



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

# Wirtschaftsbericht

Ausgabe 7 / 2025



# Inhalt

<b>Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen</b>	<b>3</b>
Zusammenfassung	3
1    Außenwirtschaftliches Umfeld	8
2    Konjunktorentwicklung	13
3    Preise und Kosten	21
4    Finanzmarktentwicklungen	28
5    Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung	32
<b>Kästen</b>	<b>42</b>
1    Chinas steigender Handelsbilanzüberschuss: Ursachen für Exportboom und stagnierende Importe	42
2    Veränderungen im Verhalten der OPEC+ und Abwärtsrisiken für die Ölpreise	49
3    Pkw-Nachfrage im Euroraum: Erkenntnisse aus der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen	55
4    Evidenz zu Stellenwechseln am Arbeitsmarkt im Euroraum	62
5    Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen	69
6    Die unterschiedliche Entwicklung der Disinflation bei Positionen mit trägen und mit flexiblen Preisen	75
7    Die uneinheitliche Transmission der Geldpolitik auf die Kredite an private Haushalte	81
8    Vertrauen in den Euro so groß wie nie	88
<b>Aufsatz</b>	<b>93</b>
1    Auswirkungen der Hochinflationphase 2021-2023 auf die Ungleichheit – Erkenntnisse aus der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen	93
<b>Statistik</b>	<b>111</b>

# 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 30. Oktober 2025, die drei Leitzinssätze unverändert zu belassen. Die Inflation liegt weiterhin in der Nähe des mittelfristigen Zielwerts von 2 %, und die Beurteilung der Inflationsaussichten durch den EZB-Rat ist weitgehend unverändert. Die Wirtschaft ist trotz des schwierigen weltweiten Umfelds weiter gewachsen. Der robuste Arbeitsmarkt, solide Bilanzen im privaten Sektor und die vergangenen Leitzinssenkungen des EZB-Rats sind nach wie vor wichtige Ursachen für die Widerstandsfähigkeit. Der Ausblick ist jedoch nach wie vor von Unsicherheit geprägt, was insbesondere auf die anhaltenden globalen Handelskonflikte und geopolitischen Spannungen zurückzuführen ist.

Der EZB-Rat ist entschlossen, dafür zu sorgen, 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

Laut der Schnellschätzung von Eurostat vom 30. Oktober ist die Wirtschaft im dritten Quartal 2025 um 0,2 % gewachsen. Der Dienstleistungssektor hat einen weiteren Zuwachs verbucht, angekurbelt durch die starke Entwicklung in der Tourismusbranche und vor allem durch einen Anstieg bei den digitalen Dienstleistungen. Umfragen zufolge spiegelt dieser Anstieg die Tatsache wider, dass viele Firmen die Anstrengungen zur Modernisierung ihrer IT-Infrastruktur verstärkt haben und künstliche Intelligenz in ihre Geschäftstätigkeit integrieren. Das verarbeitende Gewerbe wurde unterdessen durch die höheren Zölle, eine nach wie vor erhöhte Unsicherheit und einen stärkeren Euro gebremst.

Die Divergenz zwischen der Binnen- und der Auslandsnachfrage dürfte auf kurze Sicht fortbestehen. Die Wirtschaft dürfte davon profitieren, dass die Verbraucherinnen und Verbraucher im Zuge steigender Realeinkommen mehr ausgeben. Die Arbeitslosigkeit lag mit 6,3 % im September weiterhin in der Nähe ihres historischen Tiefstands, obwohl sich die Nachfrage nach Arbeitskräften abgeschwächt hat. Die privaten Haushalte sparen nach wie vor einen ungewöhnlich hohen Anteil ihres Einkommens. Dadurch dürften sie einen größeren Spielraum haben, ihre Ausgaben weiter zu steigern. Die Investitionen dürften von den

umfangreichen staatlichen Ausgaben für Infrastruktur und Verteidigung sowie den vergangenen Leitzinssenkungen des EZB-Rats profitieren.

Das globale Umfeld hingegen dürfte eine Belastung bleiben. Die Warenexporte sind von März bis August zurückgegangen, wodurch sich die früheren Vorzieheffekte im internationalen Handel im Vorfeld der angekündigten Zollerhöhungen umgekehrt haben. Der Auftragseingang im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes deutet auf weitere Rückgänge hin. Die volle Wirkung der höheren Zölle auf die Exporte des Euroraums und die Investitionen im verarbeitenden Gewerbe wird sich erst im Laufe der Zeit zeigen.

Der EZB-Rat betont die dringende Notwendigkeit, den Euroraum und seine Wirtschaft im aktuellen geopolitischen Umfeld zu stärken. Er begrüßt es, dass die EU-Staats- und Regierungschefs diese Bestrebungen auf dem Euro-Gipfel am 23. Oktober 2025 bekräftigt haben. Finanz- und strukturpolitische Maßnahmen sollten die Produktivität, Wettbewerbsfähigkeit und Widerstandsfähigkeit steigern. Es ist von entscheidender Bedeutung, dass der von der Europäischen Kommission erstellte Kompass für Wettbewerbsfähigkeit zügig umgesetzt wird. Die Regierungen sollten wachstumsfördernde Strukturreformen und strategische Investitionen priorisieren und zugleich für tragfähige öffentliche Finanzen sorgen. Es ist zudem unerlässlich, die Kapitalmarktintegration weiter voranzutreiben, indem die Spar- und Investitionsunion sowie die Bankenunion nach einem ehrgeizigen Zeitplan vollendet werden, und die Verordnung zur Einführung des digitalen Euro rasch zu verabschieden.

Der EZB-Rat ist entschlossen, Massen- und Großbetragszahlungen in Zentralbankgeld für das digitale Zeitalter fit zu machen. In diesem Sinne hat der EZB-Rat auf seiner Sitzung am 30. Oktober 2025 beschlossen, zur nächsten Phase des Projekts zum digitalen Euro überzugehen. So können die technischen Voraussetzungen für eine mögliche Ausgabe des digitalen Euro geschaffen und die digitale Souveränität Europas nach der Verabschiedung der Rechtsvorschriften gestärkt werden. Die Einzelheiten zu diesem Beschluss sind einer separaten Pressemitteilung zu entnehmen.<sup>1</sup>

## Inflation

Die jährliche Inflationsrate erhöhte sich von 2,0 % im August auf 2,2 % im September 2025. Ursächlich dafür war in erster Linie, dass die Energiepreise weniger stark zurückgingen als zuvor. Die Energiepreisinflation lag im September bei -0,4 % gegenüber -2,0 % im August. Unterdessen gab die Teuerung bei Nahrungsmitteln von 3,2 % im Vormonat auf 3,0 % im September nach. Die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel stieg von 2,3 % im August auf 2,4 %. Dabei erhöhte sich die Inflation bei Dienstleistungen geringfügig von 3,1 % auf 3,2 %, während sie bei Waren mit 0,8 % abermals konstant blieb.

---

<sup>1</sup> Siehe EZB, [Eurosysteem geht zur nächsten Phase des Projekts zum digitalen Euro über](#), Pressemitteilung vom 30. Oktober 2025.

Die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation stehen weiterhin mit dem mittelfristigen 2%-Ziel des EZB-Rats im Einklang. Während sich die Unternehmensgewinne erholen, dürften die Arbeitskosten aufgrund einer steigenden Produktivität und einer Verlangsamung des Lohnwachstums weiter zurückgehen. Zukunftsgerichtete Indikatoren wie die EZB-Indikatoren für die Lohnentwicklung (Wage Tracker) sowie Umfragen zu den Lohnerwartungen deuten auf ein langsames Lohnwachstum im restlichen Jahresverlauf und in der ersten Jahreshälfte 2026 hin.

Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen weiterhin bei rund 2 %, was die Stabilisierung der Inflation in der Nähe des Zielwerts begünstigt.

## Risikobewertung

Durch das Handelsabkommen zwischen der EU und den USA im Sommer, die Verkündung eines Waffenstillstands im Nahen Osten und die Fortschritte bei den Handelsgesprächen zwischen den USA und China haben sich einige der Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum abgeschwächt. Gleichzeitig könnte das nach wie vor volatile internationale Handelsumfeld Störungen bei den Lieferketten verursachen, die Exporte weiter dämpfen und den Konsum sowie die Investitionen belasten. Eine Eintrübung der Stimmung an den Finanzmärkten könnte zu restriktiveren Finanzierungsbedingungen, einer größeren Risikoaversion und einem schwächeren Wachstum führen. Geopolitische Spannungen, insbesondere der ungerechtfertigte Krieg Russlands gegen die Ukraine, sind nach wie vor ein großer Unsicherheitsfaktor. Dagegen würden unerwartet hohe Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben im Verbund mit produktivitätssteigernden Reformen das Wachstum beschleunigen. Eine Zunahme des Unternehmensvertrauens könnte die privaten Investitionen ankurbeln. Ebenso könnte es die Stimmung aufhellen und die Konjunktur beflügeln, wenn die noch bestehenden geopolitischen Spannungen nachließen oder die verbleibenden Handelskonflikte schneller als erwartet beigelegt würden.

Angesichts des weltweit nach wie vor volatilen handelspolitischen Umfelds sind die Inflationsaussichten weiterhin mit größerer Unsicherheit behaftet als gewöhnlich. Ein stärkerer Euro könnte die Inflation kräftiger dämpfen als erwartet. Des Weiteren könnte die Inflation zurückgehen, wenn die höheren Zölle die Nachfrage nach Exporten des Euroraums schwächen und Länder mit Überkapazitäten dazu veranlassen, ihre Exporte in den Euroraum abermals auszuweiten. Eine Zunahme der Volatilität und Risikoaversion an den Finanzmärkten könnte die Binnennachfrage belasten und damit auch die Inflation verringern. Dagegen könnte die Inflation höher ausfallen, sollte eine Fragmentierung der globalen Lieferketten die Importpreise nach oben treiben, die Versorgung mit kritischen Rohstoffen einschränken und Kapazitätsengpässe in der Binnenwirtschaft verstärken. Auch eine Erhöhung der Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben könnte die Inflation auf mittlere Sicht ansteigen lassen. Extremwetterereignisse und die fortschreitende Klima- und

Umweltkrise allgemein könnten eine unerwartet starke Verteuerung von Nahrungsmitteln nach sich ziehen.

## Finanzielle und monetäre Bedingungen

Seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 11. September 2025 sind die Marktzinsen weitgehend unverändert geblieben. Durch die vergangenen Leitzinssenkungen verringerten sich die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen weiter auf durchschnittlich 3,5 % im August. Die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung betragen im August unverändert 3,5 %, weil die längerfristigen Renditen, auf deren Grundlage diese Fremdfinanzierung bepreist wird, relativ stabil waren.

Die Jahreswachstumsrate der Bankkredite an Unternehmen verringerte sich im September 2025 leicht auf 2,9 % nach 3,0 % im August. Zugleich verlangsamte sich das jährliche Wachstum der Emission von Unternehmensanleihen auf 3,3 %. Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Oktober 2025 haben sich die Richtlinien für Unternehmenskredite im dritten Quartal leicht verschärft. Grund dafür war, dass den Banken die Risiken, denen ihre Kunden ausgesetzt sind, zunehmend Sorge bereiteten. Die Kreditnachfrage der Unternehmen nahm geringfügig zu.

Der durchschnittliche Zinssatz für neue Hypothekarkredite hat sich seit Jahresbeginn kaum verändert und lag im August bei 3,3 %. Das Wachstum der Hypothekarkredite erhöhte sich im September leicht auf 2,6 %, nachdem es sich im August auf 2,5 % belaufen hatte. Zurückzuführen war dies auf eine weitere Zunahme der Nachfrage und unveränderte Kreditrichtlinien im dritten Quartal.

Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 verlangsamte sich auf 2,8 % im September nach 2,9 % im August und durchschnittlich 3,8 % in der ersten Jahreshälfte.

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

## Fazit

Der EZB-Rat beschloss auf seiner Sitzung am 30. Oktober 2025, die drei Leitzinssätze unverändert zu belassen. Er ist entschlossen, dafür zu sorgen, 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 um die reibungslose Funktionsfähigkeit der geldpolitischen Transmission aufrechtzuerhalten.

## Außenwirtschaftliches Umfeld

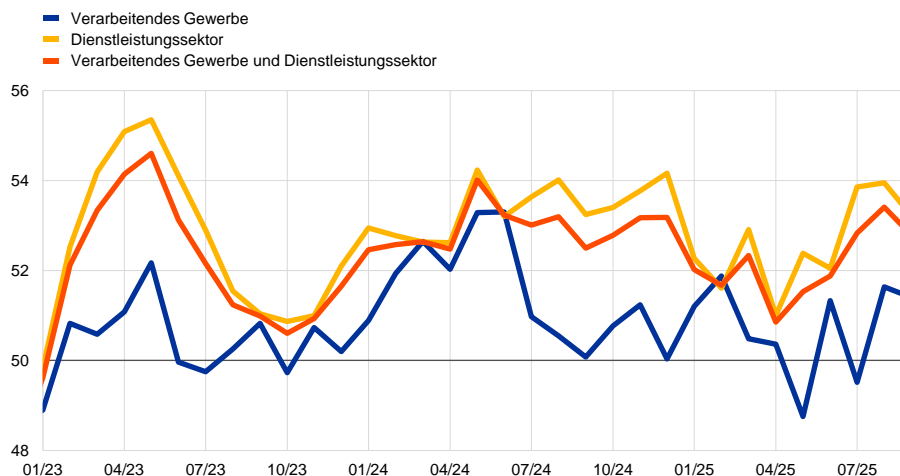
*Die globale Wirtschaftstätigkeit erwies sich im zweiten Quartal 2025 als recht robust. Im restlichen Jahresverlauf dürfte sie sich stabil, wenn auch gedämpft entwickeln, da sich einige der Abwärtsrisiken für das Wachstum der Weltwirtschaft verringert haben. Der Welthandel fiel im zweiten Quartal 2025 kräftiger als erwartet aus. Angesichts des nach wie vor volatilen handelspolitischen Umfelds auf globaler Ebene dürfte sich das Wachstum des Handels im dritten Quartal abschwächen, da die Vorzieheffekte nachlassen und die Auswirkungen der Zölle deutlicher zutage treten. Die Gesamtinflation in den OECD-Mitgliedstaaten insgesamt war im August unverändert. In den Industrieländern war jedoch eine zunehmend heterogene Inflationsdynamik zu beobachten.*

**Das Weltwirtschaftswachstum zeigte sich im zweiten Quartal recht robust, die kurzfristigen Aussichten sind aber weiterhin verhalten.** Seit der EZB-Ratssitzung im September wurde das weltweite Wachstum des realen BIP im zweiten Quartal auf 1,0 % zum Vorquartal nach oben revidiert. Maßgeblich hierfür waren vor allem eine Revision des BIP-Wachstums in den Vereinigten Staaten sowie überraschend positive Daten für die Schwellenländer, und hierbei insbesondere für Indien. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euroraum) ging im September zwar zurück, lag aber nach wie vor oberhalb der Wachstumsschwelle (siehe Abbildung 1). Insgesamt weist der globale EMI auf ein robustes Wachstum im dritten Quartal hin, wobei sich die Aktivität bei den Dienstleistungen merklich verbesserte. Der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe war im dritten Quartal noch immer volatil. Ursächlich hierfür war, dass die Unternehmen im früheren Jahresverlauf aufgebaute Vorräte an Vorleistungsgütern verarbeiteten. Der Dienstleistungssektor profitierte von diesen vorgezogenen Aktivitäten im verarbeitenden Gewerbe. So nahmen Transportdienstleistungen zu, und die weltweite Nachfrage nach KI-Lösungen kam den Dienstleistungen im Bereich Software zugute. Die globale Aktivität dürfte sich im weiteren Verlauf des Jahres nach wie vor stabil, aber gedämpft entwickeln. Diese Erwartung beruht sowohl auf den EMI-Daten als auch auf der Annahme, dass sich das verarbeitende Gewerbe weltweit stabilisieren wird.

## 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 September 2025.

#### **Das Wachstum des Welthandels fiel im zweiten Quartal kräftiger als erwartet aus. Allerdings schwächt sich das zugrunde liegende Handelswachstum ab.**

Das vierteljährliche weltweite Importwachstum (ohne Euroraum) verlangsamte sich von 1,7 % im ersten auf 0,9 % im zweiten Quartal. Die Wachstumsrate war somit höher als in den von Fachleuten der EZB erstellten Projektionen vom September erwartet. Ausschlaggebend für die überraschend positiven Daten waren die Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für große Schwellenländer wie etwa Ägypten, die Türkei und vor allem Indien. Aus Zolldaten zu den bilateralen Handelsströmen ergeben sich keine eindeutigen Hinweise darauf, dass das hohe Importwachstum in diesen Ländern auf umgelenkte chinesische Exporte zurückzuführen ist. Lässt man diese idiosynkratischen Effekte außer Acht, dürften die Einfuhren auf internationaler Ebene im dritten Quartal weiter sinken. Dies ist vor dem Hintergrund zu sehen, dass die Vorzieheffekte nachlassen und die Auswirkungen der Zölle deutlicher zutage treten.

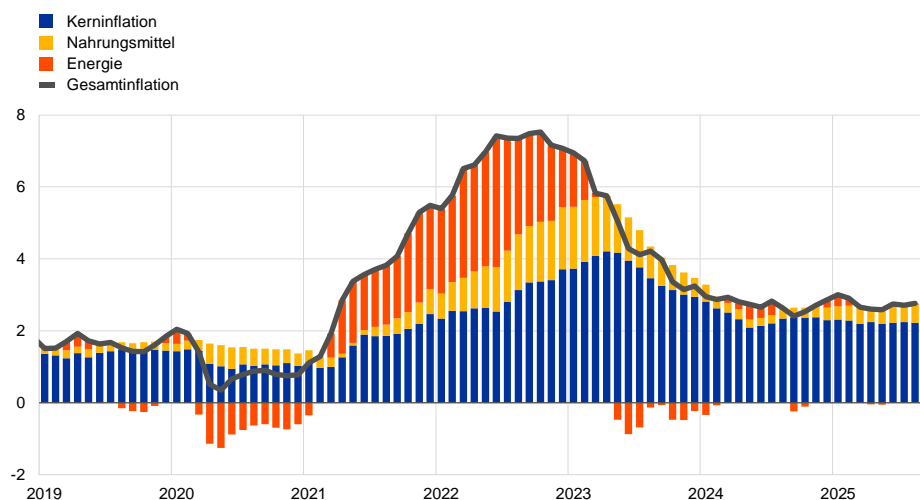
#### **Die Gesamtinflation in den Mitgliedstaaten der OECD insgesamt blieb unverändert, verlief in den Industrieländern jedoch heterogener.**

Die am VPI gemessene jährliche Inflationsrate in den OECD-Ländern lag im August 2025 wie schon im Vormonat bei 4,1 %; ohne Berücksichtigung der Türkei stieg sie leicht auf 2,8 % (siehe Abbildung 2). Geschuldet war dies in erster Linie höheren Energie- und Nahrungsmittelpreisen, während die Kerninflation geringfügig auf 3 % nachgab (nach 3,1 % im Juli). Mit Blick auf die Inflationsdynamik in den Industrieländern haben sich die Unterschiede in den letzten Monaten vergrößert. So lag die Gesamtteuerungsrate in Kanada und mehreren anderen Industriestaaten nach wie vor in der Nähe des Zielwerts von 2 %. Im Vereinigten Königreich und in den Vereinigten Staaten stieg sie jedoch leicht an.

## Abbildung 2

### Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Ländern

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Das OECD-Aggregat umfasst auch die Länder des Euroraums, die Mitglied der OECD sind; die Türkei ist nicht darin enthalten. Das Aggregat wird unter Verwendung der jährlichen VPI-Gewichte für den OECD-Raum berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2025.

#### **Die Energiepreise waren rückläufig; dies spiegelte niedrigere Ölnotierungen infolge eines steigenden Angebotsüberschusses am Ölmarkt sowie eine Verbilligung von Gas wider.**

Die Rohölpreise sanken um 4 %, da am Markt zunehmende Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage zu beobachten waren. Auf der Nachfrageseite wurden die Preise durch den schleppenden globalen Ölverbrauch belastet. Dieser war eine Folge der wirtschaftlichen Verwerfungen, die wiederum durch die Zollankündigungen der USA und in jüngster Zeit auch durch die neuerlichen Handelsspannungen zwischen den Vereinigten Staaten und China bedingt waren. Auf der Angebotsseite war aus den aktuellen Daten ein Überschuss abzulesen. So erhöhte sich im September die Ölförderung im Irak und in Kuwait. In dieser Entwicklung kommt zum Ausdruck, dass die OPEC+-Staaten seit April ihre Fördermengen bis Anfang Oktober mehrmals ausweiteten. Der Überschuss am Ölmarkt zeigt sich auch am jüngsten Lageraufbau in den OECD-Ländern und in China. Der aus diesen Ungleichgewichten zwischen Angebot und Nachfrage resultierende Abwärtsdruck auf die Ölpreise wurde zuletzt jedoch teilweise dadurch ausgeglichen, dass neue US-Sanktionen gegen russische Ölunternehmen die Preise in gewissem Maße stützten. Die europäischen Gaspreise gingen als Reaktion auf die prognostizierte mildere Witterung um 4 % zurück. Damit wurden die Auswirkungen der Streiks an französischen Importterminals für Flüssiggas (LNG) mehr als aufgewogen. Insgesamt setzten die Gaspreise ihren Abwärtstrend der vergangenen Monate fort. Darin schlugen sich ein im historischen Vergleich anhaltend niedriger Verbrauch in Europa und eine schwache Nachfrage nach Flüssiggas in Asien nieder. Metalle verteuerten sich um 7 %. Maßgeblich hierfür war ein Preisschub bei Kupfer, der mit Produktionsausfällen in der weltweit zweitgrößten Kupfermine in Indonesien zusammenhing. Die Weltmarktpreise für Nahrungsmittelrohstoffe gaben dagegen vor dem Hintergrund rückläufiger Kakaopreise um 3 % nach. Der Preisrückgang bei Kakao war dadurch bedingt, dass

mit einem höheren Angebot gerechnet wurde, nachdem die Côte d'Ivoire und Ghana den Mindestpreis für Kakaobauern angehoben hatten.

**In den Vereinigten Staaten erholte sich die Konjunktur im zweiten Quartal, dürfte sich im weiteren Verlauf aber abkühlen.** Nach einem Rückgang im ersten Quartal 2025 zog die realwirtschaftliche Aktivität in den USA im zweiten Quartal wieder an, und zwar um 0,9 % gegenüber dem Vorquartal. Dies lässt darauf schließen, dass sich die wichtigen BIP-Komponenten robuster entwickelten als zunächst angenommen. Diese Robustheit wurde durch KI-bezogene Investitionen, eine bessere Finanzlage der privaten Haushalte und eine rückläufige Sparquote getragen. Angesichts eines schwachen Beschäftigungszuwachses und einer Eintrübung der Verbraucherstimmung dürfte sich das Wachstum in der näheren Zukunft verringern. Die Entwicklung am Arbeitsmarkt in den USA schwächt sich weiter ab. Die Zahl der Beschäftigten außerhalb der Landwirtschaft nahm im August um 22 000 Personen zu, was unter den Markterwartungen lag. Die Veröffentlichung des Stellenberichts vom September verzögert sich aufgrund des Verwaltungsstillstands, alternative Datenquellen deuten aber darauf hin, dass die Anspannung am Arbeitsmarkt weiter nachgelassen hat.

**Die am Preisindex für private Konsumausgaben (PCE-Index) gemessene Gesamtinflation in den USA stieg im August an, da die Zölle weiterhin über die Preisbildung durchwirken.** Die PCE-Gesamtteuerungsrate erhöhte sich im August auf 2,7 %, während die entsprechende Kernrate bei 2,9 % blieb. Zwar scheint das Durchwirken der Zölle auf die Preise bestimmter Warenkategorien (wie z. B. Wohnungseinrichtungen) in den vergangenen Monaten seinen Höchststand erreicht zu haben, in anderen Kategorien (beispielsweise Bekleidung und Pkws) wirken die Zölle jedoch noch durch. Die verzögerte Veröffentlichung des VPI vom September deutet auf kurze Sicht auf einen leichten Anstieg der PCE-Gesamtinflation hin; die PCE-Kerninflation dürfte indes weitgehend unverändert bleiben. Der Offenmarktausschuss der Federal Reserve senkte auf seinen Sitzungen im September und Oktober den Zielkorridor für den Leitzins um jeweils 25 Basispunkte auf zuletzt 3,75 % bis 4,00 %.

**In China dürfte sich das Wirtschaftswachstum verlangsamen, und die Preisentwicklung sollte verhalten bleiben.** Das vierteljährliche BIP-Wachstum erhöhte sich – vor allem dank eines hohen Exportbeitrags – leicht von 1,0 % im zweiten auf 1,2 % im dritten Quartal. Im weiteren Jahresverlauf dürfte sich die Wachstumsdynamik abschwächen, da die Binnennachfrage den Erwartungen nach gedämpft bleibt und negative außenwirtschaftliche Einflüsse zunehmen dürften. Die Abwärtskorrektur am Immobilienmarkt hält weiter an. Damit bremst sie die Konjunktur in erheblichem Maße aus und führt zu beständigem Abwärtsdruck auf die Wohnimmobilienpreise. Die gesamtwirtschaftlichen Effekte der verschiedenen in den letzten Jahren angekündigten Maßnahmenpakete schlagen insgesamt gesehen noch nicht zu Buche. Die am Verbraucherpreisindex gemessene Gesamtteuerungsrate erhöhte sich im September leicht auf -0,3 %; die Änderungsrate der Erzeugerpreise gab unterdessen auf -2,3 % nach. Die Auswirkungen der von den chinesischen Behörden durchgeführten „Anti-Involutions-Kampagne“ (wozu unter anderem strengere Wettbewerbsregeln,

branchenspezifische Treffen zur Preiskoordination und eine verstärkte Bekämpfung des ruinösen Preiswettbewerbs und der Überkapazitäten gehören) dürften begrenzt bleiben. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Maßnahmen fragmentiert und sektorspezifisch sind. Auch dürften die Überkapazitäten bestehen bleiben.

