung erfolgt nach der Methode von Arjona et al. (2023) und stützt sich auf zwei Messgrößen: 1) die Konzentration der globalen Exporte und 2) die Netzwerkzentralität.

Die **Exportkonzentration** wird mit dem Herfindahl-Hirschman-Index (HHI) gemessen. Die Messung erfolgt anhand folgender Formel:

$$HHI^k = \sum_{i=1}^n \left(\frac{X_i^k}{X^k} \right)^2$$

Dabei entspricht X_i^k den Ausfuhren von Produkt k des Landes i und X^k den globalen Ausfuhren von Produkt k . Je höher der HHI, desto konzentrierter der Weltmarkt, was darauf hindeutet, dass die Marktmacht auf nur wenige Länder aufgeteilt ist.

Wir ergänzen den HHI um eine Messgröße für die **Netzwerkzentralität**, wobei beurteilt wird, ob ein Land als wichtige Drehscheibe fungiert. Wie in Barrat et al. (2004) hängt die Zentralität von Land i im globalen Handelsnetzwerk für Produkt k vom Marktanteil von Land i bei den Einfuhren anderer Länder ab. Die Formel lautet:

$$C_i^k = \frac{1}{n^k - 1} \sum_{j \neq i} \left(\frac{X_{i \rightarrow j}^k}{M_j^k} \right)$$

Dabei entspricht $X_{i \rightarrow j}^k$ den Ausfuhren des Produkts k von Land i in Land j und M_j^k den gesamten Einfuhren des Produkts k von Land j . Da die Zahl der importierenden Länder (n^k) über Produkte und Zeit hinweg variieren kann, normieren wir der Vergleichbarkeit halber auf die maximale Zentralität ($n^k - 1$), d. h. eine Extremsituation, in der ein Land alle anderen bedient.¹¹ Der Index reicht von 0 bis 100, was jeweils einem niedrigen und einem hohen Einfluss gleichkommt. Veränderungen der Zentralität werden entweder durch den *extensiven* Rand (wenn ein Land mit mehreren Partnern handelt) oder durch den *intensiven* Rand (wenn es seinen Marktanteil bei bestehenden Partnern ausbaut) verursacht.¹²

Schließlich berechnen wir die **aggregierte Netzwerkzentralität** eines Produkts wie bei Korniyenko et al. (2017) als Standardabweichung der Netzwerkzentralitätsindizes über alle Länder hinweg. Eine höhere Standardabweichung deutet auf ein stärker zentralisiertes Netzwerk hin, in dem einige wenige Länder dominieren.

China hat seine Rolle als wichtige Drehscheibe für kritische Rohstoffe seit den 2000er-Jahren ausgebaut. Das Land dominiert die Lieferkette für mineralische Rohstoffe, die für moderne Technologien unverzichtbar sind. So raffiniert es rund 73 % bzw. 40 % des weltweit gewonnenen Kobalts und Lithiums (Vivoda, 2023) und stellt mehr als 95 % der weltweiten Produktion von seltenen Erden. Angesichts

¹¹ Importiert ein Land Produkt k überhaupt nicht, normieren wir auf n^k , da dies der maximalen Anzahl an ausländischen Zielmärkten entspräche. Obwohl konzeptionell ähnlich, unterscheidet sich unser Index von jenem von Arjona et al. (2023), da 1) wir Marktanteile statt des Quotienten aus Exportwerten und dem durchschnittlichen Importwert verwenden und 2) wir den Index gemäß der Methode von de Benedictis et al. (2014) normieren.

¹² Auch wenn es noch einen dritten Effekt aus Veränderungen der Zahl importierender Länder (n^k) gibt, ist dieser in der Regel gering, weswegen er in unserer Analyse anteilig auf andere Kanäle verteilt wird.

seiner zentralen Rolle in der Lieferkette für kritische mineralische Rohstoffe ist China folglich ein wichtiger Akteur, was die Versorgungssicherheit betrifft.

Mit Blick auf die kritischen mineralischen Rohstoffe kommt der Versorgungssicherheit in Bezug auf Dual-Use-Mineralien wie Kobalt, Magnesium und Lithium eine besondere Bedeutung zu. Dual-Use-Mineralien sind Mineralien, die für militärische und zivile Zwecke verwendet werden können. So wird Kobalt beispielsweise in der Batterietechnologie für Elektrofahrzeuge, aber auch im Verteidigungssektor verwendet, und der Euroraum bezieht 75 % seiner Kobalteinfluren aus Asien. Magnesium, das eine wichtige Rolle in der Verteidigungs-, Luft- und Raumfahrt- sowie Automobilindustrie spielt, wird vom Euroraum hauptsächlich aus China eingeführt (85 % der Einfuhren), während die Vereinigten Staaten Magnesium größtenteils aus Israel beziehen (58 % der Einfuhren). Bei Lithium, das für saubere Energie und Verteidigung unverzichtbar ist, hängen die Vereinigten Staaten hauptsächlich von Chile (94 % der Einfuhren) und der Euroraum von Chile und China ab (39 % bzw. 18 % der Einfuhren).¹³ Die Entwicklung des Handels mit diesen Dual-Use-Mineralien verdeutlicht die Bedeutung der Netzwerkzentralität, wobei sich China jeweils eine dominante Marktstellung gesichert hat.

- **Chinas Netzwerkzentralität bei Kobalt ist nicht auf eine hohe Exportkonzentration zurückzuführen.** Das Kobaltangebot konzentriert sich stark auf die Demokratische Republik Kongo (DRK), die die globalen Ausfluren dominiert (siehe Abbildung 7, Grafik a). Allerdings hat sich China trotz begrenzter inländischer Förderkapazitäten als wichtiger Absatzmittler profiliert (siehe Abbildung 7, Grafik b), da die DRK hauptsächlich nach China exportiert. So stieg der Anteil Chinas an den Kobaltausfluren der DRK von unter 10 % in den 1990er-Jahren auf 75 % in den 2020er-Jahren.¹⁴ Durch den Re-Export in eine wachsende Zahl von Handelspartnern wurde China zu einem ebenso wichtigen Akteur wie die DRK und steht nun im Wettbewerb mit den Vereinigten Staaten, die in den 1990er-Jahren noch die Exporte anführten (siehe Abbildung 7, Grafik c).¹⁵
- **China hat seine führende Stellung bei den Magnesiumausfluren im Laufe der Zeit ausgebaut.** Bereits in den 1990er-Jahren war China mit einem globalen Anteil von 30 % ein bedeutender Exporteur von Magnesium in Rohform. Seitdem hat es seinen Exportanteil signifikant und bis auf 75 % in den 2020er-Jahren erhöht, was einen starken Anstieg der Exportkonzentration nach sich zog (siehe Abbildung 7, Grafik a). Außerdem hat China seine führende Stellung im Netzwerk auf wesentlich höherem Niveau konsolidiert als die Vereinigten Staaten und der Euroraum (siehe Abbildung 7, Grafik b). Dieser Anstieg der Zentralität ist durch die Erschließung neuer Märkte wie auch die

¹³ Trotz seines hohen Anteils an den Lithiumeinfuhren der Vereinigten Staaten und des Euroraums ist Chiles Zentralität niedrig, da es nur in einige wenige Länder exportiert.

¹⁴ Chinas hoher Anteil an den Kobaltausfluren der DRK ist darauf zurückzuführen, dass China große Kobaltminen in der DRK besitzt und in der Raffination eine dominante Stellung hat.

¹⁵ Die Rolle des Euroraums im globalen Kobaltnetzwerk ist hauptsächlich der Kobaltraffination Finnlands geschuldet.

Stärkung bestehender Handelsverbindungen zu erklären (siehe Abbildung 7, Grafik c).

- **China hat seine dominante Stellung bei den Lithiumexporten in den letzten Jahren gefestigt.** Während China in den 1990er-Jahren noch ein unbedeutender Lithiumexporteur war, stieg sein Anteil an den globalen Lithiumausfuhren in den 2020er-Jahren auf 75 % und überholte somit jenen westlicher Anbieter (siehe Abbildung 7, Grafik a). Bis in die 2010er-Jahre war die Exportkonzentration aufgrund der gegebenen Diversifizierung begrenzt, doch in den 2020er-Jahren trieb die wachsende Dominanz Chinas die Konzentration auf Rekordniveaus. Dies geschah im Zuge einer massiven Ausweitung der chinesischen Produktion und Raffinierung, die andere Produzenten in gewissem Maße verdrängte. Ausgehend von einer geringen Netzwerkzentralität (siehe Abbildung 7, Grafik b) baute China sein Handelsnetzwerk aus und vertiefte die Beziehungen zu bestehenden Partnern (siehe Abbildung 7, Grafik c). In den 2020er-Jahren löste China die Vereinigten Staaten als wichtigsten zentralen Akteur ab.

Abbildung 7

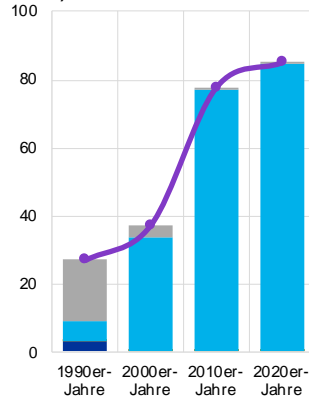
Netzwerkanalyse ausgewählter kritischer mineralischer Rohstoffe

a) Exportkonzentration

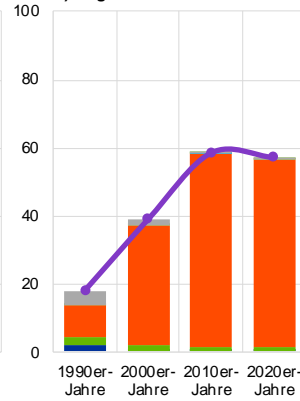
(Index)



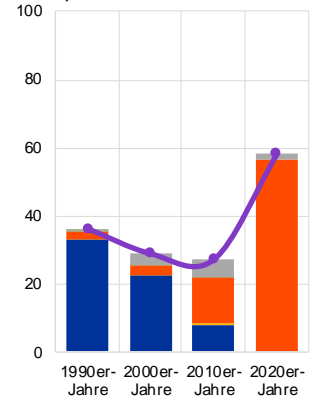
a) Kobalt



b) Magnesium



c) Lithium

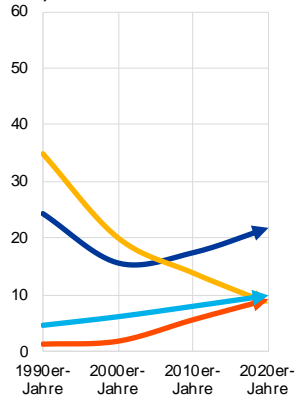


b) Netzwerkzentralität

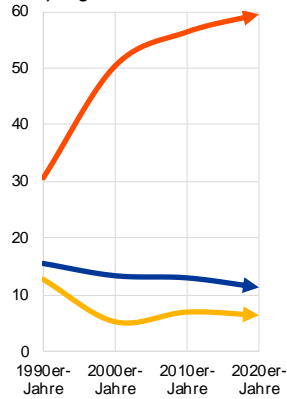
(Index)



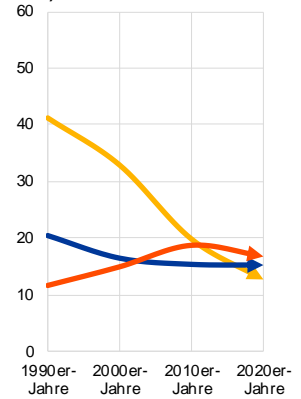
a) Kobalt



b) Magnesium

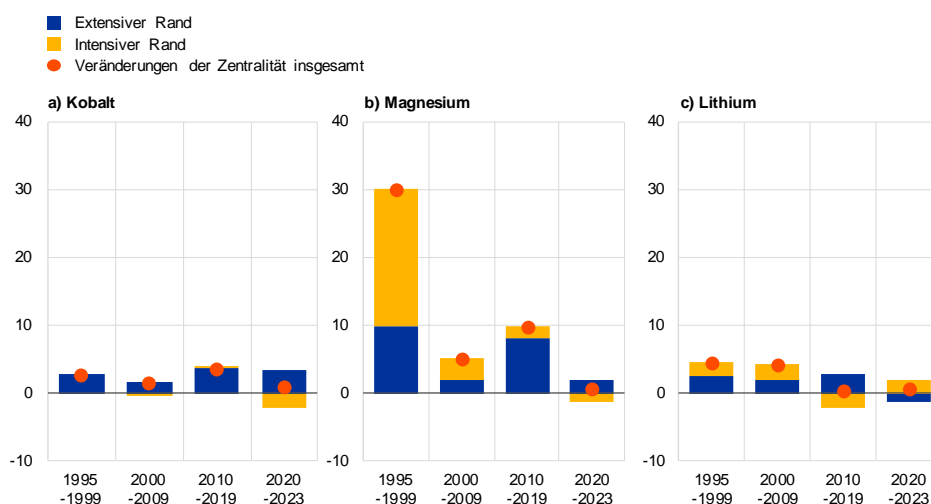


c) Lithium



c) Veränderungen der Netzwerkzentralität Chinas

(Index)



Quellen: BACI und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: DRK steht für Demokratische Republik Kongo. Der Euroraum wird als eine Einheit behandelt, und der Intra-Handel bleibt unberücksichtigt. Grafik a und b: Es werden Durchschnitte über Jahrzehnte betrachtet (aufgrund der Datenverfügbarkeit beziehen sich die „1990er-Jahre“ auf den Zeitraum von 1995-1999 und die „2020er-Jahre“ auf den Zeitraum von 2020-2023). Grafik b: Die DRK wird nur in Bezug auf Kobalt angezeigt, weil Kobalt einen hohen Anteil an den Ausfuhren des Landes ausmacht.

4 Modellbasierte Bewertung der Kosten kritischer Abhängigkeiten

Wir modellieren die wirtschaftlichen Kosten potenzieller Störungen der Versorgung mit Produkten, bei denen eine kritische Abhängigkeit besteht, anhand des Mehrländer- und Mehrsektorenmodells von Baqaee und Farhi (2024). Das Modell simuliert die Auswirkungen von Angebotsschocks und deren Ausbreitung über globale Produktionsnetzwerke, einschließlich der Auswirkungen auf nachgelagerte Verbraucher und Lieferanten. Berücksichtigt werden zudem nichtlineare Effekte von Schocks über Länder und Sektoren hinweg. Um der geringen Substituierbarkeit kritischer Vorleistungen Rechnung zu tragen, wird das Modell nach Baqaee-Farhi so wie bei Attinasi et al. (2024) kalibriert, wobei insbesondere niedrige Substitutionselastizitäten von Boehm et al. (2023) unterstellt werden.

Um die Wirkung von Schocks infolge einer Verknappung kritischer Produkte zu modellieren, verwenden wir eine neue Methodik zur Erstellung granularer Input-Output-Tabellen (IO). Modelle wie von Baqaee-Farhi werden in der Regel mit Standard-IO-Tabellen kalibriert, die ein hohes Maß an sektoraler Aggregation aufweisen. Dies erschwert die Simulation von Schocks für bestimmte Produkte wie diejenigen, die in der Analyse kritischer Abhängigkeiten ermittelt werden. Beispielsweise fasst eine standardisierende IO-Tabelle Kobalt mit vielen nicht kritischen Rohstoffen (wie Marmor und Sandstein) in einem Sektor „Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden“ zusammen, was es unmöglich macht, gezielte Schocks und deren Ausbreitung über Sektoren und Länder hinweg zu simulieren. Um diese Einschränkungen zu überwinden, schlagen Conteduca et al. (2025) eine

datengestützte Methodik vor, um IO-Tabellen zu disaggregieren und relevante Nischenprodukte zu isolieren. Wir verwenden diese Methodik, um eine IO-Tabelle zu erstellen, die auf die in Kasten 2 ermittelten Abhängigkeiten zugeschnitten ist.

Für jedes Land untersuchen wir eine plötzliche Unterbrechung der Versorgung mit Produkten, bei denen es eine kritische Abhängigkeit gegenüber ausländischen Bezugsquellen aufweist. Die Simulationen unterstellen einen starken Anstieg der Handelskosten für Einfuhren aus dem von China geführten östlichen Block in die Vereinigten Staaten oder den Euroraum und umgekehrt.¹⁶ Um zu bewerten, wie sich die wirtschaftliche Bedeutung dieser kritischen Abhängigkeiten im Zeitverlauf entwickelt hat, spielen wir dieses Szenario für jedes Land zweimal durch und verwenden dabei die Abhängigkeiten und IO-Tabellen für 1995 und 2023.

Die Kosten einer plötzlichen Unterbrechung der Versorgung mit kritischen Produkten sind im Laufe der Zeit für den Euroraum und die Vereinigten Staaten gestiegen, für China jedoch gesunken, wengleich sie für China weiterhin auf einem wesentlich höheren Niveau liegen (siehe Abbildung 8, Grafik a). China ist zwar nach wie vor anfälliger gegenüber Unterbrechungen der Versorgung mit kritischen Produkten aus westlichen Bezugsquellen, doch durch das Bestreben des Landes nach größerer Selbstversorgung (siehe Abschnitt 2) hat sich diese Verwundbarkeit in den letzten 30 Jahren verringert. Die Verluste, die sich bei der chinesischen Endnachfrage durch eine plötzliche Unterbrechung der Versorgung mit Produkten ergeben, bei denen eine kritische Abhängigkeit von westlichen Ländern besteht, sind schätzungsweise von 2,1 % im Jahr 1995 auf 1,4 % im Jahr 2023 zurückgegangen. Für den Euroraum und die Vereinigten Staaten gilt indes das Gegenteil. So sind die Einbußen bei der Endnachfrage infolge einer plötzlichen Unterbrechung der Versorgung mit kritischen Produkten aus dem östlichen Block im Euroraum seit 1995 um das Zehnfache gestiegen (von 0,04 % auf 0,41 %). Maßgeblich hierfür ist eine höhere Abhängigkeit von chinesischen Vorleistungsgütern und ihre stärkere Verwendung in der Produktion. Auch in den Vereinigten Staaten erhöhten sich die Einbußen erheblich (von 0,08 % auf 0,32 %), wenn auch in geringerem Maße als im Euroraum. Grund hierfür sind das höhere Ausgangsniveau und Bemühungen der US-Regierungen, die Abhängigkeit von China zu verringern. Zugleich sind die Einbußen bei der chinesischen Endnachfrage infolge einer plötzlichen Unterbrechung der Versorgung mit kritischen Produkten noch immer deutlich höher als im Euroraum und den Vereinigten Staaten.

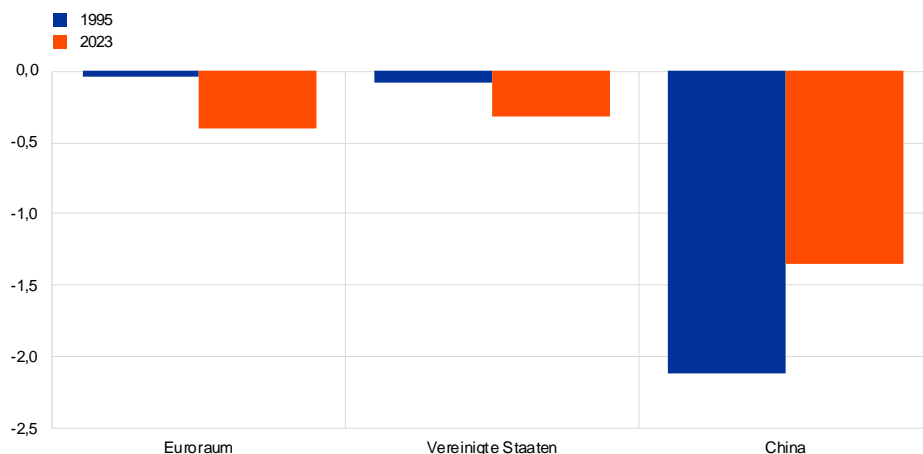
¹⁶ Der Vollständigkeit halber sei darauf hingewiesen, dass bei dieser Analyse davon ausgegangen wird, dass die Welt analog zu Attinasi et al. (2024) in drei geopolitische Blöcke (West, Ost und neutral) unterteilt ist. Die Szenariosimulationen basieren auf der Liste kritischer Abhängigkeiten ohne Ausfilterung strategischer Sektoren, so wie in Schritt 3 in Kasten 2.

Abbildung 8

Auswirkungen eines Angebotsschocks auf kritische Abhängigkeiten

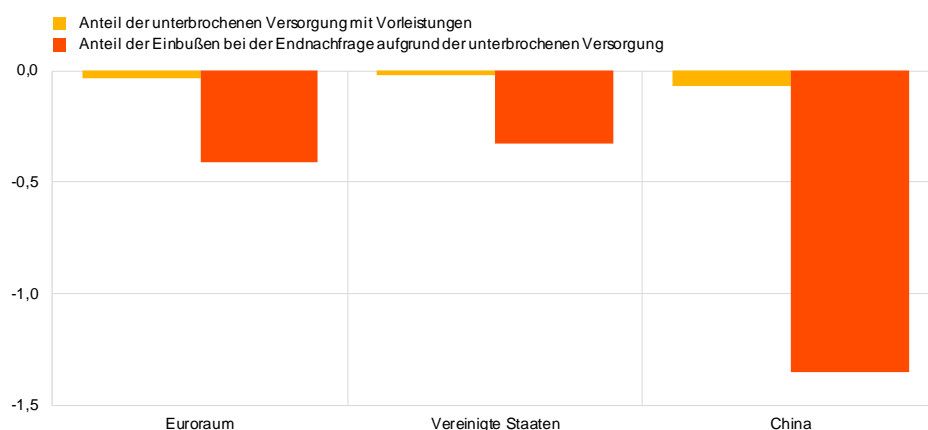
a) Endnachfrage

(Abweichungen vom Gleichgewichtsniveau in %)



b) Anteile der unterbrochenen Versorgung und der betroffenen Endnachfrage

(in %)



Quellen: Baqaee und Farhi (2024), Conteduca et al. (2025), BACI, OECD und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Grafik b: Die Werte beziehen sich auf 2023.

Dass viele kritische Abhängigkeiten Vorleistungsgüter betreffen und diese Güter zudem eine geringe Substituierbarkeit haben, verstärkt die Wirkung plötzlicher Engpässe. Obwohl nur bei einem winzigen Bruchteil der für die Produktion verwendeten Vorleistungsgüter insgesamt (0,01 % in den Vereinigten Staaten und 0,07 % in China) kritische Abhängigkeiten bestehen, wirkt sich eine plötzliche Versorgungsunterbrechung unverhältnismäßig stark auf die Endnachfrage aus: Hier ist der Effekt rund 20-mal stärker als auf Ebene der betreffenden Vorleistung selbst (siehe Abbildung 8, Grafik b).

Bei den modellbasierten Ergebnissen dürfte es sich um untere Schätzwerte handeln. In den Ergebnissen des Modells nach Baqaee-Farhi bleiben kurzfristige Verstärkungsmechanismen unberücksichtigt, insbesondere wenn Unterbrechungen der Versorgung mit kritischen Vorleistungen zu Unsicherheit oder Finanzmarkturbulenzen führen. Hinzu kommt, dass der Verlust kritischer

Vorleistungen vorübergehende Produktionsausfälle verursachen kann, die im Modell nicht berücksichtigt sind. Schließlich können die Substitutionselastizitäten für hochspezialisierte Vorleistungen (z. B. seltene Erden) kleiner sein als in unserer Kalibrierung unterstellt. Ungeachtet der Liste kritischer Produkte würden all diese Effekte die Einbußen verstärken.

5 Schlussbemerkungen

Dieser Aufsatz untersucht die wirtschaftlichen Risiken in Zusammenhang mit kritischen Abhängigkeiten. Die Liberalisierung des Handels und die Spezialisierung der Produktion über geografisch verstreute Netzwerke hinweg haben seit den 1990er-Jahren beträchtliche Effizienzgewinne ermöglicht. Allerdings hat dies zu asymmetrischen Abhängigkeiten geführt, da einige Länder marktbeherrschende Stellungen in globalen Lieferketten eingenommen haben (wie z. B. China bei strategischen mineralischen Rohstoffen wie Lithium, Magnesium und Kobalt), wohingegen andere Länder in eine akute Abhängigkeit von ausländischen Vorleistungen geraten sind. Diese Abhängigkeiten führen zu strategischen Schwachstellen, da Versorgungsunterbrechungen durch geopolitische Rivalen erhebliche wirtschaftliche Kosten nach sich ziehen können.

Da die Industrieländer ihre Abhängigkeit von ausländischen Vorleistungen vertieft haben, hat sich auch die Wirkung von Handelsstörungen erheblich verstärkt. Handelskonflikte haben heutzutage weitaus größere wirtschaftliche Folgen als in früheren Jahrzehnten, da sich der Euroraum und die Vereinigten Staaten im Zusammenhang mit ihrer Abhängigkeit von chinesischen Vorleistungen steigenden Kosten gegenübersehen.¹⁷ Umgekehrt hat China seine Abhängigkeit von ausländischen Vorleistungen verringert.

Angesichts der jüngsten globalen Schocks überdenken Regierungen ihre Handelspolitik, die zunehmend geopolitischen Einflüssen unterliegt. Der Schwerpunkt liegt dabei auf kritischen Vorleistungen, die trotz ihres geringen Werts schwer zu ersetzen sind und die bei Versorgungsunterbrechungen die Inflation stark erhöhen und die Nachfrage dämpfen können.

Trotz dieser Risiken wären die makroökonomischen Kosten einer vollständigen Entkopplung geopolitischer Blöcke voraussichtlich höher als die Kosten kritischer Abhängigkeiten, gleichwohl ohne diese zu beseitigen. Modellsimulationen deuten darauf hin, dass eine umfassende Abkopplung geopolitischer Blöcke das globale BIP langfristig um bis zu 12 % senken und die Inflation im ersten Jahr vorübergehend um bis zu 4 Prozentpunkte erhöhen könnte (Goes und Bekkers, 2022; Attinasi et al., 2025a; 2025b). Diese Kosten ergäben sich durch Produktionseinbußen, steigende Vorleistungspreise und Ineffizienzen aufgrund fragmentierter Handelsströme. Zudem können sich protektionistische

¹⁷ Dies trifft auch auf die Preise zu, die hier nicht behandelt werden. Allerdings werden diese bei López et al. (2024) am Beispiel des russischen Gasschocks erörtert.

Maßnahmen als unwirksam erweisen, um Abhängigkeiten zu beseitigen, da der Handel häufig über neutrale Drittstaaten umgelenkt wird (Attinasi et al., 2024).

Die politischen Entscheidungsträger müssen den Spagat bewältigen, die Widerstandsfähigkeit der Lieferketten zu stärken und zugleich die Vorteile der Handelsoffenheit zu wahren. Dazu sollten die Regierungen nicht auf puren Protektionismus setzen, sondern gezielte und koordinierte De-Risking-Strategien verfolgen, um spezifischen Schwachstellen entgegenzuwirken und dabei die wirtschaftlichen Vorteile der globalen Integration aufrechtzuerhalten. Ein solcher ausgewogener Ansatz ist ausschlaggebend, um die Widerstandsfähigkeit und den langfristigen Wohlstand zu sichern. Die datengestützte Analyse in diesem Aufsatz liefert Erkenntnisse darüber, wie kritische Abhängigkeiten aufgedeckt werden können, die nicht aus aggregierten Daten hervorgehen, und kann so einen Beitrag zur Ausarbeitung politischer Maßnahmen in Bezug auf relevante Abhängigkeiten leisten.

Literaturverzeichnis

Airaudo, F., de Soyres, F., Gaillard, A. und Santacreu, A. M. (2025), [Recent evolutions in the global trade system: from integration to strategic realignment](#), ECB Forum on Central Banking 2025 – Adapting to change: macroeconomic shifts and policy responses, EZB.

Antràs, P., Chor, D., Fally, T. und Hillberry, R. (2012), [Measuring the Upstreamness of Production and Trade Flows](#), American Economic Review, Bd. 102, Nr. 3, Mai, S. 412-416.

Arjona, R., Connell, W., und Herghelegiu, C. (2023), [An enhanced methodology to monitor the EU's strategic dependencies and vulnerabilities](#), Single Market Economics Papers der Europäischen Kommission, Nr. 14, März.

Arjona, R., Connell, W. und Herghelegiu, C. (2025), [EU supply chain tectonics](#), VoxEU Columns, Centre for Economic Policy Research, 3. April.

Attinasi, M. G., Ioannou, D., Lebastard, L. und Morris, R. (2023), [Globale Produktion und Lieferkettenrisiken – Erkenntnisse aus einer Umfrage unter führenden Unternehmen](#), EZB, Wirtschaftsbericht 7/2023.

Attinasi, M. G. et al. (2024), [Navigating a fragmenting global trading system: insights for central banks](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 365.

Attinasi, M. G., Boeckelmann, L. und Meunier, B. (2025a), [The economic costs of supply chain decoupling](#), The World Economy, Bd. 48, Nr. 3, März, S. 598-627.

Attinasi, M. G., Boeckelmann, L., Gerinovics, R. und Meunier, B. (2025b), [Steeling losses: sectoral strains from the return of tariffs on steel and aluminium](#), Econbrowser, 13. März.

Ausschuss für internationale Beziehungen (2023), [The EU's Open Strategic Autonomy from a central banking perspective – challenges to the monetary policy landscape from a changing geopolitical environment](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 311, März.

Baldwin, R. (2024), [China is the world's sole manufacturing superpower: A line sketch of the rise](#), VoxEU Columns, Centre for Economic Policy Research, 17. Januar.

Balteanu, I., Bottone, M., Fernández-Cerezo, A., Ioannou, D., Kuttan, A., Mancini, M. und Morris, R. (2024), [European firms facing geopolitical risk: Evidence from recent Eurosystem surveys](#), VoxEU Columns, Centre for Economic Policy Research, 18. Mai.

Baqaei, D. und Farhi, E. (2024), [Networks, Barriers, and Trade](#), *Econometrica*, Bd. 92, Nr. 2, März, S. 505-541.

Barrat, A., Barthelemy, M., Pastor-Satorras, R. und Vespignani, A. (2004), [The architecture of complex weighted networks](#), *Proceedings of the National Academy of Sciences*, Bd. 101, Nr. 11, März, S. 3747-3752.

Boeckelmann, L., Imbs, J. und Pauwels, L. (2025), [Accounting for propagation](#), Working Paper Series der EZB (im Erscheinen).

Boehm, C., Levchenko, A. und Pandalai-Nayar, N. (2023), [The Long and Short \(Run\) of Trade Elasticities](#), *American Economic Review*, Bd. 113, Nr. 4, April, S. 861-905.

Bonneau, C. und Nakaa, M. (2020), [Vulnerability of French and European imports](#), *Tresor-Economics*, Nr. 274, Ministère de l'Économie et des Finances, Dezember.

Conteduca, F. P., Giglioli, S., Giordano, C., Mancini, M. und Panon, L. (2024), [Trade fragmentation unveiled: five facts on the reconfiguration of global, US and EU trade](#), Occasional Paper der Banca d'Italia, Nr. 881, Oktober.

Conteduca, F. P., Mancini, M., Romanini, G., Giglioli, S., Borin, A., Attinasi, M. G., Boeckelmann, L. und Meunier, B. (2025), [Fragmentation and the future of GVCs](#), Occasional Paper der Banca d'Italia, Nr. 932, April.

de Benedictis, L., Nenci, S., Santoni, G., Tajoli, L. und Vicarelli, C. (2014), [Network Analysis of World Trade using the BACI-CEPII dataset](#), *Global Economy Journal*, Bd. 14, Nr. 03n04, Oktober, S. 287-343.

Europäische Kommission (2021), [Strategic dependencies and capacities](#), Staff Working Document, SWD/2021/352 final, Brüssel, Mai.

Feyrer, J. (2019), [Trade and Income – Exploiting Time Series in Geography](#), *American Economic Journal: Applied Economics*, Bd. 11, Nr. 4, Oktober, S. 1-35.

Frankel, J. und Romer, D. (1999), [Does Trade Cause Growth?](#), *American Economic Review*, Bd. 89, Nr. 3, Juni, S. 379-399.

Gaulier, G. und Zignago, S. (2010), [BACI: International Trade Database at the Product-Level. The 1994-2007 Version](#), CEPII Working Paper, Nr. 2010-23, Oktober.

Goes, C. und Bekkers, E. (2022), [The impact of geopolitical conflicts on trade, growth, and innovation](#), Staff Working Papers der Welthandelsorganisation, Nr. 9, Juli.

HSBC (2024), [The great relocation – how supply chains are shifting](#), General Research Insights, Global Research, März.

Korniyenko, Y., Pinat, M. und Dew, B. (2017), [Assessing the Fragility of Global Trade: The Impact of Localized Supply Shocks Using Network Analysis](#), Working Paper des IWF, Nr. 2017/030, Februar.

López, L., Odendahl, F., Párraga, S. und Silgado-Gómez, E. (2024), [The pass-through to inflation of gas price shocks](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2968, August.

OECD (2025), [OECD Inventory of Export Restrictions on Industrial Raw Materials 2025: Monitoring the Use of Export Restrictions Amid Growing Market and Policy Tensions](#), OECD Publishing, Paris, Mai.

Vivoda, V. (2023), [Friend-shoring and critical minerals: Exploring the role of the Minerals Security Partnership](#), Energy Research & Social Science, Bd. 100, Nr. 103085, Juni.

Aktivität und Preisfindung an den Märkten für inflationsindexierte Swaps im Euroraum

Benjamin Böninghausen

1 Einleitung

Inflationsindexierte Swapsätze sind ein wichtiger Indikator für die Inflationserwartungen der privaten Akteure. Das vorrangige Ziel der EZB ist die Gewährleistung von Preisstabilität im Euroraum. Bei der Durchführung der Geldpolitik sind Inflationserwartungen von großer Bedeutung, da sie die Konsum- und Investitionsentscheidungen des privaten Sektors, die Lohn- und Preissetzung und somit die tatsächliche Inflationsentwicklung beeinflussen. Die EZB beobachtet verschiedene Messgrößen der Inflationserwartungen des privaten Sektors; hierbei spielt der von informierten Anlegern an den Finanzmärkten geforderte Inflationsausgleich eine wichtige Rolle. Informierte Anleger sichern sich mithilfe von Finanzprodukten gegen das mit der künftigen Inflationsentwicklung verbundene Risiko ab bzw. bringen mit diesen Finanzprodukten ihre diesbezügliche Einschätzung zum Ausdruck. Daher können die Preise für diese Produkte nützliche und vor allem auch zeitnahe Hinweise auf mögliche Verschiebungen der Inflationsaussichten liefern. Mit Blick auf das Instrumentarium der zu geldpolitischen Zwecken verwendeten Beobachtungsgrößen stellen die Swapsätze aus inflationsindexierten Swapkontrakten im Euroraum die wichtigste marktbasierende Messgröße des Inflationsausgleichs dar; bei diesen Kontrakten handelt es sich um Produkte, bei denen über einen bestimmten Zeithorizont eine festgelegte Zahlung im Austausch gegen eine Zahlung erfolgt, die sich nach der tatsächlichen Inflationsrate richtet.¹

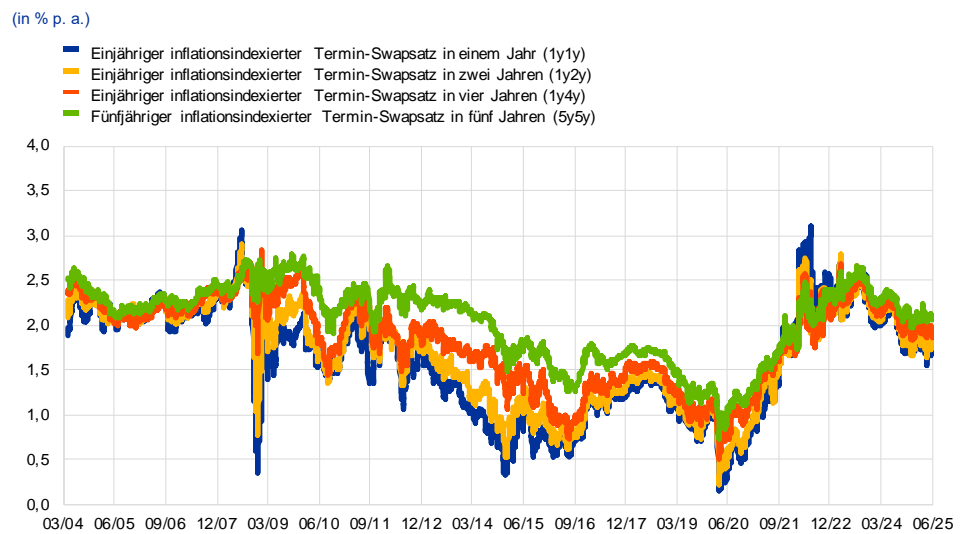
Die inflationsindexierten Swapsätze im Euroraum waren zuletzt bemerkenswert stabil, nachdem zuvor eine beispiellos langanhaltende Phase mit hohen und volatilen Werten verzeichnet worden war (siehe Abbildung 1). Ende 2021 stiegen die inflationsindexierten Swapsätze im Euroraum über alle Laufzeiten hinweg rasch an und erreichten in der Hochinflationsphase der beiden folgenden Jahre entweder ein Allzeithoch oder verfehlten dieses nur knapp, bevor sie dann wieder nachgaben und dabei bis weit in das Jahr 2023 hinein eine erhebliche Volatilität aufwiesen. Nach diesen starken und volatilen Entwicklungen sind die inflationsindexierten Swapsätze im Euroraum nun seit 2024 – auch während des geldpolitischen Lockerungszyklus der EZB – bemerkenswert stabil geblieben und liegen nahe am Inflationsziel der EZB.

Im vorliegenden Aufsatz werden Erkenntnisse zur Aktivität und Preisfindung am Markt für inflationsindexierte Swaps im Euroraum und damit auch zum Informationsgehalt dieses Marktes vorgestellt. Dabei wird insbesondere auch die jüngste Hochinflationsphase betrachtet. Die von 2021 bis 2023 beobachtete

¹ Eine detailliertere Erörterung findet sich in Böninghausen et al. (2018).

außergewöhnliche Inflationsentwicklung führte dazu, dass die Inflationserwartungen und somit auch die inflationsindexierten Swapsätze im Eurogebiet, die ebenfalls eine außergewöhnliche Dynamik zeigten, stärker in den Blickpunkt rückten. Obgleich sich Letzteres unter Umständen leicht mit der parallelen Entwicklung der tatsächlichen Inflation erklären lässt, zeigten sich einige Beobachter besorgt über den Informationsgehalt der Märkte für inflationsindexierte Swaps im Euroraum. Konkret betrafen diese Sorgen die Marktunvollkommenheiten sowie „technische“ Faktoren, die sich negativ auf die Qualität der Preissignale auswirken könnten, welche von den Märkten für inflationsindexierte Swaps im Eurogebiet ausgehen. Diese technischen Faktoren wurden bereits in anderen Studien zusammengefasst, und mithilfe eines indirekten Ansatzes wurde dabei festgestellt, dass sie die inflationsindexierten Swapsätze im Euroraum großenteils kaum erklären können (Munch Grønlund et al., 2024). Der vorliegende Beitrag ergänzt und untermauert diese früheren Erkenntnisse, indem direkte Belege von Transaktionsdaten herangezogen werden, die auf der Aktivität des Gesamtmarkts und den Implikationen der zugrunde liegenden sektoralen Aktivitätsmuster für die Preisfindung beruhen.²

Abbildung 1
Inflationsindexierte Termin-Swapsätze im Euroraum nach ausgewählten Laufzeiten



Quellen: LSEG und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 9. Juli 2025.

² Für den vorliegenden Aufsatz wird davon ausgegangen, dass diejenigen inflationsindexierten Swapsätze Informationsgehalt besitzen, die zu irgendeinem Zeitpunkt die vorherrschenden Einschätzungen informierter Anleger über die künftige Inflationsentwicklung widerspiegeln. Dies wiederum gilt als wahrscheinlicher, wenn diese Anleger die entsprechenden Kontrakte häufiger und als Reaktion auf relevante Nachrichten handeln. Somit hängt die Beurteilung des Informationsgehalts nicht von den historischen inflationsbezogenen Prognoseeigenschaften der inflationsindexierten Swapsätze ab – siehe Chahad et al. (2024) für einen Vergleich der Prognosegüte von inflationsindexierten Finanzprodukten im Euroraum mit der Prognoseleistung der Projektionen von Fachleuten der EZB/des Eurosystems. Allerdings ist gerade deshalb, weil Investoren selbst finanziell involviert sind („skin in the game“), zu erwarten, dass inflationsindexierte Swapsätze, die die Einschätzungen der Investoren zeitnah widerspiegeln, auch gute Prognoseeigenschaften hinsichtlich der Inflation aufweisen.

2 Evidenz aus Derivategeschäften zu den Märkten für inflationsindexierte Swaps im Euroraum anhand von EMIR-Daten

Die Analysen im vorliegenden Aufsatz stützen sich auf Transaktionsdaten, die gemäß der Verordnung über europäische Marktinfrastrukturen (EMIR-Verordnung) erhoben wurden.³ Die EMIR-Verordnung wurde 2012 von der

EU verabschiedet, um die Transparenz der Derivatmärkte zu erhöhen, indem für alle in der EU ansässigen Unternehmen verbindliche Meldepflichten für Transaktionen mit außerbörslich gehandelten wie auch börsengehandelten Derivaten festgelegt wurden. Die Daten werden zentral an die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde gemeldet. Relevante Untergruppen werden dann verschiedenen Behörden innerhalb der EU entsprechend deren Mandat und Zuständigkeit zur Verfügung gestellt. Aufgrund der Regulierung zum Zugang zu den EMIR-Daten ist bei allen Transaktionen, die in Analysen der EZB und somit auch im vorliegenden Beitrag berücksichtigt werden, mindestens eine Gegenpartei, ein Handelsplatz oder eine zentrale Gegenpartei mit Sitz im Euroraum beteiligt.⁴

Nachdem die EMIR-Daten mit weiteren Informationen ergänzt wurden, lässt sich anhand des hier verwendeten Datensatzes beurteilen, wie sich sowohl die Aktivität als auch die Preisfindung am Markt für inflationsindexierte Swaps im Euroraum im Laufe der Zeit entwickelt haben. Die EZB hat keinen Zugriff auf EMIR-Daten zu Transaktionen, an denen nur außerhalb des Eurogebiets ansässige Gegenparteien beteiligt sind. Diese Einschränkung ist von Bedeutung, da Marktinformationen den Schluss nahelegen, dass bei einem nicht zu vernachlässigenden Anteil der Aktivität bei inflationsindexierten (und anderen) Derivaten gebietsfremde Unternehmen als Vermittler fungieren, vor allem Gegenparteien mit Sitz im Vereinigten Königreich. Daher ist es nicht möglich, ein exaktes Bild des vollständigen Aktivitätsniveaus am Markt für inflationsindexierte Swaps im Euroraum zu zeichnen.⁵ Gleichwohl ist selbst nach einem umfassenden und konservativen Filter- und Bereinigungsverfahren immer noch eine beträchtliche Menge an Daten zur Handelsaktivität bei inflationsindexierten Swaps im Euroraum erkennbar. So flossen Daten aus mehr als 200 000 Transaktionen in diese Analyse ein. Daraus lassen sich aussagekräftige Schlussfolgerungen zu wesentlichen Veränderungen bei der Aktivität insgesamt und – nach der Ergänzung um weitere

³ Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (ABl. L 201 vom 27.7.2012, S. 1).

⁴ Delegierte Verordnung (EU) Nr. 151/2013 der Kommission vom 19. Dezember 2012 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister im Hinblick auf technische Regulierungsstandards für die von Transaktionsregistern zu veröffentlichenden und zugänglich zu machenden Daten sowie operationelle Standards für die Zusammenstellung und den Vergleich von Daten sowie den Datenzugang (ABl. L 52 vom 23.3.2013, S. 33).

⁵ Diese Einschränkung gilt auch – spätestens nach dem Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU – für den gesamten EU-weiten EMIR-Datensatz.

Daten – zum Produkt, zur Laufzeit und zum Sektor der beteiligten Gegenparteien ziehen.⁶

Im vorliegenden Aufsatz wird die Phase der seit 2021 höheren und volatileren inflationsindexierten Swapsätze im Euroraum der vorangegangenen ruhigeren Phase gegenübergestellt. Der Betrachtungszeitraum erstreckt sich von Januar 2018 bis April 2024. Das Anfangsdatum Januar 2018 wurde gewählt, um der Tatsache Rechnung zu tragen, dass es nach dem Inkrafttreten der Meldepflichten gemäß der EMIR-Verordnung im Jahr 2014 einige Zeit dauerte, bis die Datenqualität ein ausreichendes Niveau erreicht hatte. Das Enddatum April 2024 wurde gewählt, um Konsistenz im Zeitverlauf zu gewährleisten, da sich die Meldepflichten mit dem Inkrafttreten der EMIR-Refit-Vorgaben am 29. April 2024 änderten. Die Wahl des Stichprobenzeitraums spiegelt somit teilweise technische Erwägungen wider, zielt jedoch auch darauf ab, allgemein zwei wirtschaftlich unterschiedliche Zeiträume abzudecken: a) den Zeitraum der relativ niedrigen und stabileren inflationsindexierten Swapsätze bis 2020; und b) den Zeitraum der höheren und/oder volatileren inflationsindexierten Swapsätze seit 2021.

3 Marktaktivität

Insgesamt hat die Aktivität an den Märkten für inflationsindexierte Swaps im Euroraum seit etwa 2021 deutlich zugenommen (siehe Abbildung 2). Dies zeigt sich am Nominalbetrag der neuen Transaktionen mit inflationsindexierten Swaps im Euroraum. Neben der Anzahl der Transaktionen ist der Nominalbetrag die grundlegendste Messgröße für die Gesamtaktivität. Von Anfang 2018 bis Ende 2020 wies diese Messgröße keinen starken strukturellen Anstieg auf. Anschließend erhöhte sie sich parallel zum merklichen Anstieg der tatsächlichen Inflationsrate im Jahr 2021 deutlich und blieb dann bis April 2024 durchweg auf einem erhöhten Niveau. Bei den jeweiligen Höchstständen der Aktivität übertraf der (gemessene) monatliche Nominalbetrag der gehandelten inflationsindexierten Swapkontrakte im Euroraum dabei die Marke von 150 Mrd. €, was etwa dem Vierfachen des Durchschnitts von 2018 entspricht.⁷

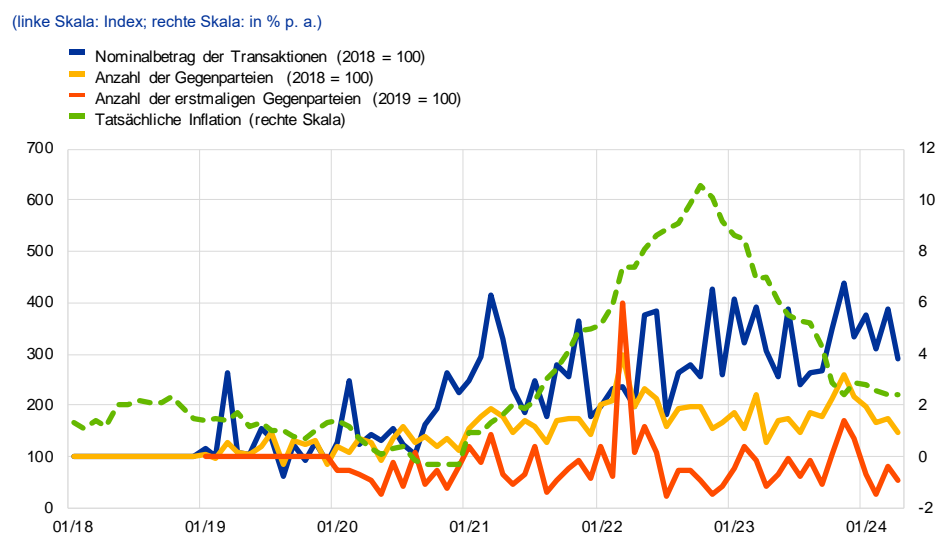
Darüber hinaus fiel die Marktbeteiligung in Breite und Tiefe im Vergleich zum Beginn des Stichprobenzeitraums zuletzt konstant höher aus. Diese Schlussfolgerung beruht auf zwei Beobachtungen. Erstens ist die Anzahl der in einem bestimmten Monat an mindestens einer Transaktion beteiligten Gegenparteien im Laufe der Zeit gestiegen. Auch nach 2021 blieb die Zahl eindeutig erhöht. Zweitens wies die Anzahl der Gegenparteien, die in einem bestimmten

⁶ Nachdem die Daten umfassend gefiltert und bereinigt wurden, erfolgte kurz gefasst a) ein Abgleich der gehandelten Sätze mit den vereinbarten inflationsindexierten Swapsätzen, um die Art des inflationsindexierten Swapkontrakts zu ermitteln, und b) eine Ergänzung durch Unternehmensdaten von der Global Legal Entity Identifier Foundation (GLEIF) und aus dem Register of Institutions and Affiliates (RIAD) der EZB sowie durch Daten von Bloomberg, um konzerninterne Transaktionen auszuschließen und eine sektorale Aktivitätsanalyse zu ermöglichen.

⁷ Der angegebene geschätzte Nominalbetrag ist vermutlich viel zu niedrig angesetzt, da ein konservativer Filter verwendet wurde und – wie bereits erklärt – keine Transaktionen mit inflationsindexierten Swaps im Euroraum enthalten sind, an denen ausschließlich gebietsfremde Gegenparteien beteiligt waren.

Monat ihre erste in der Stichprobe erfasste Transaktion durchführten – was als ein grober Näherungswert für den „Markteintritt“ angesehen werden kann – im Laufe der Zeit keinen Abwärtstrend auf.⁸ Tatsächlich erreichte dieser Näherungswert Anfang 2022 sogar einen Höchststand. Dieser fiel zeitlich mit der Volatilität an den Rohstoffmärkten zusammen, die nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine zu beobachten war, und stand möglicherweise auch im Zusammenhang damit. Insgesamt deuten diese Verlaufsmuster darauf hin, dass die Märkte für inflationsindexierte Swaps im Euroraum eine trendmäßige Aktivitätszunahme verzeichneten, die in einer wachsenden Anlegerbeteiligung begründet war.

Abbildung 2
Indikatoren der Aktivität an den Märkten für inflationsindexierte Swaps im Euroraum und tatsächliche Inflation



Quellen: EZB (EMIR), Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Der Brutto-Nominalbetrag und die Anzahl der Gegenparteien mit mindestens einer Transaktion in einem bestimmten Monat sind auf 100 indexiert; dabei entspricht 100 dem durchschnittlichen monatlichen Niveau im Jahr 2018. Bei der Anzahl der erstmaligen Gegenparteien beruht die Indexierung auf dem monatlichen Durchschnitt im Jahr 2019. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2024.

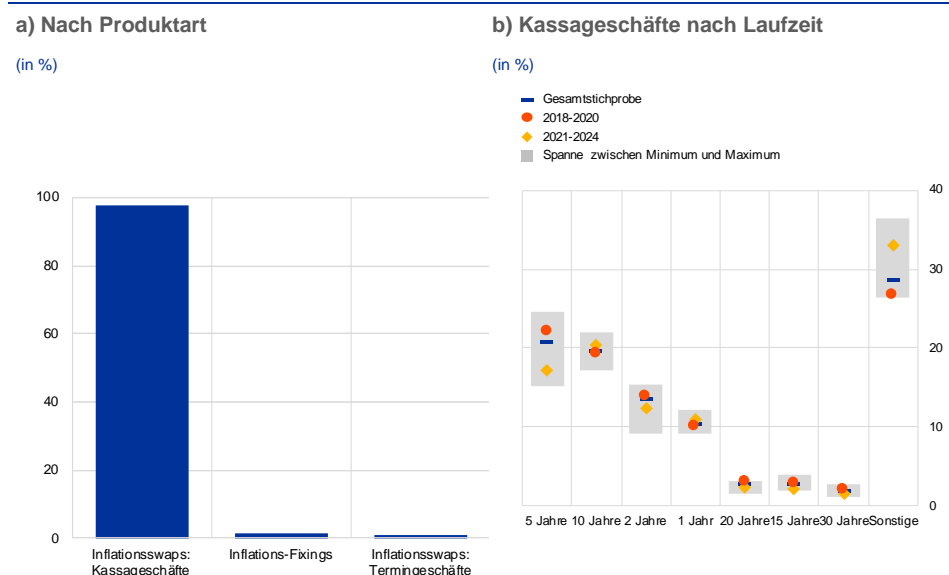
Weitere Informationen über die Marktreife ergeben sich aus der Aufgliederung der Aktivität nach den verschiedenen Produktarten und Laufzeiten der inflationsindexierten Swaps. Die inflationsindexierten Swapkontrakte im Euroraum lassen sich grob in drei Kategorien einteilen. Die erste Kategorie sind Kassageschäfte. Hierbei hängen die Cashflows des variabel verzinslichen Teils der Transaktion von der durchschnittlichen Inflationsrate in einem Zeitraum von oftmals mehreren Jahren ab, beginnend mit dem Datum der Ausführung. Die zweite Kategorie sind Termingeschäfte. Auch hier hängen die Cashflows von der durchschnittlichen Inflationsrate in einem Zeitraum von bis zu mehreren Jahren ab, wobei hier ein bestimmter Stichtag festgelegt wird, der (deutlich) nach dem

⁸ Die Wahrscheinlichkeit, eine Gegenpartei zu ermitteln, die im Rahmen der Stichprobe erstmals eine Transaktion durchführt, nimmt mit jedem Monat ab. Da der Stichprobenzeitraum im Januar 2018 beginnt, wird per Definition in diesem Monat eine sehr große Anzahl von Gegenparteien erstmals identifiziert werden. In den unmittelbar folgenden Monaten dürfte eine erhöhte Zahl von Transaktionen dieser „erstmaligen Gegenparteien“ zu beobachten sein. Die tatsächlichen Daten bestätigen diese Erwartungen, denn die „Markteintrittsrate“ stabilisiert sich ab etwa Mitte 2018 allmählich. Um diesen mechanischen Effekt zu berücksichtigen, ist die Zahl der erstmaligen Gegenparteien in Abbildung 2 auf das Niveau von 2019 indexiert und nicht, wie in den anderen Zeitreihen, auf das Niveau von 2018.

Ausführungsdatum liegt. Die dritte Kategorie sind kurzfristige Inflations-Fixings. Bei diesen Kontrakten hängen die Cashflows von der Jahresänderungsrate ab, die sich aus den Veröffentlichungen der künftigen Inflationsrate ergibt.⁹ Als neues Element der EZB-Analysen des Marktes für inflationsindexierte Swaps werden im vorliegenden Aufsatz erstmals die Anteile der Aktivität an den Märkten für inflationsindexierte Swaps im Euroraum ausgewiesen, die auf diese drei Kategorien entfallen.¹⁰ Damit lässt sich möglicherweise besser beurteilen, ob der deutliche Anstieg der Gesamtaktivität auf einem ausgereiften Markt stattfindet oder einfach nur einer von vielen sich verändernden Parametern auf einem sich nach wie vor entwickelnden Markt ist. Im ersten Fall könnte man davon ausgehen, dass sich die Aktivitätsanteile der einzelnen Produkte und der jeweiligen zugrunde liegenden Laufzeiten im Laufe der Zeit nicht zu stark und/oder nicht allzu schnell ändern. Im zweiten Fall würde man dagegen mit größeren Veränderungen rechnen.

Abbildung 3

Anteil des am Markt für inflationsindexierte Swaps im Euroraum gehandelten Brutto-Nominalbetrags



Quellen: EZB (EMIR), LSEG und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a zeigt die Verteilung des gehandelten Brutto-Nominalbetrags von Kassa- und Termingeschäften mit inflationsindexierten Swaps sowie Inflations-Fixings im Zeitraum von Januar 2018 bis April 2024. In Grafik b wird die größte der drei Kategorien (d. h. Kassageschäfte mit inflationsindexierten Swaps) genauer nach Laufzeit analysiert, angeordnet nach Bedeutung und Relevanz. Andere Laufzeiten, die teilweise einen höheren Anteil der Aktivität ausmachen als die 20-jährigen, 15-jährigen und 30-jährigen Laufzeiten, sind unter „Sonstige“ zusammengefasst. Die Spanne zwischen Minimum und Maximum basiert auf den jährlichen Anteilen des gehandelten Brutto-Nominalbetrags.

Die Aktivität an den Märkten für inflationsindexierte Swaps im Euroraum umfasst fast ausschließlich Kassageschäfte. Der Hauptanteil der Aktivität

⁹ Genau genommen sind Inflations-Fixings somit eine Form von Kassa- oder Termingeschäften mit inflationsindexierten Swaps. Allerdings haben inflationsindexierte Standard-Swapkontrakte (sowohl zum Kassakurs als auch als Termingeschäft) in der Regel Laufzeiten und Terminhorizonte von mehreren Jahren ab dem Ausführungsdatum, wohingegen bei Inflations-Fixings Inflationsraten über einen Zeitraum von 0 bis weniger als 12 Monaten (oder von mehr als 12 bis weniger als 24 Monaten) nach dem Ausführungsdatum gehandelt werden.

¹⁰ Erste Erkenntnisse zur Aktivität am Markt für inflationsindexierte Swaps im Euroraum liefern Boneva et al. (2019) auf der Grundlage einer früheren Momentaufnahme von EMIR-Daten geringerer Qualität. Im Rahmen dieser weniger detaillierten Analyse wurde die Aktivität bei Inflations-Fixings beispielsweise nicht betrachtet.

konzentriert sich auf Laufzeiten, die bei der Beobachtung der Entwicklung zu geldpolitischen Zwecken eine wichtige Rolle spielen. Grafik a in Abbildung 3 zeigt, dass sich der Handel an den Märkten für inflationsindexierte Swaps im Euroraum strukturell fast ausschließlich auf Kassageschäfte konzentriert. Der entsprechende Nominalbetrag macht rund 98 % des gesamten Nominalbetrags der vollständigen Stichprobe aus. Dagegen entfallen auf reine Termingeschäfte und Inflations-Fixings nur sehr geringe Anteile von jeweils rund 1 %. Ein entscheidender Punkt dabei ist: Auch wenn die Marktteilnehmer Terminkontrakte selten direkt handeln, d. h., es keine Outright-Termingeschäfte sind, führt dies nicht dazu, dass wichtige inflationsindexierte Termin-Swapsätze im Euroraum, die zu geldpolitischen Zwecken beobachtet werden, weniger nützlich sind. Tatsächlich konzentriert sich die Aktivität bei Kassageschäften inflationsindexierter Swapkontrakte – nach Nominalanteilen der vollständigen Stichprobe angeordnet – auf fünf-, zehn-, zwei- und einjährige Laufzeiten (siehe Abbildung 3, Grafik b). Terminalsätze, die sich aus den Laufzeiten dieser Kassageschäfte ableiten – z. B. die fünfjährigen Terminalsätze in fünf Jahren und die einjährigen Terminalsätze in einem Jahr, die als Näherungswerte für die Verankerung der langfristigen bzw. der mittelfristigen Inflationserwartungen dienen –, können somit als besonders aufschlussreich eingestuft werden.

Die Stabilität der Aktivität sowohl bei Produktarten als auch bei Laufzeiten deutet darauf hin, dass der Handel mit inflationsindexierten Swaps im Euroraum die Kennzeichen eines ausgereiften Marktes aufweist. Die Feststellung, dass der Handel fast ausschließlich auf Kassageschäfte entfällt, gilt auch für einzelne Jahre. Die jeweiligen Nominalanteile weichen nur geringfügig von den Durchschnittswerten der vollständigen Stichprobe ab (ohne Abbildung). Darüber hinaus ist die Reihenfolge der aktivsten Laufzeiten in der Kategorie der Kassageschäfte im Zeitverlauf relativ ähnlich geblieben. Dies lässt sich sowohl beim Vergleich des Zeitraums von 2018 bis 2020 mit jenem von 2021 bis 2024 als auch bei Betrachtung der Veränderung der Aktivitätsanteile über Laufzeiten hinweg in den einzelnen Jahren des Stichprobenzeitraums ablesen (siehe die Spanne zwischen Minimum und Maximum in Grafik b von Abbildung 3). Somit scheinen die Marktteilnehmer am Markt für inflationsindexierte Swaps im Euroraum, der seit rund 20 Jahren existiert, überwiegend etablierte Produkte und Laufzeiten zu wählen, um sich gegen das mit der zukünftigen Inflationsentwicklung verbundene Risiko abzusichern bzw. ihre diesbezügliche Einschätzung zum Ausdruck zu bringen.

Die Handelsaktivität im Bereich der Inflations-Fixings stellt eine bemerkenswerte Ausnahme dar. Hier war während der Hochinflationphase ein unverhältnismäßig starker Anstieg festzustellen. Auch wenn auf Inflations-Fixings im Durchschnitt weniger als 2 % des gehandelten Nominalbetrags entfiel, hat sich ihr Anteil an der Aktivität im Zeitraum von 2018 bis 2020 wie auch im Zeitraum von 2021 bis 2024 vor dem Hintergrund einer höheren Gesamtaktivität in etwa jeweils verdoppelt. Schätzungen zufolge hat sich die Gesamtaktivität bei Inflations-Fixings ungefähr verfünffacht, während sich die Aktivität bei anderen Geschäften mit

inflationsexindexierten Swaps in etwa verdoppelt haben dürfte.¹¹ In dem besonders deutlichen Anstieg bei Inflation-Fixings dürfte zum Ausdruck kommen, dass bestimmte Veröffentlichungen von Inflationzahlen, die in einem Umfeld hoher und volatiler Inflationraten als richtungsweisende Indikatoren angesehen werden, stärker im Fokus stehen und ein höheres Spekulationspotenzial bieten. Zumindest legt die deutlich höhere Aktivität bei Inflation-Fixings den Schluss nahe, dass sich die Preisfindung für diese Produkte während der Hochinflationphase verbessert hat.

4 Preisfindung

Der für eine Reihe von Aktivitätsmessgrößen beobachtete Anstieg könnte auch unter dem Aspekt der Preisfindung als ermutigend angesehen werden, doch für eine belastbarere Einschätzung des Prozesses sind weitere Belege vonnöten. Unter Preisfindung versteht man grob gesagt den Prozess, mit dem Käufer und Verkäufer den „angemessenen“ Preis für ein Wertpapier oder einen Kontrakt festlegen. Bei ansonsten gleichen Bedingungen dürften sich eine höhere Transaktionsanzahl und ein größeres Transaktionsvolumen positiv auf diesen Prozess auswirken.¹² Diesbezüglich könnte vor allem eine breitere und tiefere Beteiligung der Anleger an den Märkten für inflationsexindexierte Swaps im Euroraum als vorteilhaft eingestuft werden. Für eine genauere Beurteilung ist es jedoch unter Umständen sinnvoll, mindestens zwei weitere Dimensionen zu berücksichtigen. Erstens könnte bei einer engeren Beziehung zwischen dem Aktivitätsniveau und der Häufigkeit der Preisanpassungen der Preisfindungsprozess als fundierter gelten.¹³ Zweitens ist anzunehmen, dass die Preise umso stärker die „Fundamentaldaten“ widerspiegeln, je bedeutsamer die Rolle der „informierten“ Anleger für ein bestimmtes Aktivitätsniveau ist.¹⁴

Die Entwicklung der Gesamtaktivität deutet auf eine solide Preisfindung hin. Auf die Tage mit den stärksten Veränderungen der inflationsexindexierten Swapsätze im Euroraum entfällt ein unverhältnismäßig hoher Aktivitätsanteil. Zu diesem Ergebnis kommt eine empirische Untersuchung, bei der die Verteilung des an den Märkten für inflationsexindexierte Swaps im Euroraum gehandelten

¹¹ Zu beachten ist, dass es sich beim Anstieg der Aktivität insbesondere bei Fixing-Kontrakten um eine Schätzung handelt. Da ein Identifizierungsmerkmal fehlt, mit dem sich Inflation-Fixings von anderen inflationsexindexierten Swapkontrakten unterscheiden lassen, ist die tatsächliche Veränderung der Aktivität in einem kleineren Segment des Gesamtmarkts mit erheblicher Unsicherheit behaftet. Um dieses Problem zu lösen, wird hier eine Art „Radius-Abgleich“ verwendet. Bei diesem Verfahren werden die gehandelten Sätze den notierten Sätzen gegenübergestellt, um zu ermitteln, bei welchen Geschäften es sich wahrscheinlich um Inflation-Fixings handelt. Dieses Verfahren liefert zwar plausible Ergebnisse, doch eine in den letzten Jahren deutlich stärkere Schwankung des Inflationsexgleichs könnte dazu beigetragen haben, dass ein größerer Anteil der Geschäfte als Inflation-Fixings identifiziert wurde. Aufgrund dieser Unsicherheit enthält der vorliegende Aufsatz keine detaillierteren Ergebnisse zu Inflation-Fixings.

¹² Laut O'Hara (2003) ist die Preisfindung neben der Bereitstellung von Liquidität eine der beiden Hauptfunktionen von Finanzmärkten. Trotzdem gibt es Unterschiede und Ungenauigkeiten bei den Definitionen von Preisfindung (Putniņš, 2013).

¹³ Diese Vorstellung deckt sich mit der Hypothese der „Mischung von Verteilungen“, die von Clark (1973), Epps und Epps (1976) und Harris (1986) aufgestellt wurde. Diese Hypothese postuliert, dass die Preise und Handelsvolumen (d. h. die Aktivitätsniveaus) von einer gemeinsamen zugrunde liegenden Variable abhängen, nämlich dem Informationsfluss. Werden neue Informationen bekannt, reagieren die Händler sowohl mit einer Korrektur der entsprechenden Wertpapierpreise als auch mit einer Erhöhung ihres Handelsvolumens.

¹⁴ Ein theoretisches Modell zur vorteilhaften Rolle informierter Händler findet sich z. B. bei Kyle (1985).

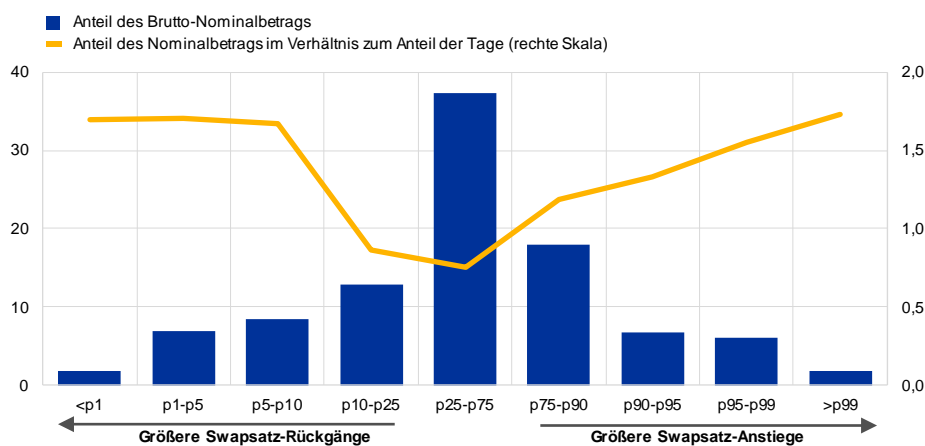
Nominalbetrags über Kategorien hinweg analysiert wird, die das Ausmaß der täglichen Veränderungen der inflationsindexierten Swapsätze im Euroraum erfassen. Konkret werden in Abbildung 4 die Tage der Stichprobe nach den jeweiligen Veränderungen der Kassakurse für fünfjährige inflationsindexierte Swaps im Euroraum (aufsteigend von Rückgängen zu Anstiegen) geordnet, bevor diese Veränderungen dann auf der Grundlage verschiedener Perzentile einzelnen Kategorien zugewiesen werden.¹⁵ Die Abbildung zeigt, dass das 1 % der in der Stichprobe erfassten Tage mit den stärksten Rückgängen bzw. Anstiegen der inflationsindexierten Swapsätze im Eurogebiet jeweils rund 2 % des gehandelten Nominalbetrags ausmacht. Daraus ergibt sich ein Verhältnis des Anteils des Nominalbetrags zur Anzahl der Tage von jeweils knapp zwei für diese beiden Kategorien. Intuitiv ist anzunehmen, dass ein höherer Wert dieses Verhältnisses eine relativ stärkere Unterstützung durch die zugrunde liegende Aktivität impliziert. Betrachtet man die größeren Kategorien, die die zunehmend weniger stark ausgeprägten täglichen Veränderungen der inflationsindexierten Swapsätze abdecken, so nimmt dieses Verhältnis ab. Bei der Kategorie, die 50 % der geringsten täglichen Veränderungen der inflationsindexierten Swapsätze umfasst, sinkt es dann deutlich unter eins. Dies spiegelt die Tatsache wider, dass auf die Tage zwischen dem 25. und dem 75. Perzentil der Verteilung der täglichen Veränderungen der fünfjährigen inflationsindexierten Swapsätze im Euroraum weniger als 40 % des gehandelten Nominalbetrags entfallen. Insgesamt deutet dies darauf hin, dass eine relativ enge Beziehung zwischen dem Aktivitätsniveau und der Häufigkeit der Preisanpassungen existiert und der Preisfindungsprozess damit solide ist.