**Im Vereinigten Königreich wächst die Wirtschaft nach wie vor moderat, und die Inflation zeigt sich vor den anstehenden wichtigen finanzpolitischen Entscheidungen hartnäckig.** Die monatlichen BIP-Daten sowie Hochfrequenzdaten untermauern im Großen und Ganzen den Eindruck einer verhaltenen Wirtschaftsdynamik. Diese sollte sich auch im zweiten Halbjahr 2025 fortsetzen. Darüber hinaus dürfte der Haushaltsplan der Regierung vom Herbst, der am 26. November vorgelegt werden soll, eine Straffung der Finanzpolitik mit sich bringen. Die jährliche Gesamtinflation lag im September unverändert bei 3,8 %. Die im Jahresverlauf erneut gestiegene Teuerung ist laut der Bank of England vor allem durch höhere administrierte Preise und Preissteigerungen bei Nahrungsmitteln bedingt. Hinzu kam das Auslaufen von Basiseffekten aufgrund der in der Vergangenheit verzeichneten Verbilligung von Energie. Auch der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen lag mit einem Wert von 4,7 % im September noch immer auf einem erhöhten Niveau. Die Bank of England beließ auf ihrer Sitzung im September den Leitzins bei 4 % und beschloss, das Tempo der quantitativen Straffung zu verlangsamen.

## 2 Konjunktorentwicklung

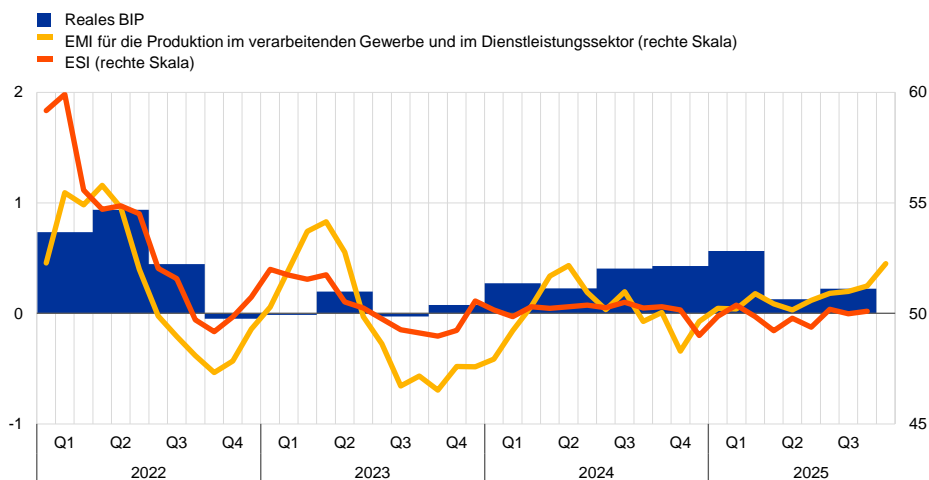
*Die Wirtschaft im Euroraum wuchs im dritten Quartal 2025 um 0,2 % nach 0,1 % im Vorquartal. Die verfügbaren Konjunkturindikatoren deuten auf ein robustes Wachstum des Dienstleistungssektors hin, angekurbelt durch die starke Entwicklung in der Tourismusbranche und vor allem durch einen Anstieg bei den digitalen Dienstleistungen. Umfrageergebnissen zufolge ist der Anstieg darauf zurückzuführen, dass zahlreiche Unternehmen die Anstrengungen zur Modernisierung ihrer IT-Infrastruktur verstärkt haben und künstliche Intelligenz in ihre Geschäftstätigkeit integrieren. Die Aktivität im verarbeitenden Gewerbe wurde unterdessen durch höhere Zölle, eine noch immer erhöhte Unsicherheit und einen stärkeren Euro gebremst. Kurzfristig wird es vermutlich bei der Divergenz zwischen Binnen- und Auslandsnachfrage bleiben. Die Konjunktur dürfte stärker von den privaten Konsumausgaben profitieren, da die Realeinkommen steigen. Die Arbeitsmärkte sind trotz Anzeichen einer sich abschwächenden Nachfrage nach Arbeitskräften weiterhin robust. Die privaten Haushalte sparen nach wie vor einen ungewöhnlich hohen Anteil ihrer Einkommen. Sie werden daher wohl größeren Spielraum für eine weitere Ausgabensteigerung haben. Zudem dürften der Binnennachfrage günstigere Finanzierungsbedingungen zugutekommen, da die Leitzinssenkungen der EZB auf die Wirtschaft durchwirken. Darüber hinaus sollten die Investitionen von den höheren Staatsausgaben für Infrastruktur und Verteidigung profitieren. Das globale Umfeld hingegen dürfte eine Belastung bleiben. Die Auswirkungen der höheren Zölle auf die Exporte des Euroraums und die Investitionen im verarbeitenden Gewerbe werden sich erst im Laufe der Zeit in vollem Umfang zeigen.*

**Der vorläufigen Schnellschätzung von Eurostat zufolge wuchs die Wirtschaft im Euroraum im dritten Quartal 2025 um 0,2 % nach 0,1 % im Vorquartal.** Zwar ist die Aufschlüsselung nach Verwendungskomponenten noch nicht verfügbar, doch deuten kurzfristige Indikatoren und vorliegende Länderdaten darauf hin, dass die Binnennachfrage einen positiven Wachstumsbeitrag geleistet haben dürfte. Der Außenbeitrag ist dagegen verhaltener ausgefallen. Im dritten Quartal waren zwischen den größten Volkswirtschaften des Euroraums weiterhin merkliche Unterschiede in der Wachstumsdynamik festzustellen: Während das reale BIP in Spanien, Frankreich und den Niederlanden um 0,6 %, 0,5 % bzw. 0,4 % stieg, stagnierte es in Deutschland und Italien. Unter den kleineren Ländern verzeichnete Irland einen nur leichten BIP-Rückgang. Das Ergebnis des Euroraums für das dritte Quartal stand nach Bereinigung um den zuvor schwächer eingeschätzten Wachstumsbeitrag Irlands in Einklang mit den von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom September 2025.

### Abbildung 3

Reales BIP, Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor sowie Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) im Euroraum

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



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

Anmerkung: Die beiden Linien stellen die monatliche Entwicklung, die Balken Quartalswerte dar. Der von der Europäischen Kommission erstellte ESI ist standardisiert und reskaliert, um denselben Mittelwert und dieselbe Standardabweichung wie für den EMI zu erhalten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2025 (reales BIP), Oktober 2025 (EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor) und September 2025 (ESI).

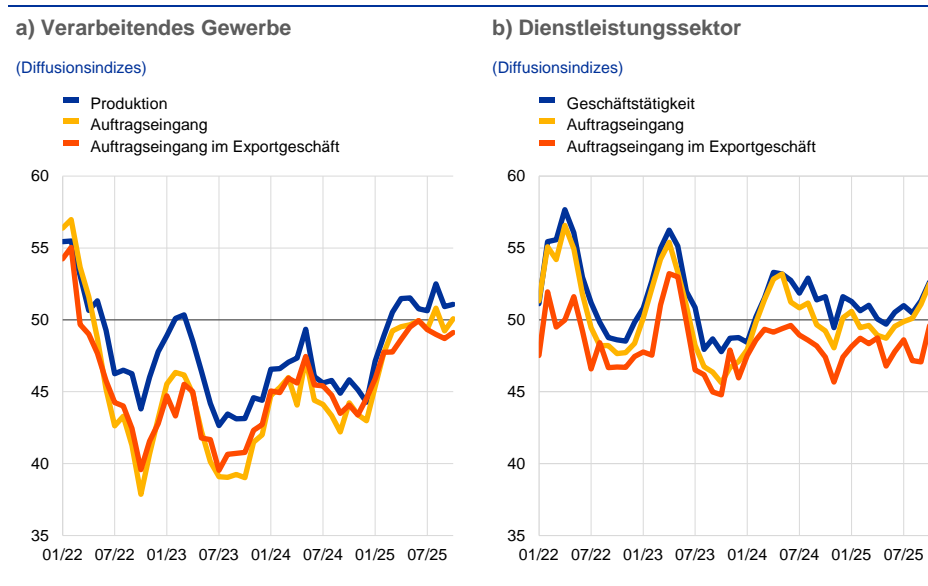
### Die verfügbaren Daten deuten für das dritte Quartal auf eine anhaltend schwache Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe hin, während der Dienstleistungssektor weiter positive Wachstumsraten verzeichnet haben dürfte.

Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor stieg im September erneut leicht an. Daraus ergibt sich für das dritte Quartal ein Durchschnittswert von 51,0 Punkten. Dies steht im Einklang mit einem positiven Wachstum der Wirtschaftsleistung im Euroraum, das allerdings moderat ausfiel, da die Zollerhebungen, die noch immer erhöhte Unsicherheit und der stärkere Euro das verarbeitende Gewerbe beeinträchtigten. So sank die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) im Juli und August um durchschnittlich 0,3 % gegenüber dem zweiten Quartal 2025. Nach dem vorübergehenden Anstieg im August gab der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe im September nach, wobei die Aktivität im dritten Quartal im Durchschnitt weitgehend stagnierte (siehe Abbildung 4, Grafik a). Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) für die Industrie blieb im September unverändert. Er liegt seit vielen Monaten auf niedrigem Niveau. Der jüngste Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen bestätigt dieses Bild eines schleppenden Wachstums. Den befragten Unternehmen zufolge belasten die Zölle und die Unsicherheit das verarbeitende Gewerbe, was vor dem Hintergrund einer verhaltenen Nachfrage, erhöhter Betriebskosten und eines sich verschärfenden internationalen Wettbewerbs zu sehen ist (siehe Kasten 5). Der Dienstleistungssektor dürfte sich auch im dritten Quartal positiv entwickelt haben. Die zuvor verzeichnete Dynamik der Dienstleistungsproduktion schwächte sich bis zum Juli leicht ab. Die Umfrageergebnisse zeigen jedoch einen erneuten Aufwärtstrend im dritten Quartal.

Der EMI für die Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor erreichte im September 51,3 Punkte (siehe Abbildung 4, Grafik b). Dem jüngsten Dialog der EZB mit Dienstleistungsunternehmen zufolge wurde die Geschäftstätigkeit vor allem von den privaten Konsumausgaben für Dienstleistungen im Tourismus, Gastgewerbe, Unterhaltungssektor und Telekommunikationssektor getragen. Unterstützend hinzu kam die dynamische Entwicklung des Digitalsektors, denn zahlreiche Unternehmen haben die Anstrengungen zur Modernisierung ihrer IT-Infrastruktur verstärkt und integrieren künstliche Intelligenz in ihre Geschäftstätigkeit.

**Auch im vierten Quartal 2025 wird sich das reale BIP im Euroraum voraussichtlich moderat erhöhen, wobei jedoch weiterhin Unterschiede zwischen den Sektoren bestehen dürften.** Der laut Schnellschätzung für Oktober zu beobachtende Anstieg des EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor steht im Einklang mit einer zu Beginn des vierten Quartals moderat positiven Wachstumsdynamik im verarbeitenden Gewerbe. Der EMI für die Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor legte indessen weiter zu und unterstreicht damit die Rolle des Sektors als Haupttriebfeder der Konjunktur. Derweil vermitteln die jüngsten zukunftsgerichteten Indikatoren ein uneinheitliches Bild: Im Oktober trugen beide Sektoren zum Anstieg des EMI für den Auftragseingang bei, während der Rückgang des EMI zu den Geschäftserwartungen für die kommenden zwölf Monate im Dienstleistungssektor am stärksten ausgeprägt war. Im verarbeitenden Gewerbe waren die Erwartungen dagegen nur leicht rückläufig. Insgesamt dürften die nach wie vor erhöhte Unsicherheit, die höheren effektiven Zollsätze, der stärkere Euro und der sich verschärfende weltweite Wettbewerb das Wachstum im vierten Quartal 2025 dämpfen.

**Abbildung 4**  
Einkaufsmanagerindex (EMI) für einzelne Sektoren



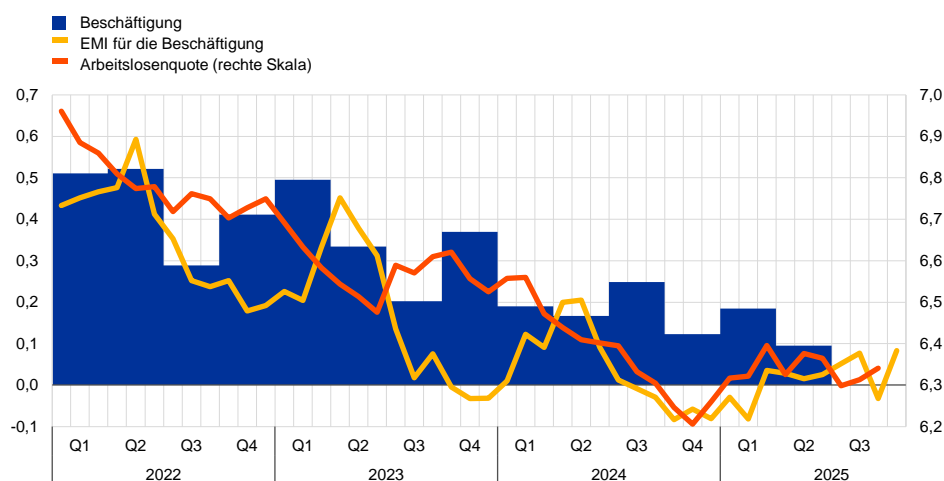
Quelle: S&P Global Market Intelligence.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2025.

**Der Arbeitsmarkt zeigte sich auch im zweiten Quartal 2025 robust, obwohl sich die Arbeitskräftenachfrage weiter nach und nach abschwächte.** Die

Beschäftigung und die Zahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden stiegen im zweiten Quartal 2025 um 0,1 % (siehe Abbildung 5). Die allmähliche Verlangsamung spiegelt zum Teil eine rückläufige Nachfrage nach Arbeitskräften wider, wobei die Vakanzquote im zweiten Quartal auf 2,3 % sank. Damit lag sie einen Prozentpunkt unter dem im zweiten Quartal 2022 verzeichneten Höchststand. Unterdessen stieg die Zahl der Erwerbspersonen weiter an. Unterstützt wurde dies durch die anhaltende Zuwanderung und die höhere Erwerbsbeteiligung älterer Arbeitskräfte. Gegenüber dem Vorquartal und dem entsprechenden Vorjahreszeitraum erhöhte sich die Zahl der Erwerbspersonen um 0,3 % bzw. 1,1 %. Die Arbeitslosenquote lag im September bei 6,3 % und ist damit seit Jahresbeginn weitgehend konstant geblieben.

**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 dargestellt, um das vierteljährliche Beschäftigungswachstum zu erfassen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2025 (Beschäftigung), Oktober 2025 (EMI für die Beschäftigung) und September 2025 (Arbeitslosenquote).

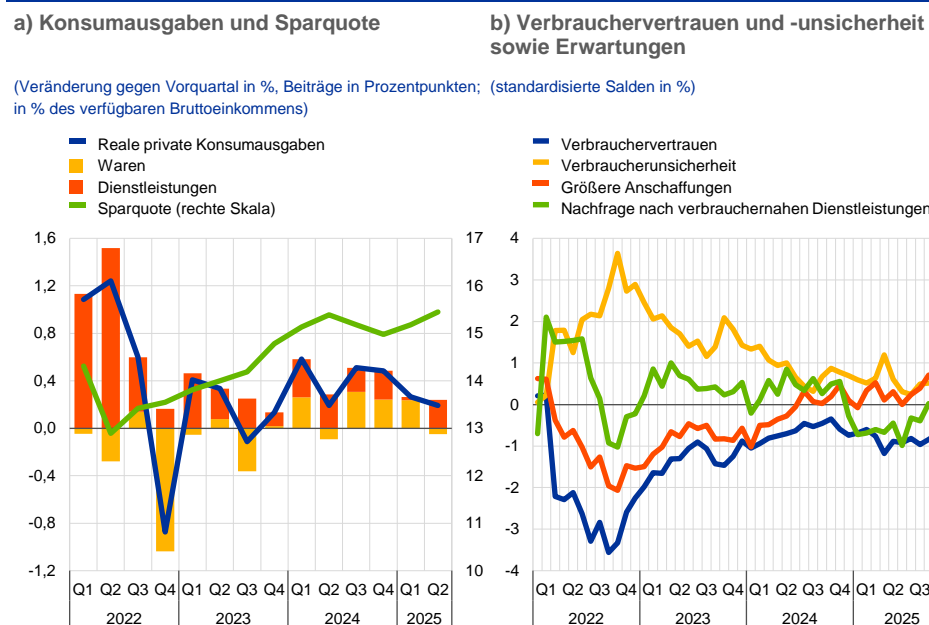
**Die kurzfristigen Arbeitsmarktindikatoren weisen auf eine im dritten Quartal weitgehend stagnierende Beschäftigung hin.** Der monatliche EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor lag im zweiten Quartal bei durchschnittlich 50,3 Punkten. Das Beschäftigungswachstum dürfte also nahezu stagniert haben. Die Daten der Schnellschätzung für Oktober zeigen eine etwas positivere Einschätzung der Beschäftigung. Der zusammengesetzte EMI erhöhte sich von 49,7 Zählern im September auf 50,8 Zähler im Oktober. Maßgeblich hierfür war die Dienstleistungskomponente, die von 50,1 auf 51,8 Punkte stieg. Dagegen sank der EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe im selben Zeitraum von 48,5 Punkten auf 48,0 Punkte.

**Nach einer Abschwächung im zweiten Quartal 2025 dürfte sich das Wachstum der privaten Konsumausgaben im dritten Quartal trotz der nach wie vor erhöhten Sparquote der privaten Haushalte wieder etwas verstärkt haben. Hierzu könnten Kaufkraftgewinne beigetragen haben.** Die Ausgaben für Dienstleistungen nahmen weiter zu, während der Warenkonsum im zweiten Quartal

weitgehend stagnierte (siehe Abbildung 6, Grafik a). Diese Stagnation war auf einen Rückgang bei den Verbrauchsgütern zurückzuführen, wohingegen die Konsumausgaben für Gebrauchsgüter zunahmen. Im selben Quartal erhöhte sich die Sparquote der privaten Haushalte auf 15,5 %. Grund hierfür waren die weiter steigenden Einkommen, während sich die Inflation und das Wachstum der Konsumausgaben abschwächten. Die noch vorläufigen und unvollständigen Monatsdaten für das dritte Quartal deuten auf einen gegenüber dem zweiten Quartal rückläufigen Einzelhandel im Juli und August hin. Den Ergebnissen der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey – CES) zufolge dürfte der Warenkonsum im dritten Quartal hingegen gestiegen sein, und aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen ergeben sich Anzeichen für ein robustes Wachstum des Dienstleistungskonsums, was für eine etwas stärkere Ausgabendynamik spricht (siehe Kasten 5). Diese Einschätzung wird auch durch weitere Umfrageergebnisse untermauert. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator des Verbrauchervertrauens erholte sich im September und Oktober weiter. Dazu trugen vor allem die besseren Erwartungen der privaten Haushalte bezüglich ihrer finanziellen Situation und ihrer Planung größerer Anschaffungen in den nächsten zwölf Monaten bei (siehe Abbildung 6, Grafik b). Auch die von der Europäischen Kommission erhobenen Indikatoren für die Geschäftserwartungen bezüglich der Nachfrage im Einzelhandel und der Nachfrage nach verbrauchernahen Dienstleistungen in den kommenden drei Monaten haben sich seit dem zweiten Quartal verbessert und erreichten wieder die vor der Pandemie verzeichneten Durchschnittswerte. Mit Blick auf die Zukunft dürften die privaten Konsumausgaben in einem robusten Arbeitsmarktumfeld und angesichts weiter steigender Einkommen und einer besseren Einschätzung der zurückliegenden Einkommenszuwächse durch die Privathaushalte weiter zunehmen. Trotz der seit April 2025 beobachteten Entspannung dürften sich die noch immer starke Unsicherheit der Verbraucherinnen und Verbraucher wie auch die wirtschaftspolitische Unsicherheit weiterhin nachteilig auf die Konsumententscheidungen der Haushalte auswirken.

## Abbildung 6

### Private Konsumausgaben und Sparquote, Verbrauchervertrauen und -unsicherheit sowie Verbraucher- und Geschäftserwartungen



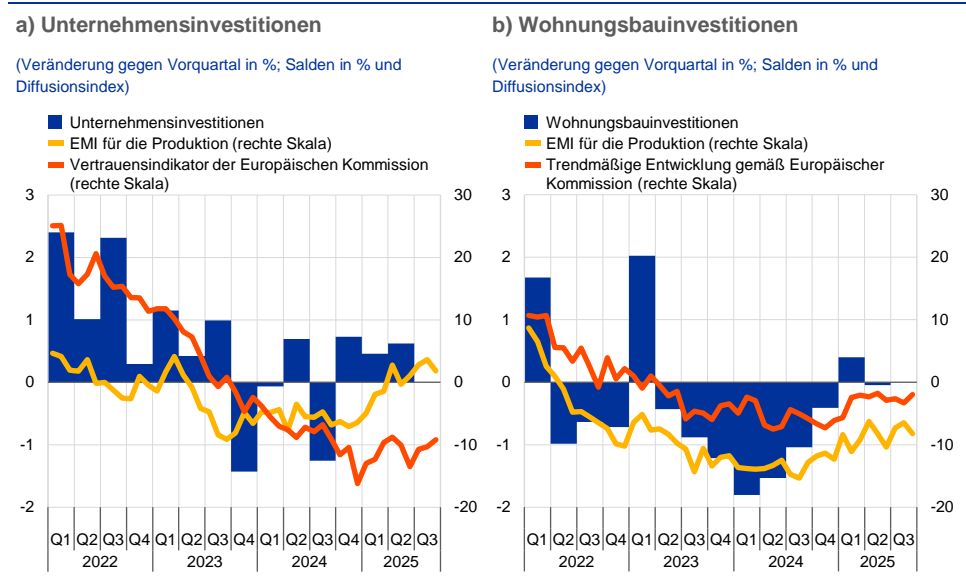
Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: In Grafik a sind die Beiträge des inländischen Konsums von Waren und Dienstleistungen skaliert, damit sie sich zum Wachstum der realen privaten Konsumausgaben gemäß der Hauptaggregate in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen aufaddieren. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2025. In Grafik b beziehen sich die Verbrauchervertrauen für größere Anschaffungen auf die nächsten zwölf Monate und die Geschäftserwartungen für die Nachfrage nach verbrauchernahen Dienstleistungen auf die nächsten drei Monate. Die Nachfrage nach verbrauchernahen Dienstleistungen basiert auf den von der Europäischen Kommission im Rahmen ihrer Branchenumfrage im Dienstleistungssektor erhobenen sektoralen Indikatoren der erwarteten Nachfrage, gewichtet nach den sektoralen Anteilen des inländischen Konsums aus den FIGARO-Input-Output-Tabellen für 2022. Aufgrund der Datenverfügbarkeit ist die Zeitreihe für die Nachfrage nach verbrauchernahen Dienstleistungen für den Zeitraum von 2005 bis 2019 standardisiert, die Zeitreihe für die Verbraucherunsicherheit für den Zeitraum von April 2019 bis September 2025 in Bezug auf den Durchschnitt für 2019. Alle anderen Zeitreihen sind für den Zeitraum von 1999 bis 2019 standardisiert. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2025 (Verbrauchervertrauen) bzw. September 2025 (übrige Angaben).

### Aktuelle Daten zu den Unternehmensinvestitionen deuten darauf hin, dass sich die Sachinvestitionen schwach entwickeln werden, während die immateriellen Investitionen zunehmen dürften.

Im zweiten Quartal 2025 sanken die Investitionen ohne Bauten im Euroraum um 3,3 % gegenüber dem Vorquartal. Ohne Berücksichtigung der volatilen immateriellen Investitionen in Irland erhöhten sie sich jedoch weiter um 0,6 %. Im dritten Quartal und auch darüber hinaus scheint sich der bisherige Trend der Unternehmensinvestitionen (unter Ausschluss der immateriellen Investitionen in Irland) fortzusetzen. Dabei dürften die Sachinvestitionen verhalten und die immateriellen Investitionen robust wachsen. Die Indikatoren für Sachinvestitionen, wozu etwa der EMI für die Produktion im Investitionsgütersektor zählt, gaben im September nach, und der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator lag weiterhin deutlich unter seinem historischen Durchschnittswert (siehe Abbildung 7, Grafik a). Dagegen dürften sich die immateriellen Investitionen in der zweiten Jahreshälfte 2025 beschleunigen. Dies lässt sich aus der höheren Produktion der damit verbundenen Dienstleistungen bis Juli und der gemäß den Umfrageergebnissen der Europäischen Kommission positiven erwarteten Entwicklung der Nachfrage in den kommenden drei Monaten ableiten. Erkenntnisse aus dem Dialog mit Unternehmen untermauern dieses zweigeteilte Bild. Demnach sind die Aussichten für Sachinvestitionen im

verarbeitenden Gewerbe und im Automobilssektor angesichts der anhaltenden Unsicherheit, der hohen Kosten und des Verlusts von Marktanteilen gedämpft, während immaterielle Investitionen angesichts der steigenden Nachfrage nach Software- und KI-Lösungen weiter zunehmen dürften (siehe Kasten 5). Mit Blick auf die Zukunft verbessern sich die fundamentalen Bestimmungsfaktoren für Investitionen allmählich. Die Normalisierung der Gewinne – vor dem Hintergrund des positiven Wachstums beim Bruttobetriebsüberschuss der nichtfinanziellen Unternehmen – und die erwartete höhere gesamtwirtschaftliche Nachfrage dürften ein günstigeres Umfeld für Investitionen schaffen.

**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 von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für den Investitionsgütersektor wurde normalisiert auf den Durchschnitt und auf die Standardabweichung der Zeitreihe von 1999 bis 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 zweite Quartal 2025 (Investitionen) bzw. September 2025 (EMI für die Produktion und von der Europäischen Kommission erhobene Indikatoren).

**Die Wohnungsbauinvestitionen blieben im zweiten Quartal 2025 unverändert, dürften im dritten Quartal aber wieder moderat gestiegen sein.** Nachdem die Wohnungsbauinvestitionen im ersten Quartal 2025 noch um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal zugenommen hatten, stagnierten sie im zweiten Quartal weitgehend (siehe Abbildung 7, Grafik b). Den hochfrequenten Indikatoren zufolge sind die Wohnungsbauinvestitionen im dritten Quartal wieder leicht gestiegen. Die Produktion im Hochbau und die spezialisierten Bautätigkeiten lagen im Juli und August durchschnittlich 0,4 % über den für das zweite Quartal verzeichneten Werten. Die umfragebasierten Indikatoren – wie der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der trendmäßigen Entwicklung in den Sektoren Hochbau und spezialisierte Bautätigkeiten und der EMI für die Produktion im Wohnungsbau – erhöhten sich von Juni bis September, lagen jedoch weiterhin auf einem niedrigen Niveau. Daraus ergeben sich auch für das dritte Quartal moderate

Wachstumsaussichten. Für die Wohnungsbauinvestitionen ist auch zukünftig mit einer weiteren allmählichen Erholung zu rechnen. Untermauert wird dieser Ausblick durch die auch im zweiten Quartal – wenn auch nur moderat – gestiegene Zahl der Baugenehmigungen für Wohngebäude und einen begrenzten Anstieg des von der Europäischen Kommission veröffentlichten Vertrauensindikators für Unternehmen im Hochbau und bei spezialisierten Bautätigkeiten im dritten Quartal. Die allmähliche Erholung ist auch auf das Gleichgewicht zwischen den sich verbessernden Bedingungen auf der Nachfrageseite und der hohen Unsicherheit auf der Angebotsseite zurückzuführen: Auf der Nachfrageseite nimmt die Attraktivität von Wohnimmobilien als Wertanlage gemäß der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen zu, und die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten steigt laut der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken. Auf der Angebotsseite lässt sich die hohe Unsicherheit aus den Angaben der in der Branchenumfrage der Europäischen Kommission befragten Unternehmen im Wohnungsbau und den Erkenntnissen aus dem jüngsten Dialog der EZB mit Unternehmen aus diesem Sektor ablesen (siehe Kasten 5).

**Die Ausfuhren des Euroraums wurden durch die von der US-Regierung angehobenen Zölle, den starken Euro und eine schwache weltweite Nachfrage belastet. Im Dreimonatszeitraum bis August 2025 gingen sie um 3,1 % zurück.**

Die Chemieindustrie – und hier insbesondere die Exporte pharmazeutischer Erzeugnisse aus Irland in die Vereinigten Staaten – war infolge der erwarteten Zollerhebungen starken Schwankungen ausgesetzt. Die Ausfuhren nach China waren aufgrund der schwächeren Nachfrage und des Verlusts von Marktanteilen rückläufig. Die zukunftsgerichteten Indikatoren signalisieren einen weiterhin schwachen Auftragseingang im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes. Im Dreimonatszeitraum bis August erhöhten sich die Einfuhren um 1,2 %, wobei die zunehmenden Importe aus China den Wettbewerb für inländische Hersteller verschärften (siehe Kasten 1). Die Aufwertung des Euro hat die Kosten für Einfuhren verringert. Dies gilt insbesondere für Importe aus Asien mit nach wie vor überaus hoher preislicher Wettbewerbsfähigkeit und fortbestehenden Überkapazitäten im verarbeitenden Gewerbe. Der Anteil Chinas an den Einfuhren in den Euroraum steigt insbesondere bei Vorleistungsgütern weiter an. Zugleich verdeutlichen die von der chinesischen Regierung verhängten Ausfuhrbeschränkungen, wie anfällig die Lieferketten sind, denn China ist nach wie vor einer der wichtigsten Lieferanten der für die Branchen des Euroraums so wichtigen seltenen Erden.

**Über die kurze Frist hinaus dürfte sich die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum erholen, da die handelsbedingten nachteiligen Auswirkungen auf das Wachstum nachlassen sollten.**

Obwohl die nach wie vor hohe Unsicherheit in Bezug auf die Handelspolitik und die geopolitische Lage das Wachstum dämpfen könnte, dürfte sich die in den letzten Jahren entwickelte Widerstandsfähigkeit – insbesondere die solide Bilanzlage des privaten Sektors und der robuste Arbeitsmarkt – im weiteren Verlauf positiv auf die Konsumausgaben auswirken. Zudem sollte die Binnennachfrage von günstigeren Finanzierungsbedingungen profitieren, denn die niedrigeren Zinsen wirken auf die Wirtschaft durch. Die höheren Staatsausgaben für Infrastruktur und Verteidigung dürften der Binnennachfrage ebenfalls zugutekommen.

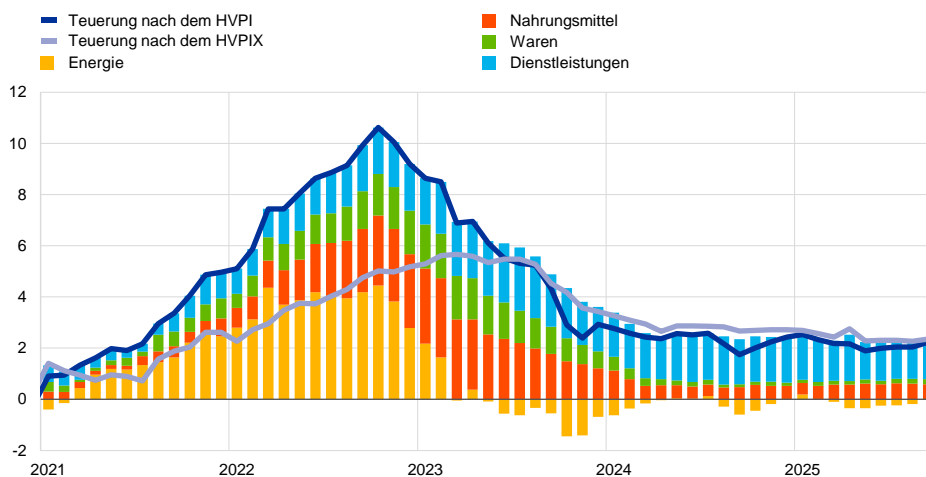
### 3 Preise und Kosten

Die jährliche Gesamtinflation für den Euroraum stieg im September 2025 auf 2,2 % nach 2,0 % im August.<sup>2</sup> Diese Zunahme war vor allem darauf zurückzuführen, dass die Energiepreise weniger stark sanken als zuvor. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation stehen weiterhin im Einklang mit dem mittelfristigen Zielwert des EZB-Rats von 2 %. Die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer war im zweiten Quartal 2025 mit 3,9 % gegenüber dem Vorquartal unverändert. Während sich die Unternehmensgewinne erholen, dürfte sich das Lohnwachstum im restlichen Jahresverlauf abschwächen und in Verbindung mit einem Produktivitätsanstieg zu einem weiteren Rückgang der Arbeitskosten beitragen. Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen nach wie vor bei rund 2 %, was die Stabilisierung der Inflation in der Nähe des Zielwerts begünstigt.

**Die am HVPI gemessene jährliche Gesamtinflation im Euroraum stieg von 2,0 % im August auf 2,2 % im September (siehe Abbildung 8).** Verantwortlich für diese Zunahme waren ein höherer Preisauftrieb bei Energie und ein geringer Anstieg der Teuerung bei den Dienstleistungen. Die Inflationsrate für den Euroraum belief sich im dritten Quartal 2025 auf 2,1 % und entsprach damit weitgehend den von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom September 2025.

**Abbildung 8**  
Gesamtinflation und Beiträge der Hauptkomponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: „Waren“ umfasst Industrieerzeugnisse ohne Energie. HVPIX steht für den HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2025.

**Die Änderungsrate der Energiepreise blieb im September negativ, erhöhte sich jedoch von -2,0 % im August auf -0,4 %.** Die Zunahme war in erster Linie die

<sup>2</sup> Stichtag für die in dieser Ausgabe des Wirtschaftsberichts enthaltenen Daten war der 29. Oktober 2025. Der am 31. Oktober veröffentlichten Schnellschätzung von Eurostat zufolge ist die HVPI-Inflation von 2,2 % im September 2025 auf 2,1 % im Oktober gesunken.

Folge eines positiven Basiseffekts bei Kraftstoffen für Verkehrsmittel. Dieser war darauf zurückzuführen, dass eine im September 2024 verzeichnete niedrige monatliche Wachstumsrate aus der Berechnung der jährlichen Änderungsrate herausfiel. Die nach wie vor negative jährliche Teuerungsrate der Energiekomponente für September 2025 beruhte auf den leicht negativen Raten aller wichtigen Teilkomponenten (Kraftstoffe für Verkehrsmittel, Strom und Gas). Zugleich blieb die am HVPI ohne Energie gemessene Inflation unverändert und lag den fünften Monat in Folge bei 2,5 %.

**Die Änderungsrate der Nahrungsmittelpreise ging von 3,2 % im August auf 3,0 % im September zurück.** Ausschlaggebend für diesen Rückgang war die geringere Teuerungsrate bei unverarbeiteten Nahrungsmitteln. Sie sank von 5,5 % im August auf 4,7 % im September, was hauptsächlich auf die niedrigeren Vorjahresraten der Gemüse- und Obstpreise zurückzuführen war. Im gleichen Zeitraum lag die Inflationsrate für verarbeitete Nahrungsmittel unverändert bei 2,6 %, wobei die Komponente Tabakwaren nach wie vor erheblich zur Jahresänderungsrate beitrug. Ohne diese Komponente betrug die jährliche Inflationsrate für verarbeitete Nahrungsmittel 2,2 % und war damit ebenfalls unverändert gegenüber August.

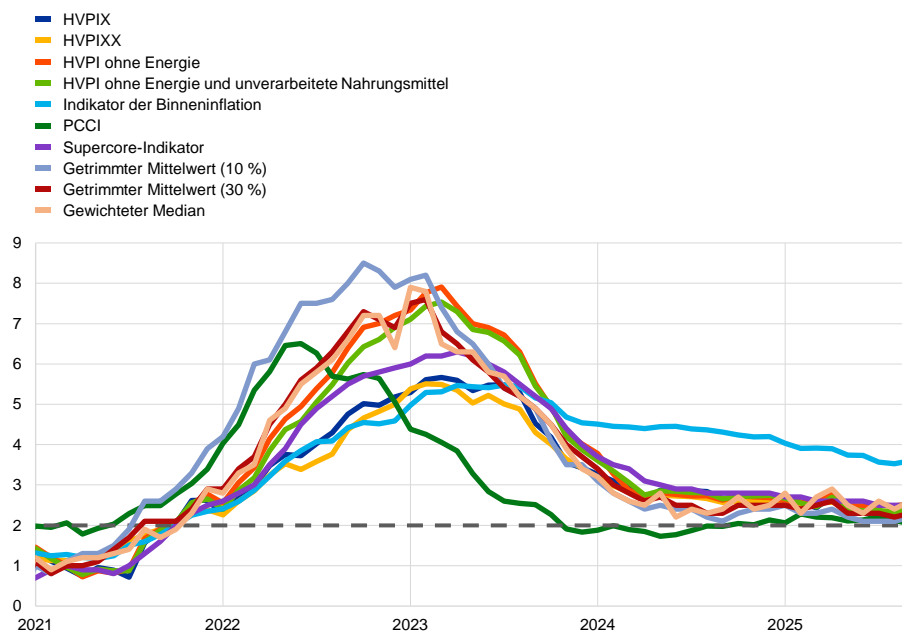
**Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) stieg leicht von 2,3 % im August auf 2,4 % im September.** Die Entwicklungen bei der HVPIX-Inflation spiegelten die leichte Zunahme der Dienstleistungsinflation von 3,1 % im August auf 3,2 % im September sowie die anhaltende Seitwärtsbewegung der Teuerung bei den Industrierzeugnissen ohne Energie wider, die bei moderaten 0,8 % lag. Hauptursachen für den Preisauftrieb bei Dienstleistungen waren höhere Jahreswachstumsraten der Teilkomponenten Kommunikation und Freizeit, insbesondere der Beherbergungsdienstleistungen, die den Rückgang der Teuerungsraten für Verkehrsdienstleistungen mehr als kompensierten. Hinter der stabilen Teuerung bei den Industrierzeugnissen ohne Energie verbargen sich höhere Jahresänderungsraten der Preise für Gebrauchsgüter mit mittlerer Lebensdauer und der Preise für Verbrauchsgüter, die durch eine Abnahme der Inflation bei langlebigen Gebrauchsgütern kompensiert wurden.

**Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation stehen nach wie vor im Einklang mit dem mittelfristigen Zielwert des EZB-Rats von 2 % (siehe Abbildung 9).** Die Indikatorwerte reichten im September von 2,0 % bis 2,6 %, wobei die meisten auf Ausschluss basierenden Messgrößen anstiegen. Ausnahmen bildeten lediglich der HVPI ohne Energie sowie der HVPIX ohne Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe (HVPIXX). Beide Indikatoren lagen unverändert bei 2,5 %. Der HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel und die getrimmten Mittelwerte erhöhten sich um 0,1 Prozentpunkte. Unter den modellbasierten Messgrößen sank die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) im September weiter auf 2,0 % gegenüber 2,1 % im August, während der Supercore-Indikator, der konjunkturereagible HVPI-Positionen enthält, den dritten Monat in Folge mit 2,5 % unverändert blieb. Die Binneninflation, die Positionen mit niedrigem Importgehalt umfasst, erhöhte sich geringfügig von 3,5 % im August auf 3,6 % im September und spiegelte damit die leichte Zunahme der Teuerung bei Dienstleistungen wider.

## Abbildung 9

### Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

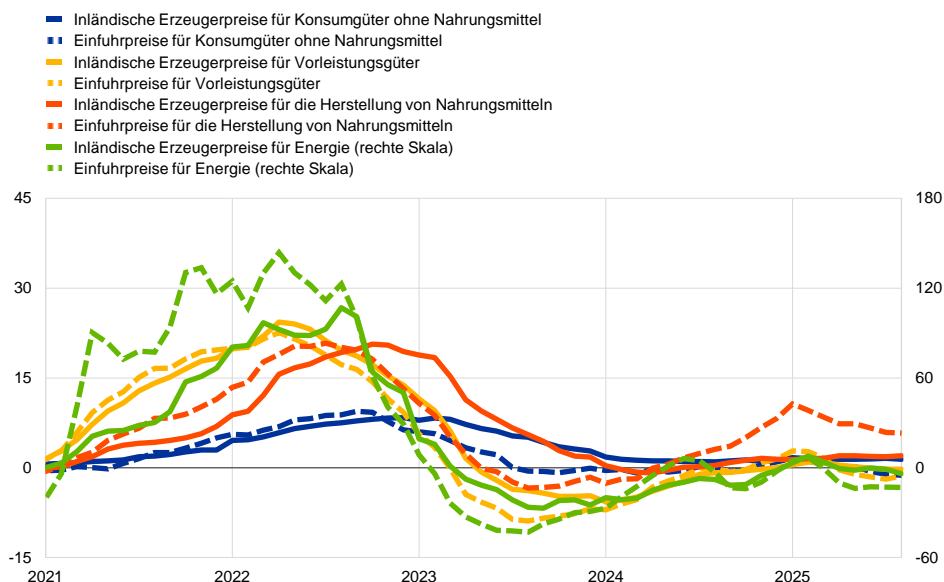
Anmerkung: HVPIX steht für den HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel. HVPIXX ist der HVPIX ohne Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe. PCCI steht für die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation. Die gestrichelte graue Linie stellt das mittelfristige Inflationsziel des EZB-Rats von 2 % dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2025.

**Die meisten Indikatoren, die einen Preisdruck bei Waren auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette anzeigen, gaben auch im August 2025 nach und deuteten damit auf eine weitere Abnahme des Inflationsdrucks hin (siehe Abbildung 10).** Auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette lag die Änderungsrate der Erzeugerpreise für im Inland verkaufte Vorleistungsgüter im August unverändert bei -0,3%. Auf den nachgelagerten Stufen verringerte sich die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel von 1,6 % im Juli auf 1,4 % im August. Im selben Zeitraum sank die Jahresänderungsrate der Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel weiter in den negativen Bereich, während sich die Steigerungsrate der Importpreise für Vorleistungsgüter nach oben bewegte, dabei aber negativ blieb. Die Zwölfmonatsrate der Erzeugerpreise für verarbeitete Nahrungsmittel stieg von 1,8 % im Juli auf 2,0 % im August. Dies deutete darauf hin, dass der Kostendruck bei Nahrungsmitteln persistenter war als bei Industrierzeugnissen. Die Steigerungsrate der Einfuhrpreise für verarbeitete Nahrungsmittel sank geringfügig von 5,9 % auf 5,8 %. Damit lag sie deutlich unter dem im Januar 2025 verzeichneten Höchststand von 10,6 %, worin sich der schwächere Preisaufruf auf dem Weltmarkt für Nahrungsmittelrohstoffe widerspiegelte. Insgesamt deuten die Daten auf eine persistenterere Inflationsdynamik im Nahrungsmittelsegment hin, während bei den Konsumgütern der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette weitgehend nachgelassen hat.

## Abbildung 10

### Indikatoren des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2025.

### Der am Anstieg des BIP-Deflators gemessene binnenwirtschaftliche Kostendruck erhöhte sich im zweiten Quartal 2025 leicht, nachdem er zwei Jahre lang kontinuierlich gesunken war (siehe Abbildung 11).

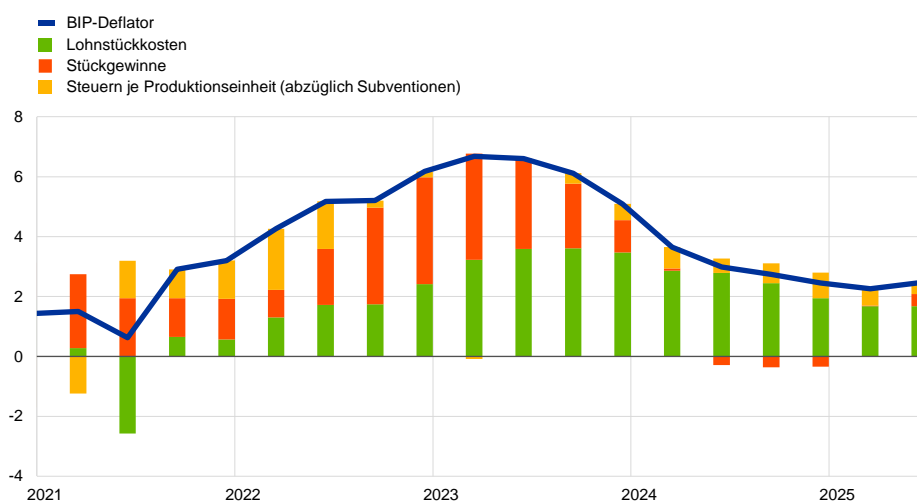
Die Jahreswachstumsrate des BIP-Deflators erhöhte sich von 2,3 % im ersten auf 2,5 % im zweiten Quartal 2025. Dies war auf einen höheren Beitrag der Stückgewinne zurückzuführen, der durch einen Rückgang des Beitrags der Steuern je Produktionseinheit (abzüglich Subventionen) nur teilweise ausgeglichen wurde. Der Zuwachs der Lohnstückkosten betrug im zweiten Quartal abermals 3,0 %. Dies spiegelt die stabilen Wachstumsraten sowohl des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer als auch der Arbeitsproduktivität wider, die bei 3,9 % bzw. 0,9 % lagen. Eine Gegenüberstellung der unveränderten Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und des stärkeren Anstiegs der Tarifverdienste von 2,5 % im ersten auf 4,0 % im zweiten Quartal impliziert, dass die Lohndriftkomponente im gleichen Zeitraum von 1,1 % auf -0,4 % abgenommen hat. Was die künftige Entwicklung betrifft, so dürfte der von steigenden Löhnen ausgehende Druck im zweiten Halbjahr 2025 nachlassen und sich in den ersten drei Quartalen 2026 stabilisieren. Darauf deutet der Wage Tracker der EZB hin, der die Daten der bis Anfang Oktober 2025 geschlossenen Tarifvereinbarungen berücksichtigt.<sup>3</sup> Die aktuellen umfragebasierten Indikatoren zum Lohnwachstum – z. B. aus der Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen (Corporate Telephone Survey – CTS) – bestätigen diese weitere Abschwächung. Laut der Telefonumfrage wird davon ausgegangen, dass das Lohnwachstum 2025 bei 3,3 % liegen und damit gegenüber der vorherigen Umfrage unverändert bleiben wird. Im Jahr 2026 wird es

<sup>3</sup> Siehe EZB, [Neue Datenveröffentlichung: Wage Tracker der EZB deutet auf geringeren und stabileren Lohndruck in den ersten drei Quartalen des Jahres 2026 hin](#), Pressemitteilung, 5. November 2025.

demnach weiter auf 2,6 % abnehmen, was verglichen mit der vorherigen Umfrage einem Rückgang um 0,2 Prozentpunkte entspricht.<sup>4</sup>

**Abbildung 11**  
Aufschlüsselung des BIP-Deflators

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

**Die längerfristigen Inflationserwartungen professioneller Prognostiker und geldpolitischer Analysten lagen bei rund 2 % und blieben damit stabil. Die kurzfristigen Inflationserwartungen der Verbraucher und ihre kurzfristige Inflationswahrnehmung bewegten sich im September weitgehend seitwärts.**

Der in der EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts – SMA) vom Oktober 2025 ermittelte Median der längerfristigen Inflationserwartungen und der entsprechende aus dem Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB für das vierte Quartal 2025 resultierende Mittelwert betragen weiterhin unverändert 2 % (siehe Abbildung 12, Grafik a). Mit Blick auf die kurzfristigen Inflationserwartungen der Konsumenten und ihre kurzfristige Inflationswahrnehmung ergab die Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (CES-Umfrage) vom September 2025, dass die in den vergangenen zwölf Monaten wahrgenommene Inflation im Median bei 3,1 % lag und damit seit Februar 2025 unverändert war. Zudem sank der Median der Inflationserwartungen für die kommenden zwölf Monate auf 2,7 %, nachdem er von 2,6 % im Juli auf 2,8 % im August gestiegen war. Der Median der Erwartungen für die Inflation in drei Jahren blieb indes mit 2,5 % unverändert (siehe Abbildung 12, Grafik b).

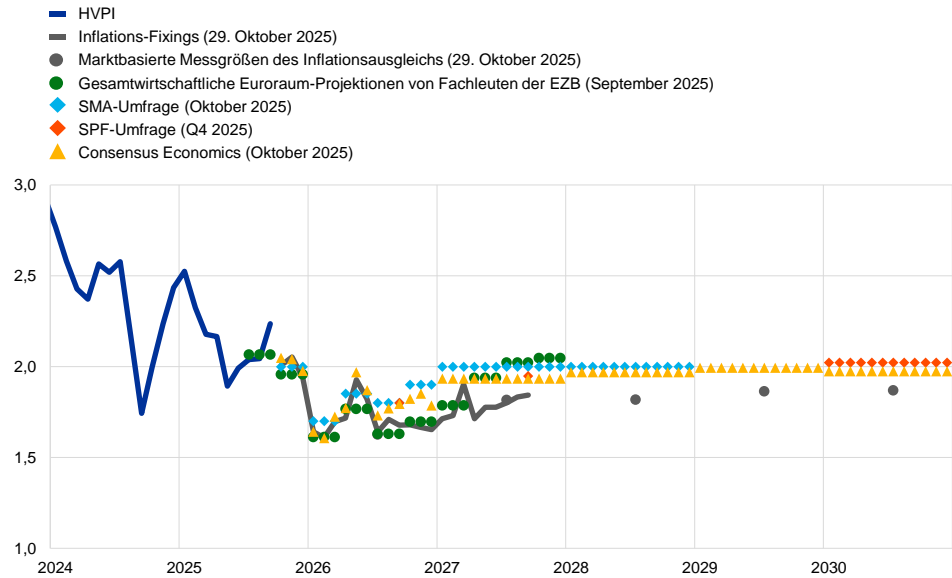
<sup>4</sup> Siehe Kasten 5 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

## Abbildung 12

### Gesamtinflation, Inflationsprojektionen und -erwartungen

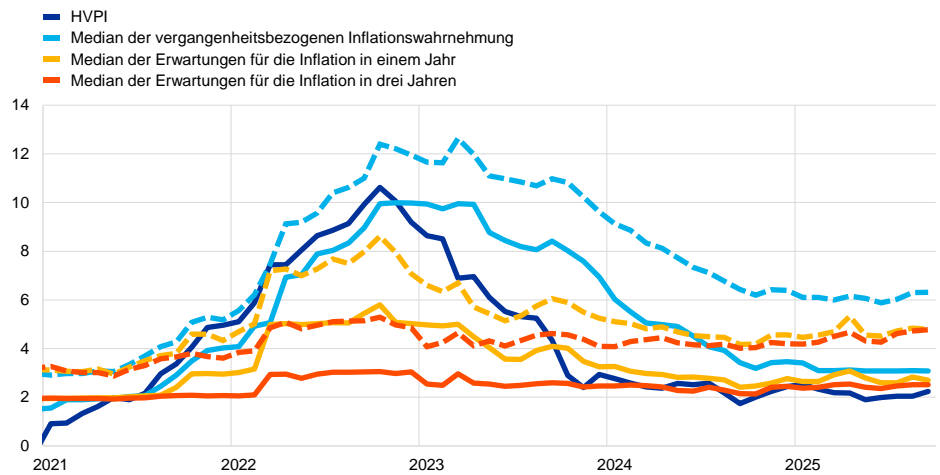
#### a) Gesamtinflation, marktbasierende Messgrößen des Inflationsausgleichs, Inflationsprojektionen und umfragebasierte Indikatoren der Inflationserwartungen

(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 der EZB vom September 2025](#) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In Grafik a basiert die Zeitreihe der marktbasierenden Messgrößen des Inflationsausgleichs auf dem einjährigen Terminalsatz in einem Jahr, dem einjährigen Terminalsatz in zwei Jahren, dem einjährigen Terminalsatz in drei Jahren und dem einjährigen Terminalsatz in vier Jahren. Die Angaben zu den marktbasierenden Indikatoren des Inflationsausgleichs beziehen sich auf den 29. Oktober 2025. Inflation-Fixings sind Swap-Kontrakte, die an bestimmte monatliche Veröffentlichungen der jährlichen HVPI-Inflationsrate ohne Tabakwaren im Euroraum gekoppelt sind. Die SPF-Umfrage für das vierte Quartal 2025 wurde vom 1. bis zum 7. Oktober 2025 durchgeführt. Die SMA-Umfrage für Oktober 2025 wurde vom 13. bis 15. Oktober durchgeführt. Stichtag für die langfristigen Prognosen von Consensus Economics war der 13. Oktober 2025. Die gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2025 wurden am 28. August 2025 fertiggestellt; Stichtag für die technischen Annahmen war der 15. August 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 September 2025.

**Im Berichtszeitraum vom 11. September bis 29. Oktober 2025 haben sich die marktbasierenden Messgrößen des Inflationsausgleichs kaum verändert (siehe**

**Abbildung 12, Grafik a).** Die kurz- und mittelfristigen marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs (auf Basis des HVPI ohne Tabakwaren), d. h. Inflations-Fixings und inflationsindexierte Swaps, bewegten sich über alle Laufzeiten hinweg weitgehend seitwärts und reagierten nicht signifikant auf neue Datenveröffentlichungen. Ende Oktober 2025 gingen die Marktteilnehmer davon aus, dass die Inflation in den kommenden Monaten bei rund 2 % verharren, um den Jahreswechsel sinken, anschließend wieder steigen und sich ab 2027 bei knapp 2 % einpendeln werde. Die längerfristigen marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs waren ebenfalls im Wesentlichen unverändert, wobei der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren nach wie vor bei rund 2,1 % lag. Die modellbasierten Schätzungen der tatsächlichen Inflationserwartungen ohne Inflationsrisikoprämien deuten darauf hin, dass die Marktteilnehmer auch weiterhin mit einer längerfristigen Inflationsrate von rund 2 % rechnen.