¹⁵ Die Tage werden anhand der Veränderungen der fünfjährigen inflationsindexierten Swapsätze im Euroraum geordnet, da dies die am aktivsten gehandelte Laufzeit ist (siehe Abbildung 3) und diese Veränderungen über die Laufzeiten hinweg eine hohe Korrelation aufweisen. Damit sind die Veränderungen der Instrumente mit fünfjähriger Laufzeit allgemein ein guter Näherungswert für das Ausmaß der Neubewertung an den Märkten für inflationsindexierte Swaps im Eurogebiet.

Abbildung 4

Anteil des gehandelten Brutto-Nominalbetrags nach Ausmaß der täglichen Veränderung der inflationsindexierten Swapsätze im Euroraum

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



Quellen: EZB (EMIR), LSEG und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In der Abbildung ist die Stichprobe von Januar 2018 bis April 2024 in Kategorien der täglichen Veränderungen der fünfjährigen inflationsindexierten Swapsätze im Euroraum nach Ausmaß unterteilt. Die Kategorie „<p1“ umfasst das 1 % der Beobachtungen mit den stärksten täglichen Rückgängen, während die Kategorie „>p99“ das 1 % der Beobachtungen mit den stärksten täglichen Anstiegen enthält. Die blauen Balken zeigen für die gesamte Stichprobe den Anteil des Brutto-Nominalbetrags der gehandelten fünfjährigen inflationsindexierten Swapkontrakte im Euroraum, der auf jede Kategorie entfällt. Die gelbe Linie zeigt das Verhältnis dieses Anteils zum Anteil der Tage in jeder Kategorie an (d. h. 1 % für <p1, 4 % für p1-p5 usw.).

Eine Analyse der sektoralen Aktivität bestätigt ebenfalls, dass die Preisfindung in der Hochinflationphase im Einklang mit den „Fundamentaldaten“ stand, denn der Aktivitätsanteil besser informierter und schneller reagierender Gegenparteien nahm in dieser Zeit deutlich zu.

Die intuitive Annahme für die Analyse der sektoralen Zusammensetzung der Aktivität lautet, dass die Preise die Fundamentaldaten (die hier ganz allgemein definiert sind als Informationen über die Inflationsaussichten) wahrscheinlich umso stärker widerspiegeln, je höher der Anteil der Aktivität von Anlegern ist, die die gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen genau verfolgen und bei einer Neubewertung der Inflationsaussichten rasch handeln.¹⁶ In einem Umfeld, in dem dieser Anteil hoch ist, dürfte es sich bei einem „marginalen Anleger“ im Fall einer bestimmten Transaktion wahrscheinlich eher um eine informierte und reaktionsschnelle Gegenpartei handeln, die dazu beiträgt, den akzeptablen Preis auf der Grundlage einer aktuellen Beurteilung der Inflationsaussichten zu verankern.

In diesem Zusammenhang ist der Hedgefonds-Sektor von besonderem Interesse.

Allgemein wird angenommen, dass es unter den verschiedenen Gruppen von Gegenparteien, die am Markt für inflationsindexierte Swaps im Euroraum aktiv sind, wohl die globalen Makro-Hedgefonds und in geringerem Maße die Investmentfonds sind, die sowohl auf gesamtwirtschaftliche Entwicklungen achten als auch schnell darauf reagieren. Empirisch untermauert wird diese Hypothese

¹⁶ Somit sind die Inflationsaussichten, so wie sie hier verstanden werden, nicht begrenzt auf die in die inflationsindexierten Swapsätze eingepreisten „tatsächlichen“ Erwartungen, sondern umfassen auch die Inflationsrisikoprämie. Eine Erörterung der tatsächlichen Inflationserwartungen und der Risikoprämien findet sich in Böninghausen et al. (2018). Weitere Informationen zu den modellbasierten Aufgliederungen der inflationsindexierten Swapsätze in diese beiden Komponenten finden sich in Burban et al. (2022).

durch die in Kasten 1 vorgestellten Belege. In diesem Kasten wird beleuchtet, wie verschiedenartig die Sektoren der Gegenparteien am Markt für inflationsindexierte Swaps im Eurogebiet auf „fundamentale“ Schocks von unterschiedlicher Stärke reagieren.

Kasten 1

Die Reagibilität von Gegenparteien am Markt für inflationsindexierte Swaps im Euroraum

Konzeptionell lassen sich die Gegenparteien, die am Markt für inflationsindexierte Swaps im Euroraum (und ganz generell an den Finanzmärkten aktiv sind, in ein Reagibilitätsspektrum einordnen. Am einen Ende dieses Spektrums stehen die sehr reaktionsschnellen Gegenparteien. Diese verfolgen die gesamtwirtschaftlichen und allgemeinen Nachrichten genau und häufig, sind jedoch auch bereit, als Reaktion auf diese Nachrichten schnell zu handeln. Am anderen Ende finden sich Gegenparteien, die den Nachrichtenfluss möglicherweise ähnlich genau verfolgen, jedoch in regelmäßigeren Abständen handeln, sodass ihre Reaktionen mögliche Bewertungsänderungen aufgrund eingehender Informationen nur mit einer spürbaren Verzögerung widerspiegeln.

In einer stilisierten Ansicht würde generell angenommen, dass sich Hedgefonds am reaktionsschnellen Ende dieses Spektrums befinden, während Versicherungsgesellschaften und Altersvorsorgeeinrichtungen das weniger reaktionsschnelle Ende bilden. Die meisten Investmentfonds wären irgendwo dazwischen einzuordnen. Je nach Finanzmarkt und beteiligten Gegenparteien könnte sich die Einordnung der Gegenparteien in Sektoren jedoch als ungenauer erweisen. Anders ausgedrückt: Gegenparteien, deren Name auf eine Zugehörigkeit zu einem bestimmten Sektor schließen lässt, könnten ein Verhalten an den Tag legen, das eher mit einem anderen Sektor verbunden wird.¹⁷

Dieser Kasten zeigt, dass im Datensatz, der im vorliegenden Aufsatz verwendet wird, das Verhalten der Gegenparteien über die Sektoren hinweg relativ gut den stilisierten Annahmen entspricht. Die Identifikationsstrategie hinter dieser Schlussfolgerung lautet:

Die Tatsache, dass in der Regel auf die Tage mit stärkeren Veränderungen der inflationsindexierten Swapsätze im Euroraum ein unverhältnismäßig hoher Anteil der Gesamtaktivität entfällt (siehe Abbildung 4 und die entsprechende Erörterung im Haupttext dieses Aufsatzes), legt den Schluss nahe, dass sowohl die Veränderungen der inflationsindexierten Swapsätze als auch die Aktivitätsniveaus von einem gemeinsamen „fundamentalen“ Schock beeinflusst werden. Entsprechend kann das Ausmaß der Veränderungen der inflationsindexierten Swapsätze als grobes „Instrument“ fungieren, das als Näherungswert für die Relevanz des Schocks dient. Da jegliche Unterschiede hinsichtlich der Reagibilität der Gegenparteien bei relevanteren Schocks besonders deutlich zutage treten dürften, wäre zu erwarten, dass die Aktivität der Sektoren, denen eine höhere Reagibilität unterstellt wird, an den Tagen mit stärkeren Veränderungen der inflationsindexierten Swapsätze unverhältnismäßig stark zunimmt.

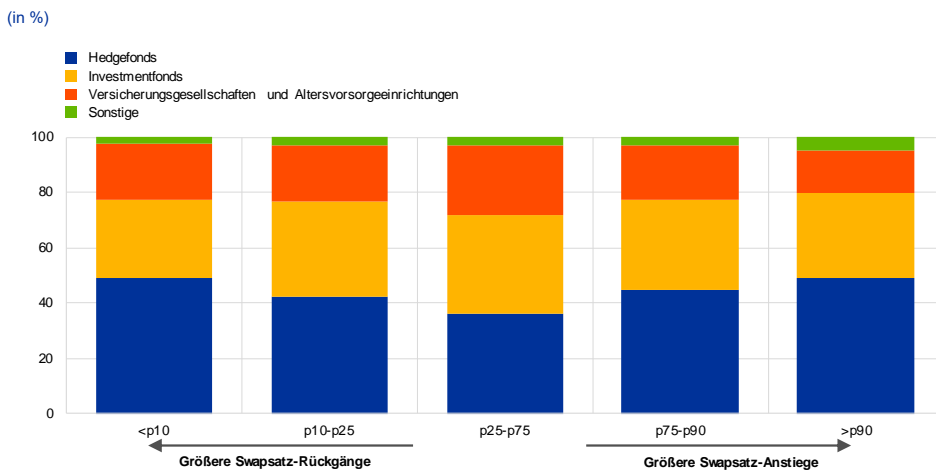
¹⁷ Siehe auch Boneva et al. (2019).

Die stilisierten Annahmen lassen sich unter zwei Blickwinkeln bestätigen.¹⁸

Erstens gilt: An Tagen, an denen das Ausmaß der Veränderungen der inflationsindexierten Swapsätze im Eurogebiet auf besonders relevante Schocks hindeutet (d. h. ein Niveau unter dem 10. und über dem 90. Perzentil), stammt der von den nicht dem Bankensektor angehörenden identifizierten Gegenparteien gehandelte Nominalbetrag überwiegend aus dem Hedgefonds-Sektor (siehe Abbildung A).¹⁹ Dies steht in deutlichem Gegensatz zu den Tagen mit weniger starken Veränderungen der inflationsindexierten Swapsätze und somit vermutlich weniger relevanten Schocks. Bemerkenswert ist auch, dass in einer spiegelbildlichen Darstellung der Anteile, die über die Kategorien hinweg auf den Hedgefonds-Sektor entfallen, die Anteile der Versicherungsgesellschaften und Altersvorsorgeeinrichtungen eine inverse Korrelation zur Relevanz der Schocks aufweisen.

Abbildung A

Sektorale Zusammensetzung des gehandelten Brutto-Nominalbetrags nach Ausmaß der täglichen Veränderung der inflationsindexierten Swapsätze im Euroraum



Quellen: EZB (EMIR, RIAD), GLEIF, Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In der Abbildung ist die Stichprobe von Januar 2018 bis April 2024 in Kategorien der täglichen Veränderungen der fünfjährigen inflationsindexierten Swapsätze im Euroraum nach Ausmaß unterteilt. Die Kategorie „<p10“ umfasst die 10 % der Beobachtungen mit den stärksten täglichen Rückgängen, während die Kategorie „>p90“ die 10 % der Beobachtungen mit den stärksten täglichen Anstiegen enthält. Die gestapelten Balken zeigen für jede Kategorie die Anteile des Nominalbetrags, die auf die verschiedenen Sektoren bei Transaktionen mit sämtlichen inflationsindexierten Swapkontrakten im Euroraum an den einzelnen Tagen der jeweiligen Kategorie entfallen. Die Anteile wurden nach dem Ausschluss des von Banken und nicht identifizierten Gegenparteien gehandelten Nominalbetrags in der Stichprobe reskaliert.

Zweitens zeigt Abbildung B ein Aktivitätsprofil für jeden Sektor nach einer wohl genaueren Untersuchung der sektoralen Reagibilität. Dieses Profil ergibt sich, indem für jede Kategorie der Veränderung der inflationsindexierten Swapsätze das Verhältnis a) des Anteils des gesamten in der Stichprobe erfassten Nominalbetrags eines Sektors, der an den in der Kategorie erfassten Tagen

¹⁸ Die Ergebnisse zusätzlicher Panel-Regressionen auf Ebene der Gegenparteien decken sich mit den hier dargelegten Erkenntnissen. Konkret ist der Hedgefonds-Sektor derjenige, bei dem die Aktivität am Markt für inflationsindexierte Swaps am konstantesten an den Tagen steigt, an denen es zu gesamtwirtschaftlichen Schocks kommt und Inflationsergebnisse veröffentlicht werden. Die Aktivität dieses Sektors nimmt in der Regel auch stärker zu als die anderer (nicht dem Bankensektor angehörender) Sektoren wie Investmentfonds oder Versicherungsgesellschaften und Altersvorsorgeeinrichtungen.

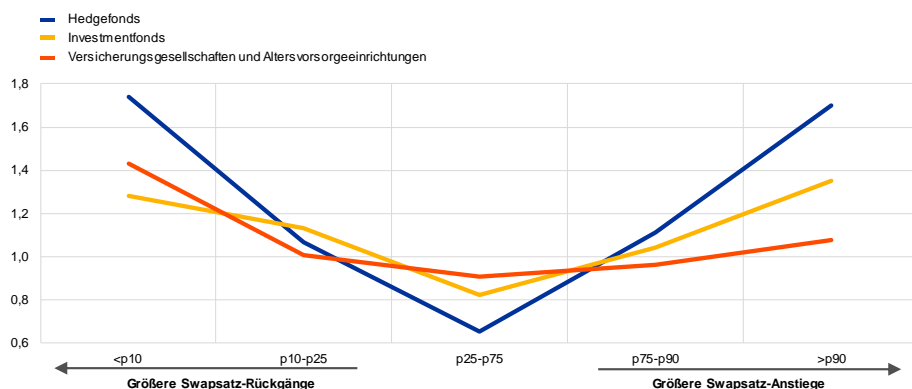
¹⁹ Während die Stichprobe in Abbildung A und B nach Kategorien geordnet ist, die die unterschiedlich starken täglichen Veränderungen der fünfjährigen inflationsindexierten Swapsätze im Euroraum abdecken, ist die Aufschlüsselung weniger granular als in Abbildung 4 im Haupttext dieses Aufsatzes. Dies ist darauf zurückzuführen, dass Abbildung A und B eine zusätzliche sektorale Perspektive enthalten, die zu unklaren Ergebnissen führen würde, wenn beispielsweise das 1. und das 99. Perzentil betrachtet würden.

gehandelt wurde, zu b) dem Anteil der von der Kategorie abgedeckten Tage berechnet wird. Im Einklang mit den Einschätzungen zur Preisfindung insgesamt sollten die Sektoren, die als reaktionsschneller eingestuft werden, ein stärker V-förmiges Profil aufweisen. Das ist auch tatsächlich der Fall: Das Profil des Hedgefonds-Sektors weist ohne Zweifel die deutlichste V-Form auf, gefolgt vom Profil des Investmentfonds-Sektors und jenem des Sektors der Versicherungsgesellschaften und Altersvorsorgeeinrichtungen.

Abbildung B

Relative Aktivitätsprofile nach Sektor und nach Ausmaß der täglichen Veränderung der inflationsindexierten Swapsätze im Euroraum

(Verhältnisse)



Quellen: EZB (EMIR, RIAD), GLEIF, Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In der Abbildung ist die Stichprobe von Januar 2018 bis April 2024 in Kategorien der täglichen Veränderungen der fünfjährigen inflationsindexierten Swapsätze im Euroraum nach Ausmaß unterteilt. Die Kategorie „<p10“ umfasst die 10 % der Beobachtungen mit den stärksten täglichen Rückgängen, während die Kategorie „>p90“ die 10 % der Beobachtungen mit den stärksten täglichen Anstiegen enthält. Die Linien zeigen für jeden Sektor das Profil eines Verhältnisses, das für jede Kategorie folgendermaßen berechnet wird: der Anteil des gesamten in der Stichprobe erfassten Nominalbetrags, der an den in der Kategorie erfassten Tagen mit sämtlichen inflationsindexierten Swapkontrakten im Euroraum gehandelt wurde, geteilt durch den Anteil der durch die Kategorie abgedeckten Tage.

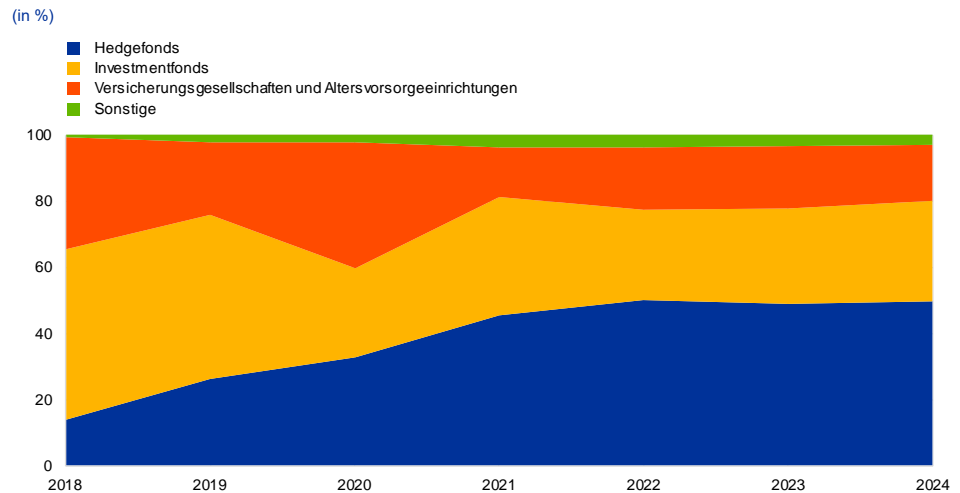
Der Hedgefonds-Sektor ist auch der Sektor, dessen Aktivitätsanteil am Markt für inflationsindexierte Swaps im Euroraum in den letzten Jahren sehr stark gestiegen ist. Abbildung 5 zeigt die Entwicklung der Aktivitätsanteile, die den einzelnen Sektoren der Gegenparteien zugeordnet werden können. Im Rahmen der vorliegenden Erörterung werden in der Abbildung zwei Arten von Gegenparteien ausgeschlossen. Diese sind zum einen Banken, die nach wie vor als Vermittler für fast die gesamte Aktivität am Markt für inflationsindexierte Swaps in Euroraum fungieren, und zum anderen nicht identifizierte Gegenparteien.²⁰ Lässt man diese beiden Akteure außer Acht, ist der auf Hedgefonds entfallende Anteil des verbleibenden Brutto-Nominalbetrags deutlich gestiegen, und zwar von weniger als 20 % im Jahr 2018 auf rund 50 % ab dem Jahr 2021. Somit sind für einen wachsenden Anteil der Aktivität am Markt für inflationsindexierte Swaps im Euroraum Anleger verantwortlich, die ihre Einschätzungen zu den Inflationsaussichten häufiger aktualisieren und auf der Grundlage dieser Einschätzungen rasch handeln. Das bedeutet, dass der Informationsgehalt der

²⁰ Banken werden in der Darstellung nicht berücksichtigt, da auf sie wegen ihrer Vermittlerrolle ein dominierender Anteil der Gesamtaktivität entfällt. Damit wäre es schwieriger, die Entwicklung der Aktivität der Nichtbanken abzubilden. Darüber hinaus lässt sich der (aus ökonomischer Sicht interessantere) Teil der Bankenaktivität, der die auf Einschätzungen zu den Inflationsaussichten basierende Positionierung widerspiegelt, auf der Grundlage der verfügbaren Daten nicht von der Vermittlertätigkeit unterscheiden.

inflationsexindexierten Swapsätze im Euroraum in den letzten Jahren eher zugenommen haben dürfte.²¹

Abbildung 5

Anteil des gehandelten Brutto-Nominalbetrags nach Sektor



Quellen: EZB (EMIR, RIAD), GLEIF, Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt den in einem bestimmten vollständigen Jahr (im Fall des Jahres 2024 jedoch von Januar bis April) am Markt für inflationsexindexierte Swaps im Euroraum gehandelten Brutto-Nominalbetrag aufgeschlüsselt nach folgenden Gegenparteien: Hedgefonds, Investmentfonds, Versicherungsgesellschaften und Altersvorsorgeeinrichtungen sowie sonstige Sektoren. Die Anteile wurden reskaliert, nachdem in der Stichprobe der von Banken und nicht identifizierten Gegenparteien gehandelte Nominalbetrag ausgeschlossen wurde.

5 Schlussbemerkungen

Die Daten zu Derivategeschäften legen den Schluss nahe, dass die Märkte für inflationsexindexierte Swaps im Euroraum einen erheblichen Informationsgehalt bieten und dieser in den letzten Jahren eher noch zugenommen hat. Im vorliegenden Aufsatz wurden detaillierte Analyseergebnisse von Daten vorgestellt, die gemäß der EMIR-Verordnung gemeldet werden und direkte detaillierte Belege für die Aktivität von Gegenparteien an den Märkten für inflationsexindexierte Swaps im Euroraum liefern. Anhand dieser Daten sollte der Informationsgehalt der inflationsexindexierten Swapsätze im Euroraum als Messgrößen des

²¹ Ein stärkeres Engagement von Hedgefonds beruht nicht notwendigerweise ausschließlich auf „absoluten“ Preissetzungsmotiven, d. h. darauf, dass ein Hedgefonds einen inflationsexindexierten Swapkontrakt aufgrund der Einschätzungen zur künftigen Inflationsentwicklung handelt. Es könnte auch auf „relative“ Preissetzungsmotive zurückzuführen sein, d. h. darauf, dass ein Hedgefonds einen inflationsexindexierten Swapkontrakt aufgrund der Beurteilung des entsprechenden inflationsexindexierten Swapsatzes im Verhältnis zum Preis eines ähnlichen Vermögenswerts (z. B. einer inflationsexindexierten Staatsanleihe) handelt. Die kräftige Ausweitung des Handels mit kurzfristigen Inflations-Fixings, bei denen praktisch die gesamte identifizierbare Aktivität von Nichtbanken auf Hedgefonds entfällt und die sich nicht für eine Preisfindung im Verhältnis zu (generell länger laufenden) inflationsexindexierten Staatsanleihen eignen, ist ein deutliches Anzeichen dafür, dass die absolute Preissetzungsaktivität zugenommen hat. Es scheint jedoch plausibel, dass relative Preissetzungsmotive zumindest teilweise zur Zunahme der Hedgefonds-Aktivität an den Märkten für inflationsexindexierte Swaps im Euroraum beigetragen haben, denn auch an den Märkten für Staatsanleihen im Euroraum hat sich die Handelsaktivität dieses Sektors in den letzten Jahren erheblich erhöht (Ferrara et al., 2024). Letztlich lässt sich die „wahre“ Motivation für eine Transaktion nicht überprüfen, zumindest nicht, solange weiterhin keine (zuordenbaren) Daten zu Transaktionen an den Kassa-Märkten für Staatsanleihen im Eurogebiet zur Verfügung stehen. Siehe in diesem Zusammenhang auch Barria und Pinter (2023), die sich mit der Arbitrage-Aktivität von Hedgefonds an den Märkten für inflationsexindexierte Swaps und Staatsanleihen im Vereinigten Königreich beschäftigen.

Inflationsausgleichs beurteilt werden. Die Daten deuten auf eine erhebliche Zunahme der Gesamtaktivität sowohl in der Breite als auch in der Tiefe hin. Der Prozess der Preisfindung auf der Grundlage der Handelsaktivität scheint insgesamt robust, und die sektorale Zusammensetzung der Aktivität hat sich hin zu Gegenparteien verlagert, bei denen davon ausgegangen werden kann, dass sie schneller auf Veränderungen der Inflationsaussichten reagieren. Insbesondere ist der Anteil der Aktivität der Hedgefonds gestiegen. Alles in allem scheint die kontinuierliche Aktualisierung der Einschätzungen über die Inflationsaussichten immer mehr Geschäften an den Märkten für inflationsindexierte Swaps im Euroraum zugrunde zu liegen.

Literaturverzeichnis

Barria, R. und Pinter, G. (2023), Mispricing in inflation markets, Staff Working Papers der Bank of England, Nr. 1034, August.

Boneva, L., Böninghausen, B., Fache Rousová, L. und Letizia, E. (2019), [Daten zu Derivategeschäften und deren Nutzen für die Zentralbankanalyse](#), EZB, Wirtschaftsbericht 6/2019.

Böninghausen, B., Kidd, G. und de Vincent-Humphreys, R. (2018), [Jüngste Entwicklung der marktbasieren Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen und ihre Interpretation](#), EZB, Wirtschaftsbericht 6/2018.

Burban, V., De Backer, B., Schupp, F. und Vladu, A. L. (2022), [Zerlegung der marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs in Inflationserwartungen und Inflationsrisikoprämien](#), Kasten 4, EZB, Wirtschaftsbericht 8/2021.

Chahad, M., Hofmann-Drahonsky, A., Krause, W., Landau, B. und Sigwalt, A. (2024), [Analyse der empirischen Prognosegüte der Inflationsprojektionen von Fachleuten der EZB/des Eurosystems seit dem Jahr 2000](#), EZB, Wirtschaftsbericht 5/2024.

Clark, P. K. (1973), A subordinated stochastic process model with finite variance for speculative prices, *Econometrica*, Bd. 41, Nr. 1, Januar, S. 135-155.

Epps, T. W. und Epps, M. L. (1976), The stochastic dependence of security price changes and transaction volumes: implications for the mixture-of-distributions hypothesis, *Econometrica*, Bd. 44, Nr. 2, März, S. 305-321.

Ferrara, M. F., Linzert, T., Nguyen, B., Rahmouni-Rousseau, I., Skrzypińska, M. und Vaz Cruz, L. (2024), [Hedge funds: good or bad for market functioning?](#), Der EZB-Blog, 23. September.

Harris, L. (1986), Cross-Security Tests of the Mixture of Distributions Hypothesis, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Bd. 21, Nr. 1, März, S. 39-46.

Kyle, A. S. (1985), Continuous auctions and insider trading, *Econometrica*, Bd. 53, Nr. 6, November, S. 1315-1335.

Munch Grønlund, A., Jørgensen, K. und Schupp, F. (2024), [Bedeutung technischer Faktoren für Inflationsswapsätze im Euroraum](#), EZB, Wirtschaftsbericht 3/2024.

O'Hara, M. (2003), Presidential Address: Liquidity and Price Discovery, *The Journal of Finance*, Bd. 58, Nr. 4, August, S. 1335-1354.

Putniņš, T. J. (2013), What do price discovery metrics really measure?, *Journal of Empirical Finance*, Bd. 23, September, S. 68-83.

3 Bargeld ist immer noch interessant... auch für die Jüngeren? Entkopplung von Alters-, Perioden- und Kohorteneffekten der Bargeldnutzung im Euroraum

Rebecca Clipal und Alejandro Zamora-Pérez

1 Einleitung

In der modernen Forschung zu Zahlungsgewohnheiten gibt die Diskrepanz zwischen der bereits seit Jahrzehnten vorhergesagten bargeldlosen Gesellschaft und der empirisch belegten Realität, dass Bargeld nach wie vor eine bedeutende Rolle spielt, ein zentrales Rätsel auf. Am Euro zeigt sich diese Beharrungskraft des Bargelds in geradezu beispielhafter Weise. Der Euro-Bargeldumlauf erreichte Ende 2024 ein Volumen von 1,59 Bio. € und entsprach damit – ähnlich wie bereits zehn Jahre zuvor – etwa 10 % des BIP im Euroraum.¹ Zwar hat sich die Nutzung von Bargeld für Transaktionszwecke, die Schätzungen zufolge rund 20 % des gesamten Umlaufs ausmachen (Zamora-Pérez, 2021), im Zuge der fortschreitenden Digitalisierung deutlich verringert. Dennoch vollzog sich diese Entwicklung langsamer als erwartet, und das Bargeld ist nicht verschwunden. Im Gegenteil, die Datenlage belegt, dass im stationären Handel 2024 etwa die Hälfte aller physischen Transaktionen mit Bargeld beglichen wurden. Damit ist Bargeld nach wie vor das am häufigsten genutzte Zahlungsmittel und hat die breiteste Händlerakzeptanz (EZB, 2024a; EZB, 2024b). Diese Beharrungskraft steht im Widerspruch zu dem bereits seit Jahrzehnten angekündigten Ende des Bargelds (Shy, 2023). Die Nachfrage nach physischem Geld unterliegt also offensichtlich noch anderen Einflussfaktoren als nur der Transaktionseffizienz.

Wodurch lässt sich diese selten vorhergesehene Beharrungskraft des Bargelds erklären, und welche Zukunftsperspektiven hat Bargeld? In früheren Prognosen dürften mehrere sich überschneidende Faktoren unterschätzt worden sein. Diese sind: 1) die unvollständige Substituierbarkeit von Bargeld durch elektronische Zahlungsverfahren (Alvarez et al., 2022; Brown et al., 2022), 2) das hartnäckige Festhalten an bisherigen Zahlungsgewohnheiten aufgrund der mit der Einführung neuer Zahlungsmittel verbundenen Kosten (van der Crujisen et al., 2016; Nocciola und Zamora-Pérez, 2024) sowie 3) die nach wie vor bestehende Relevanz von Bargeld für verschiedene Bevölkerungsgruppen und Zahlungsszenarien (Bagnall et al., 2016), darunter sowohl Nutzer mit uneingeschränktem Zugang zu digitalen Zahlungsmitteln in Industrieländern (Zamora-Pérez et al., 2024) als auch

¹ Siehe dazu das [EZB-Dashboard](#).

Risikogruppen (van der Crujisen und Reijerink, 2024).² Auch konzentrierten sich die Prognosen ausschließlich auf Bargeld als Zahlungsmittel, sodass andere Funktionen wie seine immer wichtiger werdende Nutzung als Wertaufbewahrungsmittel nicht ausreichend berücksichtigt wurden.³ Neben den genannten Gründen für die allgemeine Beharrungskraft des Bargelds spielt noch ein weiterer Faktor eine Rolle, nämlich die Tatsache, dass die verschiedenen Altersgruppen die einzelnen Bargeldfunktionen unterschiedlich nutzen. Dieses Thema ist nach wie vor eher unzureichend erforscht und bietet Potenzial für tiefgreifendere Erkenntnisse. Diese lassen sich insbesondere durch systematische Analysen der Wechselwirkungen zwischen Alterungsprozessen und dem gesamtgesellschaftlichen Wandel gewinnen, wie er beispielsweise durch die Digitalisierung vorangetrieben wird.

Dieser Aufsatz soll zur weiteren Diskussion beitragen, indem er die aktuelle Relevanz von Bargeld für drei Bargeldfunktionen untersucht. Hierfür werden jeweils Perioden-, Alters- und Kohorteneffekte voneinander entkoppelt. Der Aufsatz konzentriert sich auf die Nutzung von Bargeld für alltägliche Zahlungen, seine Funktion als Wertaufbewahrungsmittel und die Wichtigkeit, die Privatpersonen der Beibehaltung von Bargeld als Zahlungsoption beimessen. Der letztgenannte Faktor wird verschiedentlich auch als latente Bargeldnachfrage bezeichnet. Die genannten Punkte sind wichtige Indikatoren dafür, ob Bargeld im Euroraum nach wie vor gefragt ist. Ausgehend von den Daten der SPACE-Studien des Eurosystems aus den Jahren 2019, 2022 und 2024 werden Periodeneffekte – beispielsweise allgemeine Digitalisierungstrends oder singuläre Ereignisse wie die Pandemie – aus altersspezifischen Verhaltensmustern und der Lebenszyklusdynamik unterschiedlicher Geburtskohorten herausgelöst. Hierdurch sollen Erkenntnisse darüber gewonnen, welche die Bestimmungsfaktoren der nach wie vor vorhandenen, sich jedoch wandelnden Relevanz von Bargeld zugrunde liegen. Es zeigen sich für die vergangenen fünf Jahre deutliche Periodeneffekte und stabile Alterseffekte: Jüngere Personen nutzen Bargeld für alle genannten Funktionen, insbesondere aber zur vorsorglichen Wertaufbewahrung, während Ältere Bargeld häufiger als andere Altersgruppen für Bezahlvorgänge einsetzen. In der Wahrnehmung aller Altersgruppen hat Bargeld an Wichtigkeit gewonnen.

2 Deskriptive Übersicht der Funktionen von Bargeld nach Alter und Periode (2019-2024)

Eine erste Betrachtung der deskriptiven Daten legt nahe, dass Bargeld nicht auf einheitliche Weise genutzt wird und seine Verwendung von zeitlichen

² In der aktuellen Fachliteratur stehen zunehmend die bisher unterschätzten Kosten der Abschaffung oder starken Einschränkung des Einsatzes von Bargeld im Fokus. Beleuchtet werden zum Beispiel die Rolle von Bargeld bei der Eindämmung der Marktmacht von Banken (Lagos und Zhang 2022), die sozialen Kosten der Demonetisierung großer Banknotenstückelungen (Chodorow-Reich et al. 2020) oder die entgangenen Vorteile, die sich den Konsumenten aufgrund der unterschiedlichen Zahlungsmethoden bieten (Alvarez und Argente 2022). Allgemein lässt sich feststellen, dass die sozialen Kosten einer hohen Besteuerung der Bargeldnutzung in einigen Fällen die sozialen Vorteile übersteigen (Alvarez et al. 2022).

³ Die jüngsten Entwicklungen beim Euro-Bargeld sind von einem scheinbaren Paradoxon geprägt: Der Bargeldumlauf nahm insgesamt weiter zu, während seine Verwendung für Transaktionen vergleichsweise rückläufig war (Zamora-Pérez 2021).

Trends und dem Alter der Befragten abhängt. Im vorliegenden Aufsatz werden Daten der in den Jahren 2019, 2022 und 2024 durchgeführten Studie zum Zahlungsverhalten der Verbraucherinnen und Verbraucher im Euroraum (SPACE-Studie) herangezogen.⁴ Im Rahmen der Analyse wurden rund 110 000 Erwachsene in 15 Ländern des Euroraums befragt. Die Studie liefert reichhaltige Querschnittsdaten zur Zahlungsmittelwahl, zu Bargeldbeständen und zu persönlichen Einstellungen zu Bargeld, die aus repräsentativen Tagebüchern und Fragebögen stammen.⁵

Von 2019 bis 2024 war der Anteil von Bargeld bei alltäglichen Zahlungen (einschließlich im stationären und im Online-Handel) in allen Altersgruppen rückläufig. Abbildung 1 lässt für die Zeit von 2019 bis 2022 einen besonders deutlichen, gleichmäßigen Rückgang erkennen, der vermutlich den pandemiebedingten Verschiebungen geschuldet ist. Von 2022 bis 2024 waren hingegen größere Schwankungen zu beobachten. In den jüngeren Altersgruppen der 18- bis 22-Jährigen und der 23- bis 27-Jährigen war in dieser Zeit ein stetiger Rückgang der Bargeldnutzung zu beobachten. In den mittleren und älteren Altersgruppen fiel dieser Trend indes moderater aus: Sowohl die Anzahl der Transaktionen als auch der Umsatz nahmen von 2022 bis 2024 weniger stark ab als in den jüngeren Altersgruppen. In allen betrachteten Perioden war der Anteil der Bargeldtransaktionen bei den älteren Altersgruppen durchgehend höher als bei den jüngeren Kohorten. Letztere bevorzugten zunehmend bargeldlose Online-Zahlungen. Im Jahr 2024 überstieg bei den meisten jüngeren und mittleren Altersgruppen der zusammengesetzte Anteil bargeldloser Bezahlvorgänge im stationären und im Online-Handel jenen der Bargeldnutzung. In einigen jüngeren Bevölkerungsgruppen, beispielsweise bei den 23- bis 32-Jährigen, lagen Online-Transaktionen gleichauf mit Barzahlungen. Diese Ergebnisse deuten auf persistente altersabhängige Präferenzen sowie auf starke Periodeneffekte im Zusammenhang mit der Digitalisierung hin.