## 4 Finanzmarktentwicklungen

*Die Entwicklungen an den Finanzmärkten im Euroraum wurden im Berichtszeitraum (11. September bis 29. Oktober 2025) vor allem durch globale Faktoren bestimmt – darunter die erneuten Handelskonflikte, die geopolitische Unsicherheit und der erwartete Zinspfad in den Vereinigten Staaten. Nachdem der EZB-Rat am 11. September 2025 beschlossen hatte, die drei Leitzinssätze der EZB unverändert zu belassen, bewegte sich der €STR (Euro Short-Term Rate) innerhalb einer engen Bandbreite. Die Terminkurve blieb am kurzen Ende weitgehend stabil. Am längeren Ende der risikofreien Terminkurve veränderten sich auch die Zinssätze für Tagesgeldsatz-Swaps (OIS-Sätze) kaum. Die Abstände zwischen den Renditen langfristiger Staatsanleihen aus dem Eurogebiet und den risikofreien Zinssätzen verringerten sich im Berichtszeitraum weiter. Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum verkleinerten sich ebenfalls geringfügig. Die Aktiennotierungen legten in den meisten Sektoren auf breiter Front zu, da die Kurse durch die gestiegenen Gewinnerwartungen im Euroraum Auftrieb erhielten. An den Devisenmärkten notierte der Euro trotz einer leichten Abwertung, die gegenüber dem US-Dollar und in handelsgewichteter Rechnung verzeichnet wurde, weiterhin in der Nähe des im früheren Jahresverlauf erreichten erhöhten Niveaus.*

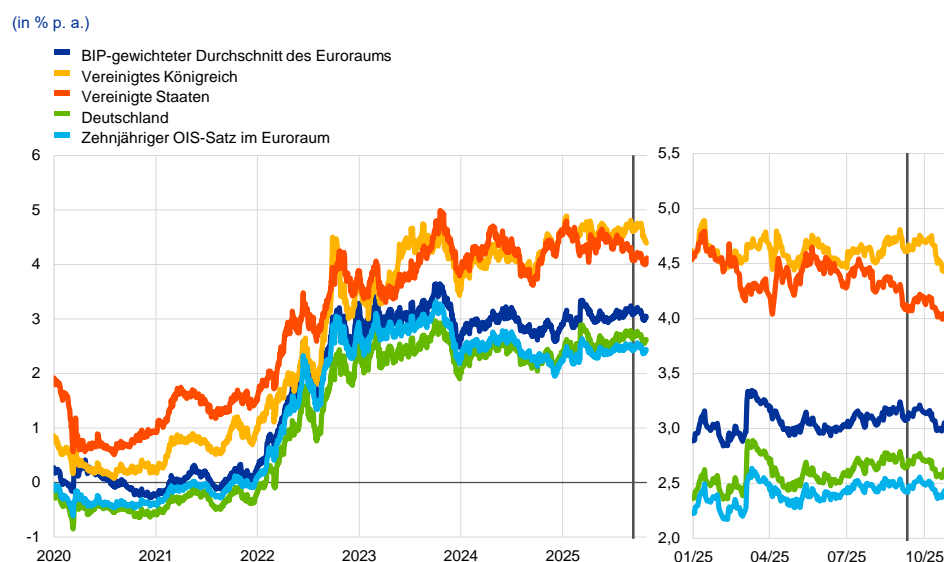
### **Die risikofreien Terminzinssätze im Euroraum blieben im Berichtszeitraum**

**stabil.** Der €STR notierte am Ende des Berichtszeitraums bei 1,93 %, nachdem der EZB-Rat auf seiner September-Sitzung beschlossen hatte, die drei Leitzinssätze unverändert zu belassen. Die Überschussliquidität sank um rund 117 Mrd. € auf 2 534 Mrd. €. Geschuldet war dies in erster Linie dem verringerten Bestand an für geldpolitische Zwecke gehaltenen Wertpapieren. Dieser nimmt ab, da das Eurosystem die Tilgungsbeträge fällig gewordener Wertpapiere im Rahmen seiner geldpolitischen Ankaufprogramme nicht mehr reinvestiert. Die kurzfristige risikofreie Terminzinskurve verschob sich am Tag der EZB-Ratssitzung im September etwas nach oben. Unter dem Strich hatte sie sich am Ende des Berichtszeitraums jedoch gegenüber dem Niveau vor der September-Sitzung kaum verändert. Die risikofreien Zinssätze stiegen zunächst an, als die Märkte die gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2025 und die Einschätzung des EZB-Rats zur Kenntnis nahmen, dass die Risiken für das Wirtschaftswachstum ausgewogener geworden seien. Als der Handelskonflikt zwischen den Vereinigten Staaten und China erneut aufflammte, fiel die risikofreie Terminkurve dann wieder ab. Über den gesamten Berichtszeitraum hinweg betrachtet waren die Schwankungen jedoch relativ moderat. Am Ende des Berichtszeitraums preisten die Märkte für den restlichen Jahresverlauf 2025 keine weiteren Zinssenkungen ein. Die OIS-Kurve veränderte sich im Berichtszeitraum kaum. Im zehnjährigen Bereich lag der Zinssatz weiterhin bei 2,4 %. Unterdessen stiegen die langfristigen realen risikofreien Zinssätze geringfügig an, was aber durch einen leichten Rückgang des Inflationsausgleichs aufgewogen wurde. Die längerfristigen marktbasieren Inflationserwartungen stehen weiterhin im Einklang mit dem Inflationsziel der EZB von 2 %.

### **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 sank im Berichtszeitraum um 6 Basispunkte auf 3,0 %. Der Abstand gegenüber dem zehnjährigen OIS-Satz verringerte sich um 7 Basispunkte. Diese leichte Abnahme zeigte sich auf breiter Front, war jedoch in den einzelnen Euro-Ländern etwas unterschiedlich ausgeprägt (5 bis 11 Basispunkte). Die Renditeunterschiede innerhalb des Euroraums sind weiterhin historisch gering. Zu der marginalen Verringerung der Renditeabstände kam es, da die Anleiherenditen im Euroraum auf globale Faktoren sensibler zu reagieren schienen als auf länderspezifische Faktoren in Europa. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen erhöhte sich im Berichtszeitraum um 5 Basispunkte auf 4,1 % und die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Vereinigten Königreich um 22 Basispunkte auf 4,4 %.

**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 11. September 2025. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 29. Oktober 2025

**Die Aktienmärkte im Euroraum standen im Berichtszeitraum aufgrund verbesserter Gewinnerwartungen im Plus.** Die marktbreiten Aktienindizes stiegen im Berichtszeitraum um 4,9 %. Im Einzelnen verzeichneten finanzielle Kapitalgesellschaften Kursanstiege von 0,1 % und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften Kursanstiege von 5,9 %. Sowohl die zyklischen als auch die defensiven Sektoren schnitten gut ab. Dies spiegelte eine breit angelegte Nachfrage nach Aktien wider, die zum Teil auf höhere Gewinnerwartungen im Euroraum zurückzuführen war. Der Technologiesektor stellte einen Ausreißer nach oben dar und schnitt besser ab als der marktweite Index. Insgesamt entwickelten sich die Werte von Euroraum-Unternehmen mit großer und solcher mit geringerer Abhängigkeit vom internationalen Handel im Berichtszeitraum ähnlich. Allerdings konnten Erstere ihre seit Jahresbeginn verzeichneten Verluste bisher noch nicht wettmachen. In den USA standen unter dem Strich Kursgewinne von 4,0 % zu Buche. Der nichtfinanzielle Sektor verzeichnete ein Plus von 5,3 %, das jedoch

durch ein Minus von 3,9 % im finanziellen Sektor teilweise aufgezehrt wurde. Letzterer dürfte im Berichtszeitraum dadurch belastet worden sein, dass die Märkte zunehmend eine Zinssenkung in den USA erwarteten. Darüber hinaus zeigten sich US-amerikanische Aktien volatiliter als ihre Pendanten im Euroraum, da die Handelskonflikte, der Shutdown in den USA sowie Bedenken in Bezug auf bestimmte regionale US-Banken zu kurzfristigen Unsicherheitsschüben führten.

**Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen im Euroraum nahmen sowohl im Investment-Grade-Segment als auch im Hochzinssegment geringfügig ab.**

Damit setzte sich die in den letzten Monaten beobachtete deutliche Verkleinerung der Renditeabstände in beiden Segmenten fort. Im Investment-Grade-Bereich verringerten sich die Renditeabstände bei finanziellen Kapitalgesellschaften um 3 Basispunkte und bei nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften um 6 Basispunkte. Im Hochzinsbereich nahmen die Renditeabstände in gewichteter Rechnung um 7 Basispunkte ab, bei Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften waren es hier 10 Basispunkte. Hochverzinsliche Anleihen von Finanzunternehmen schnitten dagegen schlechter ab, sodass sich der Renditeabstand hier um 21 Basispunkte ausweitete.

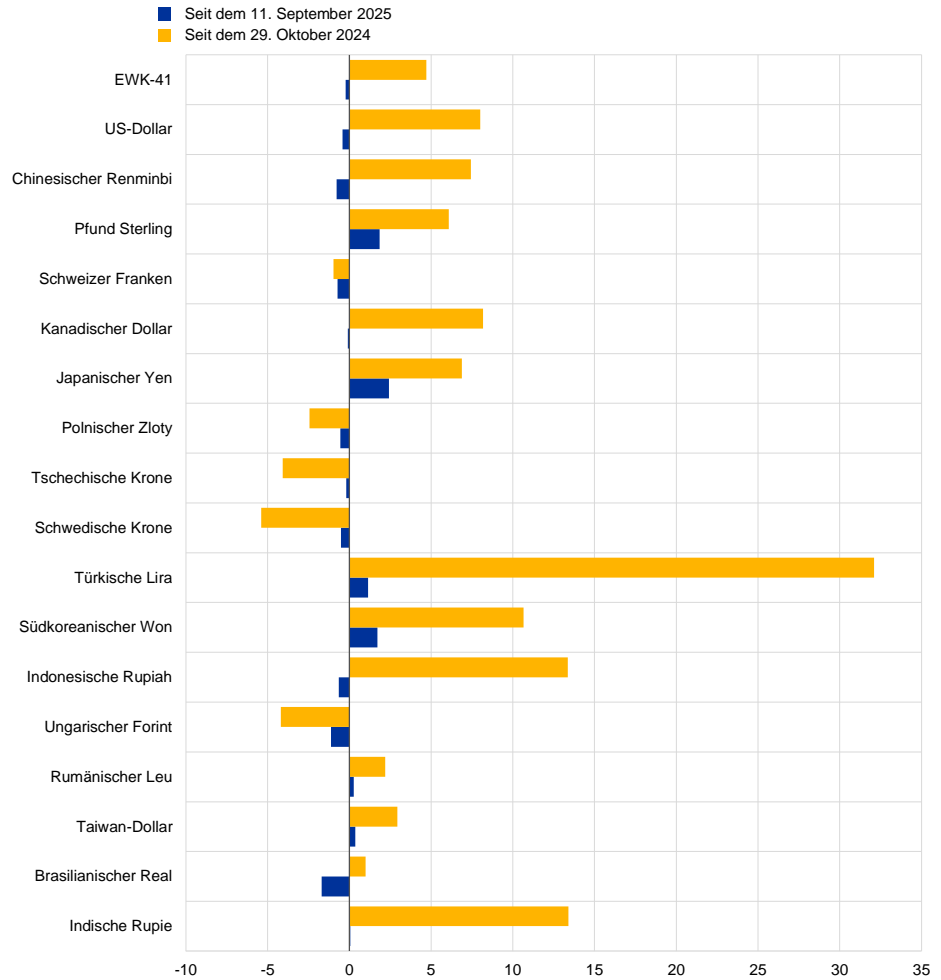
**An den Devisenmärkten notierte der Euro trotz einer geringfügigen Abwertung, die gegenüber dem US-Dollar und in handlungsgewichteter Rechnung verzeichnet wurde, weiterhin in der Nähe des im früheren Jahresverlauf erreichten erhöhten Niveaus (siehe Abbildung 14).**

Im Betrachtungszeitraum ging der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 41 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, um 0,2 % zurück. Gegenüber dem US-Dollar wertete der Euro um 0,4 % ab, was vor allem mit veränderten Erwartungen bezüglich der Geldpolitik in den USA und mit anhaltenden Handelsunsicherheiten zusammenhing. Dennoch notierte die Gemeinschaftswährung gegenüber dem US-Dollar in einer engen Spanne von 1,155 bis 1,184 und lag damit in der Nähe des historischen Durchschnitts von 1,18. Der leichte Rückgang des nominalen effektiven Wechselkurses des Euro war auf relativ kleine Veränderungen bei den Währungen von Industrie- und Schwellenländern zurückzuführen, die sich gegenseitig aufwogen.

## 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 29. Oktober 2025.

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

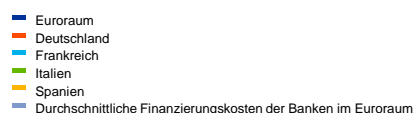
*Die vergangenen Leitzinssenkungen der EZB machten sich im August weiter bemerkbar und schlugen sich in niedrigeren Finanzierungskosten der Banken und einer günstigeren Kreditaufnahme der Unternehmen nieder. Die durchschnittlichen Zinssätze für neue Unternehmenskredite sanken leicht auf 3,5 %. Dagegen veränderten sich die entsprechenden Zinssätze für neue Hypothekarkredite kaum und lagen bei 3,3 %. Im September erholte sich das Wachstum der Kredite an private Haushalte sukzessive weiter, während das Wachstum der Unternehmenskredite und der Emission von Unternehmensanleihen weitgehend stabil war. Die marktbasierende Fremdfinanzierung der Unternehmen verbilligte sich im Berichtszeitraum (11. September bis 29. Oktober 2025) etwas. Die Kosten der Finanzierung über Eigenkapital blieben indes im Großen und Ganzen unverändert. Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Oktober 2025 wurden die Richtlinien für Unternehmenskredite im dritten Quartal 2025 leicht verschärft. Grund dafür war, dass den Banken die Risiken, denen ihre Kunden ausgesetzt sind, zunehmend Sorge bereiteten. Unterdessen nahm die Nachfrage nach neuen Unternehmenskrediten etwas zu. Die Richtlinien für Wohnungsbaukredite änderten sich nicht, während sie sich bei den Konsumentenkrediten etwas verschärften. Die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten stieg abermals deutlich an. In der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) für das dritte Quartal 2025, die vom 27. August bis zum 3. Oktober 2025 durchgeführt wurde, meldeten unter dem Strich wenige Unternehmen, dass sich die Zinssätze der Banken erhöht und die sonstigen Kreditbedingungen weiter verschärft hätten. Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 verringerte sich im September auf 2,8 %.*

**Die Finanzierungskosten der Banken sanken im August 2025 aufgrund der vergangenen Leitzinssenkungen der EZB langsam weiter.** Der Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum, der die marginalen Finanzierungskosten der Banken bemisst, ging im August etwas zurück (siehe Abbildung 15, Grafik a). Darin spiegelte sich das kontinuierliche Durchwirken der vergangenen Leitzinssenkungen auf die Einlagenzinsen und die Zinssätze für Interbankenkredite wider. Die Renditen von Bankanleihen bewegten sich weiterhin auf einem Niveau knapp unter 3 % (siehe Abbildung 15, Grafik b). Dies stand im Einklang mit den niedrigeren langfristigen risikofreien Zinssätzen. Der leichte Rückgang der Finanzierungskosten der Banken war in erster Linie einem niedrigeren gewichteten Einlagenzins geschuldet. Dieser verringerte sich im August auf unter 0,9 %, womit er 57 Basispunkte unter seinem Höchststand vom Mai 2024 lag. Die Zinssätze für täglich fällige Einlagen und Termineinlagen von Unternehmen und privaten Haushalten sowie die Interbankzinssätze waren weitgehend stabil, während die Zinsen für Spareinlagen deutlich zurückgingen. Die Lücke zwischen der Verzinsung von Termineinlagen und täglich fälligen Einlagen blieb im August mehr oder minder unverändert, und zwar sowohl für Unternehmen als auch für private Haushalte. Zuvor hatte sie sich gegenüber ihrem im Oktober 2023 erreichten Höchststand allmählich verkleinert.

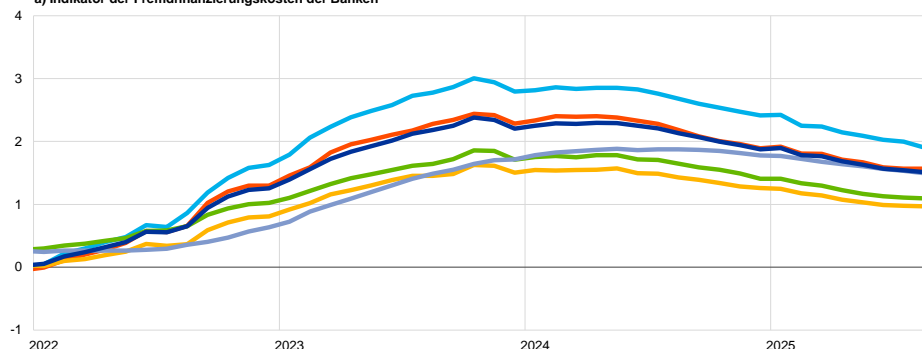
## Abbildung 15

### Indikator der Finanzierungskosten der Banken in ausgewählten Ländern des Euroraums

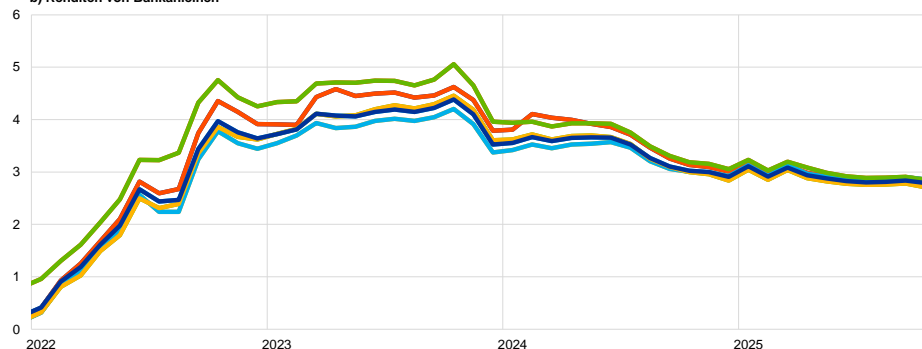
(in % p. a.)



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 Kündigungsfrist, Termineinlagen und Anleihen sowie der Kreditaufnahme 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 werden die monatlichen Durchschnittsrenditen vorrangiger Anleihen zugrunde gelegt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2025 (Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken in Grafik a) bzw. auf den 29. Oktober 2025 (Renditen von Bankanleihen in Grafik b).

### Die Zinssätze für Bankkredite an Unternehmen sanken weiter, während die Zinsen für Hypothekarkredite an private Haushalte marginal anstiegen.

Die Kosten für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften verringerten sich im August geringfügig und beliefen sich auf knapp 3,5 % (siehe Abbildung 16, Grafik a), wobei zwischen den größeren Ländern des Euroraums geringfügige Abweichungen festzustellen waren. Die Kreditkosten lagen damit rund 1,8 Prozentpunkte unter ihrem Höchststand vom Oktober 2023. Dieser Rückgang war den kurzfristigen Zinsen geschuldet. Die Zinssätze für mittelfristige Kredite mit Laufzeiten von einem Jahr bis fünf Jahren erhöhten sich indessen. Der Abstand zwischen den Zinssätzen für kleine und große Unternehmenskredite weitete sich im August leicht aus und zeigte sich dabei kurzfristig volatil. Die Kosten für Wohnungsbaukredite an private Haushalte änderten sich in diesem Monat kaum und betragen 3,3 % (siehe Abbildung 16, Grafik b), wobei es auch hier leichte Unterschiede zwischen den

größeren Ländern des Euroraums gab. Die Kosten lagen damit rund 70 Basispunkte unter ihrem Höchststand vom November 2023. In die Höhe getrieben wurden die Hypothekenzinsen vor allem durch die längerfristigen Zinssätze. Die Lücke zwischen den Kreditzinsen für Privathaushalte und Unternehmen, die im März 2024 mit 140 Basispunkten einen Höchststand erreicht hatte, verkleinerte sich weiter. Die Größe dieser Lücke spiegelt vor allem die Tatsache wider, dass Kredite an private Haushalte in vielen Ländern üblicherweise längere Zinsbindungsfristen haben, sodass sie weniger stark auf Schwankungen der Geldmarktsätze reagieren.

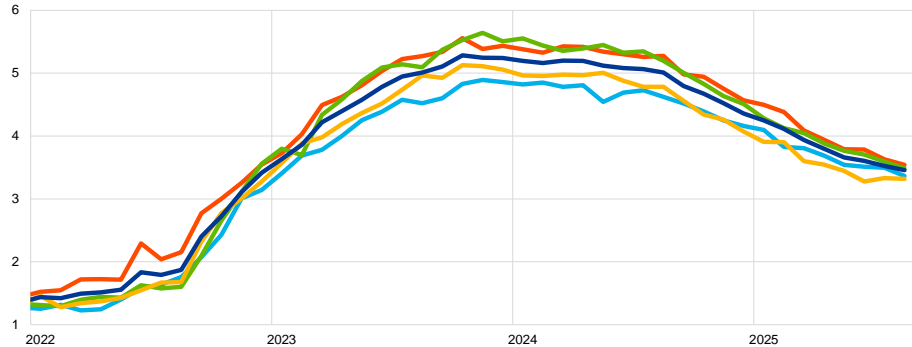
### Abbildung 16

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

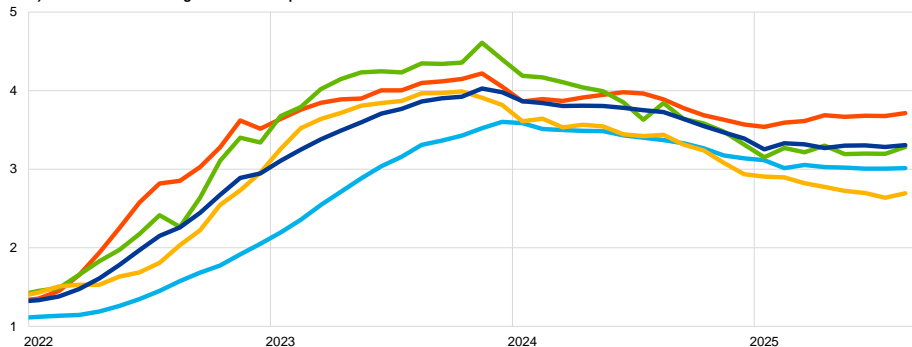
(in % p. a.)

- Euroraum
- Deutschland
- Frankreich
- Italien
- Spanien

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 August 2025.

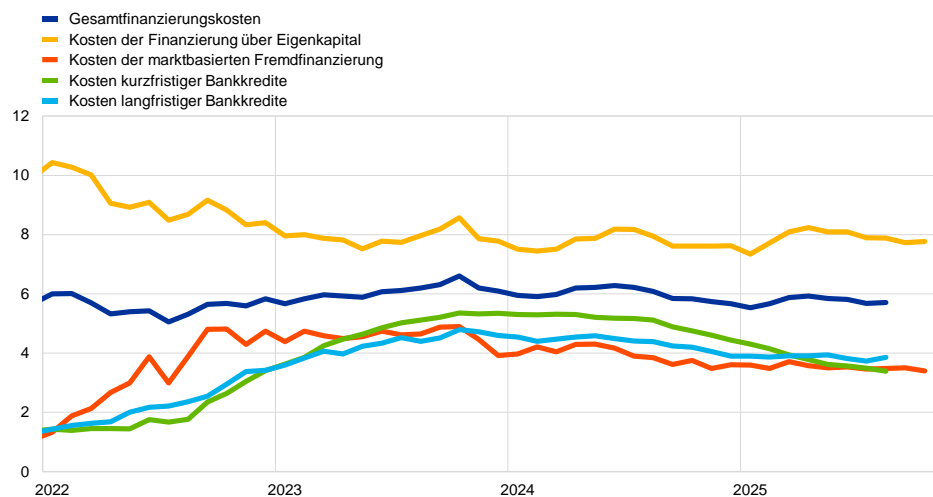
**Im Berichtszeitraum vom 11. September bis zum 29. Oktober 2025 verbilligte sich die marktbasierende Fremdfinanzierung der Unternehmen etwas. Die Kosten der Finanzierung über Eigenkapital änderten sich unterdessen kaum.** Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (d. h. die Kosten der Bankkreditaufnahme, der marktbasierenden Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital) lagen im August wie bereits im Vormonat bei 5,7 %

(siehe Abbildung 17).<sup>5</sup> Dabei wurden rückläufige Kosten für kürzerfristige Kredite durch eine Verteuerung langfristiger Bankkredite ausgeglichen. Aus den Tageswerten geht hervor, dass sich die marktbasierende Fremdfinanzierung im Berichtszeitraum etwas vergünstigte, während die Kosten der Finanzierung über Eigenkapital weitgehend gleich blieben. Der leichte Rückgang der Kosten der marktbasierenden Fremdfinanzierung war darauf zurückzuführen, dass sich die Renditeabstände von Unternehmensanleihen sowohl im Investment-Grade-Segment als auch im Hochzinssegment verkleinerten. Unterdessen änderten sich die Kosten für die Finanzierung über Eigenkapital kaum. Dies war darauf zurückzuführen, dass die Aktienrisikoprämie etwas zurückging und zugleich der langfristige risikofreie Zinssatz (näherungsweise anhand des zehnjährigen OIS-Zinssatzes bestimmt) geringfügig anstieg.

### Abbildung 17

#### Nominale Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum nach Komponenten

(in % p. a.)



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

Anmerkung: Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften beruhen auf Monatswerten und werden berechnet als gewichteter Durchschnitt der Kosten lang- und kurzfristiger Bankkredite (Monatsdurchschnittswerte), der marktbasierenden Fremdfinanzierung (Monatsendwerte) und der Finanzierung über Eigenkapital (Monatsendwerte), bezogen auf die jeweiligen Bestandsgrößen. Bei den Kosten der marktbasierenden Fremdfinanzierung und den Kosten der Finanzierung über Eigenkapital beziehen sich die jüngsten Angaben auf den 29. Oktober 2025 (Tageswerte) und bei den Gesamtfinanzierungskosten und den Kosten von Bankkrediten auf August 2025 (Monatswerte).