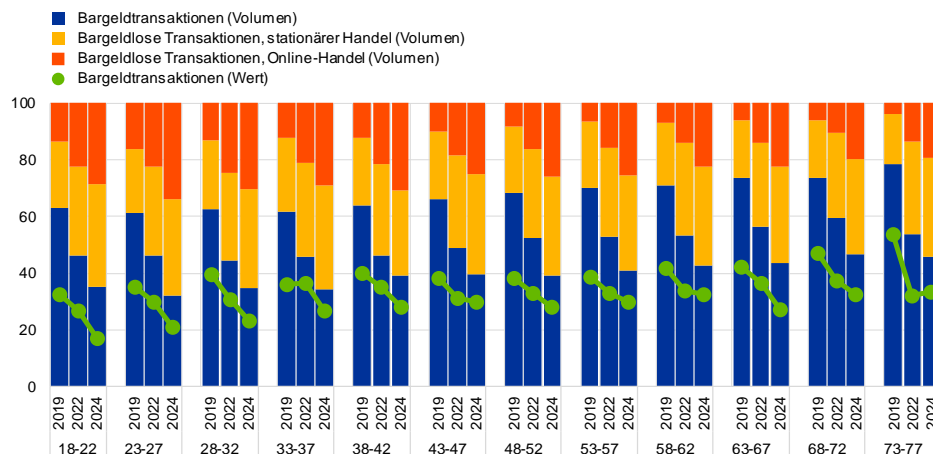
⁴ Im Haupttext wird lediglich das Referenzjahr der jeweiligen Studie angegeben, d. h. 2019, 2022 und 2024. Für 2022 und 2024 wurden die Erhebungen jedoch teilweise im Herbst des jeweiligen Vorjahres, also 2021 bzw. 2023, durchgeführt.

⁵ In der Auswertung wurden Daten aus folgenden Ländern erfasst: Belgien, Estland, Irland, Griechenland, Spanien, Frankreich, Italien, Lettland, Litauen, Luxemburg, Österreich, Portugal, Slowenien, Slowakei und Finnland. Die SPACE-Studien umfassen in der Regel alle Länder des Euroraums (siehe EZB 2024a). Die vorliegende Analyse beschränkt sich jedoch auf die 15 Euro-Länder, für die die EZB mithilfe eines vollständig harmonisierten Fragebogens zentral Daten erhoben hat. Deutschland und die Niederlande wurden von der Betrachtung ausgeschlossen, da sie die Studie mit anderen Fragebögen durchführen. Auch Malta und Zypern wurden nicht berücksichtigt, da die Daten aufgrund leichter methodischer Abweichungen des Befragungsmodus und des Tagebuchumfangs im Jahr 2019 nur eingeschränkt vergleichbar sind. Kroatien trat dem Euroraum erst 2023 bei.

Abbildung 1

Zahlungsmethoden bei alltäglichen Zahlungen nach Altersgruppe und Jahr

(Alter und Periode; in %)



Quelle: EZB-Berechnungen auf Grundlage von SPACE-Daten (2019-2024).

Anmerkung: Die Abbildung basiert auf repräsentativen Umfragedaten aus 15 Ländern des Euroraums. Zur Kategorie „Bargeldlose Transaktionen, stationärer Handel“ zählen Zahlungen mit physischen Karten, per Mobiltelefon, Bankschecks, Überweisungen und Lastschriften. Die Kategorie „Bargeldtransaktionen“ bezieht sich auf Transaktionen mit physischem Bargeld, darunter Zahlungen zwischen Privatpersonen.

Bargeld wird nicht nur für Zahlungen genutzt, sondern dient zunehmend auch als Wertaufbewahrungsmittel. Darüber hinaus wird es für Verbraucherinnen und Verbraucher den Angaben zufolge tendenziell deutlich wichtiger.

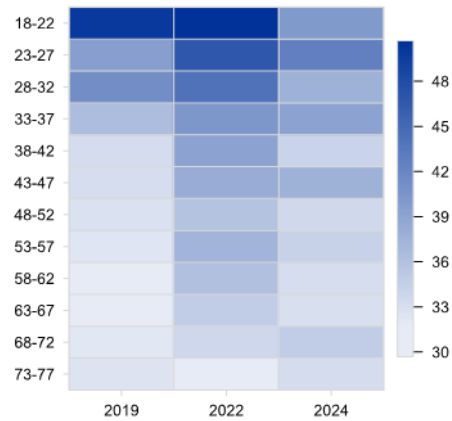
Abbildung 2 enthält zwei Heatmaps, in denen die dunkleren Farbtöne einem höheren Anteil von Personen innerhalb einer bestimmten Kombination aus Alter und Periode repräsentierenden Zelle entsprechen. Grafik a zeigt den Anteil der Befragten, die vorsorglich Bargeldbestände zu Hause vorhalten. Hierbei wird für 2022 ein Anstieg über alle Altersgruppen hinweg beobachtet, der einen starken pandemiebedingten Periodeneffekt vermuten lässt. Hinzu kommt, dass jüngere Personen der Altersgruppen 18-22 und 23-27 in allen drei Erhebungsjahren eine höhere Bargeldhaltung zu Vorsorgezwecken angeben, was auf einen ausgeprägten Alterseffekt hinweist. Grafik b zufolge hat die wahrgenommene Wichtigkeit von Bargeld als Zahlungsmittel von 2019 bis 2024 in allen Altersgruppen deutlich zugenommen. Hier ist von einem Periodeneffekt auszugehen. Die jüngsten und ältesten Kohorten weisen jedoch ein leicht abweichendes Muster auf. Für den Alterseffekt ergibt sich also möglicherweise ein differenzierteres Bild. 2024 wurde Bargeld von den Befragten aller Altersgruppen ganz überwiegend als wichtig wahrgenommen.

Abbildung 2

Bargeld als Wertaufbewahrungsmittel und wahrgenommene Wichtigkeit von Bargeld nach Alter und Erhebungsjahr

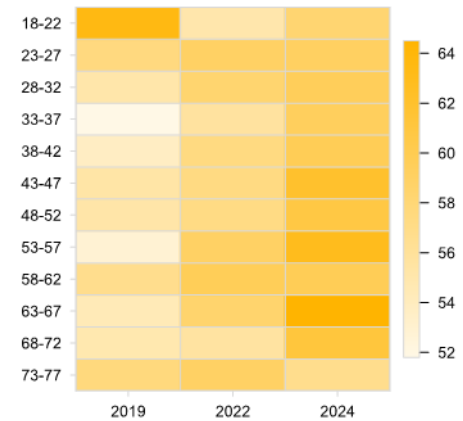
a) Bargeld als Wertaufbewahrungsmittel

(rechte Skala: prozentualer Anteil der Personen, die Bargeldbestände zu Hause vorhalten; linke Skala: Alter in Jahren; x-Achse: Jahr)



b) Wahrgenommene Wichtigkeit von Bargeld

(rechte Skala: prozentualer Anteil der Personen, die Bargeld als wichtig ansehen; linke Skala: Alter in Jahren; x-Achse: Jahr)



Quelle: EZB-Berechnungen auf Grundlage von SPACE-Daten (2019-2024).

Anmerkung: Je dunkler der Farbton, desto höher der relative Anteil der Personen in der jeweiligen Kohorte.

3 Entkopplung von Perioden-, Alters- und Kohorteneffekten

Um die oben dargestellten Einflussfaktoren voneinander abzugrenzen, findet in diesem Aufsatz bei der Auswertung von Daten aus drei SPACE-Studien ein auf Alter, Periode und Kohorte bezogener Analyserahmen Anwendung. Die Verbraucherinnen und Verbraucher werden in den Umfragen zwar nicht über den gesamten Zeitraum hinweg individuell erfasst, doch ermöglicht die angewandte Methodik eine statistische Zerlegung der beobachteten Muster in folgende drei Hauptkomponenten: 1) Alterseffekte, die Schwankungen im Zusammenhang mit den Lebensphasen der Personen erfassen, 2) Periodeneffekte, die Schocks oder Trends widerspiegeln, von denen alle Personen zu einem bestimmten Zeitpunkt betroffen sind – beispielsweise die Pandemie oder die fortschreitende Digitalisierung – und 3) Kohorteneffekte, die sich aus anhaltenden Unterschieden zwischen Personen ergeben, die etwa zur gleichen Zeit geboren wurden und aufgrund

geteilter/gemeinsamer Erfahrungen bestimmte Verhaltensmuster entwickeln können.⁶

Die Zerlegung in Alters-, Perioden- und Kohorteneffekte ist bei der Analyse von Massenzahlungen eher unüblich, aber sehr hilfreich, denn sie verdeutlicht, dass einer scheinbar gleichmäßigen Verschiebung der Bargeldnutzung unterschiedliche Mechanismen zugrunde liegen können. Bei der vorliegenden Analyse wird zunächst ein allgemeiner Durchschnittswert, d. h. ein Gesamtdurchschnitt der Bargeldnutzung für alle Befragten und alle Erhebungsjahre, berechnet. Nachfolgend werden die Alters- und Periodeneffekte isoliert, indem deren jeweilige Abweichung von dieser Basislinie gemessen wird. Wichtig ist, dass dabei auch kohortenspezifische Verhaltensweisen erkannt werden, indem untersucht wird, ob eine bestimmte Kohorte durchgehend mehr oder weniger Bargeld verwendet, als allein aufgrund ihres Alters oder der Periode zu erwarten wäre.

Dieser Abschnitt befasst sich zunächst mit den wichtigsten Alters- und Periodeneffekten, die sich auf die Bargeldnutzung und die damit verbundenen persönlichen Einstellungen auswirken. Anschließend werden kohortenspezifische Dynamiken untersucht. Zunächst werden drei wichtige Indikatoren analysiert: die Bargeldnachfrage bei Bezahlvorgängen, Bargeld als Wertaufbewahrungsmittel und die subjektive Wichtigkeit, die Bargeld als Zahlungsmöglichkeit beigemessen wird. Jeder dieser Indikatoren wird gesondert in einer Abbildung mit zwei Grafiken vorgestellt, die Perioden- und Alterseffekte zeigen.⁷ Neben den Basiseffekten wird auch der Einfluss einer Reihe demografischer, finanzieller, technologischer, zahlungsbezogener und persistenter länderbezogener Faktoren und Variablen untersucht, um nachvollziehen zu können, welche Faktoren die Dynamiken möglicherweise beeinflussen.⁸

⁶ Diese Methodik wird als Age-Period-Cohort-Interaction (APC-I) bezeichnet und in Luo und Hodges (2022) beschrieben. Sie überwindet frühere statistische Herausforderungen aus der traditionellen Literatur zur Bedeutung von Alter, Periode und Kohorte (die Entkopplung der drei Faktoren ist technisch komplex, da sich die Kohorte als Periode minus Alter ausdrücken lässt, was häufig zu Identifikationsproblemen führt). Darüber hinaus lassen sich repetitive Querschnittsdaten – wie aus der SPACE-Studie – nutzen, um die Entwicklung des Zahlungsverhaltens und des Verhaltens bei der Wertaufbewahrung im Zeitverlauf sowie über Altersgruppen und Kohorten hinweg zu beurteilen (aufgrund der Art der SPACE-Umfragedaten lassen sich die sonst üblichen ökonomischen Paneldatenmodelle nicht anwenden). Das Modell lässt sich mathematisch als vollständige zweifaktorielle Varianzanalyse (ANOVA) darstellen (alle Dummy-Variablen für das Alter × alle Dummy-Variablen für die Periode). Anschließend erfolgt eine Zerlegung der Interaktionsmatrix in a) lineare Kurven für die Lebensverläufe und b) durchschnittliche Abweichungen für jede Kohorte. Dadurch wird das in herkömmlichen APC-Ansätzen bestehende klassische Identifikationsproblem vermieden.

⁷ Für die 15 analysierten Länder wurden auch länderspezifische APC-I-Modelle geschätzt. Die Modelle für die einzelnen Euro-Länder weisen zwar in der Regel ähnliche Alters- und Periodenverläufe wie das Modell für das Eurogebiet auf. Zwischen den Ländern bestehen jedoch Unterschiede, vor allem hinsichtlich des Umfangs der Bargeldnutzung und der Einschätzung der Einstellung gegenüber Bargeld. Bei einigen Ländern weichen die Trends deutlich voneinander ab: So verzeichnet Finnland – anders als der Euroraum insgesamt – zunehmende Periodeneffekte für die Bargeldhortung und abnehmende Effekte für die Wichtigkeit von Bargeld. Frankreich weist eine einzigartige Periodendynamik bei Barzahlungen auf. Auch die Altersprofile für Barzahlungen weichen voneinander ab; dies zeigt sich insbesondere für Griechenland (stärkerer Rückgang nach zuvor hoher Nutzung durch junge Altersgruppen) und Italien (stabiler über alle Altersgruppen hinweg).

⁸ Alle Ergebnisse berücksichtigen länderspezifische fixe Effekte. Insgesamt sind die Ergebnisse innerhalb der Länder belastbar und nicht auf persistente länderspezifische Faktoren wie Unterschiede in der Bargeldinfrastruktur, Regulierung oder kulturell bedingte Zahlungsmittelpräferenzen zurückzuführen.

3.1 Die Basislinie: Perioden- und Alterseffekte

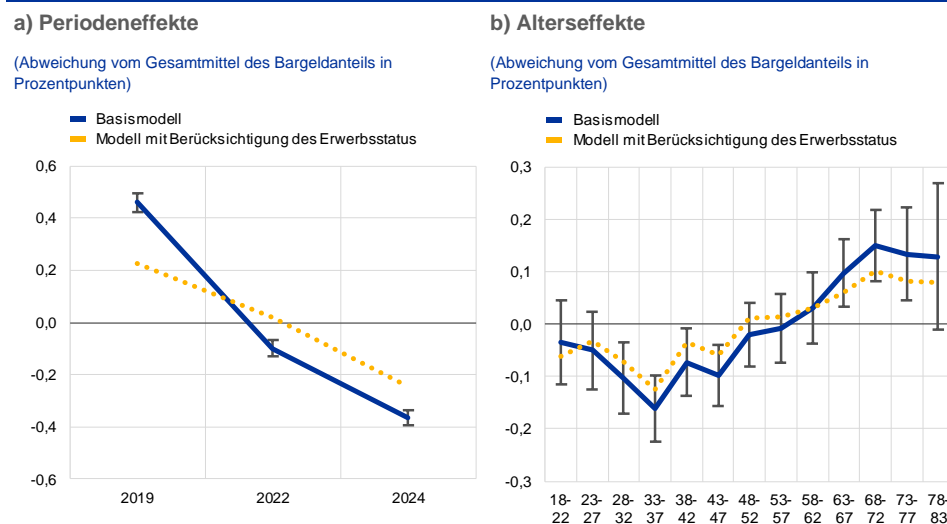
Nutzung von Bargeld für alltägliche Zahlungen

Der Bargeldanteil an alltäglichen Zahlungen (stationärer und Online-Handel) ist zwischen 2019 und 2024 allmählich zurückgegangen, allerdings ist ein deutliches altersbezogenes Muster erkennbar: Im Alter von Mitte 20 ist die Bargeldnutzung am geringsten, mit zunehmendem Lebensalter steigt sie wieder an.⁹ Abbildung 3, Grafik a offenbart einen starken, statistisch signifikanten Periodeneffekt im Vergleich zum Gesamtdurchschnitt, der durch die horizontale Nulllinie dargestellt wird. Die schwarzen Fehlerbalken weisen in keinem der Jahre einen Schnittpunkt mit der Nulllinie auf. Die durchgezogene blaue Linie liegt 2019 deutlich über und 2024 deutlich unter der Nulllinie. Dies deutet auf einen starken, statistisch systemischen Rückgang der Bargeldnutzung im Zeitverlauf hin, der normalerweise mit der allgemeinen Digitalisierung des Zahlungsverkehrs assoziiert wird. Aus Grafik b geht hervor, dass die jüngsten Altersgruppen einen durchschnittlichen Grad der Bargeldnutzung für Bezahlvorgänge aufweisen. Bei Personen im Alter von Ende 20 bis Ende 40 ist dagegen eine unterdurchschnittliche Bargeldnutzung erkennbar, bei den über 60-Jährigen liegt der Wert dann wieder deutlich über dem Mittel.

⁹ Um der zunehmenden Bedeutung des Online-Handels gerecht zu werden, umfasst dieser Indikator sowohl Zahlungen im stationären Handel als auch Online-Zahlungen. Dies beinhaltet einen zweistufigen Entscheidungsprozess: 1) Wahl des Transaktionskanals (online oder physisch) und 2) Wahl des Zahlungsmittels für physische Transaktionen (bar oder bargeldlos). Zur Vereinfachung wird statt eines Zweistufenmodells nur ein zusammengesetzter Indikator genutzt. Beschränkt man die Analyse auf den Bargeldanteil an physischen Transaktionen, erhält man sehr ähnliche Basiswerte. Das beobachtete Muster wird also offenbar von physischen Zahlungen dominiert.

Abbildung 3

Geschätzte Perioden- und Alterseffekte auf den Bargeldanteil bei alltäglichen Zahlungen



Quelle: EZB-Berechnungen auf Grundlage von SPACE-Daten (2019-2024) und APC-I-Modellen.
Anmerkung: Die Punkte oberhalb bzw. unterhalb der Nulllinie zeigen, wie weit das betreffende Jahr bzw. die betreffende Altersgruppe vom Gesamtmittel (Mittel aller Personen und Perioden) abweicht. Die Abweichung ist in Prozentpunkten angegeben. Die Punkte sind jeweils mit einem Fehlerbalken versehen, der näherungsweise einem 95%-Konfidenzintervall entspricht. Schneidet der Fehlerbalken die Nulllinie, ist der Effekt für die betreffende Altersgruppe oder Periode statistisch nicht vom Mittel unterscheidbar. Berührt er sie nicht, ist der Abstand groß genug, um von einem statistisch signifikanten Perioden- oder Alterseffekt auszugehen.

Über die Perioden hinweg ist ein deutlicher Rückgang zu beobachten, der maßgeblich durch den zunehmenden Anteil der Online-Transaktionen bedingt ist. Der V-förmige Verlauf der Alterskurve wird dagegen durch

Lebenszyklusfaktoren beeinflusst. Der in Abbildung 3, Grafik a dargestellte periodenbedingte Rückgang des Anteils der Bargeldnutzung an Bezahlvorgängen war zwischen 2019 und 2022 am stärksten ausgeprägt. Dies ist weitgehend auf die rasche, durch die Pandemie noch beschleunigte Einführung von Online- und kontaktlosen Bezahlverfahren zurückzuführen. Bis 2024 nahm der Bargeldanteil weiter ab, wenn auch nicht mehr so stark. Gleichzeitig lösten Online-Zahlungen zunehmend bargeldlose physische Zahlungsmethoden ab (siehe Abbildung 1). Bei der Altersdimension dürfte der V-förmige Verlauf typische Übergänge zwischen Lebensphasen widerspiegeln. So weisen jüngere Personen eine durchschnittliche Bargeldnutzung auf, während Personen im Haupterwerbsalter häufiger digitale und bargeldlose Zahlungsmethoden nutzen. Ältere Menschen nutzen erkennbar häufiger Bargeld.¹⁰

Durch die Berücksichtigung des Erwerbsstatus (siehe die gepunkteten Linien in Abbildung 3) werden sowohl die Perioden- als auch die Alterskurve deutlich geglättet. Dies lässt darauf schließen, dass der Erwerbsstatus für das Verständnis der Alters- und Gruppeneffekte relevant ist. Hinsichtlich der Perioden lassen die Ergebnisse vermuten, dass der Erwerbsstatus, der unter

¹⁰ Selbst nach Berücksichtigung des starken Netto-Periodeneffekts bleiben diese altersspezifischen Abweichungen statistisch signifikant, was die Robustheit des Lebenszyklusmusters während des analysierten Fünfjahreszeitraums untermauert.

anderem Faktoren wie regelmäßiges Einkommen, Vergütungsgepflogenheiten am Arbeitsplatz und Übergang in den Ruhestand umfasst, die Bargeldnutzung beeinflusst. Die Tatsache, dass die Gesamtarbeitslosigkeit seit 2019 periodenübergreifend zurückgegangen ist, dürfte die Zusammensetzung und das Zahlungsverhalten der Erwerbstätigen verändert haben, was zum Gesamtperiodentrend der Bargeldnutzung beiträgt.¹¹ In Bezug auf das Alter nutzen jüngere Personen, die früher ins Berufsleben eintreten, Bargeld möglicherweise in geringerem Umfang als Altersgenossen, die noch studieren. Bei älteren Menschen, die erwerbstätig sind, könnte der Anteil hingegen höher ausfallen als bei Personen derselben Altersgruppe, die sich bereits im Ruhestand befinden.

Nutzung von Bargeld als Wertaufbewahrungsmittel

Unmittelbar nach der Pandemie hielten mehr Menschen Bargeld zu Hause vor, und überraschenderweise ist diese Gewohnheit in den jüngsten Altersgruppen am weitesten verbreitet.¹² In Abbildung 4, Grafik a ist ein *einmaliger Periodeneffekt* erkennbar: Die Basislinie springt 2022 deutlich über die Referenz-Nulllinie, fällt 2024 jedoch wieder darunter. In beiden Fällen berühren die Fehlerbalken die Linie nicht. Grafik b veranschaulicht die *Alterseffekte*: Wie an der durchgezogenen Linie (die das Basismodell repräsentiert) ablesbar, zeigt sich für die jüngsten Altersgruppen (18-37 Jahre) eine auffallend hohe und statistisch signifikante Neigung, Bargeld zu Hause aufzubewahren. Diese Tendenz nimmt im frühen Erwachsenenalter rasch und in signifikanter Größenordnung ab, erreicht bei Personen im Alter von Ende 60 bis Ende 70 ihren Tiefpunkt und steigt bei der ältesten Kohorte, deren Verhalten sich nicht vom Mittel unterscheidet, tendenziell wieder an.

Die Periodenverschiebungen bei der Wertaufbewahrung sind zum großen Teil auf die hohe Unsicherheit zwischen 2019 und 2022 und höhere Opportunitätskosten zwischen 2022 und 2024 zurückzuführen. Die Alterskurve lässt sich dagegen mit jugendspezifischen Faktoren erklären. Der ausgeprägte Höhepunkt der Bargeldhortung im Jahr 2022 dürfte eine Flucht in die wahrgenommene Sicherheit und Liquidität während der akuten Phase der Pandemie widerspiegeln, wie sie bereits in früheren Publikationen festgestellt wurde (Tamele et al., 2021). Der anschließende Rückgang bis 2024 könnte darauf zurückzuführen sein, dass sich die Risikowahrnehmung normalisierte und – noch bedeutsamer –, dass die Opportunitätskosten des Haltens unverzinslicher Barmittel zunahmen, nachdem die EZB im Juli 2022 mit der Anhebung der Leitzinsen begann.¹³ Besonders bemerkenswert ist die persistente und signifikant hohe Bargeldhortung in den jüngsten Erwachsenengruppen. Hier könnten mehrere

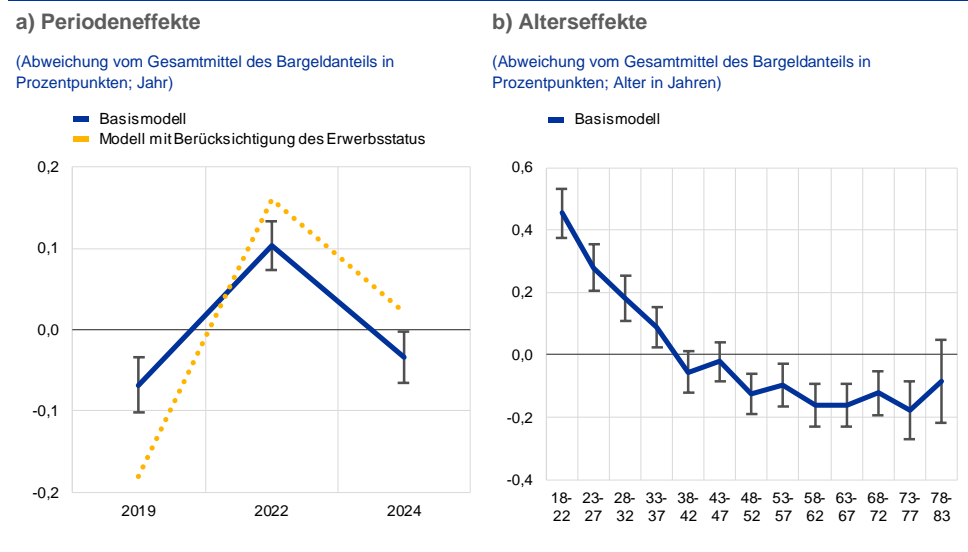
¹¹ Im Euroraum sank die Arbeitslosenquote von etwa 7,5 % im Jahr 2019 auf rund 6 % bis 6,5 % im Jahr 2024, wobei sie zwischenzeitlich während der Pandemie einen Höchststand erreichte. Diese Entwicklung veränderte die repräsentative Gesamtzusammensetzung der Gruppe der arbeitslosen Befragten während der drei Studien und könnte das beobachtete Muster zum Teil erklären.

¹² Hierbei gilt es zu bedenken, dass die Abbildungen den Anteil der Personen darstellen, die ein solches Verhalten zeigen, nicht jedoch die vorgehaltenen Geldbeträge. Sie heben außerdem statistisch signifikante Abweichungen vom Gesamtmittel der Stichprobe hervor.

¹³ Da die Erhebung 2022 nur das Frühjahr abdeckt, wurden darin die Auswirkungen des anschließenden Zinsrückgangs nicht erfasst.

miteinander verknüpfte Faktoren zum Tragen kommen, etwa, dass jüngere Menschen seltener traditionelle Finanzinstitute nutzen, häufiger einen Teil ihres Einkommens bar statt über Gehaltskonten ausgezahlt bekommen und auch häufiger Geschenke oder Taschengeld in Form von Bargeld erhalten. Ein weiterer relevanter Faktor könnte die starke Abhängigkeit von den Eltern sein, denn Menschen in Europa und insbesondere in einigen Euro-Ländern ziehen im Durchschnitt erst spät aus dem Elternhaus aus.¹⁴

Abbildung 4
Geschätzte Perioden- und Alterseffekte auf die angegebene Nutzung von Bargeld als Wertaufbewahrungsmittel



Quelle: EZB-Berechnungen auf Grundlage von SPACE-Daten (2019-2024) und APC-I-Modellen.
Anmerkung: Die Punkte oberhalb bzw. unterhalb der Nulllinie zeigen, wie weit das betreffende Jahr oder die betreffende Altersgruppe vom Gesamtmittel (Mittel aller Personen und Perioden) abweicht. Die Abweichung ist in Prozentpunkten angegeben. Die Punkte sind jeweils mit einem Fehlerbalken versehen, der näherungsweise einem 95%-Konfidenzintervall entspricht. Schneidet der Fehlerbalken die Nulllinie, ist der Effekt für die betreffende Altersgruppe oder Periode statistisch nicht vom Mittel unterscheidbar. Berührt er sie nicht, ist der Abstand groß genug, um von einem statistisch signifikanten Perioden- oder Alterseffekt auszugehen.

Der Erwerbsstatus verstärkt den pandemiebedingten Anstieg, verschiebt die Alterskurve jedoch kaum. Auch die anderen getesteten Kovariaten führen zu keiner Veränderung des Gesamtbildes. Interessanterweise verstärkt die Berücksichtigung des Erwerbsstatus (siehe die gepunktete Linie in Abbildung 4, Grafik a) die Spitze des Periodeneffekts im Jahr 2022 signifikant. Nichterwerbstätige waren zu dieser Zeit also möglicherweise noch stärker dazu motiviert, vorsorglich Bargeld zu horten. Der Analyse zufolge wurde das in Grafik b dargestellte fundamentale Altersmuster nicht signifikant durch andere demografische, finanzielle, technologische oder zahlungsbezogene Faktoren verändert. Diese Robustheit deutet darauf hin, dass der Alterseffekt in einem tief verankerten Verhaltensmuster begründet liegt. Er spiegelt unterschiedliche Lebensphasen und persönliche Einstellungen zum Umgang mit Geld wider und lässt sich nicht einfach mit etablierten sozioökonomischen Indikatoren erklären.

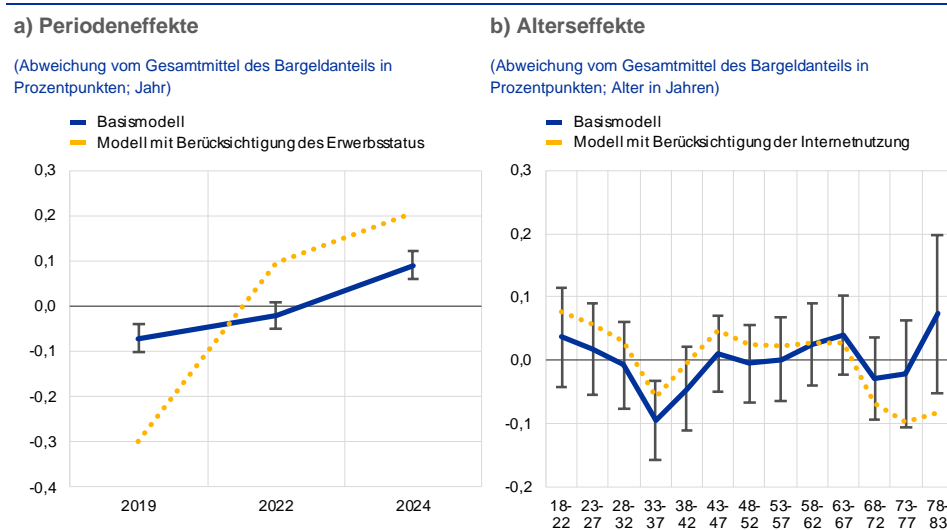
¹⁴ Im Jahr 2023 verließen junge Menschen in der EU im Durchschnitt mit 26,3 Jahren ihr Elternhaus. In südlichen Ländern wie Italien, Spanien, Portugal oder Griechenland liegt dieses Alter bei etwa 30 Jahren (siehe Eurostat 2024).

Wichtigkeit von Bargeld als Zahlungsmöglichkeit

Die wahrgenommene Wichtigkeit der Möglichkeit, bar zu zahlen, hat mit jeder SPACE-Studie zugenommen. Dieser Anstieg ist in allen Altersgruppen zu beobachten.¹⁵ In den betrachteten Perioden sahen die Befragten die Möglichkeit der Barzahlung als zunehmend wichtig an. Abbildung 5, Grafik a veranschaulicht diesen Periodeneffekt: Die durchgezogene Linie liegt 2019 deutlich unter dem Mittelwert. Im Jahr 2022 überschreitet sie die Nulllinie und ist statistisch nicht mehr vom Mittel unterscheidbar. Im Jahr 2024 steigt sie auf eine statistisch signifikante positive Abweichung. Dieser Indikator zeigt jedoch keinen Alterseffekt, was darauf hindeutet, dass die Wahrnehmung über alle Altersgruppen hinweg weitgehend identisch ist und keine statistisch signifikanten altersspezifischen Abweichungen vorliegen (siehe Grafik b). Lediglich die Altersgruppe der 33- bis 37-Jährigen zeigt eine statistisch signifikante Abweichung vom Gesamtdurchschnitt. Die Wahrnehmung, dass Bargeld wichtig ist, verstärkt sich also offenbar. Dabei handelt es sich um ein weit verbreitetes Phänomen, das keine starken altersspezifischen Unterschiede aufweist.

Abbildung 5

Geschätzte Perioden- und Alterseffekte auf die wahrgenommene Wichtigkeit von Bargeld



Quelle: EZB-Berechnungen auf Grundlage von SPACE-Daten (2019-2024) und APC-I-Modellen.

Anmerkung: Die Punkte oberhalb bzw. unterhalb der Nulllinie zeigen, wie weit das jeweilige Jahr oder die betreffende Altersgruppe vom Gesamtmittel (Mittel aller Personen und Perioden) abweicht. Die Abweichung ist in Prozentpunkten angegeben. Die Punkte sind jeweils mit einem Fehlerbalken versehen, der näherungsweise einem 95%-Konfidenzintervall entspricht. Schneidet der Fehlerbalken die Nulllinie, ist der Effekt für die betreffende Altersgruppe oder Periode statistisch nicht vom Mittel unterscheidbar. Berührt er sie nicht, ist die Abweichung hinreichend groß, um von einem statistisch signifikanten Perioden- oder Alterseffekt auszugehen.

Auch für den allgemeinen Anstieg der wahrgenommenen Wichtigkeit von Bargeld kommen mehrere Hypothesen infrage. So könnte das gestiegene gesellschaftliche Bewusstsein für die Anfälligkeit digitaler Systeme sowie für

¹⁵ Diese Frage war in den Umfragen von 2022 und 2024 identisch. In der Umfrage von 2019 wurde sie jedoch anders gestellt: Hier wurden die Befragten gebeten, die Wichtigkeit von Bargeld auf einer Skala von 1 bis 10 anzugeben. Dabei wurde angenommen, dass Personen, die eine Bewertung im oberen Bereich der Skala (6-10) abgegeben haben, Bargeld als wichtig ansehen. Robustheitsprüfungen wie der Ausschluss des Jahres 2019 und verschiedene Verfahren zur Dichotomisierung der Ergebnisse führen zu ähnlichen Resultaten.

Cyberbedrohungen die Attraktivität der Eigenschaften von Bargeld steigern.¹⁶ Zu diesen Schwachstellen und Bedrohungen zählen der Missbrauch von an Dritte weitergegebenen Daten, Datenschutzverletzungen im Zusammenhang mit digital verfolgbaren Transaktionen sowie die Auswirkungen von Online-Betrug. Darüber hinaus verstärken die Auswirkungen der jüngsten Krisen – etwa die pandemiebedingten Störungen, der Einmarsch Russlands in die Ukraine, Stromausfälle und andere nichtsystemische Ausfälle, die den digitalen Zahlungsverkehr beeinträchtigt haben – möglicherweise die Einschätzung, dass Bargeld eine resiliente und relevante Backup-Lösung darstellt (Faella und Zamora-Pérez, 2025). Alle genannten Punkte könnten den beobachteten Periodentrend erklären, denn die angewandten direkten Kontrollvariablen erfassen derart konkrete Einschätzungen nicht.