### Die Dynamik der Unternehmenskredite und der Emission von Unternehmensanleihen schwächte sich im September etwas ab.

### Währenddessen erholte sich das Wachstum der Kredite an private Haushalte sukzessive weiter.

Die Jahreswachstumsrate der Bankkredite an Unternehmen verringerte sich im September 2025 leicht auf 2,9 % nach 3,0 % im August. Sie hatte sich seit Jahresbeginn schrittweise erhöht, liegt aber immer noch unter ihrem historischen Durchschnitt von 4,3 % (siehe Abbildung 18, Grafik a). Das jährliche Wachstum der Fremdfinanzierung der Unternehmen verlangsamte sich von 3,2 % im August auf 3,0 % im September. Die Kreditvergabe an private Haushalte erholte sich

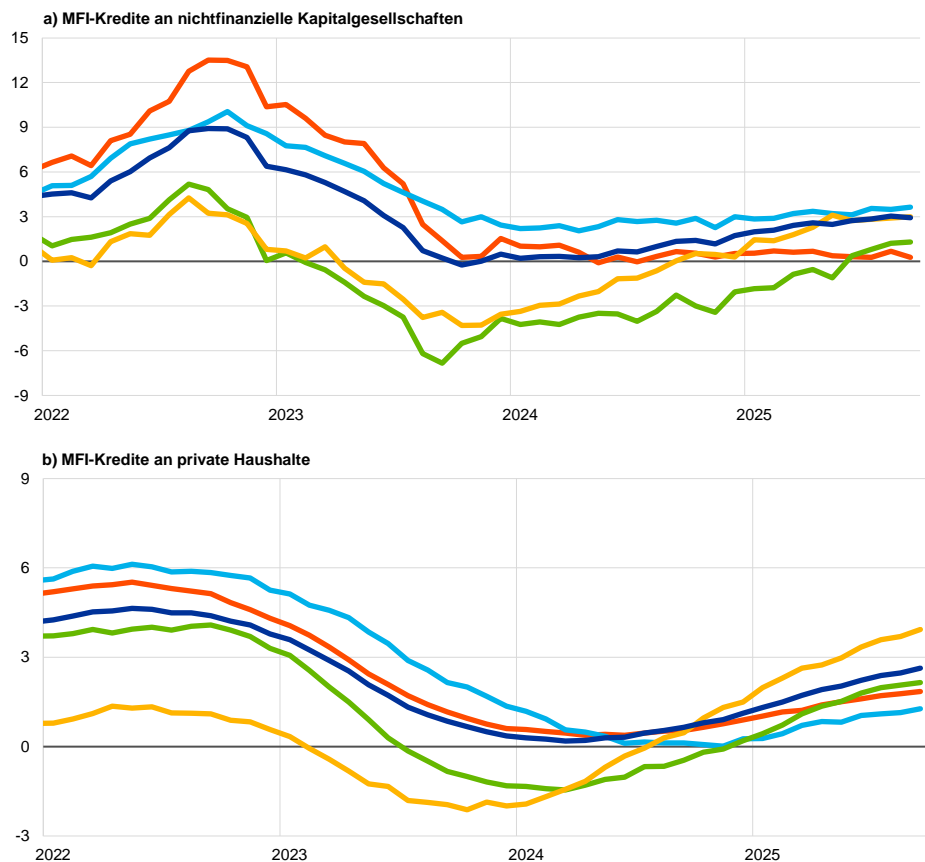
<sup>5</sup> Aufgrund der zeitverzögerten Verfügbarkeit von Daten zu den Kosten der Bankkreditaufnahme liegen Angaben zu den Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nur bis August 2025 vor.

sukzessive weiter. Die entsprechende Jahreswachstumsrate stieg von 2,5 % im August auf 2,6 % im September (siehe Abbildung 18, Grafik b). Sie liegt damit aber nach wie vor erheblich unter ihrem historischen Durchschnitt von 4,1 %. Wichtigste Triebfeder für diesen Aufwärtstrend waren nach wie vor die Wohnungsbaukredite. Aber auch das Wachstum der Konsumentenkredite nahm weiter zu. Die Vergabe sonstiger Kredite an private Haushalte – darunter auch die an Einzelunternehmen – kehrte wieder in den positiven Bereich zurück, entwickelte sich jedoch weiterhin verhalten. Laut der jüngsten [Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen](#) war der Zugang der privaten Haushalte zu Krediten ihrer Wahrnehmung nach im September weitgehend unverändert. Sie rechneten allerdings damit, dass er in den kommenden zwölf Monaten schwieriger werden wird. Im Zeitverlauf betrachtet zeigt die Umfrage, dass sich der Zugang zu Krediten nach Auffassung der Haushalte schwieriger gestaltete, als die Zinsen im jüngsten Straffungszyklus stiegen, und einfacher, als die Zinsen sanken, wobei Haushalte mit höherem Einkommen die stärkste Verbesserung meldeten (siehe Kasten 7).

**Abbildung 18**  
MFI-Kredite in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

- Euroraum
- Deutschland
- Frankreich
- Italien
- Spanien

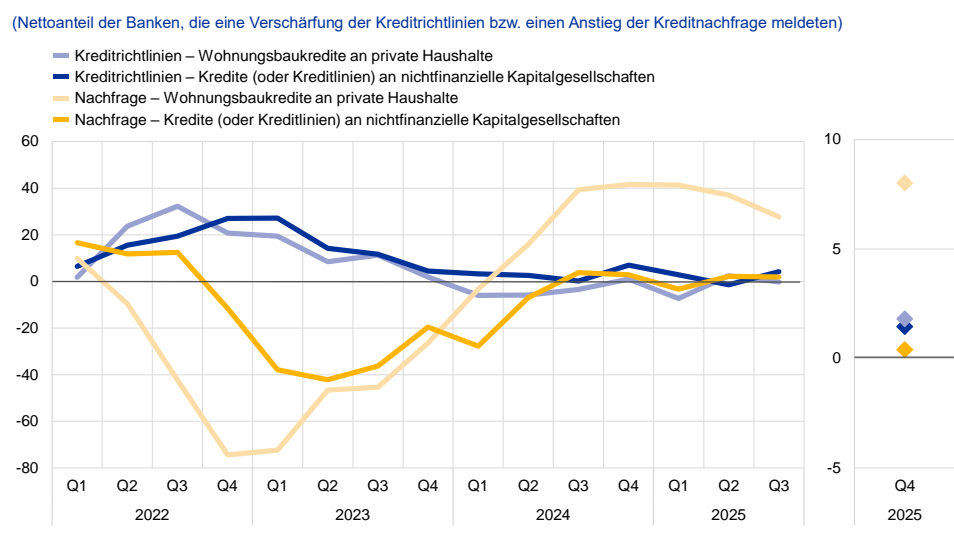


Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

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

Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Oktober 2025 wurden die Richtlinien der Banken für die Vergabe von Unternehmenskrediten (einschließlich Kreditlinien) im dritten Quartal entgegen den Erwartungen per saldo etwas weiter verschärft. Die Richtlinien für Wohnungsbaukredite blieben indes unverändert (siehe Abbildung 19). Obwohl die Banken in der vorangegangenen Umfragerunde mit keiner Änderung gerechnet hatten, wurden die Richtlinien für Kredite oder Kreditlinien an Unternehmen im Euroraum im dritten Quartal 2025 etwas restriktiver gestaltet. Dabei hatten die wahrgenommenen Risiken im Zusammenhang mit den Konjunkturaussichten erneut einen verschärfenden Einfluss. Die Banken gaben zudem an, aufgrund der derzeit hohen geopolitischen Unsicherheit und der bestehenden Handelsrisiken bei der Vergabe neuer Unternehmenskredite zwischen den verschiedenen Sektoren und Unternehmen zu differenzieren. Was die Kredite an private Haushalte betrifft, so blieben die Richtlinien für Wohnungsbaukredite unverändert, während bei den Konsumentenkrediten eine leichte Verschärfung festzustellen war. Bei den Wohnungsbaukrediten hatte der Wettbewerb einen lockernden Effekt auf die Vergaberichtlinien. Dagegen war die restriktivere Handhabung bei den Konsumentenkrediten vor allem auf eine veränderte Risikoeinschätzung seitens der Banken zurückzuführen. Den befragten Banken zufolge erhöhte sich der Anteil der abgelehnten Kreditanträge in allen Kreditkategorien per saldo weiter, wobei der Anstieg bei den Konsumentenkrediten stärker ausfiel. Für das vierte Quartal 2025 rechnen die Banken im Euroraum mit weitgehend gleichbleibenden Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten, etwas strengeren Vergaberichtlinien für Wohnungsbaukredite und einer weiteren Verschärfung bei den Konsumentenkrediten.

**Abbildung 19**  
Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Wohnungsbaukredite an private Haushalte – Veränderung der Kreditrichtlinien und der Nettonachfrage



Quelle: EZB (Umfrage zum Kreditgeschäft).  
Anmerkung: Bei den Fragen zu den Kreditrichtlinien ist der Nettoanteil definiert als die Differenz zwischen der Summe der jeweiligen Prozentsätze der Banken, die mit „deutlich verschärft“ oder „leicht verschärft“ antworteten, und der Summe der Prozentsätze der Banken, die „etwas gelockert“ oder „deutlich gelockert“ angaben. Bei den Fragen zur Kreditnachfrage ist der Nettoanteil definiert als die Differenz zwischen der Summe der jeweiligen Prozentsätze der Banken, die mit „deutlich gestiegen“ oder „leicht gestiegen“ antworteten, und der Summe der Prozentsätze der Banken, die „leicht gesunken“ oder „deutlich gesunken“ angaben. Die Rauten stellen die Erwartungen der Banken in der aktuellen Erhebung dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2025.

**In der Umfrage meldeten die Banken für das dritte Quartal 2025 unter dem Strich eine etwas höhere Nachfrage nach Unternehmenskrediten (inklusive Kreditlinien) und eine abermals deutlich gestiegene Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten.** Die Kreditnachfrage der Unternehmen blieb im dritten Quartal 2025 trotz sinkender Kreditzinsen und eines gestiegenen Finanzierungsbedarfs für Umfinanzierungen und Umschuldungen insgesamt schwach. Einige Banken gaben an, dass sich die globale Unsicherheit und die damit verbundenen Handelskonflikte dämpfend auf die Kreditnachfrage auswirkten. Die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten stieg dagegen erneut kräftig an. Dies war vor allem auf den Zinsrückgang und die verbesserten Aussichten am Wohnimmobilienmarkt zurückzuführen. Die sinkenden Zinsen – sowie eine Reihe anderer Faktoren – verliehen auch der Nachfrage nach Konsumentenkrediten Auftrieb; dieser Effekt wurde jedoch durch ein geringeres Verbrauchervertrauen ausgeglichen. Die Nachfrage nach Konsumentenkrediten legte per saldo weniger stark zu als im Vorquartal. Sie entwickelte sich aber so wie von den Banken erwartet. Für das vierte Quartal 2025 rechnen die Banken damit, dass die Nachfrage nach Unternehmenskrediten unverändert bleibt und die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten leicht zunimmt.

**Laut den Antworten auf die Zusatzfragen der Umfrage blieb der Zugang der Banken zur Retail-Refinanzierung im Großen und Ganzen gleich, während sich der Zugang zur Wholesale-Refinanzierung etwas verbesserte. Unterdessen wirkten sich die wahrgenommenen Risiken für die Kreditqualität weiterhin verschärfend auf die Kreditrichtlinien aus.** Im dritten Quartal 2025 veränderte sich der Zugang der Banken zur Retail-Refinanzierung kaum. Demgegenüber wurde die Refinanzierung über die Geldmärkte und über Verbriefungen etwas leichter, während sich der Zugang zur Refinanzierung über die Ausgabe von Schuldverschreibungen deutlicher verbesserte. Für die kommenden drei Monate rechnen die Banken mit einem etwas einfacheren Zugang zur Retail-Refinanzierung, einem etwas schwereren Zugang zum Geldmarkt und einem weitgehend unveränderten Zugang zur Refinanzierung über Schuldverschreibungen und Verbriefungen. Der Abbau des geldpolitischen Wertpapierportfolios der EZB wirkte sich laut der Umfrage in den vergangenen sechs Monaten im Wesentlichen neutral auf die Finanzierungsbedingungen der Banken an den Märkten aus. Gleichzeitig hatte er zur Folge, dass die von Banken gehaltenen Bestände an Staatsanleihen des Euroraums weiter anstiegen. Der Einfluss des Portfolioabbaus auf die Kreditvergabebedingungen blieb gering, da die Anpassungen maßvoll und auf vorhersehbare Weise erfolgen. Die Banken rechnen damit, dass sich diese Entwicklungen in den kommenden sechs Monaten fortsetzen werden. Den befragten Banken zufolge wirkten sich die Leitzinsentscheidungen der EZB in den vergangenen sechs Monaten per saldo weiter negativ auf ihre Zinsmargen aus, während sich der Effekt auf das Kreditvolumen ins Positive kehrte. Für die kommenden sechs Monate erwarten die Banken ähnliche, wenn auch schwächere Auswirkungen. Der Umfrage zufolge wirkten sich die Quote notleidender Kredite (NPL-Quote) und andere Indikatoren der Kreditqualität im dritten Quartal 2025 unter dem Strich leicht verschärfend auf die Richtlinien der Banken für Unternehmenskredite aus. Auf die Richtlinien für die Vergabe von Wohnungsbau- und Konsumentenkrediten hatten sie indessen keinen Effekt. Im vierten

Quartal 2025 dürfte die Kreditqualität nach Einschätzung der Banken einen stärkeren verschärfenden Effekt auf ihre Kreditvergabebedingungen für Konsumentenkredite und Unternehmenskredite haben.

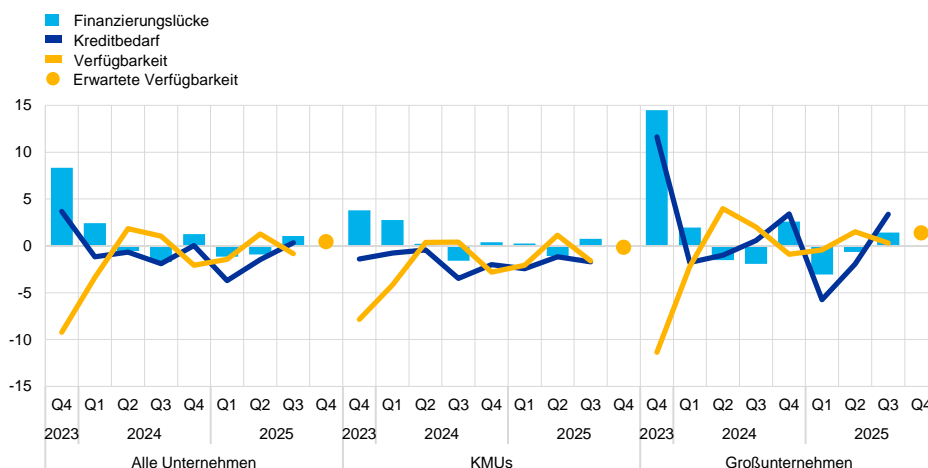
**In der jüngsten Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (Survey on the Access to Finance of Enterprises – SAFE) meldeten unter dem Strich wenige Unternehmen einen Anstieg der Bankzinsen, und ein größerer Anteil stellte fest, dass die sonstigen Kreditbedingungen weiter verschärft wurden.** Im dritten Quartal 2025 gaben 2 % (Nettoanteil) der Unternehmen an, dass die Bankzinsen gestiegen seien. Im Vorquartal hatten unter dem Strich 14 % von einem Rückgang berichtet. Großunternehmen meldeten weiterhin rückläufige Zinssätze (Nettoanteil von -3 % nach -31 % in der vorangegangenen Runde), wohingegen die kleinen und mittleren Unternehmen (KMUs) unter dem Strich von steigenden Zinsen berichteten (Nettoanteil von 5 %). Zugleich gaben 23 % (Nettoanteil) der Unternehmen an, dass die sonstigen Finanzierungskosten wie Entgelte, Gebühren und Provisionen gestiegen seien, verglichen mit 16 % im zweiten Quartal 2025. Eine Verschärfung der Sicherheitserfordernisse wurde per saldo von 16 % der Unternehmen gemeldet (nach 11 % im Quartal zuvor).

**Die befragten Unternehmen gaben an, dass sowohl ihr Bedarf an Bankkrediten als auch die Verfügbarkeit solcher Kredite weitgehend unverändert geblieben seien. Für die nächsten drei Monate erwarteten sie eine weitgehend gleichbleibende Verfügbarkeit (siehe Abbildung 20).** Insgesamt gab ein Nettoanteil von 1 % der Unternehmen an, dass sich die Verfügbarkeit von Bankkrediten verschlechtert habe, nachdem im Vorquartal 1 % von einer Verbesserung berichtet hatte. Dabei meldeten die KMUs im Schnitt eine etwas schlechtere Verfügbarkeit von Bankkrediten (Nettoanteil von -2 %), nachdem im Vorquartal noch 1 % von einer Verbesserung berichtet hatte. Die Großunternehmen stellten hingegen insgesamt keine Veränderung fest (Nettoanteil von 0 %). Diese Beobachtungen decken sich mit den Angaben der Banken in der Umfrage zum Kreditgeschäft, wonach die Kreditrichtlinien für Unternehmenskredite (inklusive Kreditlinien) im dritten Quartal 2025 unter dem Strich leicht verschärft wurden. Der auf SAFE-Daten basierende Indikator der Finanzierungslücke bei Bankkrediten, der die Differenz zwischen der Veränderung des Bedarfs an Bankkrediten und deren Verfügbarkeit anzeigt, änderte sich kaum: Ein Nettoanteil von 1 % der Unternehmen meldete eine Vergrößerung der Finanzierungslücke, verglichen mit -1 % im Vorquartal. Mit Blick auf die Zukunft gehen die Unternehmen davon aus, dass die Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln in den nächsten drei Monaten weitgehend unverändert bleiben wird. Dies deutet darauf hin, dass sich die Aussichten gegenüber der vorangegangenen Umfragerunde eingetrübt haben.

## Abbildung 20

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

(Nettoanteil der befragten Unternehmen)



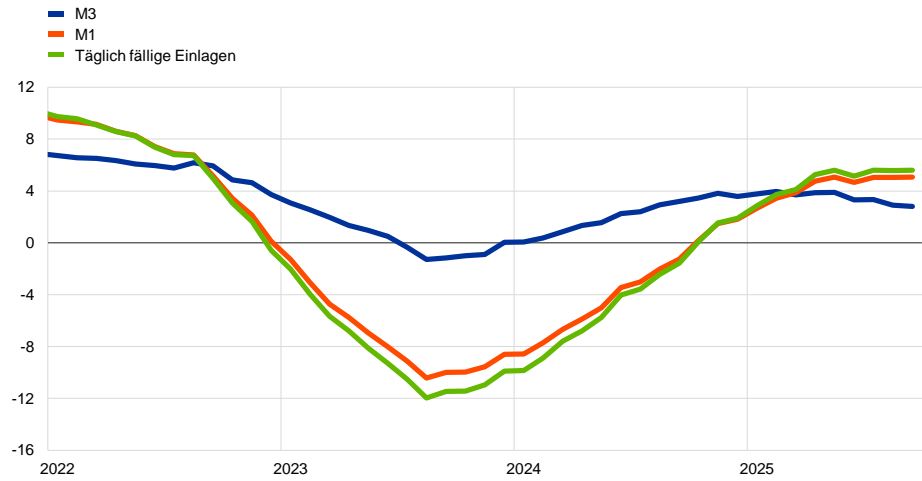
Quellen: EZB (SAFE-Umfrage) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Nettoanteil ist die Differenz zwischen dem Anteil der Unternehmen, die in den vergangenen drei Monaten einen Anstieg des Kreditbedarfs bzw. der tatsächlichen oder der erwarteten Verfügbarkeit von Bankkrediten meldeten, und dem Anteil der Unternehmen, die einen entsprechenden Rückgang angaben. Der Indikator der wahrgenommenen Veränderung der Finanzierungslücke nimmt einen Wert von 1 (-1) an, wenn der 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 Nettosalde 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 36 und decken somit den Zeitraum von Oktober-Dezember 2023 bis Juli-September 2025 ab.

**Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge (M3) schwächte sich im September weiter ab (siehe Abbildung 21).** Das jährliche M3-Wachstum verlangsamte sich im September etwas weiter auf 2,8 % (nach 2,9 % im August) und setzte damit den kontinuierlichen Rückgang fort, der seit Februar 2025 zu beobachten ist. Das M3-Wachstum blieb damit deutlich unter seinem langfristigen Durchschnitt von 6,1 %. Die Jahreswachstumsrate der eng gefassten Geldmenge M1, welche die liquidesten Komponenten von M3 umfasst, erhöhte sich unterdessen von 5,0 % im August auf 5,1 % im September. Triebfeder des M1-Wachstums waren weiterhin die täglich fälligen Einlagen. Hierin kommt die starke Präferenz der Unternehmen und privaten Haushalte für liquide Aktiva zum Ausdruck. Aus sektoraler Sicht war die in den September-Daten erkennbare Verlagerung vor allem auf Finanzinstitute aus dem Nichtbankensektor zurückzuführen, deren Geldhaltung tendenziell volatil ist. Was die Gegenposten betrifft, so erholten sich die monetären Nettozuflüsse aus dem Ausland im September kräftig, nachdem es hier in den beiden Vormonaten zu moderaten Abflüssen gekommen war. 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 September 2025.

# Kästen

## 1 Chinas steigender Handelsbilanzüberschuss: Ursachen für Exportboom und stagnierende Importe

Alexander Al-Haschimi, Natálie Dvořáková, Julien Le Roux und Tajda Spital

**Vor dem Hintergrund der Handelsspannungen zwischen den Vereinigten Staaten und China und des sich verändernden geopolitischen Umfelds rückt der insbesondere im Warenbereich steigende Handelsbilanzüberschuss Chinas zunehmend in den Fokus.** Vor der Corona-Pandemie hatten sich die Ein- und Ausfuhren Chinas nahezu im Gleichlauf entwickelt. Seither haben sie sich jedoch merklich voneinander entkoppelt: Stiegen die Warenausfuhren deutlich über das Vorpandemieniveau, so blieben die Wareneinfuhren hinter den für das Jahr 2021 verzeichneten Zahlen zurück (siehe Abbildung A). Diese Diskrepanz zwischen Export- und Importdynamik hat zu einem hohen Handelsbilanzüberschuss geführt. Für die Handelspartner Chinas ergeben sich daraus vielfältige Konsequenzen, darunter ein höherer Wettbewerbsdruck durch chinesische Ausfuhren in ihre jeweiligen Binnenmärkte, eine niedrigere Nachfrage seitens China nach ihren Gütern sowie ein intensiverer Wettbewerb in Drittmärkten. Diese Handelsdynamik ist auf unterschiedliche Faktoren zurückzuführen. Strukturpolitische Maßnahmen zur Stärkung der Autonomie – vor allem die Strategie „Made in China 2025“ – haben die Abhängigkeit von ausländischen Vorleistungen verringert, die inländische Produktion angekurbelt und die Einfuhren reduziert.<sup>1</sup> Gleichzeitig stützten die sinkenden Exportpreise und die nichtpreisliche Wettbewerbsfähigkeit die Ausfuhren.<sup>2</sup> Im vorliegenden Kasten wird dargelegt, auf welche Weise auch eine schwache Binnennachfrage in China, die in der Regel mit einer verhaltenen Entwicklung der Einfuhren einhergeht, als zusätzliche Erklärung für den Exportboom dienen könnte – ein häufig übersehener Aspekt.

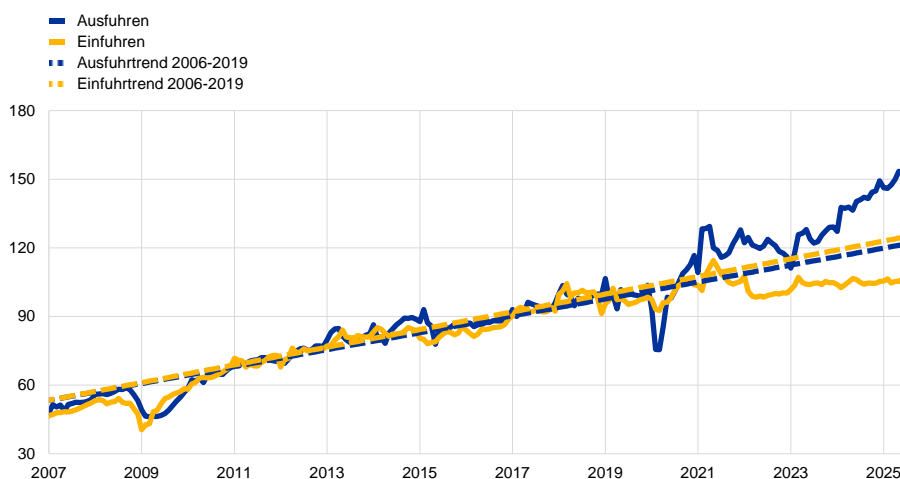
---

<sup>1</sup> Mit der im Jahr 2015 eingeführten Strategie „Made in China 2025“ will China das personalintensive verarbeitende Gewerbe zu einem Hochtechnologiesektor weiterentwickeln. Damit will das Land seine Autonomie stärken, indem es die inländische Produktion ankurbelt und Innovationen und Sektoren mit höherer Wertschöpfung fördert, beispielsweise Elektromobilität, Halbleitertechnologie, Luft- und Raumfahrt, Robotik und Biotechnologie.

<sup>2</sup> Weitere Ausführungen zu den niedrigen Exportpreisen und zur nichtpreislichen Wettbewerbsfähigkeit Chinas finden sich in Al-Haschimi et al. (2024b).

## Abbildung A Warenein- und -ausfuhren Chinas

(Volumen; Indizes, 2019 = 100)



Quellen: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Bei den Daten handelt es sich um Monatswerte. Die Trends wurden mittels eines log-linearen Regressionsmodells für Ein- und Ausfuhren im Zeitverlauf berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2025.

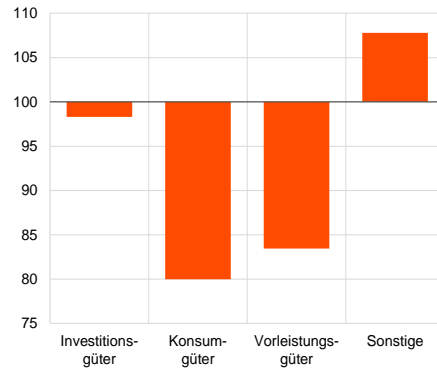
**Die schwache Entwicklung der Einfuhren nach China lässt sich durch ein Zusammenwirken zyklischer und struktureller Faktoren erklären.** Seit 2021 drückt der Abschwung am Wohnimmobilienmarkt die Importe. Dies wirkt sich auf die Investitionen in den importintensiven Immobiliensektor aus und schmälert die Bilanzen der privaten Haushalte. In der Folge sinkt die Konsumnachfrage. Ausdruck dieser zyklischen Abkühlung sind besonders niedrige Einfuhren von Konsum- und Vorleistungsgütern (siehe Abbildung B, Grafik a). Auch strukturelle, mit der Strategie „Made in China 2025“ zusammenhängende Faktoren trugen zu den Veränderungen bei, ebenso wie eine Neuordnung der Handelspartnerstruktur. Die Importe aus Industrieländern – insbesondere aus der EU und den Vereinigten Staaten – sind zurückgegangen, während die Importe aus Schwellenländern leicht gestiegen oder zumindest stabil geblieben sind (siehe Abbildung B, Grafik b). Diese Verlaufsmuster könnten darüber hinaus von einer Reihe weiterer Faktoren beeinflusst worden sein, die im vorliegenden Kasten nicht erörtert werden. Jedoch ist denkbar, dass auch die Handelspolitik eine Rolle gespielt hat. Die nichttarifären Handelshemmnisse Chinas dürften den Rückgang der Importe aus den Vereinigten Staaten während des Handelskrieges der Jahre 2018 und 2019 etwa zur Hälfte erklären (siehe Chen et al., 2023). Hinzu kommt, dass die US-Regierung im Jahr 2022 Exportbeschränkungen für bestimmte Halbleitertechnologien verhängte und erst kürzlich wieder gelockert hat. Daraus resultierte eine weitere Beschränkung der Einfuhren. In China ist der effektive Zollsatz dagegen weiter zurückgegangen, sodass wohl nicht nur die Zollpolitik für die Abschwächung verantwortlich zu machen ist.

## Abbildung B

### Einfuhren Chinas nach Warengruppen und Ursprung

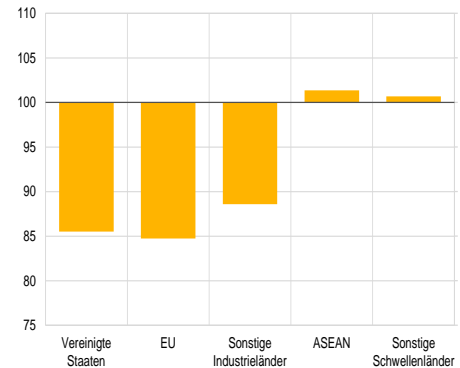
#### a) Nach Warengruppen

(Abweichung der Importvolumina zwischen Dezember 2021 und August 2025; Indizes 2021 = 100)



#### b) Nach Ursprung

(Abweichung der Importvolumina zwischen Dezember 2021 und August 2025; Indizes 2021 = 100)



Quellen: Trade Data Monitor und EZB-Berechnungen.

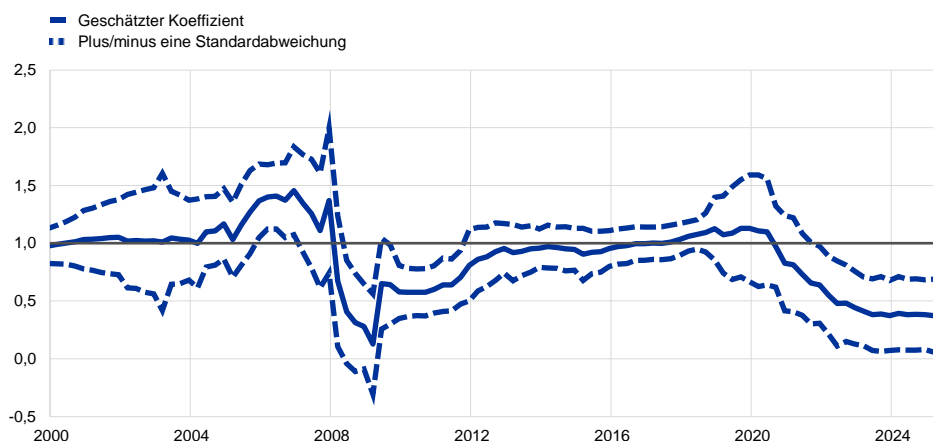
Anmerkung: Basierend auf nominalen Monatsdaten für den Handel; wertmäßige Betrachtung und Darstellung in US-Dollar. Die Kategorie „Sonstige“ umfasst Energieerzeugnisse und Güter, die nicht in der Systematik der Güter nach großen Wirtschaftskategorien (Broad Economic Categories – BEC) kategorisiert sind (z. B. Fahrzeuge oder Militärausrüstung). „ASEAN“ bezeichnet die Association of Southeast Asian Nations. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2025.

**Auch empirische Belege stützen die Annahme, dass sich die Importintensität der Konjunktur in China allmählich verringert.** So offenbart eine Schätzung für ein rollierendes Zeitfenster, dass die langfristige Elastizität der chinesischen Einfuhren gegenüber der Binnennachfrage seit der Corona-Pandemie deutlich unter eins gesunken ist. Hierzu kam es, obwohl sich die Elastizität in den vergangenen beiden Jahrzehnten überwiegend um eins bewegt hatte – mit Ausnahme eines vorübergehenden Rückgangs während der weltweiten Finanzkrise (siehe Abbildung C). Die gesunkene Reagibilität der Importe gegenüber der Nachfrage könnte den oben genannten eher strukturellen Veränderungen geschuldet sein, die durch den Übergang zu einer klimafreundlicheren Wirtschaft mit geringeren Einfuhren fossiler Energieträger vermutlich noch verstärkt werden. Insgesamt deuten diese Einflussfaktoren auf eine nachhaltige Veränderung des Importverhaltens Chinas hin.

### Abbildung C

Langfristige Elastizität der Einfuhren gegenüber dem BIP – Schätzung für rollierendes Zeitfenster über 40 Quartale

(geschätzter Koeffizient)



Quellen: Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Auf einem rollierenden Zeitfenster von 40 Quartalen basierende Schätzwerte für den langfristigen Koeffizienten eines Fehlerkorrekturmodells mit enthaltenem Index der Binnennachfrage. Die zum Datum t angegebene Punktschätzung entspricht einer Schätzung für die Periode von t-40 bis t, wobei sich die jüngsten Angaben auf das zweite Quartal 2025 beziehen.

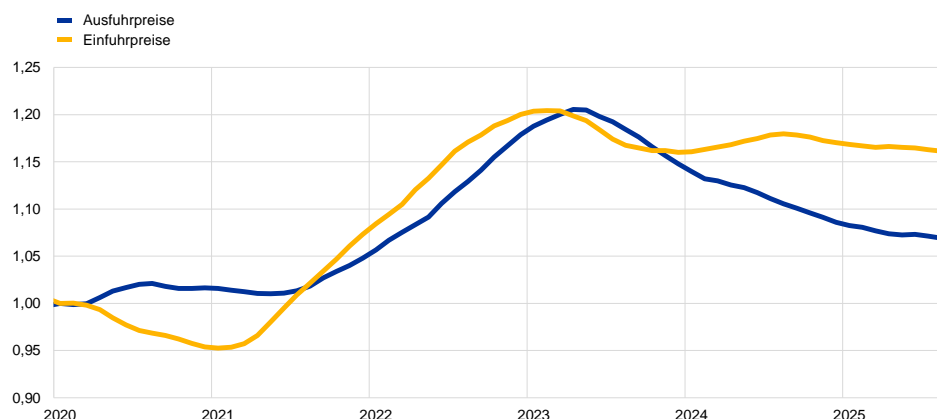
### Zu der zuletzt hohen Exportdynamik Chinas haben mehrere Faktoren beigetragen.

Nach der Pandemie profitierten die Ausfuhren von der weltweit aufgestauten Nachfrage. In jüngerer Vergangenheit spielte die preisliche Wettbewerbsfähigkeit eine wichtige Rolle, denn die Exportpreise sind seit Mitte 2023 kontinuierlich gesunken (siehe Abbildung D). Zugleich führten die anhaltende industrielle Modernisierung, der technologische Fortschritt und die Steigerung der Produktqualität zu einer höheren nichtpreislichen Wettbewerbsfähigkeit. Bestehende Handelsbeziehungen und die Integration Chinas in die globalen Wertschöpfungsketten haben die Marktstellung des Landes weiter gestärkt, sodass es Marktanteile im Ausland hinzugewinnen konnte (siehe Al-Haschimi et al., 2024b).

### Abbildung D

Preise der Warenein- und -ausfuhren Chinas

(gleitender Jahresdurchschnitt; Januar 2020 = 1)



Quellen: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Bei den Daten handelt es sich um Monatswerte. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2025.

**Die verhaltene Binnennachfrage hat im Zusammenspiel mit niedrigen Ausführpreisen in jüngster Zeit wesentlich zur Exportdynamik Chinas beigetragen.**

Im Jahr 2021 brach die Nachfrage der privaten Haushalte aufgrund der im Land herrschenden Immobilienkrise ein. Gleichzeitig boten die staatlich gelenkten Investitionen im verarbeitenden Gewerbe, mit denen das Wachstum gemäß der von China verfolgten angebotsorientierten Finanzpolitik stabilisiert werden sollte, kaum direkte Konsumanreize. Überkapazitäten führten zu einem ruinösen Preiswettbewerb zwischen den Unternehmen. In der Folge sanken die Gewinnmargen ebenso wie die Investitionsbereitschaft in einem deflationären Umfeld mit deutlicher Unterauslastung am Arbeitsmarkt. Daraufhin verlagerten die Unternehmen ihren Absatz auf Auslandsmärkte.<sup>3</sup> Diese Verschiebung entspricht der Vent-for-Surplus-Theorie des internationalen Handels, wonach ein nachfragebedingter Rückgang des Inlandsabsatzes zu überschüssigen Gütern führt, die im Ausland abgesetzt werden können.<sup>4</sup> Der Mechanismus geht von konstanten Investitionen in der kurzen Frist aus. Für China ist das besonders bedeutsam, denn dort werden Investitionen häufig zentral geplant. Für die Erschließung von Auslandsmärkten müssen die Unternehmen ihre dortige Wettbewerbsfähigkeit steigern. Das geschieht in der Regel über Senkungen der kurzfristigen Grenzkosten und Preise oder die Inkaufnahme von niedrigeren Gewinnmargen oder sogar Verlusten.

**Die Vent-for-Surplus-Theorie kann als Erklärungsansatz für die jüngsten Entwicklungen der Handelsstrukturen dienen.**

Näherungsgrößen für den realen Inlandsabsatz zeigen, dass sich die realen Ausfuhren seit der Pandemie dynamischer als der Inlandsabsatz entwickelt haben. Dies hat zu einer Ausweitung des Abstands zwischen den beiden Größen geführt (siehe Abbildung E, Grafik a). Unsere Analyse belegt, dass das Exportwachstum in den Sektoren am stärksten ausfällt, in denen sich der Inlandsabsatz unterdurchschnittlich entwickelt. Seit 2022 sind die Exportvolumina etwa im Kraftfahrzeugsektor oder in der Stahlindustrie um rund 75 % gestiegen (siehe Abbildung E, Grafik b), was nahelegt, dass die Unternehmen ihre Erzeugnisse zunehmend im Ausland absetzen. Einer Absorption der Überkapazitäten in der Binnenwirtschaft durch Preissenkungen stand die schwache Nachfrage entgegen, denn der Abschwung am Wohnimmobilienmarkt belastet nach wie vor das Verbrauchervertrauen. In Sektoren mit überdurchschnittlichem Wachstum des Inlandsabsatzes – vor allem bei Technologiegütern – bewegten sich die Exportvolumina dagegen weitgehend im Gleichlauf mit dem Inlandsabsatz. Seit 2022 sind sie um etwa 30 % gestiegen (siehe Abbildung E, Grafik c). Die Ausführpreise sind in allen Sektoren gesunken. In besonderem Maße gilt dies für jene mit höherem Exportwachstum.

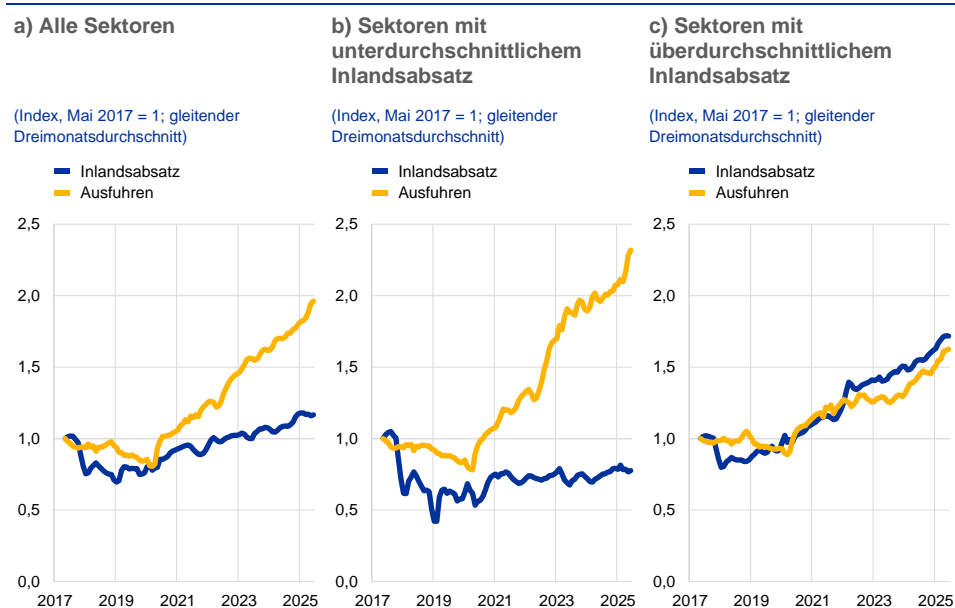
---

<sup>3</sup> Zur Exportdynamik nach der Pandemie siehe Al-Haschimi und Spital (2024a).

<sup>4</sup> Siehe Almunia et al. (2021).

## Abbildung E

### Realer Inlandsabsatz und Ausfuhren Chinas



Quellen: Chinesisches Statistikamt, Trade Data Monitor und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der reale Inlandsabsatz wurde als nominales operatives Ergebnis abzüglich Exporten approximiert, deflationiert um sektorspezifische Erzeugerpreisindizes. Da das operative Ergebnis dem Umsatz abzüglich Kosten entspricht, erfasst der Indikator zudem die Kosten- und Ertragsentwicklung und dient mit Blick auf die in China nur eingeschränkt verfügbaren Sektordaten als praktische Näherungsgröße. Die um saisonale Effekte bereinigten Daten umfassen die zehn größten Sektoren des verarbeitenden Gewerbes und damit insgesamt rund 80 % der nominalen Industriegüterausfuhren. Der unterdurchschnittliche Inlandsabsatz ist definiert als Durchschnittswert, der unter dem jährlichen nominalen Wachstum der Binnennachfrage von 6,6 % im Zeitraum nach 2021 liegt. Er umfasst unter anderem Textilien, Möbel, Kunststoffe und Gummi, Stahl, Maschinenbau und Kraftfahrzeuge. Der überdurchschnittliche Inlandsabsatz umfasst chemische Erzeugnisse und Technologiegüter, darunter elektrische Ausrüstungen und Kommunikationstechnik. Die Exporte aus Sektoren mit unterdurchschnittlichem Inlandsabsatz und jenen mit überdurchschnittlichem Inlandsabsatz beliefen sich im Jahr 2024 auf 42 % bzw. 35 % der nominalen Gesamtausfuhren. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2025.

**Die schwache Binnennachfrage ist offenbar das noch fehlende Bindeglied für eine schlüssige Erklärung der hohen Ausfuhren Chinas nach Europa – und zwar mehr noch als die zollbedingte Umlenkung von Handelsströmen.** Die zunehmenden Handelsspannungen zwischen den Vereinigten Staaten und China könnten zu einer noch stärkeren Umlenkung der chinesischen Ausfuhren nach Europa führen. Die Exporte Chinas in die EU sind jedoch bereits vor den jüngsten Spannungen gestiegen; dieser Anstieg fällt vielmehr mit der sich abschwächenden Binnennachfrage im Land zusammen. Im vierten Quartal 2024 belief sich der im Monatsdurchschnitt verzeichnete wertmäßige Inlandsabsatz auf etwa das Vierfache der Gesamtausfuhren sowie auf mehr als das 28-Fache der Ausfuhren in die Vereinigten Staaten. Der Warenpool, der in die EU umgelenkt werden könnte, ist also offenbar noch deutlich breiter als aus den reinen Handelsdaten ablesbar. Folglich könnte selbst die Verlagerung eines kleinen Teils des Inlandsabsatzes ins Ausland die Gesamtexporte – darunter Exporte in die EU – kräftiger steigen lassen als eine nennenswerte Umlenkung von in die Vereinigten Staaten ausgeführten Gütern.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Nähere Erläuterungen zur Umlenkung chinesischer Ausfuhren in den Euroraum finden sich in Boeckelmann et al. (2025).

## Literaturverzeichnis

Al-Haschimi, A. und Spital, T. (2024a), [Entwicklung des chinesischen Wachstumsmodells: Herausforderungen und langfristige Wachstumsaussichten](#), EZB, Wirtschaftsbericht 5/2024.

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

Almunia, M., Antràs, P., López-Rodríguez, D. und Morales, E. (2021), [Venting Out: Exports during a Domestic Slump](#), American Economic Review, Bd. 111, Nr. 11, S. 3611-3662.

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

Chen, T., Hsieh, C.-T. und Song, Z. M. (2022), [Non-Tariff Barriers in the U.S.-China Trade War](#), Working Paper Series des NBER, Nr. 30318.

## 2 Veränderungen im Verhalten der OPEC+ und Abwärtsrisiken für die Ölpreise

Massimo Ferrari Minesso und Arthur Stalla-Bourdillon

**Die veränderte Ausrichtung der OPEC+ hat maßgeblich zum jüngsten Rückgang der Ölpreise beigetragen.**<sup>1</sup> Die Ölnotierungen unterlagen in den vergangenen Monaten einem Abwärtstrend. Dies war auf zwei Faktoren zurückzuführen: Zum einen wird nach den Zollankündigungen der Vereinigten Staaten mit einer schwächeren globalen Nachfrage gerechnet, und zum anderen hat die OPEC die Fördermengen überraschend erhöht (siehe Abbildung A).<sup>2</sup> Die OPEC bemüht sich seit jeher um Stabilität am Ölmarkt, wobei Saudi-Arabien als Ausgleichsproduzent fungiert.<sup>3</sup> Gleichwohl hat die OPEC das Ölangebot seit April 2025 trotz bereits vergleichsweise niedriger Preise weiter erhöht. In der Vergangenheit schienen OPEC-Entscheidungen zur Ausweitung des Angebots darauf abzielen, entweder die Mitglieder durch sinkende Preise zur Einhaltung der Förderquoten zu zwingen oder Marktanteile von Nicht-OPEC-Produzenten zurückzugewinnen. Diese Faktoren könnten auch das aktuelle Verhalten der Gruppe erklären.

---

<sup>1</sup> Die Abkürzung „OPEC“ steht für die „Organisation erdölexportierender Länder“. Die 2016 gegründete „OPEC+“ ist eine Allianz aus OPEC-Mitgliedern und anderen erdölfördernden Ländern. Der Einfachheit halber wird im vorliegenden Kasten der Begriff „OPEC“ für beide Gruppen verwendet.

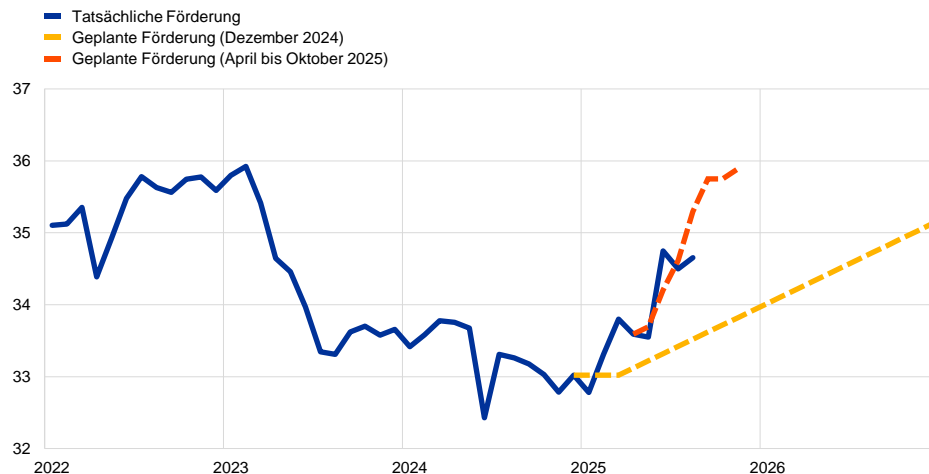
<sup>2</sup> Die OPEC überraschte die Märkte erstmals Anfang April, als sie die Förderung dreimal so stark ausweitete wie ursprünglich geplant. In den Folgemonaten steigerte das Ölkartell die Produktion weiter und machte damit die im November 2023 verhängte Drosselung um 2,2 Millionen Barrel pro Tag mehr als wett. Selbst nach diesen Erhöhungen – einschließlich der jüngsten Entscheidung von Anfang September 2025 – hat das Kartell aufgrund der vorigen Kürzungen im April 2023 und Oktober 2022 noch immer umfassende Kapazitätsreserven.

<sup>3</sup> Saudi-Arabien wird von Marktbeobachtern häufig als Ausgleichsproduzent bezeichnet, weil es seine Ölproduktion nach oben oder unten anpasst, um die Preise stabil zu halten.

## Abbildung A

### Tatsächliche und geplante Ölförderung

(in Mio. Barrel pro Tag)



Quellen: Internationale Energieagentur (IEA), OPEC und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die tatsächliche und geplante Rohölförderung acht wichtiger OPEC-Mitgliedstaaten (Saudi-Arabien, Vereinigte Arabische Emirate, Irak, Kuwait, Algerien, Russland, Kasachstan und Oman). Die gestrichelten Linien stellen die geplante Rücknahme der Förderkürzungen ausgehend vom aktuellen OPEC-Produktionsniveau dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2025.

**Die aktuelle Lage weist Parallelen zu 2014 auf, als Veränderungen im Verhalten der OPEC die Ölnotierungen in einer Phase mit niedriger Inflation stark und dauerhaft sinken ließen.** Ende 2014 und damit in den ersten Jahren des Schieferöl-Booms in den USA gab das Kartell seine traditionelle Rolle der Preisstabilisierung auf. Es weitete die Förderung mehrfach aus, um die an US-Produzenten verlorengegangenen Marktanteile zurückzugewinnen. Durch diese Neuausrichtung, aber auch durch ein kräftiges Wachstum der US-Schieferölproduktion und eine schwächere Nachfrage, die vor allem der Konjunkturabkühlung in China geschuldet war, verbilligte sich Öl von Oktober bis Dezember 2014 um 34 % (siehe Abbildung B). In der Folge erhöhte sich auch das wahrgenommene Deflationsrisiko, da die Inflation sowohl in den Vereinigten Staaten als auch im Euroraum bereits niedrig war. Parallel dazu sanken die Inflationserwartungen, wobei der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren in den USA um 29 Basispunkte und im Euroraum um 13 Basispunkte nachgab.

## Abbildung B Ölpreisentwicklung

(in USD je Barrel)



Quelle: LSEG.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 17. September 2025.

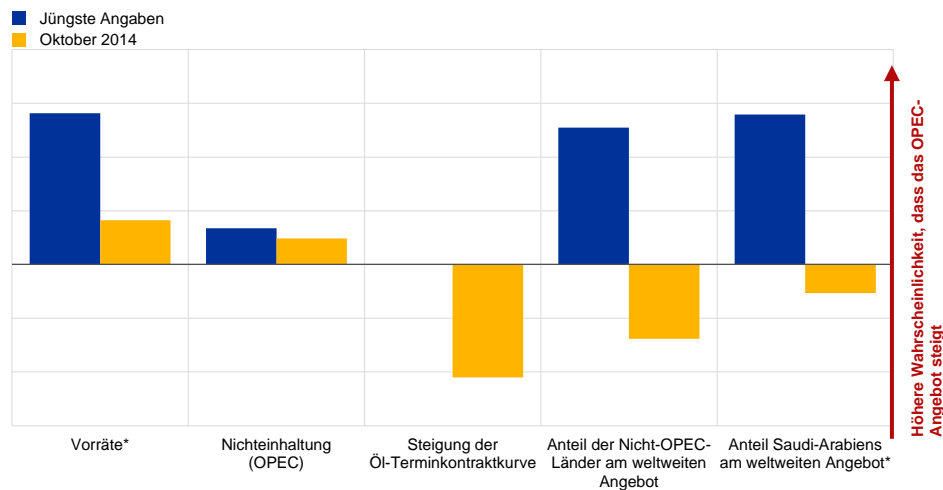
**Wie schon im Jahr 2014 könnten weitere Erhöhungen des OPEC-Angebots Abwärtsdruck auf die Ölpreise ausüben.** Nazer und Pescatori (2022) machen eine Reihe maßgeblicher Indikatoren aus, die historisch gesehen mit den Entscheidungen des Kartells zur Ölproduktion im Zusammenhang stehen. Ein Vergleich dieser Indikatoren mit den Werten von Oktober 2014, d. h. unmittelbar vor den damaligen Angebotsausweitungen der OPEC, liefert wertvolle Erkenntnisse zur Positionierung der Gruppe am aktuellen Ölmarkt (siehe Abbildung C). Insgesamt deuten die Indikatoren darauf hin, dass für die OPEC beträchtliche Anreize bestehen, die Produktion weiter zu erhöhen. Saudi-Arabien dürfte dabei wie schon zuletzt von seiner üblichen Rolle als Marktstabilisator abrücken. Auch wenn Saudi-Arabien seine Marktstellung allmählich zurückerobert, liegt sein Anteil am weltweiten Angebot sogar noch unter jenem im Jahr 2014. Zugleich haben Nicht-OPEC-Produzenten ihre Präsenz weiter ausgebaut. Hinzu kommt, dass die Einhaltung der Förderquoten durch die Mitglieder des Kartells, insbesondere durch Irak und Kasachstan, gegenwärtig etwas schwächer ausfällt als 2014. Schon damals lag der Einhaltungsgrad unter dem langfristigen Durchschnitt. Vor diesem Hintergrund könnte Saudi-Arabien die Fördermenge weiter erhöhen, um die Disziplin in der Gruppe wiederherzustellen.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Hierfür spricht auch die Steigung der Öl-Terminkontraktkurve, die aktuell noch stärker abwärtsgerichtet ist als im Oktober 2014. Dies weist darauf hin, dass die Anleger kurzfristige Lieferungen höher bewerten und dass die aktuelle Marktlage in Kombination mit niedrigeren Vorräten angespannter ist als noch 2014.