Lediglich zwei beobachtbare Faktoren führen zu nennenswerten

Veränderungen der Basiseffekte. Die Berücksichtigung des *Erwerbsstatus* (siehe die gepunktete Linie in Grafik a) verstärkt den Aufwärtstrend des Periodeneffekts signifikant. Dies deutet darauf hin, dass die wahrgenommene Wichtigkeit von Bargeld abhängig vom Erwerbsstatus noch stärker zugenommen hat. Bei Berücksichtigung der *Internet-Nutzung* (siehe die gepunktete Linie in Grafik b) ändert sich das zuvor beobachtete flache Altersmuster. Die Kurve fällt nun deutlich von den jüngeren zu den älteren Altersgruppen ab. Unter den Personen mit vergleichbar intensiver Internet-Nutzung stufen jüngere Menschen also Bargeld offenbar als signifikant wichtiger ein als ältere. Dies lässt vermuten, dass die angegebene Wichtigkeit von Bargeld für Menschen, die das Internet intensiv nutzen (eine Gruppe, die tendenziell überproportional jung ist), einen trotz ihrer Vertrautheit mit der digitalen Welt bewusst gesetzten Gegenpol oder bewahrten Wert bedeuten könnte. Bei älteren Internet-Nutzern dagegen könnte es sein, dass die Vertrautheit mit der digitalen Welt die wahrgenommene Wichtigkeit von Bargeld als Zahlungsmittel stärker in den Hintergrund gedrängt hat. Andere demografische, finanzielle oder zahlungsbezogene Kovariaten führen zu keiner Veränderung des Gesamtbildes. Der Periodeneffekt ist demnach breit angelegt und der Alterseffekt tatsächlich gering.¹⁷

¹⁶ Die Agentur der Europäischen Union für Cybersicherheit (ENISA) berichtet über ein gestiegenes Bewusstsein für Datenmissbrauch und Cyberbedrohungen (Agentur der Europäischen Union für Cybersicherheit, 2024).

¹⁷ Um den kombinierten Einfluss der beobachtbaren Merkmale nachvollziehen zu können, haben wir die Modelle unter Berücksichtigung des vollständigen Satzes an Kovariaten (d. h. demografische, finanzielle, technologische, zahlungsbezogene und länderspezifische fixe Effekte) neu geschätzt. Insgesamt bestätigt diese Kontrollstrategie die Robustheit der primären Alters- und Periodeneffekte. Bei der Bargeldhaltung erwies sich das Muster, wonach die Nutzung mit zunehmendem Alter abnimmt, als sehr persistent. Zeitliche Varianzen (Periodeneffekte) wurden dagegen offenbar durch die zusätzlich eingeführten Kontrollvariablen weitgehend ausgeglichen. Ähnlich verhielt es sich bei der wahrgenommenen Wichtigkeit von Bargeld: Der allgemeine Anstieg der Wichtigkeit im Zeitverlauf war weiterhin erkennbar, und auch die in allen Altersgruppen durchgehend hohe Wertschätzung für Bargeld blieb erhalten. Demnach sind die Muster möglicherweise mit nicht beobachteten Faktoren zu erklären. Die Einbeziehung aller Kovariaten führte dazu, dass der Periodeneffekt beim Anteil von Bargeld an alltäglichen Zahlungen seine Signifikanz verlor und sich der Trend deutlich abflachte. Dies legt nahe, dass diese Variablen zusammengenommen einen Großteil der beobachteten Digitalisierung erklären. Die charakteristischen Alterseffekte bei der Nutzung von Bargeld als Zahlungsmittel blieben jedoch weitgehend unverändert. Diese Ergebnisse zeigen auf, dass die spezifischen Ursachen der noch nicht erklärbaren Alters- und Periodenvarianzen eingehender untersucht werden sollten.

3.2 Kohorteneffekte: Zeigen bestimmte Generationen Abweichungen?

Neben den Perioden- und Alterseffekten wird untersucht, ob bestimmte Generationskohorten – also Menschen, die etwa zur gleichen Zeit geboren wurden – jeweils eigene Muster in ihrem Verhalten oder in ihrer persönlichen Einstellung zu Bargeld aufweisen. In diesem Zusammenhang stellen sich zwei wichtige Fragen: 1) Verhält sich eine bestimmte Geburtskohorte durchgehend anders als andere Kohorten desselben Alters und in derselben Periode (Interkohorteneffekt), und 2) verändert sich ihr Verhalten mit zunehmendem Alter (Intrakohorteneffekt)?¹⁸ Die Erfassung dieser beiden Kohorteneffekte ist wichtig, denn sie verhindert, dass Muster, die hauptsächlich auf Generationsunterschieden beruhen, fälschlicherweise allein dem Alter oder der Periode zugeschrieben werden. Damit ist eine genauere Zerlegung der beobachteten Entwicklungen möglich.¹⁹

Unsere modellbasierten Schätzungen lassen bestenfalls schwache kohortenspezifische Abweichungen bei der Nutzung von Bargeld als Zahlungsmittel und bei der Nutzung von Bargeld als Wertaufbewahrungsmittel erkennen. Dies untermauert die Relevanz von Perioden- und Alterseffekten weiter. Die Veränderungen bei der Nutzung von Bargeld als Zahlungsmittel lassen sich überwiegend mit Alters- und Periodeneffekten erklären, denn die Kohorteneffekte waren insgesamt nicht signifikant. Bei der Hortung von Barbeständen aus Vorsichtsmotiven zeigen sich nur geringe Unterschiede zwischen den Kohorten. Diese sind hauptsächlich auf die jüngste Generation – die Anfang der 2000er-Jahre Geborenen – zurückzuführen, die weniger Bargeld als für ihr Alter erwartet aufbewahrten (Interkohorteneffekt). Darüber hinaus waren auch Intrakohorteneffekte erkennbar. So ist der Anteil der Personen, die Mitte bis Ende der 1990er-Jahre geboren wurden und Bargeld zu Hause aufbewahren, im Vergleich zum Basiswert für Alter und Periode innerhalb von fünf Jahren deutlich zurückgegangen. Dies legt nahe, dass nicht beobachtete Faktoren die Lebenszyklusdynamik dieser Kohorte besonders beeinflussen.

Bei der wahrgenommenen Wichtigkeit von Bargeld zeigen sich die deutlichsten Kohorteneffekte. Die oben vorgestellte Analyse konnte nachweisen, dass die Wichtigkeit, die Menschen Bargeld als Zahlungsmöglichkeit beimessen, im Laufe der Zeit zugenommen hat (Periodeneffekt). Dabei zeigt sich dieser Anstieg bei allen Altersgruppen in etwa derselben Größenordnung; es kommt also zu keinem übergreifenden Alterseffekt. Betrachtet man jedoch die Generationskohorten, so

¹⁸ Die Interkohorteneffekte werden durch die Kohortenmittelwertkomponente erfasst, die die durchschnittlichen Abweichungen von den Haupteffekten von Alter und Periode für die einzelnen Kohorten darstellt. Die lineare Intrakohortendynamik wird dagegen durch den vom APC-I-Modell geschätzten Kohortenverlauf dargestellt. Die Kohorteneffekte wurden anhand der Ergebnisse des APC-I-Modells bewertet und bei Bedarf durch globale F-Tests auf Wechselwirkungen zwischen Alter und Periode bestätigt. Für die Nutzung von Bargeld zu Zahlungszwecken ergaben die Tests keine signifikanten kohortenbezogenen Varianzen. Die globalen Tests bestätigten jedoch, dass sowohl bei der Funktion von Bargeld als Wertaufbewahrungsmittel als auch bei der wahrgenommene Wichtigkeit von Bargeld in gewissem Umfang Abweichungen zwischen den Kohorten vorlagen.

¹⁹ Die Einteilung der Geburtskohorten in Fünfjahresintervalle entspricht den für APC-Analyserahmen gängigen Konventionen. Eine derartige Gruppierung schafft ein Gleichgewicht zwischen einer ausreichenden Zahl von Beobachtungen innerhalb der einzelnen Kohorten, die eine robuste Schätzung ermöglicht, und einer hinreichend granularen Einteilung, die bedeutende Verschiebungen zwischen den Generationen erfasst (Ryder, 1985; Yang und Land, 2013).

lassen sich komplexere Muster erkennen, die sich nicht einfach in „jung“ und „alt“ trennen lassen. Das Geburtsjahr einer Person hat also offenbar erheblichen Einfluss darauf, wie sie Bargeld wahrnimmt. Möglicherweise sind die angegebenen Präferenzen formbarer als tief verankerte Zahlungs- oder Spargewohnheiten, die oft stabilere, altersbedingte Muster aufweisen. So liegt die Einschätzung der Wichtigkeit von Bargeld sowohl bei der ältesten, Ende der 1940er-Jahre geborenen Kohorte als auch bei der Kohorte, die Ende der 1990er-Jahre geboren wurde, über dem Mittelwert. Demgegenüber messen einige Kohorten (etwa die in den frühen 1950er- und frühen 2000er-Jahren Geborenen) Bargeld eine geringere Wichtigkeit bei. Neben dieser grundlegenden generationenbezogenen persönlichen Einstellung sind auch innerhalb der Kohorten mit zunehmendem Alter Veränderungen der persönlichen Einstellung zu Bargeld zu beobachten.²⁰ Damit scheint die zunehmende Wichtigkeit von Bargeld als Zahlungsoption weniger von Alterseffekten abzuhängen, sondern vielmehr die sich wandelnde Einstellung verschiedener Geburtskohorten widerzuspiegeln.

3.3 Visuelle Zusammenfassung der Ergebnisse

Durch Verknüpfung von Alters-, Perioden- und Kohorteneffekten lässt sich visualisieren, wie sich das Verhalten und die persönliche Einstellung in Bezug auf die Bargeldnutzung bei bestimmten Geburtskohorten mit über den Studienzeitraum zunehmendem Alter verändert. Abbildung 6 veranschaulicht diese Dynamik und stellt die mithilfe des Modells prognostizierten Wahrscheinlichkeiten für die drei Indikatoren dar.²¹ Dabei steht jede Kurve für eine Geburtskohorte und ihre Alterung im Laufe des analysierten Fünfjahreszeitraums. Die gelbe Kurve bildet die jüngste Kohorte ab (Ende der 1990er-Jahre geboren) und die blaue Kurve die älteste Kohorte (Ende der 1940er-Jahre geboren). Die Abbildung verknüpft die zuvor entkoppelten Perioden-, Alters- und Kohorteneffekte, sodass ausschließlich der Gesamteffekt klar erkennbar ist.

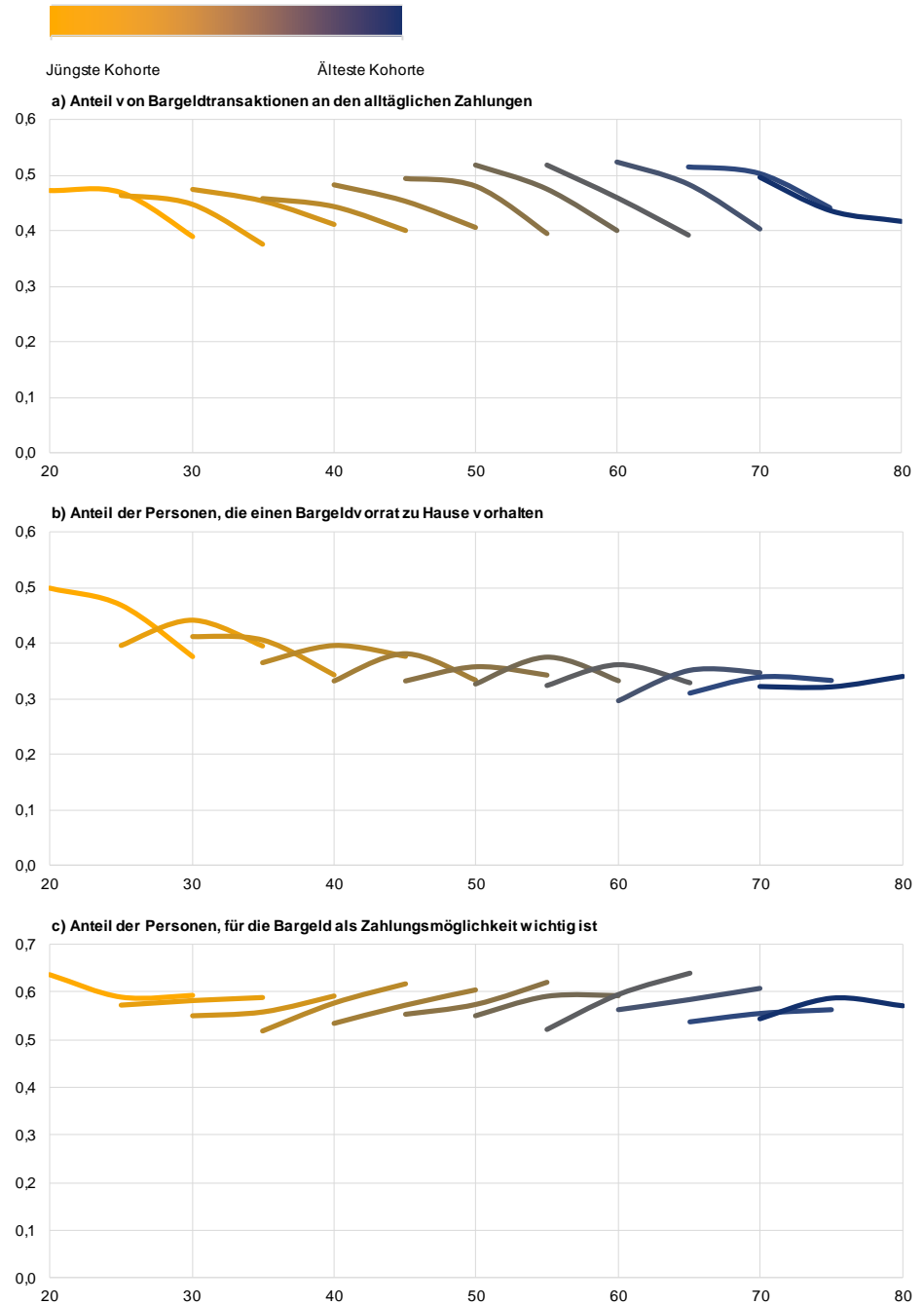
²⁰ Beispielsweise zeigen die Studien für mehrere Gruppen (etwa die in den frühen 1970er-, 1980er- und 1990er-Jahren Geborenen), dass für sie Bargeld mit zunehmendem Alter an Bedeutung gewonnen hat. Interessanterweise stuft eine Kohorte, die Ende der 1990er-Jahre geboren wurde, Bargeld anfangs als sehr wichtig ein, jedoch im weiteren Zeitverlauf als weniger wichtig.

²¹ Die prognostizierten Wahrscheinlichkeiten werden aus dem APC-I-Modell abgeleitet und mithilfe eines aus wiederholten Querschnitterhebungen erstellten synthetischen Panels geschätzt. Es handelt sich zwar auf individueller Ebene nicht um Längsschnittdaten, doch ist der APC-Analyse Rahmen speziell darauf ausgerichtet, Alters-, Perioden- und Kohorteneffekte zu entkoppeln, indem er die durchschnittlichen Erfahrungen von Geburtskohorten über verschiedene Erhebungszeiträume hinweg mit zunehmendem Alter erfasst. Die prognostizierten Wahrscheinlichkeiten stellen somit die modellgeglätteten Lebensverlaufs- und Interkohortenkurven auf Grundlage der aggregierten Kohortenerfahrungen dar, nicht jedoch die individuelle Längsschnitterfassung (Yang und Land, 2013).

Abbildung 6

Veränderung der Bargeldgewohnheiten mit zunehmendem Alter: Modellbasierte Darstellung für verschiedene Geburtskohorten

(prognostizierte Wahrscheinlichkeiten)



Quelle: EZB-Berechnungen auf Grundlage von SPACE-Daten (2019-2024) und APC-I-Modellen.

Anmerkung: Die farbigen Linien stellen jeweils die Entwicklung einer fünfjährigen Geburtskohorte im Zeitraum der Studien der Jahre 2019, 2022 und 2024 dar. Punkte sind jeweils nur in der Mitte jedes Fünfjahreszeitraums geplottet, beispielsweise entspricht 20 der Altersgruppe von 18 bis 22 Jahren. Die vertikale Skala zeigt den anhand eines statistischen Alters-Perioden-Kohorten-Modells geschätzten Anteil der Personen, die in Grafik a mit Bargeld bezahlen, in Grafik b einen Bargeldvorrat vorhalten und in Grafik c Bargeld als wichtig betrachten. Da die Erhebungen nur etwa drei Jahre auseinanderliegen, kommt es zu Überschneidungen benachbarter Geburtskohorten. Daher beziehen wir die der Periode 2022 entsprechenden Geburtskohorten ein, wobei jedoch jede/r Befragte nur auf einer farbigen Linie erfasst ist.

Ältere Generationen haben einen höheren Anteil an Bargeldtransaktionen als jüngere (mit Ausnahme der jüngsten Kohorte), und alle Geburtskohorten haben ihre Bargeldnutzung im Laufe der Zeit in unterschiedlichem Maß reduziert. Abbildung 6, Grafik a lässt einen allgemeinen Aufwärtstrend erkennen, der darauf hindeutet, dass ältere Generationen beliebigen Alters tendenziell einen höheren Anteil an Bargeldtransaktionen aufweisen als jüngere Generationen. Die jüngste Geburtskohorte bildet hier eine Ausnahme, denn sie dürfte etwas häufiger Bargeld nutzen als die zweitjüngste Kohorte. Dies spiegelt zum Teil die oben beschriebene V-förmige Alterskurve wider. Gleichzeitig deutet der in allen drei Perioden bei allen Kohortenlinien erkennbare Rückgang auf eine abnehmende Gesamtnutzung von Bargeld im Laufe der Zeit hin – ein Ausdruck des allgemeinen Trends zur Digitalisierung. Die prognostizierten Anteile der Bargeldnutzung konvergieren tendenziell. Daraus wird ersichtlich, wie unterschiedlich sich die Digitalisierung auf die einzelnen Generationen auswirkt.

Die jüngeren Kohorten nutzen Bargeld häufiger als Wertaufbewahrungsmittel als die älteren Kohorten. Grafik b stellt die Wahrscheinlichkeit dar, mit der Personen Bargeld als Wertaufbewahrungsmittel nutzen. Es zeigt sich, dass jüngere Generationen eher dazu neigen, Bargeld zu horten. Mit zunehmendem Alter nimmt diese Neigung jedoch stark ab. Die für alle Kohortenkurven erkennbare Glockenform legt darüber hinaus eine verstärkte Hortung von Bargeld während der Pandemie nahe, wobei die voneinander abweichenden Verläufe der Kohortenkurven auch auf generationenspezifische Reaktionen hinweisen.²²

Grundsätzlich messen alle Kohorten dem Bargeld zunehmende Wichtigkeit bei. Allerdings unterscheiden sich die Geschwindigkeiten der jeweiligen Entwicklungen voneinander. Aus Grafik c ist ersichtlich, dass die wahrgenommene Wichtigkeit von Bargeld von allen Altersgruppen mit über 50 % bis 65 % als hoch eingeschätzt wird und in der Regel im Zeitverlauf zunimmt. Die Kohortenkurven zeigen überwiegend ebenfalls einen Aufwärtstrend. Bargeld wird also – insbesondere in den mittleren Kohorten – offenbar zunehmend als wichtig angesehen.

4 Bargeld in einer hybriden digital-analogen Zukunft

Die in diesem Aufsatz dargestellte differenzierte, jedoch anhaltend relevante Bargeldnachfrage macht deutlich, dass die politischen Rahmenbedingungen für den Zahlungsverkehr auch zukünftig mit der Bargeldnutzung vereinbar sein müssen. Die Analyse granularer Daten zur Funktion als Zahlungs- und Wertaufbewahrungsmittel sowie zur wahrgenommenen Wichtigkeit zeigt, dass Bargeld für die einzelnen Altersgruppen auf unterschiedliche Weise nach wie vor eine wichtige Rolle spielt. Angesichts dessen ist davon auszugehen, dass sich die Bargeldnachfrage im Zusammenhang mit den verschiedenen Funktionen, die

²² In Abbildung 6 lassen sich kohortenspezifische Abweichungen nicht eindeutig bestimmen, da sich dort drei Effekte überlagern. Intuitiv lässt sich jedoch nachvollziehen, dass deutliche Veränderungen in bestimmten Kohortenkurven (z. B. unterschiedliche Ausgangsniveaus, unterschiedliche Steigungen (Veränderungsraten mit zunehmendem Alter) oder nicht parallele und weniger vorhersehbare Verläufe) darauf hindeuten könnten, dass das Geburtsjahr der jeweiligen Person einen deutlichen Einfluss hat.

Bargeld erfüllt, in den kommenden zehn Jahren in allen Bevölkerungsgruppen weiterentwickeln wird.

Unsere Erkenntnisse zu Alterseffekten – beispielsweise, dass jüngere Gruppen in allen drei analysierten Dimensionen eine ausgeprägte Affinität zu Bargeld zeigen – können einen Beitrag zur Politikgestaltung leisten. Sie vermitteln ein eingehenderes Verständnis davon, wie Menschen Bargeld nutzen und wie ihre Einstellung dazu ist. Die Alterskurven für Bargeld als Zahlungsmittel, die Tendenz jüngerer Erwachsener, Bargeldvorräte zu halten sowie die übergreifende Wahrnehmung – die bei jüngeren Online-Nutzern möglicherweise noch stärker ausgeprägt ist – von Bargeld als wichtiger Alternative stellen das Narrativ einer einseitigen Entwicklung hin zu einer bargeldlosen Gesellschaft infrage. Das Alter spielt bei den Veränderungen in der Bargeldnutzung eindeutig eine Rolle. Wenn jüngere Menschen in den Arbeitsmarkt eintreten, sich ein unabhängiges Leben aufbauen und ihre Finanzen in ihrer frühen Karrierephase verwalten, scheint Bargeld für sie wichtige Funktionen zu erfüllen.²³ Für die mittleren Altersgruppen zeigen sich charakteristische Verläufe bei der Nutzung von Bargeld als Zahlungsmittel. Insbesondere ist bei ihnen während des analysierten Fünfjahreszeitraums ein stärkerer Rückgang der Bargeldtransaktionen zu beobachten als in den anderen Kohorten. Ältere nutzen Bargeld durchgehend in höherem Maße für Bezahlvorgänge und in geringerem Maße als Wertaufbewahrungsmittel. Ihre Einschätzung der Wichtigkeit von Bargeld ähnelt der der anderen Kohorten und bleibt tendenziell stabil oder nimmt zu.

Unsere Ergebnisse deuten darauf hin, dass sich die Rolle des Bargelds wandelt. Aufgrund sich gegenseitig beeinflussender demografischer und wirtschaftlicher Entwicklungen, unvorhersehbarer einmaliger Ereignisse und der Regulatorik in Bezug auf Bargeld lässt sich die zukünftige Bargeldnachfrage jedoch nur schwer prognostizieren. Die beobachteten Alterseffekte legen nahe, dass die zukünftigen Generationen Bargeld ähnlich weiterverwenden könnten wie heute, dass Bargeld also auch weiterhin genutzt werden dürfte. Infolge der Alterung der Bevölkerung im Euroraum wird das Verhalten der mittleren und insbesondere der älteren Kohorten die aggregierte Bargeldnachfrage jedoch zunehmend beeinflussen (Eurostat, 2025).²⁴ Hier könnte sich – basierend allein auf demografischen Überlegungen und Erkenntnissen im

²³ Das APC-I-Modell isoliert Alters-, Perioden- und Kohorteneffekte unter Herausrechnung anderer Kovariaten. Zweifellos besteht ein Zusammenhang zwischen dem Einkommensniveau und dem allgemeinen Finanz- und Zahlungsverhalten, insbesondere in Bezug auf Bargeldnutzung und -präferenzen. Doch hat die Einbeziehung des Einkommensniveaus als Kontrollvariable in umfassendere Regressionsmodelle (die hier nicht näher erläutert werden, aber Teil der Robustheitsprüfungen sind) die vom APC-I-Modell für diese Indikatoren ermittelten Hauptmuster in Bezug auf Alter, Periode und Kohorte nicht grundlegend verändert. Daher ist zu vermuten, dass die beobachteten Alters-, Perioden- und Kohorteneffekte robust sind und Einflüsse erfassen, die über eine einfache Einkommensstratifizierung hinausgehen. Möglicherweise kommen darin die Art des Umgangs mit Geld in den einzelnen Lebensphasen, der Grad des Zugangs zu verschiedenen Finanzmitteln oder tief verankerte Präferenzen, die unabhängig vom Einkommensquintil wirken, zum Ausdruck. So könnten selbst junge Erwachsene mit höherem Einkommen aus Bequemlichkeit oder für Notfälle einen Bargeldvorrat halten, während Personen mit geringerem Einkommen möglicherweise keine Alternative zur Bargeldhaltung haben und deshalb möglicherweise darauf angewiesen sind.

²⁴ Den Bevölkerungsprojektionen von Eurostat aus dem Jahr 2023 zufolge dürfte die Bevölkerung in der EU bis zum Jahr 2100 erheblich altern. In der Bevölkerungspyramide dürfte sich ein zunehmendes Ungleichgewicht einstellen, wobei der Anteil der über 80-Jährigen von 6,1 % im Jahr 2024 auf 15,3 % im Jahr 2100 steigen könnte (Eurostat, 2025).

Zusammenhang mit stabilen Alterseffekten älterer Menschen – ein Trend zeigen, welcher der derzeitigen, weitgehend universellen Entwicklung in Richtung Digitalisierung entgegenwirkt. Allerdings könnten unvorhersehbare Ereignisse wie eine erhöhte geopolitische Unsicherheit, Bedenken hinsichtlich Cybersicherheit und Datenschutz im digitalen Zahlungsverkehr, aber auch erhebliche Störungen der digitalen Infrastruktur die öffentliche Wahrnehmung und die Bargeldnutzung in bestimmten Perioden beträchtlich verändern (Faella und Zamora-Pérez, 2025). Vor diesem Hintergrund wird es auch auf die Regulatorik für Bargeld (z. B. die Einführung von Zahlungslimits) und die Positionierung der Branche (z. B. die Schließung oder Eröffnung von Bargeldbezugspunkten) ankommen. Wie Bargeld in Zukunft verwendet wird, wird stark davon abhängen, inwieweit Maßnahmen ergriffen werden, um die flächendeckende Akzeptanz, die einfache Nutzung und den leichten Zugang zu Bargeld zu sichern.

Angesichts dieser Dynamik stehen der öffentliche wie auch der private Sektor vor der zentralen Herausforderung, die Funktionsfähigkeit und Zugänglichkeit der Bargeldinfrastruktur auch bei einem möglichen Rückgang des

Transaktionsvolumens zu gewährleisten. Anhaltend rückläufige Bargeldtransaktionen könnten die Wirtschaftlichkeit des Erhalts der vorhandenen Infrastruktur und des täglichen Bargeldgeschäfts infrage stellen. Die in diesem Aufsatz dargestellten Ergebnisse unterstreichen jedoch, dass Bargeld für die Wahlfreiheit im Zahlungsverkehr für alle Altersgruppen, für die finanzielle Inklusion und als resilientes, ausfallsicheres Zahlungsmittel nach wie vor von großer Bedeutung ist. Dies spiegelt sich in der Bargeldstrategie des Eurosystems wider (EZB, 2025). Darin wird anerkannt, dass Bargeld für verschiedene Bevölkerungsgruppen unter bestimmten Bedingungen und für bestimmte Nutzungszwecke weiterhin attraktiv ist.²⁵ Während die Debatte über die Förderung von Digitalisierung und Innovationen andauert, legen die hier vorgestellten Erkenntnisse nahe, dass entsprechende Initiativen auch der voraussichtlich anhaltenden Nutzung von physischem Bargeld Rechnung tragen sollten. Damit würden die einzigartigen Vorteile von Bargeld anerkannt und gleichzeitig Offenheit gegenüber der gesamten Bandbreite an Innovationen im Zahlungsverkehr signalisiert. Dieser Ansatz würde ein robustes, effizientes Zahlungsverkehrssystem fördern, das jederzeit für alle zugänglich ist.

Daher bedarf es strategischer Ansätze, die dafür sorgen, dass Bargeld eine praktikable, zugängliche und erschwingliche Zahlungsoption bleibt. Gleichzeitig sollte eine unnötige Steigerung der damit verbundenen Kosten vermieden werden. Ein lehrreiches Beispiel ist Schweden, wo ein immer stärkerer Bargeldrückgang – unter anderem bedingt durch die strengen Modalitäten des Austauschs von Münzen und Banknoten und Maßnahmen zur Bekämpfung der Steuerhinterziehung (Sveriges riksbank, 2020) – zu Besorgnis in der Bevölkerung und zu parlamentarischen Debatten führte. Angesichts dieser Bedenken wurden schließlich gesetzliche Regelungen getroffen, um den Zugang zu Bargeld und

²⁵ Einzelheiten zur Bargeldstrategie des Eurosystems finden sich auf der Website der EZB (EZB, 2025). In Debatten über einen möglichen digitalen Euro wird diese Dualität häufig anerkannt. Dabei wird digitales Zentralbankgeld eher als Ergänzung zum physischen Bargeld denn als Ersatz dafür betrachtet.

dessen Akzeptanz zu sichern (Sveriges riksdag, 2023; Sveriges riksbank, 2025). Folgende Arten von Maßnahmen bieten sich an: 1) Überwachung der Kosten und der geografischen Reichweite des Bargeldumlaufs sowie Förderung von Lösungen, die den Zugang auch bei sinkenden Volumina gewährleisten (Zamora-Pérez, 2022), 2) Überprüfung der Krisenvorsorgestrategien, Einbeziehung von Bargeld als analoges Backup-Instrument und Erarbeitung von Business-Continuity-Plänen für den Fall, dass digitale Kanäle ausfallen, 3) Untersuchung der negativen Auswirkungen von Maßnahmen, die die Bargeldnutzung beschränken, und 4) Klärung des Geltungsbereichs der Vorschriften zum Status von Bargeld als gesetzliches Zahlungsmittel, d. h. der Frage, ob es Händlern oder öffentlichen Stellen gestattet ist, ausschließlich Kartenzahlungen zu akzeptieren.²⁶ Auch Erkenntnisse über die Nutzung von Bargeld durch jüngere Menschen legen nahe, dass Initiativen zur finanziellen Inklusion und Wissensvermittlung weiterhin davon profitieren könnten, dass sie neben digitalen Instrumenten auch Bargeld in den Fokus stellen. In geld- und zahlungspolitischen Diskussionen sollte auch berücksichtigt werden, dass Privathaushalte Bargeld trotz fehlender Verzinsung weiterhin als sichere Anlageform nutzen (Faella und Zamora-Pérez, 2025).

5 Schlussbemerkungen

Die Ergebnisse der drei SPACE-Studien sowie unseres Alters-Perioden-Kohorten-Modells liefern neue Erkenntnisse über die sich wandelnde Nutzung von Bargeld als Zahlungs- und Wertaufbewahrungsmittel sowie über dessen wahrgenommene Wichtigkeit. Allgemeine Trends wie die Digitalisierung oder die zunehmende wahrgenommene Wichtigkeit von Bargeld, aber auch einmalige Ereignisse wie die Pandemie können zu deutlichen Verhaltensänderungen der Menschen führen. Auch Alterseffekte und die Lebenszyklusdynamiken der einzelnen Generationen sind für das Verständnis der Entwicklung der Bargeldnutzung und -wahrnehmung entscheidend. Der vorübergehende Anstieg der Bargeldhortung während der Pandemie zeigt, wie stark sich langfristige Präferenzen oder Wahrnehmungen unter bestimmten Bedingungen manifestieren können.

Um die gegenwärtige und zukünftige Bargeldnachfrage einschätzen zu können, ist es wichtig zu berücksichtigen, dass Bargeld mehrere Funktionen erfüllt und sich sein Nutzen je nach Altersgruppe signifikant unterscheidet. Während die fortschreitende Digitalisierung des Zahlungsverkehrs den Anteil von Bargeldtransaktionen reduziert, weist Bargeld anhaltende und periodisch bedingte Schwankungen auf, was seine zunehmenden Wichtigkeit und Funktion als Wertaufbewahrungsmittel betrifft. Vor 20 Jahren aufgestellte Prognosen, wonach Bargeld schnell oder vollständig ersetzt werden würde, haben sich bis dato nicht bewahrheitet. Zum Teil lag das daran, dass nicht berücksichtigt wurde, auf welcher vielfältigen Weise Bargeld für die Menschen weiterhin nützlich sein würde. In diesem

²⁶ Zum Monitoring des Bargeldzugangs durch das Eurosystem siehe Zamora-Pérez, 2022. Die EZB hat in der Vergangenheit einige nationale politische Maßnahmen aufgrund ihrer potenziellen negativen Auswirkungen auf den baren Zahlungsverkehr als unverhältnismäßig eingestuft. Siehe hierzu [CON/2019/39](#) und [CON/2019/4](#) zur Einführung von Obergrenzen für Bargeldzahlungen in Griechenland bzw. Spanien. Siehe darüber hinaus den Vorschlag für eine Verordnung über Euro-Bargeld als gesetzliches Zahlungsmittel [COM\(2023\)364](#).

Aufsatz wurde aufgezeigt, dass alle genannten Indikatoren der Bargeldpräferenz jeweils eigene Altersmuster aufweisen. Diese können zu einem besseren Verständnis der Persistenz der Bargeldnutzung für die unterschiedlichen Funktionen beitragen.

Die starke Bargeldnutzung durch jüngere Menschen lässt beispielsweise darauf schließen, dass auch zukünftige Generationen Bargeld weiterhin als nützlich empfinden dürften, wenn sie in den Arbeitsmarkt eintreten.

Gleichzeitig ist aber auch der Effekt der alternden Bevölkerung zu berücksichtigen. Insbesondere jüngere Menschen nutzen alle drei Funktionen von Bargeld: Ihre Verwendung von Bargeld als Zahlungsmittel entspricht dem Durchschnitt, sie sind führend bei der Haltung von Bargeld aus Vorsichtsmotiven und sind fest davon überzeugt, dass Bargeld wichtig ist. Offenbar wird Bargeld in der Frühphase der finanziellen Unabhängigkeit also durchaus als nützlich angesehen. Gleichzeitig könnte das bei den älteren Generationen zu beobachtende höhere Volumen an Bargeldtransaktionen angesichts der Bevölkerungsalterung im Euroraum einen Trend markieren, welcher der Geschwindigkeit der Digitalisierung entgegenwirkt. Selbst wenn jede Kohorte mit einer geringeren Bargeldnutzungsintensität als ihre Vorgängerkohorte in den Ruhestand träte (Periodeneffekt), könnten demografische Faktoren (Alterseffekt) den Rückgang insgesamt verlangsamen, statt ihn zu beschleunigen. Alle genannten Punkte lassen weitere Zweifel an der Maximalthese aufkommen, dass die Bargeldnutzung in den kommenden Jahren drastisch zurückgehen dürfte.

Ein umsichtiger politischer Ansatz in Bezug auf Zahlungsmittel muss den Nutzen von Bargeld für die Gesellschaft berücksichtigen und eine lange Phase der Koexistenz vorsehen, in der Banknoten und Münzen neben elektronischen, physischen und Online-Zahlungsmethoden weiter im Umlauf sind. Neben den unbestreitbaren Vorteilen der Digitalisierung und ihrem Potenzial zur Förderung der finanziellen Inklusion können politische Maßnahmen oder Branchenstrategien, die den Zugang zu Bargeld übermäßig einschränken oder dessen Nutzung verteuern, dazu führen, dass Teile der Bevölkerung benachteiligt werden und die systemische Resilienz geschwächt wird. Andererseits würden durch ein völliges Ausblenden der fortschreitenden Digitalisierung Effizienzgewinne verschenkt. Ausgewogene Strategien, die die grundlegende Bargeldinfrastruktur sichern, wettbewerbsfähige digitale Optionen fördern und gleichzeitig der demografischen Vielfalt Rechnung tragen, dürften sich für den Euroraum angesichts der sich wandelnden Zahlungsgewohnheiten als beste Lösung erweisen.

Literaturverzeichnis

Agentur der Europäischen Union für Cybersicherheit (ENISA, 2024), [Report on the State of the Cybersecurity in the Union](#), ENISA Reports, ENISA, Dezember.

Alvarez, F. und Argente, D. (2022), On the Effects of the Availability of Means of Payments: The Case of Uber, *The Quarterly Journal of Economics*, Bd. 137, Nr. 3, August, S. 1737-1789.

Alvarez, F. et al. (2022), Cash: A blessing or a curse?, *Journal of Monetary Economics*, Bd. 125, Januar, S. 85-128.

Bagnall, J. et al. (2016), Consumer Cash Usage: A Cross-Country Comparison with Payment Diary Survey Data, *International Journal of Central Banking*, Bd. 12, Nr. 4, Dezember, S. 1-61.

Brown, M. et al. (2022), The Convenience of Electronic Payments and Consumer Cash Demand, *Journal of Monetary Economics*, Bd. 130, September, S. 86-102.

Chodorow-Reich, G. et al. (2020), Cash and the Economy: Evidence from India's Demonetization, *The Quarterly Journal of Economics*, Bd. 135, Nr. 1, Februar, S. 57-103.

Europäische Zentralbank (2024a), [Study on the payment attitudes of consumers in the euro area \(SPACE\)](#), Dezember.

Europäische Zentralbank (2024b), [Use of cash by companies in the euro area in 2024](#), September.

Europäische Zentralbank (2025), [Die Bargeldstrategie des Eurosystems](#).

Eurostat (2024), [Age of leaving the parental home steady in 2023](#), 30. September.

Eurostat (2025), [Population structure and ageing](#), *Statistics Explained*.

Faella, F. und Zamora-Pérez (2025), A., Keep calm and carry cash: Lessons on the unique role of physical currency across four crises, EZB, *Wirtschaftsbericht 6/2025* (im Erscheinen).

Lagos, R. und Zhang, S. (2022), The Limits of MONETARY ECONOMICS: On Money as a Constraint on Market Power, *Econometrica*, Bd. 90, Nr. 3, Mai, S. 1177-1204.

Luo, L. und Hodges, J. S. (2022), The age-period-cohort-interaction model for describing and investigating inter-cohort deviations and intra-cohort life-course dynamics, *Sociological Methods & Research*, Bd. 51, Nr. 3, August, S. 1164-1210.

Nocciola, L. und Zamora-Pérez, A. (2024), [Transactional demand for central bank digital currency](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2926, April.

Ryder, N. B. (1985), The Cohort as a Concept in the Study of Social Change, in: Mason, W. M. und Fienberg, S. E. (Hrsg.), *Cohort Analysis in Social Research*, Springer, New York, NY, S. 9-44.

Shy, O. (2023), Cash is alive: How economists explain holding and use of cash, *Journal of Economic Literature*, Bd. 61, Nr. 4, S. 1465-1520.

Sveriges riksbank (2020), [Why are people in Sweden no longer using cash?](#), *Payments in Sweden 2020*, 29. Oktober.

Sveriges riksbank (2025), [Introduce obligation to accept cash and strengthen banks' responsibility for cash](#), *Pressemitteilung*, 19. Mai.

Sveriges riksdag (2023), [Lag \(2010:751\) om betaltjänster](#).

Tamele, B. et al. (2021), [Catch me \(if you can\): assessing the risk of SARS-CoV-2 transmission via euro cash](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 259, Juli.

Van der Crujisen, C., Hernandez, L. und Jonker, N. (2016), In love with the debit card but still married to cash, Applied Economics, Bd. 49, Nr. 30, 15. November, S. 2989-3004.

Van der Crujisen, C. und Reijerink, J. (2024), Uncovering the digital payment divide: Understanding the importance of cash for groups at risk, The Journal of Consumer Affairs, Bd. 58, Nr. 2, S. 486-505.

Yang, Y. und Land, K.C. (2013), Age-Period-Cohort Analysis: New Models, Methods, and Empirical Applications, Chapman and Hall/CRC, New York.

Zamora-Pérez, A. (2021), [Das Banknoten-Paradoxon: Erkenntnisse zur nicht transaktionsbedingten Bargeldnachfrage](#), EZB, Wirtschaftsbericht 2/2021.

Zamora-Pérez, A. (2022), [Freiheit der Zahlungsmittelwahl: der Zugang zu Bargeld im Euro-Währungsgebiet](#), EZB, Wirtschaftsbericht 5/2022.

Zamora-Pérez, A., Marini, A. und Honkkila, J. (2024), [Gibt es eine digitale Kluft im Zahlungsverkehr? – Eine Analyse der Bedeutung von Bargeld aus Nutzersicht](#), EZB, Wirtschaftsbericht 2/2024.

Statistik

Statistik

Inhaltsverzeichnis

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

Zusätzliche Informationen

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

Abkürzungen und Zeichen

- Daten werden nicht erhoben/Nachweis nicht sinnvoll
- . 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	OECD-Länder		Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich (HVPI)	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum ²⁾ (HVPI)	
							Insgesamt	Ohne Energie und Nahrungsmittel						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2022	3,5	2,5	4,8	0,9	3,0	3,5	9,5	6,8	8,0	9,1	2,5	2,0	8,4	
2023	3,5	2,9	0,4	1,4	5,2	0,6	6,8	7,0	4,1	7,4	3,3	0,2	5,4	
2024	3,2	2,9	1,1	0,2	5,0	0,9	5,2	5,7	2,9	2,5	2,7	0,2	2,4	
2024 Q3	0,9	0,8	0,0	0,2	1,4	0,4	4,9	5,3	2,6	2,0	2,8	0,5	2,2	
Q4	0,9	0,6	0,1	0,6	1,6	0,3	4,6	5,0	2,7	2,5	2,9	0,2	2,2	
2025 Q1	0,8	-0,1	0,7	0,0	1,2	0,6	4,5	4,7	2,7	2,8	3,8	-0,1	2,3	
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	2,4	3,5	3,5	.	2,0
2025 Jan.	.	.	.	.	.	.	4,7	4,8	3,0	3,0	4,0	0,5	2,5
Febr.	.	.	.	.	.	.	4,5	4,7	2,8	2,8	3,7	-0,7	2,3
März	.	.	.	.	.	.	4,2	4,5	2,4	2,6	3,6	-0,1	2,2
April	.	.	.	.	.	.	4,2	4,6	2,3	3,5	3,6	-0,1	2,2
Mai	.	.	.	.	.	.	4,0	4,4	2,4	3,4	3,5	-0,1	1,9
Juni	.	.	.	.	.	.	.	.	2,7	3,6	3,3	.	2,0

Quellen: Eurostat (Spalte 6, 13), BIZ (Spalte 9, 10, 11, 12) und OECD (Spalte 1, 2, 3, 4, 5, 7, 8).

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes; saisonbereinigt)									Wareneinfuhr ¹⁾			
	Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex						Globaler Einkaufsmanagerindex ²⁾			Global	Industrieländer	Schwellenländer	
	Global ²⁾	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungen	Auftrags-eingänge im Exportgeschäft				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,1	4,6	1,7
2023	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,4	-3,7	4,4
2024	52,9	53,7	52,5	51,3	52,1	50,1	50,7	53,1	49,0	4,2	3,6	4,7	
2024 Q3	52,9	54,3	53,1	52,5	50,9	50,3	49,8	53,4	48,4	1,4	1,6	1,3	
Q4	53,0	54,8	50,9	50,1	51,8	49,3	49,9	53,3	48,4	1,0	1,1	0,9	
2025 Q1	52,0	52,6	50,8	50,6	51,5	50,4	50,9	52,1	49,7	3,2	8,7	-1,7	
Q2	51,4	52,2	50,3	51,0	50,6	50,4	50,3	51,6	48,2	.	.	.	
2025 Jan.	52,0	52,7	50,6	51,1	51,1	50,2	50,7	52,2	49,4	1,9	4,3	-0,2	
Febr.	51,7	51,6	50,5	52,0	51,5	50,2	51,5	51,5	49,6	2,6	6,5	-0,8	
März	52,3	53,5	51,5	48,9	51,8	50,9	50,4	52,6	50,1	3,2	8,7	-1,7	
April	50,9	50,6	48,5	51,2	51,1	50,4	50,5	50,9	47,3	1,9	4,0	0,0	
Mai	51,5	53,0	50,3	50,2	49,6	50,2	49,0	52,1	48,0	.	.	.	
Juni	51,9	52,9	52,0	51,5	51,3	50,6	51,3	51,9	49,3	.	.	.	

Quellen: S&P Global Market Intelligence (Spalten 1-9), CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis und EZB-Berechnungen (Spalten 10-12).

1) „Global“ und „Industrieländer“ ohne Euroraum. Jahres- und Quartalswerte als Veränderung gegen Vorperiode in %; Monatswerte als Veränderung des Dreimonatsdurchschnitts gegen vorangegangenen Dreimonatsdurchschnitt in %. Alle Daten saisonbereinigt.

2) Ohne Euroraum.

2 Konjunktorentwicklung

2.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung								Außenbeitrag ¹⁾		
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen				Vorrats- verände- rungen ²⁾	Zusam- men	Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾
					Zusam- men	Bau- investi- tionen	Ausrüstungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)</i>												
2022	13 722,7	13 445,0	7 234,6	2 943,6	3 012,1	1 555,4	870,0	580,5	254,7	-277,7	7 420,3	7 142,6
2023	14 602,2	14 079,8	7 729,4	3 096,3	3 198,8	1 645,2	924,0	623,2	55,3	-522,3	7 388,8	6 866,5
2024	15 175,0	14 492,6	8 008,4	3 270,9	3 199,7	1 652,4	917,4	623,3	13,6	-682,4	7 515,4	6 833,1
2024 Q2	3 772,4	3 586,2	1 992,1	813,4	784,6	411,0	231,2	140,8	-4,0	-186,3	1 901,5	1 715,2
Q3	3 807,5	3 648,1	2 010,5	824,3	802,3	411,3	228,2	161,1	11,1	-159,4	1 878,8	1 719,4
Q4	3 852,7	3 687,3	2 025,7	833,1	812,3	417,4	230,6	162,7	16,2	-165,4	1 891,0	1 725,6
2025 Q1	3 886,0	3 724,4	2 050,4	837,8	835,5	423,2	231,2	179,4	0,8	-161,6	1 932,9	1 771,3
<i>In % des BIP</i>												
2024	100,0	95,5	52,8	21,6	21,1	10,9	6,0	4,1	0,1	-4,5	-	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2024 Q2	0,2	0,0	0,1	1,0	-2,4	-0,4	0,9	-12,5	-	-	2,0	1,7
Q3	0,4	1,4	0,6	0,7	1,6	-0,5	-2,1	13,9	-	-	-1,5	0,4
Q4	0,3	0,2	0,4	0,5	0,5	0,8	0,6	-0,4	-	-	-0,1	-0,3
2025 Q1	0,6	0,4	0,3	-0,1	2,7	0,5	0,4	11,8	-	-	2,2	2,0
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2022	3,5	3,8	5,0	1,1	1,9	-0,2	4,0	4,4	-	-	7,4	8,4
2023	0,6	0,2	0,5	1,5	2,0	1,0	2,0	4,7	-	-	-0,9	-1,7
2024	0,9	0,5	1,1	2,5	-1,8	-1,4	-1,9	-2,8	-	-	0,8	-0,1
2024 Q2	0,6	-0,5	0,6	2,7	-3,1	-1,9	-0,9	-9,6	-	-	1,7	-0,5
Q3	1,0	1,1	1,1	2,8	-1,6	-1,9	-3,6	2,5	-	-	1,3	1,4
Q4	1,3	1,4	1,6	2,4	-2,0	-0,5	-0,9	-7,1	-	-	0,9	1,0
2025 Q1	1,5	2,1	1,4	2,1	2,4	0,5	-0,2	10,9	-	-	2,5	3,8
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2024 Q2	0,2	0,0	0,1	0,2	-0,5	0,0	0,1	-0,5	0,2	0,2	-	-
Q3	0,4	1,4	0,3	0,2	0,3	-0,1	-0,1	0,5	0,6	-1,0	-	-
Q4	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	-	-
2025 Q1	0,6	0,4	0,1	0,0	0,6	0,1	0,0	0,5	-0,3	0,2	-	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2022	3,5	3,7	2,6	0,3	0,4	0,0	0,2	0,2	0,4	-0,2	-	-
2023	0,6	0,2	0,3	0,3	0,4	0,1	0,1	0,2	-0,9	0,4	-	-
2024	0,9	0,5	0,6	0,5	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	0,5	-	-
2024 Q2	0,6	-0,5	0,3	0,6	-0,7	-0,2	-0,1	-0,4	-0,7	1,1	-	-
Q3	1,0	1,0	0,6	0,6	-0,3	-0,2	-0,2	0,1	0,2	0,0	-	-
Q4	1,3	1,3	0,8	0,5	-0,4	-0,1	-0,1	-0,3	0,4	0,0	-	-
2025 Q1	1,5	2,0	0,7	0,4	0,5	0,1	0,0	0,5	0,3	-0,5	-	-

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 Konjunktorentwicklung

2.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellingspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)												
2022	12 336,7	217,2	2 409,7	647,8	2 338,2	637,0	544,8	1 341,4	1 492,5	2 326,8	381,5	1 386,0
2023	13 205,4	218,6	2 591,4	721,8	2 451,2	687,2	598,9	1 463,3	1 598,0	2 462,8	412,0	1 396,8
2024	13 660,9	225,9	2 535,7	743,1	2 543,1	726,7	632,1	1 539,9	1 672,3	2 609,9	432,1	1 514,1
2024 Q2	3 398,4	55,8	630,4	185,3	634,1	179,9	157,1	384,0	416,3	647,7	107,8	374,0
Q3	3 425,5	56,8	632,6	185,4	635,9	182,2	158,9	386,3	420,5	657,7	109,2	382,0
Q4	3 465,8	57,9	646,8	187,6	643,3	185,7	160,1	387,6	424,0	663,8	109,1	386,9
2025 Q1	3 494,4	58,6	654,7	190,4	646,7	187,7	160,6	388,2	426,1	671,4	110,0	391,6
In % der Wertschöpfung												
2024	100,0	1,7	18,6	5,4	18,6	5,3	4,6	11,3	12,2	19,1	3,2	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2024 Q2	0,2	-1,7	0,6	-0,8	0,1	-0,3	-0,3	0,2	0,6	0,3	0,4	0,2
Q3	0,3	-0,6	0,2	-0,4	0,0	1,3	0,3	0,0	0,2	0,7	1,5	1,7
Q4	0,3	0,8	0,1	0,6	0,5	1,5	-0,4	0,4	0,0	0,4	-1,1	0,3
2025 Q1	0,6	1,9	2,0	0,7	0,4	0,9	0,0	0,2	0,4	0,1	0,0	-0,2
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2022	3,8	-1,0	-0,1	-0,3	8,6	5,9	-1,7	2,8	6,0	2,9	17,1	0,7
2023	0,9	-0,4	-0,9	1,9	0,4	5,2	-1,8	1,4	1,4	1,2	4,0	-2,0
2024	1,0	-1,1	-0,4	-1,1	0,8	3,1	1,6	1,8	1,6	1,6	1,5	0,6
2024 Q2	0,8	-2,3	-0,6	-1,6	0,6	2,0	1,1	1,8	2,1	1,5	1,2	-1,1
Q3	1,1	-1,3	0,7	-1,7	0,6	2,9	1,5	1,9	1,5	1,8	1,5	0,5
Q4	0,9	-0,7	-0,9	-0,9	1,3	3,3	1,9	1,7	0,9	1,8	1,7	4,8
2025 Q1	1,4	0,4	3,0	0,1	0,9	3,4	-0,4	0,8	1,2	1,5	0,8	2,1
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2024 Q2	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
Q3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
Q4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2025 Q1	0,6	0,0	0,4	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2022	3,8	0,0	0,0	0,0	1,6	0,3	-0,1	0,3	0,7	0,6	0,5	-
2023	0,9	0,0	-0,2	0,1	0,1	0,3	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2024	1,0	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-
2024 Q2	0,8	0,0	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,2	0,3	0,3	0,0	-
Q3	1,1	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-
Q4	0,9	0,0	-0,2	0,0	0,2	0,2	0,1	0,2	0,1	0,3	0,1	-
2025 Q1	1,4	0,0	0,6	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,3	0,0	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

2 Konjunktorentwicklung

2.3 Beschäftigung¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Zahl der Erwerbstätigen													
<i>Gewichte in %</i>													
2022	100,0	86,0	14,0	2,9	14,2	6,4	24,2	3,3	2,3	1,1	14,2	24,9	6,6
2023	100,0	86,1	13,9	2,8	14,1	6,4	24,3	3,3	2,3	1,1	14,2	24,8	6,6
2024	100,0	86,1	13,9	2,8	14,0	6,4	24,4	3,4	2,3	1,0	14,2	25,0	6,5
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2022	2,3	2,5	1,5	-0,7	1,2	3,5	3,1	5,8	0,1	3,3	3,8	1,5	1,1
2023	1,4	1,5	0,8	-2,3	0,9	1,3	2,0	3,6	0,4	1,9	1,7	1,3	1,6
2024	1,0	1,0	0,8	0,0	0,2	1,1	1,1	2,0	0,8	-0,9	0,6	1,7	0,6
2024 Q2	1,0	1,0	1,0	0,5	0,5	1,2	0,7	2,1	0,7	-1,6	0,7	1,8	0,8
Q3	1,0	1,0	1,0	0,2	0,3	0,8	1,0	1,7	0,9	-1,9	1,0	1,8	0,8
Q4	0,7	0,8	0,1	-1,0	0,0	0,8	1,1	1,3	0,9	-0,3	0,0	1,6	0,0
2025 Q1	0,7	0,8	-0,3	-1,4	-0,3	0,6	0,7	0,8	1,4	2,7	0,5	1,4	0,9
Geleistete Arbeitsstunden													
<i>Gewichte in %</i>													
2022	100,0	81,7	18,3	3,8	14,7	7,4	25,0	3,5	2,4	1,1	14,2	22,0	5,9
2023	100,0	81,9	18,1	3,7	14,6	7,3	25,1	3,6	2,4	1,1	14,2	22,1	5,9
2024	100,0	82,0	18,0	3,6	14,5	7,3	25,1	3,7	2,4	1,1	14,2	22,2	5,9
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2022	3,6	3,7	3,2	-1,3	1,2	4,3	7,3	6,1	-0,7	5,4	4,6	1,0	4,8
2023	1,5	1,7	0,4	-2,0	0,7	0,9	1,9	3,5	0,4	1,7	1,8	1,6	2,2
2024	1,1	1,1	0,7	-0,5	0,3	1,2	1,1	2,3	0,6	-1,3	1,2	1,6	0,9
2024 Q2	0,9	0,9	0,9	0,1	0,4	1,1	0,5	2,2	0,4	-2,3	1,0	1,7	1,2
Q3	0,6	0,7	0,0	-0,8	-0,1	0,2	0,6	1,5	0,6	-2,5	0,9	1,1	0,6
Q4	0,9	1,2	-0,1	-0,9	0,1	1,0	1,1	1,7	0,2	0,2	0,8	1,8	0,9
2025 Q1	0,4	0,7	-0,9	-1,8	-0,7	0,3	0,2	0,8	1,2	1,7	0,4	1,4	1,4
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2022	1,2	1,2	1,7	-0,7	0,0	0,8	4,0	0,2	-0,8	2,0	0,7	-0,5	3,6
2023	0,0	0,1	-0,4	0,3	-0,2	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,1	0,3	0,6
2024	0,1	0,1	-0,1	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,3	-0,2	-0,4	0,6	0,0	0,4
2024 Q2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	-0,2	-0,2	0,1	-0,3	-0,7	0,4	-0,1	0,4
Q3	-0,4	-0,3	-1,0	-1,0	-0,3	-0,5	-0,4	-0,2	-0,4	-0,6	0,0	-0,6	-0,2
Q4	0,2	0,3	-0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	0,4	-0,7	0,6	0,7	0,2	0,9
2025 Q1	-0,3	-0,1	-0,6	-0,4	-0,4	-0,3	-0,4	0,0	-0,2	-1,0	-0,1	-0,1	0,5

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVO 2010.

2 Konjunktorentwicklung

2.4 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Erwerbs- personen in Mio.	Unter- beschäftigung in % der Erwerbs- personen	Arbeitslosigkeit ¹⁾											Vakanz- quote ³⁾
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ²⁾	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio.	In % der Erwerbs- perso- nen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2020)														
2022	167,404	3,1	11,369	6,8	2,7	9,124	6,0	2,245	14,6	5,718	6,4	5,652	7,2	3,2
2023	169,703	2,9	11,166	6,6	2,4	8,875	5,8	2,292	14,5	5,644	6,3	5,522	6,9	3,1
2024	171,292	2,8	10,918	6,4	2,1	8,596	5,5	2,322	14,6	5,591	6,1	5,328	6,6	2,6
2024 Q2	171,207	2,8	11,012	6,4	2,2	8,680	5,6	2,332	14,7	5,604	6,2	5,408	6,7	2,6
Q3	171,427	2,8	10,858	6,3	1,9	8,489	5,5	2,368	14,9	5,640	6,2	5,218	6,5	2,5
Q4	171,649	2,8	10,633	6,2	2,0	8,359	5,4	2,274	14,4	5,466	6,0	5,167	6,4	2,5
2025 Q1	172,691	2,8	10,973	6,4	2,1	8,620	5,5	2,354	14,8	5,602	6,1	5,371	6,6	2,4
2024 Dez.	-	-	10,756	6,3	-	8,477	5,4	2,279	14,4	5,511	6,0	5,245	6,5	-
2025 Jan.	-	-	10,878	6,3	-	8,555	5,5	2,323	14,6	5,556	6,1	5,322	6,6	-
Febr.	-	-	10,874	6,3	-	8,541	5,5	2,333	14,7	5,523	6,0	5,351	6,6	-
März	-	-	11,007	6,4	-	8,651	5,5	2,356	14,8	5,645	6,2	5,362	6,6	-
April	-	-	10,776	6,3	-	8,509	5,4	2,268	14,3	5,506	6,0	5,270	6,5	-
Mai	-	-	10,830	6,3	-	8,549	5,5	2,281	14,4	5,574	6,1	5,256	6,5	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Wurden noch keine Daten aus der jährlichen und vierteljährlichen Arbeitskräfteerhebung veröffentlicht, werden die Jahres- und Quartalswerte als einfacher Durchschnitt der Monatswerte ermittelt. Infolge der Umsetzung der Verordnung über die integrierte europäische Sozialstatistik kam es im ersten Quartal 2021 zu einem Zeitreihenbruch. Bei der Einführung der neuen integrierten Haushaltsbefragungen in Deutschland, die auch die Arbeitskräfteerhebung beinhalten, traten technische Probleme auf. Daher umfassen die Angaben für den Euroraum ab dem ersten Quartal 2020 Daten aus Deutschland, die keine direkte Schätzung der Mikrodaten aus der Arbeitskräfteerhebung sind. Vielmehr basieren diese Daten auf einer größeren Stichprobe, die auch Daten aus den anderen integrierten Haushaltsbefragungen enthält.

2) Nicht saisonbereinigt.

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

2.5 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe						Produktion im Bau- gewerbe	Einzelhandelsumsätze				Produktion im Dienst- leistungs- sektor ¹⁾	Pkw- Neuzulas- sungen
	Insgesamt		Hauptgruppen					Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Kraft- stoffe		
	Ins- gesamt	Verarbei- tendes Gewerbe	Vorlei- tungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2021)	100,0	88,7	32,4	33,2	22,5	11,9	100,0	100,0	38,1	54,4	7,5	100,0	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2022	1,8	2,5	-1,3	3,7	5,9	-3,4	2,1	1,1	-2,7	3,5	4,5	9,9	-4,3
2023	-1,7	-1,2	-6,2	3,2	-1,0	-5,0	2,0	-1,9	-2,6	-1,0	-1,7	2,2	14,6
2024	-3,0	-3,3	-3,9	-5,0	0,0	-0,2	-1,0	1,2	0,5	1,7	0,7	1,7	-0,1
2024 Q2	-3,9	-4,3	-5,4	-6,6	0,6	-0,4	-1,7	0,3	0,3	0,5	0,2	1,5	2,8
Q3	-1,8	-2,0	-3,7	-3,9	2,5	1,0	-2,2	2,1	0,8	2,9	2,4	1,0	-9,0
Q4	-1,5	-1,8	-2,5	-4,0	2,6	0,1	-0,1	2,2	1,0	3,0	0,9	2,3	-1,9
2025 Q1	1,4	1,4	-1,1	-1,7	9,2	0,7	-0,5	2,0	1,3	2,7	1,4	2,0	-2,5
2024 Dez.	-1,7	-2,0	-2,1	-7,3	6,1	0,8	0,2	2,2	0,7	3,6	0,2	2,0	-1,3
2025 Jan.	-0,5	-0,3	-1,4	-3,5	5,7	-1,6	0,4	1,9	1,4	2,7	0,2	2,4	-3,6
Febr.	0,8	0,3	-2,5	-2,3	7,5	2,3	-0,6	2,0	1,7	2,2	1,8	1,0	1,2
März	3,6	4,0	0,6	0,3	14,0	1,9	-1,4	2,1	0,8	3,1	2,1	2,5	-4,9
April	0,2	0,4	-0,8	-0,9	4,2	-1,6	4,7	2,7	2,6	2,7	4,2	0,7	4,9
Mai	3,7	3,8	-1,8	4,5	10,3	2,6	2,9	1,8	0,5	2,4	2,8	.	6,1
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2024 Dez.	-0,4	-1,0	-1,2	-1,7	5,6	1,2	0,3	-0,1	-0,4	0,3	-0,3	-0,2	-1,8
2025 Jan.	0,4	0,8	1,0	-0,4	-2,3	-1,2	0,6	0,0	0,5	-0,1	0,1	-0,1	-1,2
Febr.	1,4	1,1	0,5	0,9	1,8	1,0	-1,1	0,3	0,2	0,2	0,5	-0,2	3,4
März	1,8	2,0	1,2	2,3	2,4	-0,5	-0,2	0,4	0,0	0,6	0,8	0,8	-1,7
April	-2,2	-2,0	-0,8	-1,3	-5,0	-2,8	4,3	0,3	0,8	-0,1	1,3	-0,3	3,0
Mai	1,7	1,4	-1,7	2,7	7,2	3,7	-1,7	-0,7	-0,7	-0,6	-1,3	.	-1,4

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

1) Ohne Handels- und Finanzdienstleistungen.

2 Konjunktorentwicklung

2.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)							Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)				
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher	Vertrauensindikator für das Baugewerbe	Vertrauensindikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen		Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe	Produktion im verarbeitenden Gewerbe	Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor	Zusammengesetzter EMI für die Produktion
		Vertrauensindikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor	Kapazitätsauslastung (in %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2020	99,7	-4,2	80,1	-11,0	-12,6	-6,7	6,4	.	-	-	-	-
2022	102,3	5,0	82,4	-21,9	5,2	-3,6	9,3	89,9	-	-	-	-
2023	96,2	-6,1	80,7	-17,4	-1,3	-4,2	6,7	90,4	-	-	-	-
2024	95,7	-11,0	78,4	-14,0	-4,5	-6,9	6,3	90,1	45,9	46,2	51,5	50,1
2024 Q3	96,1	-10,9	78,2	-13,0	-5,0	-8,6	5,9	90,2	45,5	45,4	52,1	50,3
Q4	95,2	-12,6	77,4	-13,4	-3,8	-5,7	5,7	90,4	45,4	45,1	50,9	49,3
2025 Q1	95,5	-11,4	77,3	-14,1	-3,3	-5,8	4,4	90,3	47,6	48,8	51,0	50,4
Q2	94,2	-11,2	77,5	-15,7	-3,4	-7,9	2,2	89,8	49,3	51,3	50,1	50,4
2025 Jan.	95,2	-12,4	77,3	-14,1	-2,9	-5,3	5,7	90,3	46,6	47,1	51,3	50,2
Febr.	96,2	-11,1	.	-13,6	-3,4	-5,2	5,2	.	47,6	48,9	50,6	50,2
März	95,1	-10,7	.	-14,5	-3,6	-7,0	2,4	.	48,6	50,5	51,0	50,9
April	93,8	-11,1	77,5	-16,6	-4,0	-8,9	1,8	89,8	49,0	51,5	50,1	50,4
Mai	94,8	-10,4	.	-15,1	-3,5	-7,2	1,8	.	49,4	51,5	49,7	50,2
Juni	94,0	-12,0	.	-15,3	-2,8	-7,5	2,9	.	49,5	50,8	50,5	50,6

Quellen: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen) (Spalten 1-8) und S&P Global Market Intelligence (Spalten 9-12).

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 ¹⁾	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	
2022	13,6	91,0	0,5	2,2	12,6	2,1	7,7	37,7	4,9	73,1	4,9	9,4	3,4
2023	14,3	85,0	1,2	1,9	2,8	3,7	1,2	36,3	5,0	69,1	1,7	2,3	0,8
2024	15,4	82,0	2,3	2,5	-2,2	4,4	3,1	33,9	2,8	67,5	1,8	-3,0	1,0
2024 Q2	15,0	83,2	1,9	2,3	-2,2	3,7	2,0	34,8	3,7	68,4	1,9	-8,4	0,9
Q3	15,3	82,5	2,4	2,4	-1,4	5,5	2,5	34,1	3,3	67,9	1,9	2,1	1,0
Q4	15,4	82,0	2,2	2,5	-1,6	4,4	3,1	33,9	2,8	67,5	1,8	1,5	1,0
2025 Q1	15,4	81,7	0,7	2,5	0,5	4,4	4,3	33,9	2,4	67,3	2,0	4,6	1,3

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) Auf Basis der ausstehenden Kredite, Schulderschreibungen, Handelskredite und Verbindlichkeiten aus Rückstellungen bei Alterssicherungssystemen.

2 Konjunktorentwicklung

2.8 Zahlungsbilanz des Euroraums – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz (in Mrd. €; soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt; Transaktionen)

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz ¹⁾	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2024 Q2	1 483,8	1 359,8	124,0	708,9	614,0	390,6	338,5	337,2	316,9	47,1	90,4	23,4	21,9
Q3	1 468,7	1 385,4	83,3	701,1	619,3	376,1	342,2	341,8	331,2	49,8	92,9	20,7	16,1
Q4	1 480,8	1 406,5	74,3	704,4	621,9	383,7	339,1	344,6	342,1	48,1	103,4	34,6	22,5
2025 Q1	1 549,7	1 474,9	74,7	759,8	643,4	394,0	364,7	346,1	377,8	49,8	89,1	31,9	26,5
2024 Dez.	498,2	466,0	32,2	236,2	208,5	131,8	113,7	115,5	108,4	14,8	35,4	20,3	13,1
2025 Jan.	509,0	486,6	22,4	246,4	206,4	129,4	120,7	117,4	129,4	15,7	30,2	12,8	12,0
Febr.	516,0	496,1	19,8	250,0	217,2	133,8	122,5	116,0	128,9	16,2	27,6	7,7	6,5
März	524,7	492,2	32,5	263,4	219,8	130,8	121,5	112,6	119,5	17,9	31,4	11,4	8,1
April	489,9	471,2	18,6	238,9	207,7	126,7	120,0	108,3	111,4	16,0	32,1	5,6	3,7
Mai	494,9	462,6	32,3	237,5	204,7	128,9	115,5	113,0	111,0	15,5	31,4	5,6	3,8
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2025 Mai	5 977,7	5 644,8	332,9	2 876,7	2 499,1	1 541,3	1 395,6	1 364,1	1 369,4	195,6	380,8	108,1	78,4
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2025 Mai	39,0	36,8	2,2	18,8	16,3	10,1	9,1	8,9	8,9	1,3	2,5	0,7	0,5

1) Nicht saisonbereinigt.

2.9 Außenhandel des Euroraums (Warenverkehr)¹⁾, Werte und Volumen nach Warengruppen²⁾ (soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Insgesamt				Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Insgesamt				Nachrichtlich:	
			Ins-gesamt	Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Ins-gesamt	Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd. €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2024 Q2	1,5	-4,4	717,4	338,9	137,7	224,2	593,8	673,1	385,0	109,9	163,7	481,9	78,9
Q3	2,2	0,3	711,4	338,9	137,5	218,9	590,6	676,1	380,7	112,7	165,4	491,6	75,0
Q4	1,1	2,1	714,9	335,9	139,6	224,2	593,3	683,0	380,9	111,8	171,1	493,2	70,1
2025 Q1	7,9	8,0	769,4	377,0	145,2	231,2	641,2	708,0	399,5	114,4	177,3	507,0	67,6
2024 Dez.	2,9	3,6	240,7	111,9	47,2	75,7	199,0	226,4	124,8	37,3	57,0	162,6	23,0
2025 Jan.	3,0	8,2	245,6	117,8	47,0	76,4	202,6	232,7	131,2	37,3	57,9	166,4	23,8
Febr.	6,3	6,1	257,1	127,0	47,2	76,7	213,5	236,3	133,8	38,5	58,9	168,4	22,8
März	14,0	9,5	266,7	132,2	51,0	78,2	225,1	238,9	134,4	38,6	60,4	172,2	21,1
April	-1,2	-0,2	244,2	113,9	46,4	78,0	203,7	229,2	128,2	38,1	57,8	166,4	20,9
Mai	0,9	-0,6	243,0	.	.	.	200,3	226,8	.	.	.	161,5	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2024 Q2	-1,2	-4,3	95,7	89,7	92,2	108,4	95,5	98,6	95,0	96,9	105,0	98,3	133,1
Q3	-0,6	-1,1	94,6	88,9	91,0	106,1	94,7	98,7	94,8	99,4	105,5	99,8	129,8
Q4	-2,5	1,3	93,8	87,3	90,5	107,2	94,0	99,8	95,1	96,8	109,4	99,9	133,0
2025 Q1	0,5	2,1	97,7	93,2	94,1	108,1	98,6	100,4	95,9	97,7	110,2	100,7	129,0
2024 Nov.	-5,0	-1,0	95,1	88,2	92,9	108,0	95,2	100,2	96,0	97,6	107,9	99,5	134,8
Dez.	-1,9	0,4	93,6	86,3	89,8	108,7	93,6	98,9	93,1	97,0	110,3	99,0	132,3
2025 Jan.	-3,2	2,4	95,5	88,9	92,5	108,7	95,5	99,3	95,1	94,7	108,8	99,1	127,5
Febr.	-1,5	-0,5	97,7	93,3	92,3	107,0	97,9	100,9	96,2	99,5	109,3	100,8	133,1
März	5,9	4,4	99,9	97,5	97,5	108,7	102,4	100,9	96,2	98,8	112,5	102,4	126,4
April	-5,4	-2,7	93,8	87,2	89,1	107,8	93,9	98,8	94,0	98,0	107,8	99,4	133,8

Quellen: EZB und Eurostat.