## Abbildung C

### Indikatoren im Zusammenhang mit den Entscheidungen der OPEC zur Ölproduktion

(Abweichung vom standardisierten Mittelwert 2013-2025)



Quellen: IEA, OPEC, LSEG, Morningstar, U.S. Energy Information Administration und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Indikatoren sind als Abweichung von einem standardisierten Mittelwert ausgedrückt, der anhand der monatlichen Werte von Januar 2013 bis September 2025 berechnet wird. Die Nichteinhaltung der Förderquoten durch OPEC-Mitglieder errechnet sich aus der Differenz (sofern positiv) zwischen den Förderquoten der OPEC auf Gruppenebene und der tatsächlichen Produktion für den Zeitraum 2014-2016 bzw. der Summe der positiven Abweichungen der OPEC-Mitgliedstaaten von ihren jeweiligen Länderquoten für den Zeitraum 2017-2025, wobei beide Werte durch die Zahl der OPEC- bzw. OPEC+-Mitglieder im jeweiligen Zeitraum dividiert werden. Die Vorräte beziehen sich auf die Öl-Lagerbestände der OECD-Staaten als prozentualer Anteil an der gesamten globalen Ölnachfrage. Die Steigung der Öl-Terminkontraktkurve ist ein Indikator für eine angespannte Marktlage und wird als Differenz zwischen den Kassapreisen für Öl und den Preisen für zwölfmonatige Terminkontrakte berechnet. Eine positive Steigung deutet auf einen vergleichsweise angespannten Ölmarkt hin. Mit „\*\*“ gekennzeichnete Variablen wurden mit -1 multipliziert, da ein niedrigerer Wert dieser Variablen einer höheren Wahrscheinlichkeit einer OPEC-Fördererhöhung entspricht. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2025 (Vorräte und Nichteinhaltung), den 24. September 2025 (Öl-Terminkontrakte) bzw. August 2025 (Anteile am weltweiten Angebot).

### Das Verhalten der OPEC lässt sich als das eines dominanten Ölproduzenten modellieren, der im Wettbewerb mit preisnehmenden Anbietern steht.

Um die Wirkung zusätzlicher Produktionserhöhungen zu bewerten, verwenden wir ein geschätztes dynamisches allgemeines Gleichgewichtsmodell des Ölmarkts unter Zugrundelegung der Rahmenbedingungen von Nakov und Pescatori (2010), Nakov und Nuño (2013) sowie Filardo et al. (2020). Das Modell umfasst drei Länderblöcke: eine ölimportierende Region, die Öl einführt und ein aggregiertes Güterbündel produziert; eine wettbewerbsorientierte ölfördernde Region (z. B. mit Schieferölproduzenten), die als Preisnehmer am Ölmarkt agiert; sowie eine dominante ölfördernde Region (die das OPEC-Kartell repräsentiert), die die Ölförderung zur Maximierung ihres eigenen Gewinns anpasst und die Reaktionen der beiden anderen Gruppen einbezieht. Entscheidend ist, dass die Macht des Kartells proportional zu seinem Marktanteil ist. Je größer also der Anteil der OPEC ist, desto eher kann die Gruppe einen Preisaufschlag durchsetzen.<sup>5</sup>

**Modellbasierte Schätzungen lassen darauf schließen, dass die Ölnotierungen um weitere 10 % sinken könnten, sollte Saudi-Arabien das Ölangebot noch stärker ausweiten.** Anhand unseres Modells simulieren wir, wie sich die Ölpreise verändern würden, wenn Saudi-Arabien seine volle Förderkapazität – ungeachtet

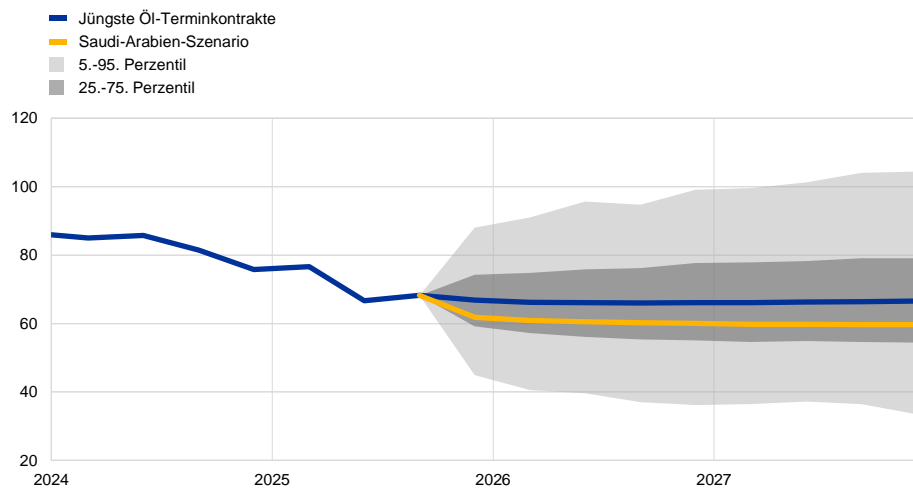
<sup>5</sup> Ein weiteres wichtiges Merkmal des Modells besteht darin, dass die Rohölförderung Investitionen erfordert. Dies bedeutet, dass die Erhöhung des Angebots eine gewisse Zeit dauert. Die Kernparameter des Modells werden mit bayesianischen Methoden geschätzt, um sie mit den beobachteten Entwicklungen der weltweiten Fördermenge, der Zinsen und der Ölpreise in Einklang zu bringen.

der Reaktion anderer Produzenten oder des jeweiligen Preisniveaus – ausschöpfen würde, um seinen Marktanteil zu maximieren. Diese Verschiebung würde zu einem höheren weltweiten Ölangebot und einer geringeren Marktmacht für die OPEC führen und folglich die Fähigkeit des Kartells verringern, einen Preisaufschlag durchzusetzen. Zusammengenommen würden diese Faktoren die Ölnotierungen unter Abwärtsdruck setzen. In diesem Szenario dürften die Preise um rund 10 % sinken. Ausgehend von aktuellen Marktdaten und der Annahme, dass es zu keinen weiteren Schocks oder politischen Interventionen kommt, läge der Ölpreis hierdurch 2027 bei rund 60 USD je Barrel und damit unter dem von den jüngsten Öl-Terminkontrakten implizierten Niveau (siehe Abbildung D).

### Abbildung D

Auswirkungen auf den Ölpreis bei Erhöhung des Ölangebots durch Saudi-Arabien um 10 %

(in USD je Barrel)



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

Anmerkung: Das „Saudi-Arabien-Szenario“ bezieht sich auf eine modellbasierte Simulation, in deren Rahmen Saudi-Arabien seine Ölförderung schrittweise erhöht und von seiner traditionellen Rolle als Ausgleichsproduzent abrückt. Die „jüngsten Öl-Terminkontrakte“ beziehen sich auf den gleitenden 10-Tages-Durchschnitt der letzten verfügbaren Preise für Terminkontrakte. „5.-95. Perzentil“ und „25.-75. Perzentil“ beziehen sich auf Perzentile der aus Optionen abgeleiteten risikoneutralen Dichten für die Ölpreise. Diese Dichten wurden um die jüngsten verfügbaren Preise für Terminkontrakte zentriert. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 19. September 2025.

**Gleichwohl deuten mehrere Faktoren darauf hin, dass ein starker, mit 2014 vergleichbarer Einbruch des Ölpreises unwahrscheinlich ist.** Ursache des Preisrückgangs im Jahr 2014 war, dass die OPEC-Förderung stieg und das Angebot der Nicht-OPEC-Staaten zugleich beträchtlich zunahm. Der Angebotszuwachs betrug 4,4 % und war überwiegend durch US-Schieferöl bedingt. Im Gegensatz dazu erwartet die Internationale Energieagentur derzeit laut ihren aktuellen Prognosen, dass das Produktionswachstum der Nicht-OPEC-Länder 2025 und 2026 nur moderat um 2,1 % bzw. 1,7 % steigen wird. Demzufolge würde das weltweite Ölangebot – selbst wenn die OPEC ihre Produktionsdrosselungen weiter zurücknehmen würde – zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht im selben Maße vom Produktionswachstum der Nicht-OPEC-Länder profitieren wie 2014. Folglich dürfte der Abwärtsdruck auf die Ölpreise milder ausfallen, insbesondere auch deswegen, weil der Krieg gegen die Ukraine und die westlichen Sanktionen gegen russische Öllieferungen dafür sorgen, dass Aufwärtsrisiken für die Preise bestehen bleiben.

## Literaturverzeichnis

Filardo, A., Lombardi, M. J., Montoro, C. und Ferrari Minesso, M. (2020), [Monetary Policy, Commodity Prices, and Misdiagnosis Risk](#), International Journal of Central Banking, Bd. 16, Nr. 2, März, S. 45-79.

Nakov, A. und Nuño, G. (2013), [Saudi Arabia and the Oil Market](#), The Economic Journal, Bd. 123, Nr. 573, 1. Dezember, S. 1333-1362.

Nakov, A. und Pescatori, A. (2010), Oil and the Great Moderation, The Economic Journal, Bd. 120, Nr. 543, März, S. 131-156.

Nazer, Y. F. und Pescatori, A. (2022), [OPEC and the Oil Market](#), Working Paper des IWF, Bd. 2022, Nr. 183, 5. Oktober.

### 3 Pkw-Nachfrage im Euroraum: Erkenntnisse aus der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen

Roberto A. De Santis, Johannes Gareis und Luis Molestina Vivar

**Im vorliegenden Kasten wird die Pkw-Nachfrage der privaten Haushalte im Euroraum anhand neuer Daten aus der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey – CES) untersucht.**

Der Automobilsektor spielt für die Wirtschaft des Euroraums eine wichtige Rolle. Auf ihn entfallen rund 10 % der Wertschöpfung im verarbeitenden Gewerbe und knapp 2 % des realen BIP. Seit einigen Jahren hat der Sektor jedoch mit erheblichem Gegenwind zu kämpfen. So lagen die Pkw-Neuzulassungen und das Kfz-Produktionsvolumen im zweiten Quartal 2025 immer noch rund 20 % bzw. 30 % unter dem jeweiligen Niveau von Anfang 2018 (siehe Abbildung A).<sup>1</sup> Die Zusammensetzung der Neuzulassungen deutet auf eine merkliche Veränderung bei den gekauften Fahrzeugarten hin. Dadurch lässt sich der Rückgang der Gesamtzulassungen zum Teil erklären, denn die sinkenden Verkäufe von Fahrzeugen mit Verbrennungsmotor wurden nur teilweise durch einen höheren Absatz von Hybrid- und Elektrofahrzeugen ausgeglichen. Im Folgenden werden die im Rahmen der CES-Umfrage vom Juli 2025 erhobenen Daten herangezogen, um die wichtigsten Faktoren näher zu beleuchten, die im Euroraum die Kaufentscheidungen der privaten Haushalte in Bezug auf Pkws beeinflussen, da diese eine wichtige Komponente der Gesamtnachfrage nach Pkws darstellen.<sup>2</sup>

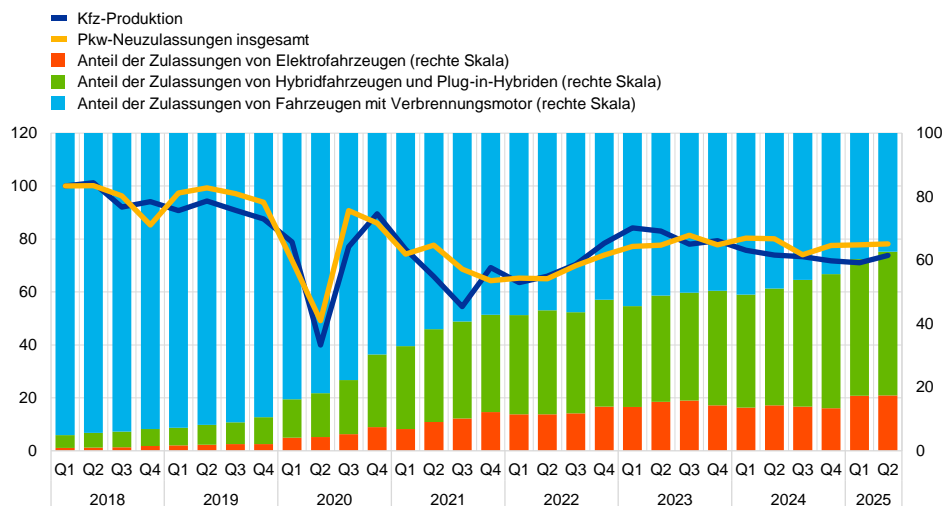
---

<sup>1</sup> Siehe De Santis et al. (2022; 2024) sowie De Santis (2024).

<sup>2</sup> Zwar ist der Anteil der privaten Haushalte an den Gesamtneuzulassungen von Pkws kleiner als jener der Fuhrparks von Unternehmen oder Autovermietungen, doch sie stellen nach wie vor ein wichtiges Marktsegment dar. Daten der European Automobile Manufacturers' Association zufolge entfallen rund 40 % der Neuzulassungen in der EU auf private Haushalte.

## Abbildung A Kfz-Produktion und Pkw-Zulassungen

(linke Skala: Index: Q1 2018 = 100; rechte Skala: in % der Gesamtzulassungen)



Quellen: European Automobile Manufacturers' Association, Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2025.

### Die neuen CES-Daten liefern zeitnahe Einblicke in die Zusammensetzung der Pkw-Käufe auf Ebene der einzelnen Haushalte und zeigen auf, dass sich diese Käufe vor allem auf Gebrauchtwagen mit Verbrennungsmotor konzentrieren.

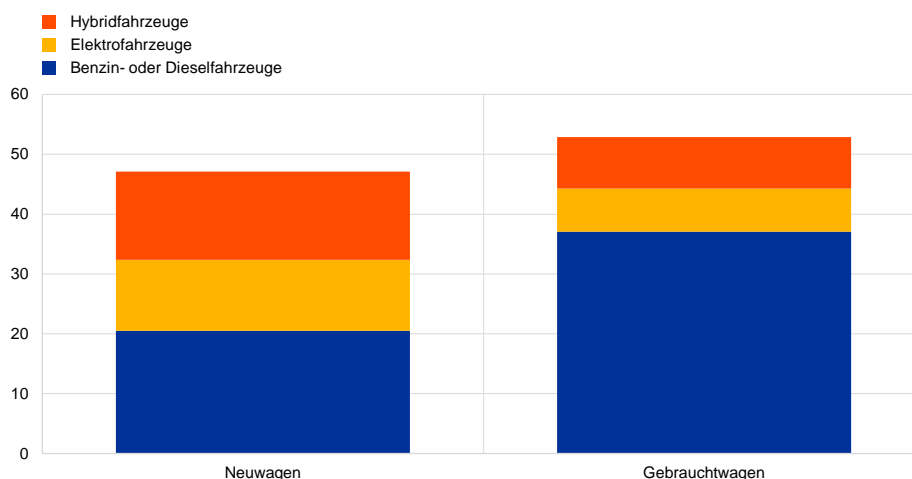
Im Zeitraum von 2021 bis 2024 meldeten jährlich zwischen 6 % und 7 % der Teilnehmerinnen und Teilnehmer an der CES-Umfrage einen Autokauf. In der Umfrage vom Juli 2025 wurden einmalig zusätzliche Fragen zu Pkw-Käufen gestellt. 47 % der Befragten, die in den vorausgegangenen 30 Tagen einen Pkw-Kauf getätigt hatten, gaben an, einen Neuwagen erworben zu haben; 53 % berichteten, es sei ein Gebrauchtwagen gewesen (siehe Abbildung B, Grafik a). Auf Fahrzeuge mit Verbrennungsmotor entfielen rund 43 % der Neuwagenkäufe, während Hybrid- und Elektrofahrzeuge 31 % bzw. 25 % ausmachten. Am Gebrauchtwagenmarkt wurden hingegen überwiegend Fahrzeuge mit Verbrennungsmotor gekauft (70 %). Hybrid- und Elektrofahrzeuge hatten hier nur einen Anteil von jeweils rund 15 %.

## Abbildung B

### Art des gekauften Fahrzeugs und Gründe für Gebrauchtwagenkauf

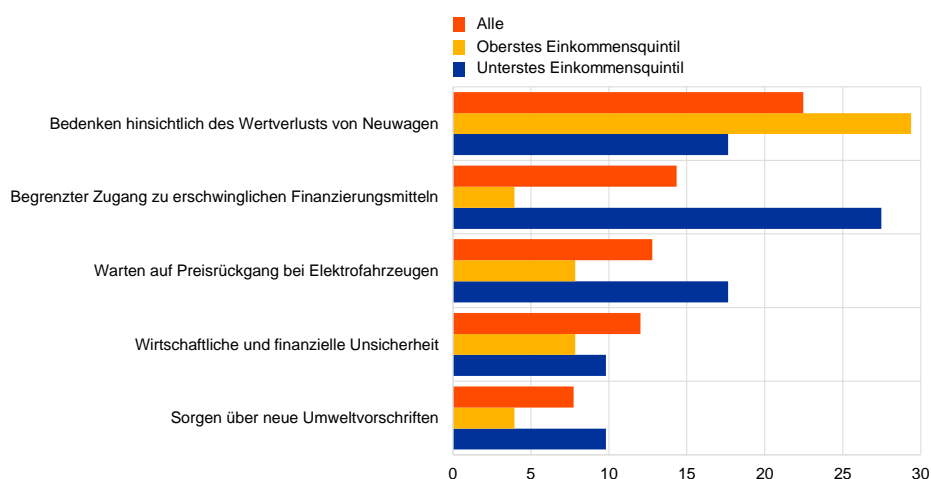
#### a) Verteilung der gekauften Fahrzeugarten

(in % der Befragten, die in den vorausgegangenen 30 Tagen ein Auto gekauft haben)



#### b) Gründe für den Kauf eines Gebrauchtwagen- statt eines Neuwagens

(in % der Befragten, die in den vorausgegangenen 30 Tagen einen Gebrauchtwagen gekauft haben)



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

Anmerkung: Die Angaben beruhen auf der CES-Umfrage vom Juli 2025. Grafik a zeigt die Verteilung der gekauften Fahrzeugarten (488 Befragte). Die Prozentangaben beziehen sich auf den Anteil der einzelnen Fahrzeugarten an den Gesamtkäufen von Neu- und Gebrauchtwagen. Zusammengenommen ergeben die Balken „Neuwagen“ und „Gebrauchtwagen“ 100 % und stellen damit alle in der CES-Umfrage vom Juli 2025 gemeldeten Pkw-Käufe dar. Grafik b zeigt die Antworten auf die Frage „Was war der Hauptgrund für den Kauf eines Gebrauchtwagen- statt eines Neuwagens?“, aufgeschlüsselt nach Einkommensniveau (oberstes und unterstes Einkommensquintil; 258 Befragte). Bei den nicht abgebildeten Antworten handelt es sich um sonstige Gründe.

**Als Grund für den Erwerb eines Gebrauchtwagen- statt eines Neuwagens wurden unter allen Umfrageteilnehmenden vor allem Bedenken hinsichtlich des raschen Wertverlusts von Neuwagen genannt. Bei einkommensschwachen Haushalten spielte dagegen der begrenzte Zugang zu erschwinglichen Finanzierungsmitteln die größte Rolle.** In der Umfrage vom Juli 2025 gaben 22 % der Befragten, die in den vorausgegangenen 30 Tagen einen Gebrauchtwagen gekauft hatten, als Hauptgrund an, dass sie Bedenken im Hinblick auf den Wertverlust eines Neuwagens hätten. Am zweithäufigsten (14 %) wurde der Gebrauchtwagenkauf mit einem begrenzten Zugang zu erschwinglichen

Finanzierungsmitteln begründet, gefolgt vom Warten auf einen Preisrückgang bei Elektrofahrzeugen (13 %), der wirtschaftlichen und finanziellen Unsicherheit (12 %) sowie Sorgen über neue Umweltvorschriften (8 %) (siehe Abbildung B, Grafik b). Diese Gründe variierten je nach Einkommensgruppe erheblich. So bestand das Hindernis beim Kauf eines neuen Autos für einkommensschwache Haushalte im Wesentlichen darin, dass sie nur begrenzt Zugang zu erschwinglichen Finanzierungsmöglichkeiten hatten. 27 % der Befragten in dieser Einkommensgruppe nannten dies als Hauptgrund für die Wahl eines Gebrauchtwagens. Für private Haushalte mit hohem Einkommen waren Finanzierungsengpässe indes deutlich weniger relevant. Nur 4 % gaben diese als Hauptgrund an.

**Die meisten Befragten in der CES-Umfrage gaben an, sie hätten keine Pläne, in den nächsten zwölf Monaten einen Pkw zu kaufen. Eine Rolle spielten hierbei die wirtschaftliche und finanzielle Unsicherheit sowie eine Präferenz für andere Verkehrsmittel – dies war vor allem bei den privaten Haushalten mit einem niedrigen Einkommen der Fall (siehe Abbildung C).** In der Umfrage vom Juli 2025 teilten 11 % der Befragten mit, dass sie vorhätten, in den kommenden zwölf Monaten ein Auto zu kaufen, während 89 % keine diesbezüglichen Pläne hatten.<sup>3</sup> Von den Befragten, die nicht vorhaben, einen Pkw zu kaufen, erklärten 63 %, dass ihr aktuelles Auto ausreiche, 10 %, dass die wirtschaftliche und finanzielle Unsicherheit sie davon abhalte, ein Auto zu kaufen, und 10 %, dass sie andere Verkehrsmittel bevorzugten. Der begrenzte Zugang zu erschwinglichen Finanzierungsmitteln und Sorgen über künftige Umweltvorschriften waren weniger relevant. Jeweils rund 4 % der Antworten entfielen auf diese Auswahlmöglichkeiten. Die relative Bedeutung dieser Faktoren variierte auch je nach Einkommensgruppe. So spielten die wirtschaftliche und finanzielle Unsicherheit sowie eine Präferenz für andere Verkehrsmittel mit 18 % bzw. 16 % für einkommensschwache Haushalte eine größere Rolle als für einkommensstarke Haushalte (5 % bzw. 6 %). Dagegen gab ein höherer Anteil der einkommensstarken Haushalte (78 %) im Vergleich zu den einkommensschwachen Haushalten (43 %) an, dass das aktuelle Auto ausreiche.<sup>4</sup>

---

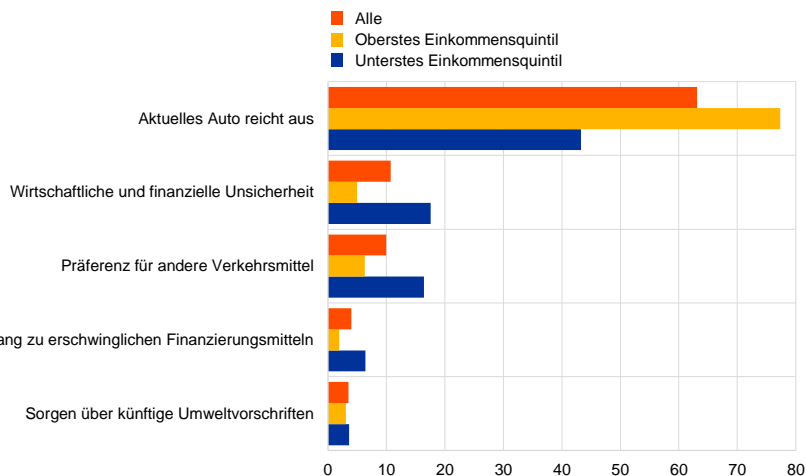
<sup>3</sup> Die Angaben zu geplanten Pkw-Käufen können jene zu tatsächlichen Pkw-Käufen übersteigen. So gaben im Januar 2024 annähernd 9 % der Befragten an, dass sie die Absicht hätten, in den kommenden zwölf Monaten ein Auto zu kaufen. Schlussendlich erwarben 2024 jedoch nur etwa 7 % der Befragten tatsächlich ein Auto.

<sup>4</sup> Der Unterschied zwischen dem Anteil der einkommensschwachen Haushalte und jenem der einkommensstarken Haushalte könnte unter anderem darauf zurückzuführen sein, dass es sowohl beim Alter als auch bei der Anzahl der Fahrzeuge im Besitz der jeweiligen privaten Haushalte Unterschiede gibt. Die CES-Umfrage liefert hierzu jedoch keine Angaben.

## Abbildung C

### Gründe, weshalb kein Pkw-Kauf geplant ist

(in % der Befragten, die nicht vorhaben, einen Pkw zu kaufen)



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

Anmerkung: Die Angaben beruhen auf der CES-Umfrage vom Juli 2025. Die Abbildung zeigt die Antworten auf die Frage „Was ist der Hauptgrund, weshalb Sie nicht vorhaben, in den kommenden zwölf Monaten ein Auto zu kaufen?“, aufgeschlüsselt nach Einkommensniveau (oberstes und unterstes Einkommensquintil). Die Stichprobe umfasst 18 212 Befragte. Bei den nicht abgebildeten Antworten handelt es sich um sonstige Gründe.

### Aus den Angaben zu den geplanten Fahrzeugkäufen geht hervor, dass die Nachfrage nach Fahrzeugen mit Verbrennungsmotor und Hybridfahrzeugen höher war als nach reinen Elektroautos.

In der CES-Umfrage vom Juli 2025 gaben 42 % der Befragten mit Kaufabsichten für ein Auto an, dass sie vorhätten, in den kommenden zwölf Monaten einen Pkw mit Verbrennungsmotor zu kaufen, während 41 % ein Hybridfahrzeug erwerben wollten (siehe Abbildung D, Grafik a). Auch wenn eine Kaufabsicht nicht zwangsläufig zu einem tatsächlichen Kauf führt, weichen die Anteile der geplanten Pkw-Käufe erheblich von den jeweiligen Anteilen der tatsächlich im selben Monat getätigten Pkw-Käufe ab. So entschieden sich letztlich 58 % der Käufer für ein Fahrzeug mit Verbrennungsmotor und nur 23 % für ein Hybridfahrzeug (siehe Abbildung B, Grafik a). 16 % der Befragten planten, ein Elektrofahrzeug zu erwerben, verglichen mit 19 % der Befragten, die im Juli 2025 tatsächlich eins kauften.<sup>5</sup> Mit Blick auf die Herkunft des Fahrzeugs berichteten 81 % der Befragten, die in den kommenden zwölf Monaten einen Pkw kaufen möchten, dass sie gerne ein Fahrzeug aus einem EU-Land hätten, während 19 % einen Pkw aus einem Land außerhalb der EU bevorzugten (siehe Abbildung D, Grafik b).