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

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

3 Preise und Kosten

3.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) ²⁾						Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt		Waren	Dienst- leistungen	Insgesamt	Ver- arbeitete Nahrungs- mittel	Unver- arbeitete Nahrungs- mittel	Industrie- erzeugnis- se ohne Energie	Energie (nicht saison- berei- nigt)	Dienst- leistungen	HVPI insgesamt ohne ad- ministrierte Preise	Adminis- trierte Preise
		Ins- gesamt	Insgesamt ohne Energie und Nahrungs- mittel											6	7	8	9	10	11	12	13
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2024)	100,0	100,0	70,6	55,1	44,9	100,0	15,1	4,3	25,7	9,9	44,9	88,5	11,5
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8
2023	123,2	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9
2024	126,1	2,4	2,8	1,1	4,0	-	-	-	-	-	-	2,3	3,3
2024 Q3	126,6	2,2	2,8	0,6	4,0	0,5	0,8	1,0	0,3	-1,4	1,0	1,9	4,0
Q4	126,9	2,2	2,7	0,8	3,9	0,5	0,8	1,7	0,1	-0,6	0,7	2,0	4,3
2025 Q1	127,3	2,3	2,6	1,2	3,7	0,8	0,5	0,6	0,2	2,9	0,8	2,2	3,7
Q2	128,9	2,0	2,4	0,8	3,5	0,2	0,5	1,3	0,1	-4,1	1,0	1,9	3,0
2025 Jan.	126,7	2,5	2,7	1,4	3,9	0,5	0,2	0,1	0,1	3,0	0,3	2,3	4,4
Febr.	127,3	2,3	2,6	1,2	3,7	0,2	0,2	0,6	0,1	-0,3	0,3	2,2	3,3
März	128,0	2,2	2,4	1,1	3,5	0,1	0,2	0,6	0,0	-1,4	0,3	2,0	3,5
April	128,8	2,2	2,7	0,7	4,0	0,1	0,0	0,5	0,0	-2,3	0,7	2,0	3,3
Mai	128,7	1,9	2,3	0,8	3,2	-0,1	0,5	-0,1	0,0	-1,2	-0,1	1,8	3,0
Juni	129,1	2,0	2,3	0,9	3,3	0,3	0,1	0,6	0,0	0,2	0,4	1,9	2,8

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungs- dienstleistungen		Verkehr	Nachrichten- übermittlung	Freizeitdienst- leistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige
	Zusam- men	Verar- beitete Nahrungs- mittel	Unverar- beitete Nahrungs- mittel	Zusam- men	Industrie- erzeugnisse ohne Energie	Energie	Ins- gesamt	Woh- nungs- mieten				
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
Gewichte in % (2024)	19,5	15,1	4,3	35,6	25,7	9,9	9,6	5,6	7,4	2,2	16,4	9,3
2022	9,0	8,6	10,4	13,6	4,6	37,0	2,4	1,7	4,4	-0,2	6,1	2,1
2023	10,9	11,4	9,1	2,9	5,0	-2,0	3,6	2,7	5,2	0,2	6,9	4,0
2024	2,9	3,2	1,9	0,0	0,8	-2,2	3,3	2,9	4,2	-0,9	4,9	4,0
2024 Q3	2,3	2,7	1,2	-0,3	0,5	-2,7	3,3	3,0	4,5	-0,9	4,8	4,0
Q4	2,7	2,8	2,3	-0,2	0,6	-2,2	3,3	3,0	5,0	-2,2	4,6	4,0
2025 Q1	2,6	2,6	2,9	0,5	0,6	0,4	3,3	2,9	3,9	-1,9	4,2	4,1
Q2	3,1	2,7	4,6	-0,5	0,6	-3,2	3,3	3,0	4,4	-2,1	3,8	3,9
2025 Jan.	2,3	2,6	1,4	0,9	0,5	1,9	3,3	2,9	4,4	-1,9	4,6	4,1
Febr.	2,7	2,6	3,0	0,4	0,6	0,2	3,3	2,9	3,9	-2,2	4,3	4,1
März	2,9	2,6	4,2	0,2	0,6	-1,0	3,3	2,9	3,4	-1,7	3,8	4,2
April	3,0	2,4	4,9	-0,6	0,6	-3,6	3,3	3,0	5,7	-1,9	4,4	4,0
Mai	3,2	2,9	4,3	-0,5	0,6	-3,6	3,3	3,0	3,6	-2,6	3,4	3,9
Juni	3,1	2,6	4,6	-0,3	0,5	-2,6	3,3	3,0	4,0	-1,9	3,5	3,7

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3 Preise und Kosten

3.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe ¹⁾										Bauge- werbe ²⁾	Preise für Wohn- immobilien	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien ³⁾
	Insge- samt (Index: 2021 = 100)	Insgesamt		Industrie ohne Baugewerbe und Energie						Energie			
		Insge- samt	Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorlei- stungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter						
							Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2021)	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7			
2022	132,7	32,7	17,0	13,8	19,8	7,1	12,2	16,6	6,8	81,1	11,9	7,3	0,4
2023	130,0	-2,1	1,9	3,7	-0,2	4,8	8,3	8,4	5,6	-13,3	6,9	-1,2	-8,2
2024	124,6	-4,2	-0,6	-0,1	-2,4	1,6	1,6	0,3	1,2	-12,3	2,2	2,0	-4,5
2024 Q2	122,8	-4,4	-0,2	-0,4	-3,1	1,6	1,1	-0,4	1,1	-12,2	2,5	1,4	-4,8
Q3	124,4	-2,7	-0,6	0,4	-0,9	1,3	1,5	0,5	1,1	-8,9	1,8	2,8	-3,8
Q4	126,2	-1,5	-0,2	0,9	-0,3	1,4	2,0	1,4	1,2	-6,0	0,9	4,1	-1,2
2025 Q1	127,7	2,3	0,7	1,3	0,7	1,7	2,1	1,5	1,6	5,0	1,1	5,4	.
2024 Dez.	127,2	0,0	0,4	1,0	0,0	1,5	2,0	1,4	1,2	-1,7	-	-	-
2025 Jan.	128,2	1,7	1,0	1,3	0,5	1,7	2,2	1,3	1,7	3,4	-	-	-
Febr.	128,6	3,1	0,8	1,4	0,9	1,7	2,1	1,5	1,5	7,8	-	-	-
März	126,4	1,9	0,3	1,3	0,8	1,8	2,0	1,6	1,5	4,0	-	-	-
April	123,6	0,7	-0,4	1,1	0,4	1,7	2,1	2,0	1,4	-0,5	-	-	-
Mai	122,9	0,3	-0,1	1,1	0,3	1,6	2,2	2,1	1,4	-1,4	-	-	-

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

1) Nur Inlandsabsatz.

2) Baupreisindex für neue Wohngebäude.

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

3.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

	BIP-Deflatoren						Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)							
	Insge- samt (saison- berei- nigt; Index: 2020 = 100)	Insge- samt	Inländische Verwendung					Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	Importgewichtet ²⁾			Nach Verwendung gewichtet ²⁾		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6	
2022	107,3	5,1	7,0	6,7	4,5	8,1	12,8	17,4	95,0	18,3	28,8	9,5	19,3	27,7	10,8
2023	113,6	5,8	4,6	6,3	3,6	4,2	0,5	-2,2	76,4	-12,8	-11,6	-14,1	-13,7	-12,5	-15,1
2024	116,9	3,0	2,4	2,5	3,1	1,9	0,9	-0,4	77,8	9,4	13,6	5,2	9,2	12,2	5,6
2024 Q3	117,1	2,7	2,2	2,2	2,9	1,8	1,5	0,4	.	10,0	11,6	8,3	10,9	12,4	9,2
Q4	118,2	2,6	1,9	1,8	2,4	1,9	1,8	0,5	.	17,8	23,5	11,9	17,9	22,0	12,9
2025 Q1	118,5	2,3	2,2	2,1	2,6	1,8	2,1	1,9	.	20,1	28,2	11,4	19,3	24,8	12,3
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-2,3	1,2	-6,2	-2,5	0,2	-6,0
2025 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	23,8	36,6	10,8	24,2	34,6	11,7
Febr.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	23,1	32,6	13,0	21,4	27,5	13,8
März	.	.	.	.	.	.	.	.	.	13,6	16,3	10,5	12,6	13,3	11,5
April	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-3,0	-0,7	-5,7	-2,8	-1,0	-5,3
Mai	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,3	6,5	-7,3	-1,1	3,4	-6,7
Juni	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-3,8	-2,0	-5,7	-3,6	-1,6	-6,0

Quellen: Eurostat, EZB-Berechnungen und Bloomberg (Spalte 9).

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

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

3 Preise und Kosten

3.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)					Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden 3 Monate)				Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate	Inputpreise		Outputpreise	
	Verarbeiten- des Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleis- tungssektor	Baugewerbe		Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
1999-2020	4,7	5,8	4,0	-3,3	29,0	-	-	-	-
2022	48,5	53,1	27,4	42,1	71,6	-	-	-	-
2023	9,1	28,8	19,6	14,8	74,5	-	-	-	-
2024	6,0	14,5	15,2	4,5	55,1	49,0	59,7	48,8	54,2
2024 Q3	6,9	13,5	13,8	2,9	50,4	52,0	57,9	50,1	53,0
Q4	7,5	13,8	14,8	4,9	48,8	49,2	58,0	48,2	53,3
2025 Q1	10,2	16,8	14,7	4,6	50,3	52,2	60,1	50,0	54,1
Q2	7,9	16,1	13,9	3,2	49,3	48,3	58,2	50,0	52,8
2025 Jan.	10,0	17,3	16,7	6,8	51,6	52,0	60,8	50,0	53,9
Febr.	9,8	16,5	13,9	4,1	49,8	52,2	60,8	49,8	54,7
März	10,9	16,6	13,6	3,0	49,5	52,4	58,7	50,4	53,6
April	10,4	17,1	14,5	4,5	48,7	48,9	58,2	51,3	52,9
Mai	7,7	15,1	14,1	3,0	50,2	47,8	58,3	49,2	52,6
Juni	5,6	16,2	13,3	2,0	49,1	48,1	58,1	49,5	53,1

Quellen: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen) und S&P Global Market Intelligence.

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	
2022	105,5	4,5	3,7	6,9	5,0	3,4	2,9
2023	110,5	4,7	4,6	5,0	5,0	4,1	4,4
2024	115,6	4,6	4,7	4,5	4,7	4,6	4,5
2024 Q2	119,6	5,1	4,9	5,6	5,0	5,2	3,6
Q3	111,9	4,5	4,3	5,0	4,7	4,2	5,4
Q4	122,4	3,8	4,1	2,7	3,9	3,4	4,1
2025 Q1	112,2	3,4	3,4	3,4	3,8	2,5	2,5

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

3 Preise und Kosten

3.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

	Insgesamt (Index: 2020= 100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen									
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und Versorgungs- wirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaft- liche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Lohnstückkosten												
2022	103,0	3,4	4,6	5,3	8,3	0,9	2,6	4,9	5,7	3,6	2,0	-6,7
2023	109,4	6,2	3,9	7,3	4,2	7,3	3,7	7,7	4,1	6,4	4,8	2,8
2024	114,5	4,7	5,4	5,1	6,3	4,7	3,0	3,9	0,7	3,8	4,9	4,1
2024 Q2	113,9	5,3	6,7	5,8	6,6	5,1	4,2	5,5	0,3	3,5	5,4	4,7
Q3	114,7	4,6	5,9	3,7	7,0	5,2	2,8	4,2	-0,5	4,2	4,9	3,6
Q4	115,6	3,5	4,4	4,8	5,6	4,0	2,4	2,2	0,8	3,6	3,8	2,9
2025 Q1	116,3	3,0	2,6	0,0	4,3	3,8	1,5	5,2	4,1	3,8	3,8	3,5
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2022	109,1	4,5	4,2	3,9	4,2	6,2	2,8	3,0	5,3	5,8	3,5	8,1
2023	114,9	5,3	5,9	5,4	4,8	5,6	5,3	5,3	3,6	6,2	4,8	5,3
2024	120,1	4,6	4,2	4,4	4,0	4,5	4,2	4,7	3,4	4,9	4,8	5,0
2024 Q2	119,6	4,9	3,7	4,7	3,6	5,0	4,1	5,8	3,8	5,0	5,1	5,1
Q3	120,7	4,6	4,3	4,2	4,4	4,7	4,0	4,7	3,3	4,8	4,9	4,3
Q4	121,8	4,1	4,7	3,9	3,9	4,2	4,4	3,2	2,9	4,5	4,0	4,6
2025 Q1	123,1	3,8	4,5	3,3	3,8	4,0	4,1	3,4	2,2	4,5	3,9	3,5
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2022	105,9	1,1	-0,4	-1,3	-3,7	5,3	0,1	-1,9	-0,5	2,1	1,4	15,8
2023	105,0	-0,9	1,9	-1,7	0,6	-1,6	1,5	-2,2	-0,5	-0,2	-0,1	2,4
2024	104,9	-0,1	-1,1	-0,7	-2,2	-0,2	1,1	0,8	2,7	1,0	-0,1	0,9
2024 Q2	104,9	-0,4	-2,8	-1,1	-2,8	-0,1	0,0	0,3	3,5	1,4	-0,3	0,4
Q3	105,1	0,0	-1,5	0,4	-2,4	-0,5	1,2	0,5	3,8	0,6	0,0	0,7
Q4	105,3	0,6	0,4	-0,9	-1,7	0,2	2,0	1,0	2,1	0,9	0,2	1,7
2025 Q1	105,7	0,8	1,8	3,3	-0,5	0,2	2,5	-1,7	-1,8	0,7	0,1	-0,1
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2022	103,5	3,3	5,6	4,0	4,0	2,1	2,6	3,6	3,8	4,5	3,9	4,8
2023	108,9	5,1	5,2	5,6	5,0	5,5	5,4	5,3	4,4	5,9	4,4	4,3
2024	113,7	4,5	3,8	4,3	4,1	4,3	3,8	4,7	3,4	4,2	4,9	4,8
2024 Q2	112,9	4,9	3,2	4,8	4,2	5,3	3,9	6,0	4,1	4,4	5,3	4,8
Q3	114,1	4,9	3,6	4,6	4,7	4,9	4,1	5,0	2,8	4,7	5,5	4,5
Q4	114,7	3,7	3,3	3,8	4,0	3,6	4,0	3,6	3,3	3,7	3,8	4,2
2025 Q1	116,4	3,9	4,4	3,6	4,2	4,1	3,9	3,5	2,7	4,4	4,0	2,9
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2022	100,1	-0,1	0,3	-1,3	-4,4	1,2	-0,1	-1,1	-2,4	1,4	1,9	11,8
2023	99,2	-0,9	1,7	-1,6	1,0	-1,5	1,6	-2,2	-0,3	-0,4	-0,4	1,7
2024	99,1	-0,1	-0,6	-0,7	-2,3	-0,2	0,8	1,0	3,1	0,4	0,0	0,5
2024 Q2	98,9	-0,3	-2,4	-1,1	-2,7	0,1	-0,2	0,6	4,2	1,0	-0,2	0,0
Q3	99,2	0,4	-0,5	0,7	-1,9	-0,1	1,4	0,9	4,4	0,6	0,6	0,9
Q4	99,0	0,4	0,3	-1,0	-1,8	0,1	1,7	1,7	1,5	0,2	0,0	0,8
2025 Q1	99,8	1,1	2,2	3,7	-0,3	0,6	2,6	-1,5	-0,9	0,8	0,2	-0,6

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)	Sechsmontatsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	SOFR	TONAR
	1	2	3	4	5	6	7
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04
2024	3,64	3,56	3,57	3,48	3,27	5,15	0,12
2025 Jan.	2,92	2,80	2,70	2,61	2,52	4,32	0,29
Febr.	2,69	2,61	2,52	2,46	2,41	4,34	0,48
März	2,50	2,40	2,44	2,39	2,40	4,33	0,48
April	2,24	2,24	2,25	2,20	2,14	4,35	0,48
Mai	2,17	2,10	2,09	2,12	2,08	4,31	0,48
Juni	2,01	1,93	1,98	2,05	2,08	4,32	0,48

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	Vereinigtes Königreich	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	
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64
2024	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	-0,06	1,86	1,89	2,50	2,91
2025 Jan.	2,45	2,17	2,06	2,21	2,53	0,37	0,38	0,11	1,94	2,00	2,59	3,01
Febr.	2,24	2,06	1,97	2,11	2,47	0,41	0,11	0,53	1,90	1,91	2,50	3,03
März	2,18	2,03	1,99	2,27	2,78	0,75	0,18	0,61	1,92	2,03	2,88	3,52
April	1,88	1,74	1,70	1,99	2,56	0,82	0,35	0,81	1,63	1,74	2,65	3,40
Mai	1,86	1,78	1,78	2,08	2,61	0,83	0,34	0,78	1,73	1,87	2,70	3,42
Juni	1,86	1,82	1,84	2,16	2,68	0,86	0,32	0,74	1,80	1,96	2,76	3,48

Quelle: EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

4.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Gesamtindex	Euro STOXX 50	Grundstoffe	Verbrauchernahe Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen	13	14
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2022	414,6	3 757,0	937,3	253,4	171,3	110,0	160,6	731,7	748,4	353,4	283,2	825,8	4 098,5	27 257,8
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 Jan.	523,1	5 098,1	939,9	292,0	149,6	123,8	258,2	1 024,4	1 103,1	380,9	334,7	859,5	5 979,5	39 298,0
Febr.	553,7	5 420,0	1 008,0	305,6	155,4	128,1	282,1	1 084,2	1 154,8	387,0	364,1	901,7	6 038,7	38 735,3
März	559,1	5 417,7	1 028,5	283,6	160,4	127,6	306,0	1 133,6	1 078,3	407,9	372,4	885,3	5 684,0	37 311,8
April	520,6	4 994,0	938,6	256,5	158,1	118,1	290,6	1 028,5	972,3	428,7	363,4	799,9	5 369,5	34 343,0
Mai	562,6	5 358,5	991,5	270,2	165,8	126,5	317,9	1 146,4	1 088,5	446,5	374,1	824,3	5 810,9	37 490,5
Juni	561,8	5 325,1	972,2	257,8	162,5	134,4	317,4	1 161,2	1 110,0	457,0	367,1	801,4	6 030,0	38 458,3

Quelle: LSEG.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.4 Zinssätze der MFIs für Kredite an und Einlagen von privaten Haushalten (Neugeschäft)^{1), 2)} (in % p. a.; soweit nicht anders angegeben, Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite				Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten	
	Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz ³⁾	Mit anfänglicher Zinsbindung				Effek- tiver Jahres- zinssatz ³⁾			
			Bis zu 2 Jah- ren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr	Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren		Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren	Mehr als 10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2024 Juni	0,38	1,77	3,03	2,84	8,18	17,01	7,41	7,71	8,45	5,15	4,80	3,95	3,63	3,39	4,03	3,78
Juli	0,38	1,77	3,01	2,77	8,15	17,00	7,55	7,79	8,49	5,03	4,75	3,93	3,64	3,38	4,00	3,75
Aug.	0,38	1,77	2,97	2,69	8,16	16,99	7,85	7,82	8,60	5,03	4,69	3,87	3,62	3,37	3,99	3,73
Sept.	0,37	1,77	3,00	2,73	8,23	17,04	7,55	7,76	8,53	4,89	4,58	3,79	3,55	3,28	3,89	3,64
Okt.	0,36	1,77	2,73	2,63	8,06	16,89	7,24	7,71	8,46	4,65	4,37	3,69	3,47	3,22	3,79	3,55
Nov.	0,35	1,76	2,61	2,52	7,96	16,84	6,52	7,69	8,41	4,58	4,27	3,62	3,43	3,16	3,72	3,47
Dez.	0,35	1,76	2,45	2,51	7,91	16,84	6,76	7,48	8,26	4,36	4,15	3,57	3,36	3,09	3,65	3,39
2025 Jan.	0,34	1,75	2,33	2,42	7,80	16,77	7,16	7,69	8,50	4,40	4,06	3,49	2,88	2,97	3,34	3,25
Febr.	0,32	1,55	2,20	2,37	7,75	16,69	6,79	7,66	8,38	4,45	4,00	3,52	3,37	3,09	3,61	3,33
März	0,31	1,52	2,10	2,25	7,73	16,63	6,96	7,57	8,28	4,35	3,92	3,50	3,36	3,10	3,58	3,32
April	0,29	1,50	1,97	2,30	7,53	16,58	6,95	7,59	8,31	4,29	3,85	3,48	3,32	3,04	3,52	3,27
Mai	0,29	1,45	1,86	2,24	7,49	16,50	6,77	7,60	8,33	4,22	3,70	3,42	3,45	3,12	3,58	3,30

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

4.5 Zinssätze der MFIs für Kredite an und Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)^{1), 2)} (in % p. a.; soweit nicht anders angegeben, Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Gewichteter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio. €			Mehr als 1 Mio. €			
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2024 Juni	0,87	3,54	3,54	5,25	5,33	5,69	5,67	5,24	4,99	4,22	5,02	5,05	4,14	5,08
Juli	0,87	3,48	3,28	5,21	5,13	5,44	5,50	5,27	4,93	4,17	5,08	4,99	4,12	5,07
Aug.	0,89	3,42	3,12	5,18	5,14	5,40	5,47	5,17	4,85	4,11	5,03	4,78	4,06	5,01
Sept.	0,88	3,28	2,97	5,12	5,03	5,29	5,49	5,02	4,64	4,04	4,73	4,47	3,85	4,79
Okt.	0,82	3,06	2,96	4,89	4,82	5,10	5,29	4,80	4,39	3,92	4,64	4,29	3,85	4,67
Nov.	0,81	2,92	2,65	4,80	4,80	4,99	5,29	4,62	4,26	3,85	4,42	4,20	3,70	4,52
Dez.	0,77	2,80	2,80	4,64	4,63	4,79	5,08	4,47	4,13	3,76	4,31	4,06	3,63	4,36
2025 Jan.	0,76	2,67	2,58	4,48	4,35	4,60	4,82	4,33	4,02	3,75	4,19	3,87	3,65	4,25
Febr.	0,72	2,50	2,73	4,33	4,37	4,54	4,79	4,22	3,81	3,69	3,98	3,75	3,58	4,11
März	0,67	2,33	2,54	4,21	4,02	4,54	4,81	3,97	3,77	3,69	3,67	3,78	3,67	3,94
April	0,60	2,15	2,65	4,03	3,91	4,23	4,78	3,86	3,59	3,70	3,55	3,51	3,66	3,80
Mai	0,58	2,06	2,56	3,90	3,78	4,25	4,88	3,67	3,49	3,68	3,26	3,48	3,66	3,65

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															
2022	1 389,8	484,9	142,8	79,2	95,1	667,0	621,7	480,2	179,9	115,9	76,1	50,6	133,9	97,1	
2023	1 572,6	621,3	163,3	102,4	86,3	701,8	659,1	502,5	211,8	114,3	88,0	49,0	127,5	103,8	
2024	1 604,1	568,8	224,4	139,2	69,3	741,6	674,7	473,7	180,1	120,5	91,1	38,3	134,7	108,2	
2025 Jan.	1 578,1	586,1	206,2	123,8	79,2	706,6	637,1	598,7	266,2	147,1	119,6	41,4	144,1	117,6	
Febr.	1 571,2	583,4	209,4	123,2	83,5	694,9	629,8	528,6	231,9	140,9	113,2	36,8	118,9	97,9	
März	1 586,4	593,2	213,0	130,8	78,8	701,3	633,1	536,9	221,4	143,6	119,2	36,7	135,3	110,0	
April	1 551,2	552,3	204,4	112,5	90,1	704,4	631,9	562,7	226,4	148,7	113,9	53,2	134,5	110,8	
Mai	1 550,4	573,1	191,7	103,0	96,7	688,8	618,8	563,7	254,0	139,1	111,7	46,7	123,9	95,0	
Juni	1 547,5	581,3	179,4	97,0	88,7	698,2	630,7	518,6	225,3	136,4	106,7	39,2	117,8	91,6	
Langfristig															
2022	17 784,6	3 895,5	3 102,8	1 408,2	1 424,1	9 362,2	8 650,2	295,5	76,5	67,9	31,0	17,2	133,8	124,3	
2023	19 420,3	4 438,4	3 244,1	1 437,7	1 541,5	10 196,3	9 456,4	322,1	92,9	67,4	30,9	21,4	140,4	131,9	
2024	20 542,4	4 767,9	3 510,0	1 531,7	1 651,7	10 612,7	9 841,0	350,0	89,1	85,9	34,9	27,1	147,9	137,3	
2025 Jan.	20 754,3	4 834,4	3 518,6	1 526,7	1 664,6	10 736,6	9 954,2	484,1	163,5	74,8	25,7	30,0	215,7	192,1	
Febr.	20 966,8	4 864,6	3 555,7	1 539,0	1 673,1	10 873,5	10 080,1	395,1	96,9	81,1	30,0	23,3	193,9	178,1	
März	20 696,3	4 810,2	3 528,6	1 540,3	1 652,3	10 705,1	9 920,1	388,7	94,8	93,1	44,7	30,6	170,2	153,9	
April	20 860,9	4 775,5	3 516,8	1 549,4	1 648,4	10 920,1	10 130,8	350,6	57,9	88,2	34,5	25,3	179,2	171,8	
Mai	20 973,7	4 835,7	3 580,3	1 555,7	1 677,5	10 880,1	10 091,1	451,7	114,7	116,2	29,2	48,8	171,9	161,0	
Juni	21 110,4	4 853,2	3 608,7	1 574,9	1 707,1	10 941,3	10 156,0	449,1	110,8	126,1	42,9	37,6	174,7	164,5	

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												
2022	19 174,4	4 380,5	3 245,6	1 487,4	1 519,1	10 029,2	9 271,9	8 698,6	526,4	1 287,5	6 884,1	
2023	20 992,9	5 059,7	3 407,4	1 540,2	1 627,8	10 898,0	10 115,5	9 672,5	620,3	1 418,7	7 632,9	
2024	22 146,5	5 336,7	3 734,4	1 670,9	1 721,0	11 354,3	10 515,6	10 155,4	751,0	1 585,8	7 818,1	
2025 Jan.	22 332,4	5 420,5	3 724,9	1 650,5	1 743,9	11 443,2	10 591,3	10 846,9	829,9	1 679,3	8 337,2	
Febr.	22 538,0	5 448,0	3 765,0	1 662,1	1 756,5	11 568,4	10 709,9	11 107,5	934,2	1 739,8	8 433,1	
März	22 282,6	5 403,4	3 741,7	1 671,1	1 731,2	11 406,4	10 553,2	10 618,7	936,9	1 716,6	7 964,8	
April	22 412,1	5 327,8	3 721,2	1 661,9	1 738,6	11 624,6	10 762,7	10 533,4	930,9	1 710,5	7 891,5	
Mai	22 524,1	5 408,9	3 772,0	1 658,7	1 774,2	11 569,0	10 709,9	10 988,8	1 010,6	1 780,2	8 197,6	
Juni	22 657,9	5 434,5	3 788,1	1 671,9	1 795,7	11 639,6	10 786,7	10 912,3	1 006,0	1 791,8	8 114,1	
Wachstumsraten¹⁾												
2024 Nov.	4,6	4,3	5,9	5,5	3,4	4,5	4,5	0,2	-2,0	-0,7	0,5	
Dez.	4,3	3,7	6,1	5,6	2,7	4,3	4,1	0,1	-2,6	-0,6	0,4	
2025 Jan.	4,3	3,3	4,2	2,5	3,3	4,9	4,7	0,1	-2,4	-0,6	0,4	
Febr.	4,1	2,8	4,7	3,3	3,1	4,7	4,7	0,0	-2,1	-0,6	0,3	
März	3,7	1,9	5,1	3,8	3,1	4,2	4,2	-0,1	-1,9	-0,7	0,2	
April	3,6	1,0	5,2	3,6	2,3	4,6	4,5	-0,1	-1,9	-0,4	0,1	
Mai	3,8	2,5	5,2	2,7	3,7	4,0	3,9	-0,1	-1,6	-0,3	0,1	
Juni	4,3	3,8	6,9	3,5	3,2	4,0	3,9	-0,1	-0,8	-0,7	0,0	

Quelle: EZB.

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

4 Finanzmarktentwicklungen

4.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

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

	EWK-18						EWK-41	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2022	95,3	90,8	93,3	84,3	64,8	82,7	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	97,8	88,9	67,5	86,3	121,8	94,7
2024	98,4	94,4	97,9	89,5	67,9	87,5	124,1	95,0
2024 Q3	99,0	95,0	98,5	89,9	67,6	88,0	125,1	95,6
Q4	97,6	93,7	96,9	88,9	66,2	86,8	123,6	94,2
2025 Q1	97,1	93,3	96,2	88,4	64,4	86,1	122,9	93,5
Q2	100,6	96,5	100,8	.	.	.	127,7	96,8
2025 Jan.	96,7	92,9	95,6	-	-	-	122,3	93,1
Febr.	96,3	92,6	95,3	-	-	-	121,8	92,7
März	98,3	94,4	97,7	-	-	-	124,5	94,6
April	100,5	96,5	100,3	-	-	-	127,7	96,9
Mai	100,1	96,0	100,3	-	-	-	127,0	96,2
Juni	101,3	97,0	101,7	-	-	-	128,5	97,2
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>								
2025 Juni	1,1	1,0	1,3	-	-	-	1,2	1,0
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2025 Juni	2,8	2,6	3,7	-	-	-	3,6	2,3

Quelle: EZB.

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

4.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chine- sischer Renminbi ¥uan 1	Tschechi- sche Krone 2	Dänische Krone 3	Ungarischer Forint 4	Japanischer Yen 5	Polnischer Zloty 6	Pfund Sterling 7	Rumäni- scher Leu 8	Schwedi- sche Krone 9	Schweizer Franken 10	US-Dollar 11
2022	7,079	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
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
2024 Q3	7,870	25,195	7,461	394,101	163,952	4,283	0,845	4,9746	11,451	0,952	1,098
Q4	7,675	25,248	7,459	407,465	162,549	4,307	0,832	4,9754	11,494	0,936	1,068
2025 Q1	7,655	25,082	7,460	405,023	160,453	4,201	0,836	4,9763	11,235	0,946	1,052
Q2	8,197	24,920	7,461	404,114	163,813	4,262	0,849	5,0323	10,955	0,937	1,134
2025 Jan.	7,556	25,163	7,461	411,725	161,921	4,247	0,839	4,9752	11,480	0,941	1,035
Febr.	7,575	25,077	7,459	403,129	158,087	4,172	0,831	4,9770	11,247	0,941	1,041
März	7,835	25,001	7,460	399,805	161,167	4,182	0,837	4,9768	10,968	0,955	1,081
April	8,185	25,039	7,465	406,437	161,671	4,265	0,854	4,9775	10,974	0,937	1,121
Mai	8,135	24,923	7,460	403,939	163,144	4,254	0,843	5,0714	10,881	0,936	1,128
Juni	8,270	24,804	7,460	402,078	166,523	4,266	0,850	5,0454	11,009	0,938	1,152
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2025 Juni	1,7	-0,5	0,0	-0,5	2,1	0,3	0,7	-0,5	1,2	0,3	2,1
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2025 Juni	6,0	0,1	0,0	1,9	-1,9	-1,3	0,4	1,4	-2,4	-2,4	7,0

Quelle: EZB.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt ¹⁾			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bestände (Auslandsvermögensstatus)												
2024 Q2	34 402,8	33 276,3	1 126,5	12 521,5	9 862,0	13 600,5	15 608,3	-7,7	7 021,0	7 806,1	1 267,5	16 681,2
Q3	34 708,4	33 395,8	1 312,5	12 289,6	9 645,3	13 930,2	15 947,0	-17,7	7 187,4	7 803,5	1 318,9	16 702,6
Q4	35 949,0	34 170,8	1 778,2	12 735,3	9 953,7	14 678,9	16 511,3	-16,7	7 157,5	7 705,8	1 394,0	16 727,8
2025 Q1	36 085,3	34 476,8	1 608,6	12 651,3	9 921,9	14 381,6	16 521,1	17,9	7 523,4	8 033,8	1 511,0	16 968,0
Bestände in % des BIP												
2025 Q1	235,7	225,2	10,5	82,6	64,8	94,0	107,9	0,1	49,1	52,5	9,9	110,8
Transaktionen												
2024 Q2	172,4	47,6	124,9	-34,5	-125,1	178,8	272,1	16,7	7,8	-99,4	3,7	-
Q3	443,9	292,0	151,8	-2,4	-15,2	195,5	221,9	-4,6	259,3	85,3	-4,0	-
Q4	54,3	-32,9	87,2	57,7	78,3	219,7	161,2	18,9	-245,9	-272,4	3,7	-
2025 Q1	759,9	704,5	55,4	90,5	66,3	206,1	175,6	-6,3	470,4	462,7	-0,8	-
2024 Dez.	-176,5	-214,6	38,1	30,3	58,7	79,5	63,7	5,4	-294,4	-337,0	2,7	-
2025 Jan.	399,0	389,7	9,2	57,6	26,4	100,6	62,7	9,3	233,0	300,6	-1,5	-
Febr.	284,0	266,5	17,5	47,1	36,9	40,6	79,0	2,5	192,6	150,6	1,3	-
März	77,0	48,3	28,7	-14,1	2,9	65,0	33,9	-18,1	44,8	11,5	-0,6	-
April	132,7	96,7	35,9	45,4	58,3	19,7	-45,2	-8,5	70,9	83,7	5,2	-
Mai	137,7	95,4	42,4	31,9	2,5	47,1	96,3	15,3	41,2	-3,4	2,3	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen												
2025 Mai	1 501,1	1 042,3	458,8	200,3	125,6	758,5	744,5	17,1	517,6	172,2	7,7	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP												
2025 Mai	9,8	6,8	3,0	1,3	0,8	5,0	4,9	0,1	3,4	1,1	0,1	-

Quelle: EZB.

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

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

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

	M3											Insgesamt
	M1			M2			Zusammen	M3-M2				
	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												
2022	1 538,9	9 758,1	11 297,0	1 366,9	2 565,3	3 932,2	15 229,2	123,0	646,6	49,4	819,0	16 048,2
2023	1 536,2	8 809,4	10 345,6	2 294,1	2 460,4	4 754,6	15 100,2	184,9	740,0	70,5	995,3	16 095,5
2024	1 556,9	9 021,4	10 578,2	2 528,3	2 469,1	4 997,4	15 575,6	255,8	886,5	28,4	1 170,7	16 746,2
2024 Q2	1 533,9	8 796,5	10 330,4	2 536,0	2 422,7	4 958,7	15 289,1	211,2	814,9	60,3	1 086,3	16 375,4
Q3	1 541,7	8 842,6	10 384,4	2 590,7	2 424,8	5 015,5	15 399,9	238,1	858,4	47,6	1 144,1	16 544,0
Q4	1 556,9	9 021,4	10 578,2	2 528,3	2 469,1	4 997,4	15 575,6	255,8	886,5	28,4	1 170,7	16 746,2
2025 Q1 ^(p)	1 564,3	9 120,0	10 684,3	2 483,0	2 491,0	4 974,1	15 658,3	238,0	909,5	45,6	1 193,0	16 851,3
2024 Dez.	1 556,9	9 021,4	10 578,2	2 528,3	2 469,1	4 997,4	15 575,6	255,8	886,5	28,4	1 170,7	16 746,2
2025 Jan.	1 555,8	9 040,9	10 596,8	2 511,9	2 472,0	4 983,9	15 580,7	267,7	889,0	46,2	1 202,9	16 783,6
Febr.	1 559,5	9 098,7	10 658,2	2 491,1	2 475,0	4 966,1	15 624,3	267,8	920,2	35,1	1 223,0	16 847,3
März	1 564,3	9 120,0	10 684,3	2 483,0	2 491,0	4 974,1	15 658,3	238,0	909,5	45,6	1 193,0	16 851,3
April	1 559,6	9 195,1	10 754,7	2 446,8	2 494,8	4 941,6	15 696,3	255,9	889,0	39,3	1 184,2	16 880,4
Mai ^(p)	1 559,7	9 232,1	10 791,8	2 441,9	2 503,0	4 944,8	15 736,7	245,5	901,3	36,2	1 183,0	16 919,7
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2022	69,9	-57,3	12,6	425,5	55,6	481,1	493,7	3,6	2,5	76,7	82,8	576,5
2023	-4,1	-969,2	-973,3	920,6	-99,5	821,2	-152,1	40,3	93,8	23,5	157,6	5,5
2024	21,3	167,5	188,8	201,1	9,0	210,2	398,9	76,3	136,0	-37,2	175,2	574,1
2024 Q2	7,7	55,5	63,2	71,5	-4,8	66,8	130,0	16,9	25,8	-13,3	29,4	159,4
Q3	7,8	24,5	32,3	59,4	2,1	61,5	93,8	28,2	39,6	-11,7	56,1	149,9
Q4	15,2	162,4	177,6	-73,9	44,0	-29,9	147,7	20,3	24,8	-20,7	24,4	172,1
2025 Q1 ^(p)	7,4	117,3	124,8	-39,9	15,0	-24,9	99,8	-16,4	19,8	11,5	14,9	114,7
2024 Dez.	6,0	20,5	26,4	-33,8	35,3	1,4	27,9	15,0	17,5	-8,3	24,2	52,1
2025 Jan.	-1,1	20,4	19,4	-16,2	1,9	-14,2	5,1	11,7	1,4	12,5	25,6	30,7
Febr.	3,7	58,1	61,8	-21,0	3,5	-17,5	44,3	0,1	30,1	-13,1	17,1	61,4
März	4,8	38,8	43,6	-2,7	9,5	6,8	50,4	-28,2	-11,7	12,1	-27,8	22,5
April	-4,8	89,2	84,4	-29,7	3,3	-26,4	58,1	19,6	-2,1	-6,8	10,7	68,8
Mai ^(p)	0,2	35,8	35,9	-5,5	8,1	2,5	38,5	-10,7	11,5	-2,0	-1,1	37,4
Wachstumsraten												
2022	4,8	-0,6	0,1	45,9	2,2	14,0	3,4	2,9	0,4	459,5	11,1	3,7
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,0	-3,9	20,9	-1,0	32,7	14,5	44,7	19,3	0,0
2024	1,4	1,9	1,8	8,8	0,4	4,4	2,6	41,7	18,3	-57,5	17,7	3,6
2024 Q2	-0,1	-4,0	-3,4	34,8	-3,6	12,7	1,2	62,8	17,0	-28,9	18,9	2,3
Q3	0,5	-1,6	-1,3	22,9	-1,7	9,6	2,0	61,6	19,3	-34,0	21,8	3,2
Q4	1,4	1,9	1,8	8,8	0,4	4,4	2,6	41,7	18,3	-57,5	17,7	3,6
2025 Q1 ^(p)	2,5	4,1	3,9	0,7	2,3	1,5	3,1	25,1	13,9	-47,2	11,8	3,7
2024 Dez.	1,4	1,9	1,8	8,8	0,4	4,4	2,6	41,7	18,3	-57,5	17,7	3,6
2025 Jan.	1,5	2,9	2,7	5,7	1,1	3,3	2,9	47,6	16,0	-50,0	16,6	3,7
Febr.	1,7	3,7	3,4	2,2	1,7	2,0	3,0	49,8	18,4	-60,9	18,2	3,9
März	2,5	4,1	3,9	0,7	2,3	1,5	3,1	25,1	13,9	-47,2	11,8	3,7
April	1,8	5,2	4,7	-1,3	2,5	0,6	3,4	27,5	12,5	-55,0	10,7	3,9
Mai ^(p)	1,9	5,6	5,1	-3,0	2,9	-0,1	3,4	21,3	14,5	-54,7	11,2	3,9

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.2 In M3 enthaltene Einlagen¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ²⁾	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte ⁴⁾
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Bestände													
2022	3 361,5	2 721,2	499,5	134,7	6,2	8 374,2	5 542,6	437,9	2 392,9	0,9	1 282,8	231,5	563,3
2023	3 334,1	2 419,5	771,8	131,3	11,6	8 421,5	5 110,8	1 015,9	2 293,3	1,4	1 223,9	227,0	542,3
2024	3 438,3	2 500,8	792,7	133,7	11,1	8 756,3	5 199,1	1 254,2	2 301,5	1,5	1 299,7	232,1	548,2
2024 Q2	3 381,9	2 410,2	833,8	127,1	10,8	8 529,1	5 062,8	1 203,4	2 261,6	1,3	1 299,8	221,8	533,8
Q3	3 364,9	2 404,7	823,6	125,6	11,0	8 618,7	5 091,3	1 260,2	2 266,2	1,0	1 331,9	230,1	550,8
Q4	3 438,3	2 500,8	792,7	133,7	11,1	8 756,3	5 199,1	1 254,2	2 301,5	1,5	1 299,7	232,1	548,2
2025 Q1 ^(p)	3 413,5	2 475,5	787,4	140,2	10,6	8 788,9	5 256,0	1 216,1	2 315,7	1,1	1 361,2	229,0	539,3
2024 Dez.	3 438,3	2 500,8	792,7	133,7	11,1	8 756,3	5 199,1	1 254,2	2 301,5	1,5	1 299,7	232,1	548,2
2025 Jan.	3 430,8	2 472,9	809,0	136,0	12,8	8 752,1	5 203,1	1 245,7	2 301,9	1,3	1 330,9	230,0	548,8
Febr.	3 440,0	2 479,8	811,0	136,4	12,8	8 771,8	5 235,5	1 230,2	2 304,9	1,2	1 348,0	232,7	540,1
März	3 413,5	2 475,5	787,4	140,2	10,6	8 788,9	5 256,0	1 216,1	2 315,7	1,1	1 361,2	229,0	539,3
April	3 431,5	2 483,8	794,8	141,4	11,5	8 803,8	5 287,4	1 196,1	2 319,3	0,9	1 378,6	243,5	535,3
Mai ^(p)	3 444,0	2 500,5	791,3	142,7	9,5	8 828,5	5 316,3	1 184,7	2 326,4	1,0	1 379,5	230,2	540,2
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2022	122,9	-89,2	207,7	5,9	-1,5	295,8	166,8	74,9	54,0	0,1	-10,2	6,2	12,5
2023	-31,6	-306,8	271,1	-1,4	5,6	18,9	-459,8	572,6	-94,5	0,6	-64,2	-3,0	-27,8
2024	94,9	75,8	16,1	2,9	0,2	297,6	55,6	233,8	8,2	0,1	54,2	4,0	3,2
2024 Q2	42,0	28,9	13,6	-0,3	-0,2	72,6	5,6	70,0	-3,3	0,2	34,0	-1,5	-8,0
Q3	-11,0	-1,7	-8,1	-1,7	0,4	60,5	-1,9	57,9	4,7	-0,3	38,9	9,3	16,5
Q4	61,8	88,8	-34,6	8,1	-0,5	133,1	106,7	-9,3	35,2	0,5	-39,3	0,7	-3,4
2025 Q1 ^(p)	-17,9	-20,6	-3,3	6,2	-0,2	34,0	64,3	-37,4	7,5	-0,4	71,3	-2,2	-9,3
2024 Dez.	26,0	44,8	-20,4	3,9	-2,3	57,0	33,4	-7,4	30,3	0,8	-33,1	2,4	-15,3
2025 Jan.	-7,4	-27,8	16,3	2,3	1,7	-5,2	4,1	-8,5	-0,6	-0,2	31,9	-2,1	0,7
Febr.	9,2	6,9	2,0	0,3	0,0	20,3	32,5	-15,6	3,6	-0,2	17,6	2,8	-9,2
März	-19,6	0,3	-21,6	3,6	-1,9	18,8	27,7	-13,3	4,5	-0,1	21,8	-2,9	-0,8
April	24,9	12,6	9,7	1,3	1,3	17,9	33,9	-18,8	3,0	-0,2	28,2	15,3	-4,0
Mai ^(p)	11,8	16,3	-3,7	1,3	-2,0	24,4	28,8	-11,5	7,0	0,2	-0,1	-13,4	4,9
Wachstumsraten													
2022	3,8	-3,2	70,3	4,6	-17,5	3,7	3,1	20,6	2,3	19,9	-0,5	2,8	2,3
2023	-0,9	-11,2	54,2	-1,1	90,8	0,2	-8,3	129,3	-4,0	67,7	-4,9	-1,3	-4,9
2024	2,8	3,1	2,1	2,2	2,0	3,5	1,1	23,0	0,4	6,1	4,4	1,8	0,6
2024 Q2	1,8	-3,3	21,4	-3,0	-8,9	2,0	-4,8	71,5	-3,6	48,4	6,8	-2,1	-5,5
Q3	1,6	-1,0	11,5	-4,2	-15,0	2,8	-2,7	47,9	-1,4	21,7	6,9	10,0	-1,6
Q4	2,8	3,1	2,1	2,2	2,0	3,5	1,1	23,0	0,4	6,1	4,4	1,8	0,6
2025 Q1 ^(p)	2,2	4,0	-3,9	9,7	-2,8	3,5	3,4	7,2	1,9	5,4	8,3	2,9	-0,8
2024 Dez.	2,8	3,1	2,1	2,2	2,0	3,5	1,1	23,0	0,4	6,1	4,4	1,8	0,6
2025 Jan.	2,8	3,4	0,3	6,2	12,1	3,3	1,7	16,5	0,8	19,1	8,2	3,0	3,0
Febr.	3,0	4,1	-0,6	6,6	3,9	3,4	2,7	10,8	1,5	15,7	9,4	4,3	-0,7
März	2,2	4,0	-3,9	9,7	-2,8	3,5	3,4	7,2	1,9	5,4	8,3	2,9	-0,8
April	2,6	4,4	-3,8	11,2	7,0	3,4	4,0	3,2	2,2	-9,2	10,1	16,0	0,6
Mai ^(p)	2,7	4,8	-4,9	12,2	7,3	3,5	4,8	0,1	2,5	4,3	8,8	7,1	2,1

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum¹⁾

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt		An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ³⁾			An Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen
					Insgesamt	Bereinigte Kredite ²⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bestände												
2022	6 352,0	1 001,3	5 325,7	15 389,8	12 987,6	13 174,9	5 126,5	6 631,8	1 082,5	146,7	1 565,9	836,4
2023	6 305,3	990,6	5 289,3	15 492,9	13 033,8	13 253,1	5 123,2	6 648,1	1 124,5	138,0	1 560,7	898,4
2024	6 258,9	988,5	5 244,4	15 779,7	13 246,5	13 501,8	5 182,6	6 677,2	1 247,3	139,4	1 579,9	953,4
2024 Q2	6 195,6	978,6	5 191,2	15 572,4	13 101,2	13 339,7	5 130,7	6 644,8	1 194,9	130,9	1 553,8	917,3
Q3	6 255,2	975,4	5 254,1	15 633,3	13 143,6	13 377,9	5 139,8	6 661,4	1 209,6	132,8	1 561,0	928,7
Q4	6 258,9	988,5	5 244,4	15 779,7	13 246,5	13 501,8	5 182,6	6 677,2	1 247,3	139,4	1 579,9	953,4
2025 Q1	6 268,4	995,5	5 246,9	15 875,2	13 338,1	13 594,9	5 204,0	6 720,8	1 276,5	136,8	1 560,8	976,3
2024 Dez.	6 258,9	988,5	5 244,4	15 779,7	13 246,5	13 501,8	5 182,6	6 677,2	1 247,3	139,4	1 579,9	953,4
2025 Jan.	6 305,2	996,4	5 282,8	15 834,0	13 280,9	13 526,7	5 192,4	6 696,6	1 255,1	136,8	1 577,8	975,3
Febr.	6 299,6	1 001,5	5 272,2	15 890,8	13 335,0	13 572,7	5 202,4	6 711,1	1 285,6	135,7	1 574,3	981,6
März	6 268,4	995,5	5 246,9	15 875,2	13 338,1	13 594,9	5 204,0	6 720,8	1 276,5	136,8	1 560,8	976,3
April	6 306,3	994,8	5 285,5	15 871,3	13 368,9	13 629,3	5 208,1	6 740,0	1 284,7	136,0	1 564,3	938,1
Mai	6 289,4	1 008,0	5 255,3	15 889,4	13 383,4	13 639,8	5 207,4	6 754,4	1 283,4	138,2	1 559,5	946,5
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2022	173,8	8,5	163,8	636,4	623,8	680,5	269,0	241,8	126,3	-13,3	18,6	-5,9
2023	-161,1	-17,4	-144,0	53,8	24,5	72,3	-5,7	7,7	30,7	-8,2	-16,0	45,4
2024	-63,3	-1,4	-62,4	286,9	228,7	271,0	76,9	44,8	105,9	1,1	10,6	47,6
2024 Q2	-2,8	2,4	-5,4	18,2	37,6	47,7	16,3	5,2	22,5	-6,5	-15,1	-4,3
Q3	-4,4	-3,2	-1,2	68,3	59,8	53,5	18,7	20,0	19,0	2,1	3,7	4,8
Q4	5,7	11,0	-5,4	138,9	100,3	125,2	44,1	22,3	27,6	6,3	13,5	25,1
2025 Q1	32,1	6,6	25,4	116,1	113,9	114,5	35,0	48,4	33,2	-2,7	-17,9	20,1
2024 Dez.	5,4	-2,4	7,7	89,3	72,0	87,3	34,5	8,5	24,3	4,8	3,5	13,8
2025 Jan.	50,1	7,9	42,2	50,2	39,7	29,9	13,7	21,2	7,4	-2,6	-2,8	13,2
Febr.	-14,4	5,1	-19,5	59,1	56,0	48,8	13,1	15,4	29,2	-1,6	-5,4	8,5
März	-3,7	-6,4	2,7	6,8	18,1	35,8	8,2	11,8	-3,4	1,5	-9,7	-1,7
April	10,6	-1,1	11,7	27,7	41,5	43,9	12,1	16,4	13,5	-0,5	4,3	-18,1
Mai	-16,8	13,2	-30,1	13,2	14,9	10,9	0,3	15,3	-2,9	2,2	-5,4	3,7
Wachstumsraten												
2022	2,7	0,9	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,2	-0,6
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,3	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,5	-1,0	5,3
2024	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,0	1,5	0,7	9,4	0,8	0,7	5,3
2024 Q2	-1,4	-0,4	-1,6	0,8	0,9	1,1	0,3	0,3	8,4	-8,5	-1,8	4,6
Q3	-1,2	-0,9	-1,2	1,2	1,3	1,6	0,8	0,6	8,5	-3,7	-1,5	4,2
Q4	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,0	1,5	0,7	9,4	0,8	0,7	5,3
2025 Q1	0,5	1,7	0,3	2,2	2,4	2,6	2,2	1,4	8,8	-0,7	-1,0	4,9
2024 Dez.	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,0	1,5	0,7	9,4	0,8	0,7	5,3
2025 Jan.	0,3	1,2	0,2	2,1	2,2	2,3	2,0	1,2	9,5	1,7	-0,9	5,9
Febr.	0,4	1,9	0,1	2,3	2,4	2,4	2,2	1,4	9,8	-0,6	-1,1	6,3
März	0,5	1,7	0,3	2,2	2,4	2,6	2,2	1,4	8,8	-0,7	-1,0	4,9
April	0,5	1,9	0,2	2,4	2,6	2,8	2,5	1,7	8,5	-0,2	0,0	3,5
Mai	0,6	3,3	0,1	2,5	2,7	2,8	2,4	1,9	7,9	5,7	0,4	3,8

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾				
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
	Insgesamt	Bereinigte Kredite ⁴⁾				Insgesamt	Bereinigte Kredite ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2022	5 126,5	5 126,4	960,0	1 076,9	3 089,6	6 631,8	6 832,5	715,1	5 214,2	702,6
2023	5 123,2	5 138,3	907,2	1 090,3	3 125,8	6 648,1	6 866,2	731,3	5 228,8	688,0
2024	5 182,6	5 203,5	922,4	1 098,1	3 162,1	6 677,2	6 928,7	745,0	5 255,2	676,9
2024 Q2	5 130,7	5 148,1	902,5	1 088,0	3 140,2	6 644,8	6 880,6	737,5	5 227,1	680,1
Q3	5 139,8	5 161,9	912,5	1 089,7	3 137,7	6 661,4	6 899,1	742,3	5 245,1	674,0
Q4	5 182,6	5 203,5	922,4	1 098,1	3 162,1	6 677,2	6 928,7	745,0	5 255,2	676,9
2025 Q1	5 204,0	5 227,6	922,9	1 114,7	3 166,4	6 720,8	6 973,1	750,8	5 293,1	676,9
2024 Dez.	5 182,6	5 203,5	922,4	1 098,1	3 162,1	6 677,2	6 928,7	745,0	5 255,2	676,9
2025 Jan.	5 192,4	5 205,7	925,1	1 101,1	3 166,2	6 696,6	6 941,9	747,3	5 272,5	676,8
Febr.	5 202,4	5 213,8	926,1	1 104,5	3 171,9	6 711,1	6 956,1	747,3	5 286,0	677,8
März	5 204,0	5 227,6	922,9	1 114,7	3 166,4	6 720,8	6 973,1	750,8	5 293,1	676,9
April	5 208,1	5 230,8	927,0	1 109,3	3 171,9	6 740,0	6 990,8	753,6	5 310,1	676,3
Mai	5 207,4	5 228,4	925,7	1 108,6	3 173,0	6 754,4	7 001,7	754,1	5 323,9	676,4
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2022	269,0	308,3	78,0	77,3	113,7	241,8	250,0	23,2	217,7	0,9
2023	-5,7	24,2	-44,0	10,3	27,9	7,7	26,5	18,9	10,1	-21,3
2024	76,9	88,1	21,9	14,1	40,9	44,8	77,0	26,6	28,3	-10,1
2024 Q2	16,3	19,0	17,1	-0,6	-0,2	5,2	10,9	0,4	5,9	-1,1
Q3	18,7	22,7	13,6	4,5	0,6	20,0	20,7	7,1	17,9	-5,1
Q4	44,1	45,5	7,7	10,8	25,6	22,3	36,3	10,7	10,6	1,1
2025 Q1	35,0	35,8	2,3	21,6	11,1	48,4	50,4	8,9	39,2	0,2
2024 Dez.	34,5	39,3	4,0	12,6	17,9	8,5	14,8	5,4	4,6	-1,6
2025 Jan.	13,7	5,7	2,6	4,7	6,4	21,2	15,3	2,8	17,7	0,7
Febr.	13,1	11,0	1,3	5,0	6,9	15,4	15,9	2,0	13,6	-0,3
März	8,2	19,2	-1,5	11,9	-2,2	11,8	19,2	4,1	7,9	-0,2
April	12,1	10,1	7,2	-1,8	6,7	16,4	15,4	2,8	14,2	-0,5
Mai	0,3	-2,2	-1,2	-0,1	1,5	15,3	12,4	1,1	13,8	0,4
Wachstumsraten										
2022	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,1
2023	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2024	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,5
2024 Q2	0,3	0,7	-0,8	0,0	0,7	0,3	0,3	2,7	0,4	-2,5
Q3	0,8	1,3	2,0	0,7	0,5	0,6	0,6	2,7	0,6	-2,2
Q4	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,5
2025 Q1	2,2	2,4	4,6	3,4	1,2	1,4	1,7	3,7	1,4	-0,7
2024 Dez.	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,5
2025 Jan.	2,0	2,0	4,3	1,6	1,4	1,2	1,3	3,9	1,1	-1,1
Febr.	2,2	2,1	4,6	2,2	1,5	1,4	1,5	3,8	1,3	-0,9
März	2,2	2,4	4,6	3,4	1,2	1,4	1,7	3,7	1,4	-0,7
April	2,5	2,6	5,8	3,4	1,3	1,7	1,9	4,0	1,6	-0,5
Mai	2,4	2,5	4,6	3,4	1,4	1,9	2,0	4,0	1,9	-0,3

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; soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände ²⁾	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen	Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Bestände										
2022	639,4	6 731,2	1 783,0	45,7	2 109,0	2 793,4	1 332,5	344,5	137,2	147,2
2023	447,4	7 327,2	1 827,5	90,2	2 413,8	2 995,6	1 858,1	213,8	152,1	152,6
2024	377,9	7 836,7	1 843,2	116,5	2 588,3	3 288,7	2 694,5	227,7	140,4	136,0
2024 Q2	410,5	7 526,1	1 828,2	109,9	2 526,1	3 061,9	2 243,9	300,1	182,6	176,5
Q3	402,8	7 679,4	1 833,1	114,3	2 541,1	3 190,9	2 490,5	247,2	184,9	188,5
Q4	377,9	7 836,7	1 843,2	116,5	2 588,3	3 288,7	2 694,5	227,7	140,4	136,0
2025 Q1 ^(p)	366,8	7 939,1	1 834,3	121,1	2 573,6	3 410,1	2 811,4	202,3	183,5	161,3
2024 Dez.	377,9	7 836,7	1 843,2	116,5	2 588,3	3 288,7	2 694,5	227,7	140,4	136,0
2025 Jan.	404,5	7 928,1	1 839,5	117,4	2 593,1	3 378,1	2 765,6	211,4	163,2	146,6
Febr.	425,3	7 953,6	1 842,6	118,5	2 599,8	3 392,8	2 826,9	208,9	196,1	159,7
März	366,8	7 939,1	1 834,3	121,1	2 573,6	3 410,1	2 811,4	202,3	183,5	161,3
April	447,0	7 910,9	1 830,0	123,4	2 537,1	3 420,3	2 838,7	222,1	195,4	173,4
Mai ^(p)	471,6	7 957,1	1 829,7	125,9	2 572,4	3 429,0	2 926,3	243,3	181,4	177,6
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2022	-93,4	51,9	-88,8	-4,6	13,2	132,2	-68,9	-206,2	10,4	18,0
2023	-198,2	323,8	25,2	40,0	227,1	31,5	456,1	-217,7	17,1	9,0
2024	-69,1	287,7	15,6	26,2	164,1	81,8	572,4	-3,3	-11,7	-16,7
2024 Q2	15,7	42,7	-0,8	6,0	31,8	5,7	149,6	52,8	4,6	2,3
Q3	-7,7	63,0	7,5	4,4	38,3	12,9	172,9	-31,6	2,4	12,0
Q4	-25,4	71,7	4,8	2,2	5,6	59,1	112,2	-38,4	-44,5	-52,6
2025 Q1 ^(p)	-10,7	29,1	-5,7	5,7	10,8	18,4	6,8	-21,8	43,1	25,3
2024 Dez.	-46,5	53,3	2,2	0,6	0,9	49,6	57,2	-93,0	-36,3	-28,1
2025 Jan.	26,5	26,0	-3,6	1,8	6,7	21,0	-8,2	-8,8	22,8	10,6
Febr.	21,1	4,5	3,4	1,1	5,4	-5,4	35,3	7,0	32,9	13,2
März	-58,3	-1,4	-5,5	2,8	-1,3	2,7	-20,3	-19,9	-12,6	1,6
April	80,3	-15,4	-0,9	2,4	-5,0	-12,0	60,3	35,1	11,9	12,2
Mai ^(p)	24,6	35,0	-0,6	2,4	32,8	0,4	73,5	27,0	-13,9	4,2
Wachstumsraten										
2022	-12,7	0,8	-4,8	-13,0	0,5	4,6	-	-	7,8	12,7
2023	-30,8	4,7	1,4	80,3	10,7	1,1	-	-	12,4	6,0
2024	-15,5	3,9	0,9	29,1	6,8	2,6	-	-	-7,7	-10,9
2024 Q2	-16,1	4,4	0,7	78,5	9,8	0,9	-	-	9,6	4,3
Q3	-11,2	3,8	0,0	54,7	9,2	0,5	-	-	20,5	15,4
Q4	-15,5	3,9	0,9	29,1	6,8	2,6	-	-	-7,7	-10,9
2025 Q1 ^(p)	-7,1	2,7	0,3	17,6	3,5	3,0	-	-	3,1	-7,4
2024 Dez.	-15,5	3,9	0,9	29,1	6,8	2,6	-	-	-7,7	-10,9
2025 Jan.	-10,0	3,3	0,6	23,5	5,5	2,4	-	-	0,0	-8,2
Febr.	-1,0	3,1	0,7	19,0	5,0	2,5	-	-	18,5	-7,9
März	-7,1	2,7	0,3	17,6	3,5	3,0	-	-	3,1	-7,4
April	1,8	2,3	0,4	16,8	2,4	2,9	-	-	19,4	-2,3
Mai ^(p)	6,8	2,6	0,5	17,1	3,4	2,8	-	-	14,0	7,6

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Nicht saisonbereinigt.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

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

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

6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Einnahmen						Ausgaben						Vermögens- wirksame Ausgaben
	Insgesamt	Laufende Einnahmen				Ver- mögens- wirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende Ausgaben				Sozial- ausgaben	
		Ins- gesamt	Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial- beiträge			Ins- gesamt	Arbeitnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021	46,9	46,2	13,0	13,2	15,0	0,8	52,0	46,9	10,3	6,0	1,4	23,7	5,1
2022	46,5	45,8	13,3	12,9	14,6	0,8	50,0	44,8	9,8	5,9	1,7	22,4	5,2
2023	46,0	45,1	13,2	12,4	14,5	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,7	22,3	5,3
2024	46,5	45,7	13,4	12,4	14,8	0,8	49,6	44,6	10,0	6,0	1,9	22,9	5,0
2024 Q2	46,2	45,4	13,3	12,4	14,7	0,8	49,7	44,4	9,9	5,9	1,8	22,6	5,3
Q3	46,4	45,6	13,3	12,4	14,7	0,8	49,7	44,5	10,0	6,0	1,9	22,7	5,1
Q4	46,5	45,8	13,4	12,4	14,8	0,8	49,6	44,6	10,0	6,0	1,9	22,9	5,0
2025 Q1	46,7	45,9	13,4	12,4	14,9	0,8	49,7	44,7	10,0	6,0	1,9	22,9	4,9

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	Schuld- verschrei- bungen	Gebietsansässige		Gebiets- fremde	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder Euro- Vorgänger- währungen	Andere Währungen
					Ins- gesamt	MFIs								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2021	93,9	2,9	13,9	77,1	54,4	40,9	39,4	9,8	84,1	17,3	29,8	46,8	92,5	1,4
2022	89,5	2,6	13,2	73,7	52,5	39,6	37,0	8,7	80,9	16,0	28,4	45,2	88,6	0,9
2023	87,3	2,4	12,2	72,7	49,3	35,9	38,1	7,8	79,5	15,0	28,1	44,3	86,5	0,8
2024	87,4	2,2	11,8	73,5	46,9	33,9	40,6	7,7	79,7	14,5	28,4	44,5	86,7	0,8
2024 Q2	88,0	2,2	11,8	74,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	88,0	2,2	11,8	74,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	87,4	2,2	11,8	73,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2025 Q1	88,0	2,3	11,7	74,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren¹⁾

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

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

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 Schuldverschreibungen¹⁾

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

	Schuldendienst – Fälligkeit bis zu 1 Jahr ²⁾					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren ³⁾	Nominale Durchschnittsrenditen ⁴⁾							
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände					Transaktionen		
		Insgesamt	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Insgesamt	Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung		Emission	Tilgung	
										Insgesamt	Laufzeit von bis zu 1 Jahr			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2022	12,9	11,7	4,1	1,2	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,9	2,0	1,1	0,5	
2023	12,9	11,5	4,1	1,4	0,4	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9	
2024	12,4	11,0	4,1	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,2	2,1	1,8	3,6	2,9	
2024 Q3	12,5	11,1	3,8	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,0	2,1	1,7	3,7	2,9	
Q4	12,4	11,0	4,1	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,2	2,1	1,8	3,6	2,9	
2025 Q1	12,4	11,0	3,8	1,5	0,4	8,3	2,1	1,3	1,8	2,2	1,9	3,4	3,0	
Q2	12,9	11,4	3,2	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,7	2,2	2,0	3,1	2,8	
2025 Jan.	12,5	11,0	4,0	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	3,0	
Febr.	12,6	11,2	4,1	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	2,9	
März	12,4	11,0	3,8	1,5	0,4	8,3	2,1	1,3	1,8	2,2	1,9	3,4	3,0	
April	13,1	11,6	3,8	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,7	2,2	2,0	3,3	2,9	
Mai	12,9	11,4	3,2	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,6	2,2	2,0	3,2	2,8	
Juni	12,9	11,4	3,2	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,7	2,2	2,0	3,1	2,8	

Quelle: EZB.

1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilsektoren des Staates.

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

3) Restlaufzeit am Ende des Berichtszeitraums.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den Ländern des Euroraums

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

	Belgien 1	Deutschland 2	Estland 3	Irland 4	Griechenland 5	Spanien 6	Frankreich 7	Kroatien 8	Italien 9	Zypern 10
Finanzierungssaldo										
2021	-5,4	-3,2	-2,6	-1,4	-7,1	-6,7	-6,6	-2,6	-8,9	-1,6
2022	-3,6	-2,1	-1,1	1,7	-2,5	-4,6	-4,7	0,1	-8,1	2,7
2023	-4,1	-2,5	-3,1	1,5	-1,4	-3,5	-5,4	-0,8	-7,2	1,7
2024	-4,5	-2,8	-1,5	4,3	1,3	-3,2	-5,8	-2,4	-3,4	4,3
2024 Q2	-4,1	-2,7	-3,6	1,5	0,2	-3,2	-5,5	-1,8	-6,2	4,0
Q3	-4,4	-2,8	-3,0	4,4	0,8	-3,0	-5,6	-2,1	-5,3	4,0
Q4	-4,5	-2,7	-1,5	4,1	1,3	-3,2	-5,8	-2,0	-3,4	4,3
2025 Q1	-5,0	-2,4	-1,0	4,1	2,6	-3,1	-5,8	-2,6	-3,5	4,4
Verschuldung										
2021	108,5	68,1	18,4	52,6	197,3	115,7	112,8	78,2	145,8	96,5
2022	102,7	65,0	19,1	43,1	177,0	109,5	111,4	68,5	138,3	81,1
2023	103,2	62,9	20,2	43,3	163,9	105,1	109,8	61,8	134,6	73,6
2024	104,7	62,5	23,6	40,9	153,6	101,8	113,0	57,6	135,3	65,0
2024 Q2	106,6	62,0	23,8	40,8	160,1	105,3	112,3	60,0	136,6	70,2
Q3	105,7	62,4	24,0	40,3	158,3	104,4	113,6	59,6	136,2	69,2
Q4	104,7	62,5	23,6	38,7	153,6	101,8	113,2	57,6	135,3	65,1
2025 Q1	106,8	62,3	24,1	34,9	152,5	103,5	114,1	58,4	137,9	64,3
	Lettland 11	Litauen 12	Luxemburg 13	Malta 14	Niederlande 15	Österreich 16	Portugal 17	Slowenien 18	Slowakei 19	Finnland 20
Finanzierungssaldo										
2021	-7,2	-1,2	1,0	-7,0	-2,2	-5,7	-2,8	-4,6	-5,1	-2,7
2022	-4,9	-0,7	0,2	-5,2	0,0	-3,4	-0,3	-3,0	-1,7	-0,2
2023	-2,4	-0,7	-0,8	-4,7	-0,4	-2,6	1,2	-2,6	-5,2	-3,0
2024	-1,8	-1,3	1,0	-3,7	-0,9	-4,7	0,7	-0,9	-5,3	-4,4
2024 Q2	-4,7	-0,9	0,5	-3,5	-0,4	-3,3	1,0	-1,9	-4,9	-3,7
Q3	-2,7	-1,4	0,5	-3,0	-0,3	-3,8	0,7	-1,7	-4,9	-4,3
Q4	-1,8	-1,3	1,0	-3,7	-0,9	-4,6	0,7	-0,9	-5,3	-4,5
2025 Q1	-1,0	-1,5	0,5	-3,1	-1,3	-5,2	0,8	-1,6	-5,1	-4,3
Verschuldung										
2021	45,9	43,3	24,2	49,8	50,5	82,4	123,9	74,8	60,2	73,2
2022	44,4	38,1	24,9	49,5	48,4	78,4	111,2	72,7	57,7	74,0
2023	44,6	37,3	25,0	47,9	45,2	78,5	97,7	68,4	55,6	77,5
2024	46,8	38,2	26,3	47,4	43,3	81,8	94,9	67,0	59,3	82,1
2024 Q2	45,9	37,4	26,1	46,6	43,8	82,8	100,3	69,4	60,0	80,7
Q3	47,2	38,4	25,8	45,9	42,6	83,0	97,1	66,7	59,8	82,2
Q4	46,8	38,2	26,3	47,4	43,7	81,4	94,9	67,0	59,3	82,1
2025 Q1	45,6	40,6	26,1	48,1	43,2	84,9	96,4	69,9	62,8	83,7

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2025

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 23. Juli 2025.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-01-25-046-DE-N (Online-Version)