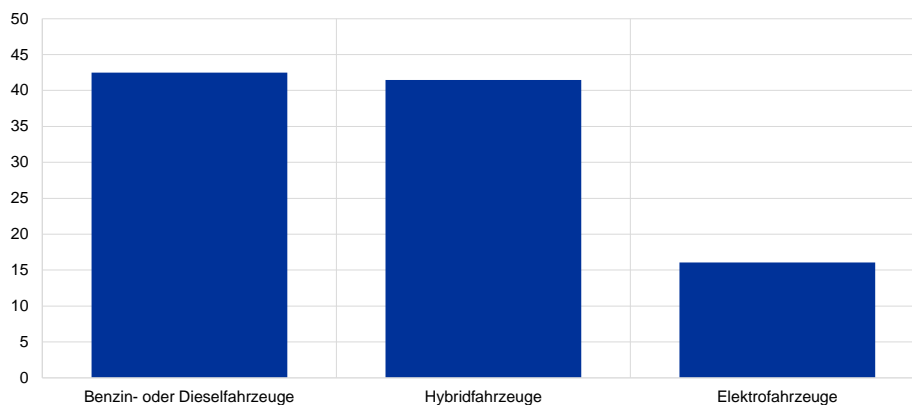
<sup>5</sup> Dabei ist zu beachten, dass diese Angaben sowohl Neuwagen als auch Gebrauchtwagen umfassen, wohingegen sich Abbildung A nur auf Pkw-Neuzulassungen bezieht.

## Abbildung D

### Geplante Art und bevorzugte Herkunft des Fahrzeugs

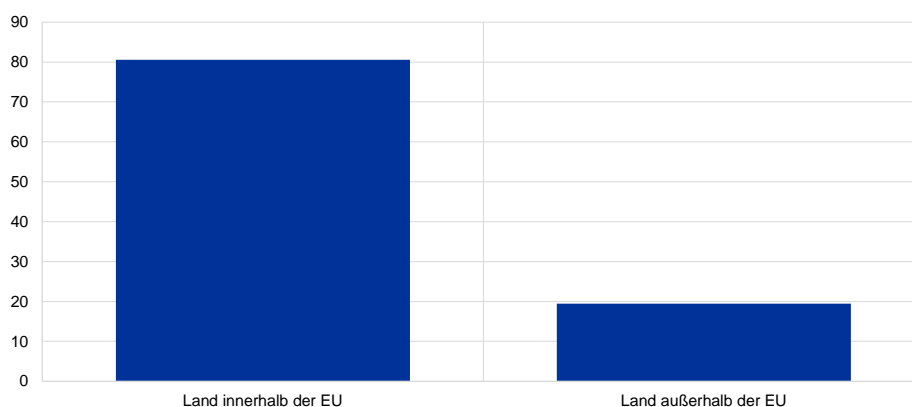
#### a) Bevorzugte Fahrzeugart

(in % der Befragten, die vorhaben, in den kommenden zwölf Monaten ein Auto zu kaufen)



#### b) Bevorzugte Herkunft

(in % der Befragten, die vorhaben, in den kommenden zwölf Monaten ein Auto zu kaufen)



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

Anmerkung: Die Angaben beruhen auf der CES-Umfrage vom Juli 2025. In Grafik a sind die Antworten auf die Frage „Welche Art von Fahrzeug planen Sie in den kommenden zwölf Monaten zu kaufen?“ dargestellt. Grafik b zeigt die Antworten auf die Frage: „Was wäre die bevorzugte Herkunft Ihres nächsten Fahrzeugs?“. Die Stichprobe umfasst in beiden Grafiken jeweils 2 293 Befragte.

**Mit Blick auf die Zukunft dürfte die Erholung der Pkw-Nachfrage im Euroraum angesichts der anhaltenden Herausforderungen schwach bleiben.** Die aus der CES-Umfrage vom Juli 2025 gewonnenen Daten zur Pkw-Nachfrage im Euroraum deuten darauf hin, dass die erhöhte wirtschaftliche und finanzielle Unsicherheit die künftigen Kaufentscheidungen bei Kraftfahrzeugen belasten dürfte. Dies gilt insbesondere für die Gruppe der einkommensschwachen Haushalte. Folglich könnte sich die Pkw-Nachfrage nur langsam erholen. Zugleich weist das begrenzte Interesse der privaten Haushalte an Elektrofahrzeugen darauf hin, dass der Übergang zur Elektrifizierung weiterhin schrittweise verlaufen dürfte.

## Literaturverzeichnis

De Santis, R. A. (2024), [Supply chain disruption and energy supply shocks: Impact on euro area output and prices](#), International Journal of Central Banking, Bd. 20, Nr. 2, S. 193-236.

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.

De Santis, R. A., Di Sano, M., Gunnella, V. und Neves, P. (2022), [Gründe für den Produktionsrückgang und den Preisanstieg im Kraftfahrzeugsektor](#), Kasten 2, EZB, Wirtschaftsbericht 7/2022.

## Evidenz zu Stellenwechseln am Arbeitsmarkt im Euroraum

Daniela Arlia, Clémence Berson und Agostino Consolo

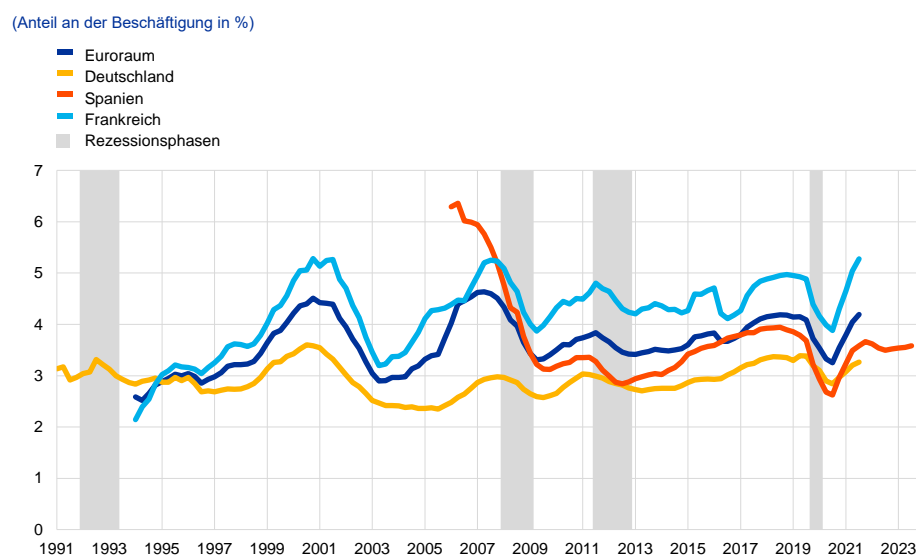
**Im vorliegenden Kasten werden Daten zur Übergangsrate zwischen Beschäftigungsverhältnissen (Job2Job-Übergangsrate) für die größten Länder des Euroraums vorgestellt. Diese neuen Daten ergänzen die gängigen Arbeitsmarktstatistiken.** In der Regel wechseln Beschäftigte ihre Stelle, weil sie einen Arbeitsplatz suchen, der ihren Qualifikationen besser entspricht (was die Produktivität steigert), oder sie ein höheres Gehalt bzw. bessere Konditionen (z. B. mit Blick auf Arbeitszeit, Arbeitsumfeld oder Pendelzeit) aushandeln können (Moscarini und Postel-Vinay, 2016, 2017; Hahn et al., 2017; Karahan et al., 2017). Steigt die Zahl von Stellenwechseln, so deutet dies darauf hin, dass Unternehmen Arbeitskräfte eher aus anderen Unternehmen abwerben als auf die Gruppe der Arbeitslosen oder Nichterwerbspersonen zurückzugreifen. Eine Analyse von Stellenwechseln kann die Beurteilung der verschiedenen Anpassungsmargen auf dem Arbeitsmarkt ergänzen und dazu beitragen, die Lohn- und Produktivitätsentwicklung zu messen (Berson et al., 2024; Lagarde, 2025). Vor diesem Hintergrund werden im Folgenden die Job2Job-Übergangsraten für eine Gruppe von Euro-Ländern sowie ein entsprechender Näherungswert für das Euroraum-Aggregat berechnet. Dies soll ein umfassenderes Bild von der Anspannung am Arbeitsmarkt ermöglichen, da diese Auswirkungen auf die Lohn- und Preissteigerung hat.

**Stellenwechsel lassen sich anhand umfangreicher Mikrodatensätze messen, die Arbeitgeber und Arbeitnehmer im Zeitverlauf miteinander verknüpfen.** Um die Bewegungen auf dem Arbeitsmarkt untersuchen zu können, bedarf es Daten, die Karrierewege nachzeichnen. Hierfür eignen sich Verwaltungsdaten, die auf Sozialversicherungsangaben beruhen. Sie ermöglichen eine repräsentative Stichprobe von Arbeitnehmern, deren berufliche Entwicklung über mehrere Jahrzehnte hinweg – in der Regel auf Basis ihres Geburtsdatums – nachverfolgt werden kann. In Verbindung mit Informationen über Unternehmen ermöglichen diese Verwaltungsdaten, Wechsel von einer Arbeitsstelle zu einer anderen sowie Bewegungen in den privaten Sektor hinein und aus diesem hinaus zu identifizieren. Verwaltungsdaten werden in erster Linie zu administrativen und operativen Zwecken (z. B. zur Verwaltung von Sozialversicherungsbeiträgen) erhoben. Deshalb benötigen Sozialversicherungsträger Zeit, um die Rohdaten zu erheben, zu validieren und zu verarbeiten und die anonymisierten Daten zu Forschungszwecken zugänglich zu machen. Aus diesem Grund sind diese Daten in der Regel nur mit zeitlicher Verzögerung verfügbar.

**Stellenwechsel werden durch die konjunkturelle Entwicklung beeinflusst und stellen eine ergänzende Messgröße für die Anspannung am Arbeitsmarkt dar.** Die Job2Job-Übergangsraten messen den Anteil von Arbeitnehmern, die von einem Quartal zum nächsten ihre Stelle wechseln, ohne dass sie zwischenzeitlich arbeitslos sind. Abbildung A zeigt die zyklische Entwicklung von Stellenwechseln.

Während eines Abschwungs haben die Arbeitnehmer schlechtere Chancen, eine andere Stelle zu finden, und bleiben tendenziell bei ihrem Arbeitgeber. Während eines Aufschwungs versuchen die Arbeitnehmer, beruflich aufzusteigen und wechseln ihre Stelle, um ein höheres Gehalt oder bessere Arbeitsbedingungen zu erzielen. Dies ist in allen drei Ländern – und damit auch für das Euroraum-Aggregat – zu beobachten, auch wenn der Anteil der Beschäftigten, die ihre Stelle wechseln, von Land zu Land unterschiedlich ist.

**Abbildung A**  
Job2Job-Übergangsraten in Deutschland, Spanien und Frankreich sowie Näherungswert für den Euroraum



Quellen: IAB, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, INSEE und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Stichprobe umfasst den Zeitraum 1991-2021 (Deutschland), 2006-2023 (Spanien) und 1994-2021 (Frankreich). Das Euroraum-Aggregat ist ein Näherungswert, der sich auf Basis der Datenverfügbarkeit aus den Werten für Deutschland und Frankreich (1994-2021) sowie Spanien (2006-2021) zusammensetzt. Die Rezessionsphasen wurden vom Euro Area Business Cycle Network des Centre for Economic Policy Research ermittelt. Die Job2Job-Übergangsrate misst den Anteil der Beschäftigten, die von einem Quartal zum anderen ohne Beschäftigungsunterbrechung ihren Arbeitgeber wechseln.

**Stellenwechsel hängen sowohl von den Merkmalen der Arbeitnehmer als auch von den Eigenschaften der Arbeitsplätze ab.** Neben den gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen wird die Möglichkeit eines Stellenwechsels durch die Verhandlungsmacht des Arbeitnehmers beeinflusst. Diese variiert je nach Beruf und Qualifikation. Auch Faktoren wie die Art des Beschäftigungsverhältnisses (in Vollzeit oder Teilzeit; unbefristet oder befristet), das Alter, das Bildungsniveau und die Beschäftigungsmöglichkeiten innerhalb des Unternehmens spielen eine Rolle. Abbildung B zeigt die Job2Job-Übergangsraten nach geringer und höher qualifizierten Beschäftigungsgruppen als Näherungswert für den Euroraum. Dabei zeigt sich, dass Arbeitnehmer mit geringer qualifizierter Tätigkeit eher dazu neigen, den Arbeitsplatz zu wechseln.<sup>1</sup> Dies trifft insbesondere seit Mitte der 2000er-Jahre

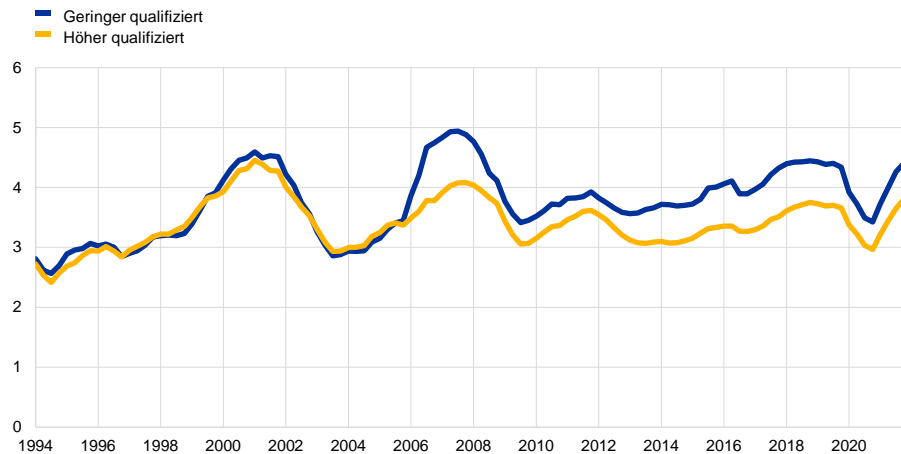
<sup>1</sup> Im vorliegenden Kasten werden Berufe anhand der Stellenbezeichnungen, die länderübergreifend und im Zeitverlauf harmonisiert wurden, als Tätigkeit mit geringerem und höherem Qualifikationsniveau eingestuft. Zu den Tätigkeiten mit geringerem Qualifikationsniveau zählen Arbeiter, Handwerker, Bürokräfte und Verkäufer (ISCO-08 4, 5, 7, 8, 9). Zu den Tätigkeiten mit höherem Qualifikationsniveau gehören Führungskräfte und akademische Berufe sowie Techniker und gleichrangige nichttechnische Berufe (ISCO-08 1, 2, 3).

zu, als europäische Länder begannen, umfassende Arbeitsmarktreformen umzusetzen.

### Abbildung B

#### Job2Job-Übergangsraten nach Beschäftigungsgruppen für das Euroraum-Aggregat

(Anteil an der Beschäftigung in %)



Quellen: IAB, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, INSEE und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Das Euroraum-Aggregat ist ein Näherungswert, der sich auf Basis der Datenverfügbarkeit aus den Werten für Deutschland und Frankreich (1994-2021) sowie Spanien (2006-2021) zusammensetzt. Die Job2Job-Übergangsrate misst den Anteil der Beschäftigten, die von einem Quartal zum anderen ohne Beschäftigungsunterbrechung ihren Arbeitgeber wechseln.

#### Die Evidenz deutet darauf hin, dass Arbeitskräfte mit geringer qualifizierter Tätigkeit mobiler sind und den Großteil der Fluktuation bei Stellenwechseln ausmachen.

Gemessen an allen beruflichen Tätigkeiten sind Arbeitskräfte mit geringer qualifizierter Tätigkeit in allen drei Ländern weiterhin die bestimmende Beschäftigungsgruppe beim Übergang zwischen Beschäftigungsverhältnissen (siehe Abbildung C). Die Mobilität bei beruflichen Tätigkeiten mit höherem Qualifikationsniveau ist deutlich geringer, auch wenn es zwischen den Ländern gewisse Unterschiede gibt. So belief sich der Beitrag dieser Gruppe zur Gesamtübergangsrate 2021 in Spanien lediglich auf 15 %, verglichen mit 34 % in Frankreich und 43 % in Deutschland. Diese Entwicklung spiegelt weitgehend die Zusammensetzung der Erwerbsbevölkerung in den drei Ländern wider, auch wenn der Anteil der höher qualifizierten Arbeitskräfte im Zeitverlauf stetig gestiegen ist. So hat sich der Anteil dieser Gruppe seit Mitte der 2000er-Jahre in Spanien um 5 Prozentpunkte und in Deutschland und Frankreich um jeweils 7 Prozentpunkte auf 20 %, 47 % bzw. 41 % im Jahr 2021 erhöht. Die Qualifikationsstruktur ist insofern von Bedeutung, als für die jeweiligen Arbeitnehmer unterschiedliche Lohnverhandlungsmechanismen (einschließlich Mindestlohnregelungen), Produktivitätsniveaus und alternative Beschäftigungsmöglichkeiten gelten. Dies alles hat neben branchenspezifischen Schocks Einfluss auf die Lohnverhandlungen. Eine steigende Job2Job-Übergangsrate signalisiert eine angespannte Arbeitsmarktlage. Für das gesamtwirtschaftliche Lohnwachstum ist dabei insbesondere der Anteil der Beschäftigten in geringer qualifizierter Tätigkeit ausschlaggebend, da dieser den Verlauf der Lohn-Phillips-Kurve maßgeblich beeinflusst (Abritti und Consolo, 2024; Afrouzi et al., 2024).

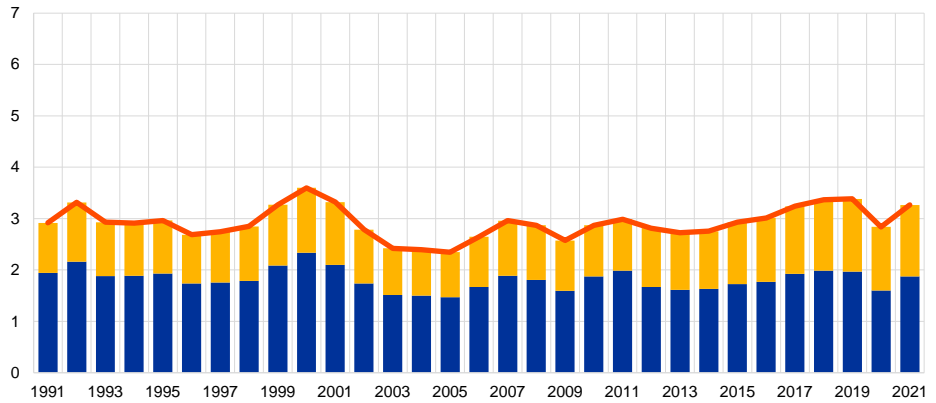
### Abbildung C

Beitrag verschiedener Beschäftigungsgruppen zu den Job2Job-Übergangsraten in Deutschland, Spanien und Frankreich

#### a) Deutschland

(Anteil an der Beschäftigung in %)

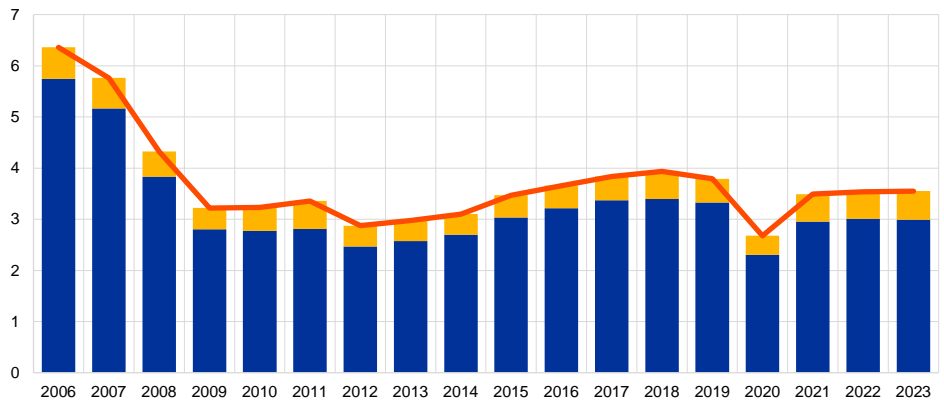
- Geringer qualifiziert
- Höher qualifiziert
- Job2Job-Übergangsrate insgesamt



#### b) Spanien

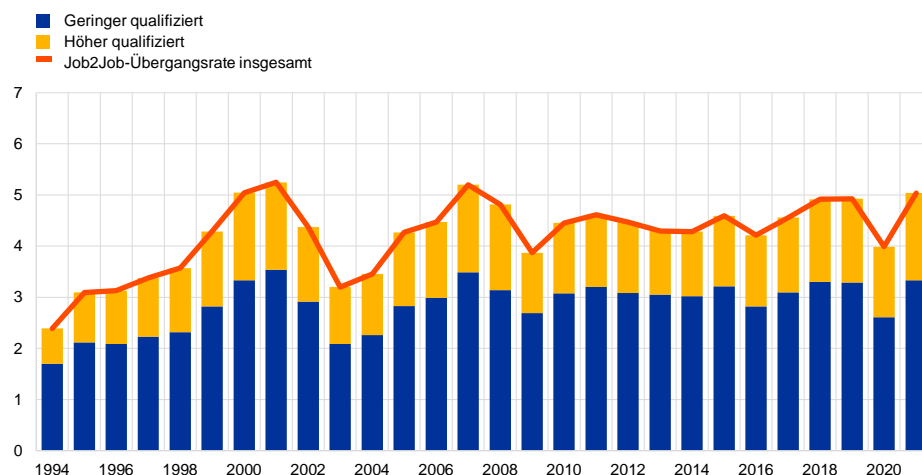
(Anteil an der Beschäftigung in %)

- Geringer qualifiziert
- Höher qualifiziert
- Job2Job-Übergangsrate insgesamt



### c) Frankreich

(Anteil an der Beschäftigung in %)



Quellen: IAB, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, INSEE und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Stichprobe umfasst den Zeitraum 1991-2021 (Deutschland), 2006-2023 (Spanien) und 1994-2021 (Frankreich). Die Jahresdaten werden als einfacher Quartalsdurchschnitt berechnet.

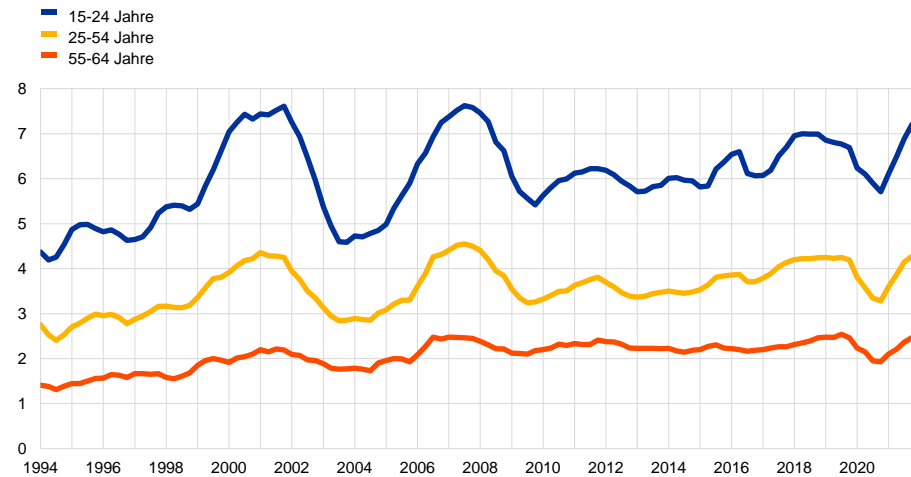
#### Die Alterung der Erwerbsbevölkerung im Euroraum dürfte sich negativ auf die Job2Job-Übergangsrate auswirken.

Die Erwerbspersonen im Euroraum werden älter (Berson und Botelho, 2023). Grund hierfür sind niedrigere Geburtenraten, eine höhere Lebenserwartung und ein höheres Renteneintrittsalter infolge von Reformen der Alterssicherung. Am Anfang ihres Berufslebens steigen Arbeitnehmer in der Regel beruflich auf. Dabei sammeln sie Erfahrungen vor allem durch Arbeitgeberwechsel. Infolgedessen weisen jüngere Jahrgänge tendenziell höhere Übergangsraten auf als ältere (siehe Abbildung D). Darin spiegelt sich auch der duale Charakter des Arbeitsmarkts wider: Junge Arbeitskräfte haben eher befristete oder saisonale Arbeitsverträge, was zu einem häufigeren Stellenwechsel führt. So liegt die Häufigkeit eines Stellenwechsels bei 15- bis 24-jährigen Arbeitskräften in Frankreich und Deutschland etwa 2 bis 3 Prozentpunkte höher als bei 25- bis 54-Jährigen. In Spanien ist sie bis zu 6 Prozentpunkte höher. Angesichts des relativ geringen Anteils junger Arbeitskräfte an der Gesamtbeschäftigung ist ihr Anteil an der insgesamt verzeichneten Job2Job-Übergangsrate jedoch begrenzt. In Spanien beläuft er sich auf 8 %, in Deutschland auf 11 % und in Frankreich auf 20 %. Weniger mobil als andere Altersgruppen sind dagegen Arbeitnehmer im Alter von 55 bis 64 Jahren. Ihr Anteil an der gesamten Übergangsrate ist nach wie vor niedriger als jener der Arbeitnehmer im Alter von 25 bis 54 Jahren. Allerdings ist er im Zeitverlauf gestiegen.

## Abbildung D

### Job2Job-Übergangsraten nach Altersgruppen für das Euroraum-Aggregat

(Anteil an der Beschäftigung in %)



Quellen: IAB, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, INSEE und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Das Euroraum-Aggregat ist ein Näherungswert, der sich auf Basis der Datenverfügbarkeit aus den Werten für Deutschland und Frankreich (1994-2021) sowie Spanien (2006-2021) zusammensetzt. Die Job2Job-Übergangsraten misst den Anteil der Beschäftigten, die von einem Quartal zum anderen ohne Beschäftigungsunterbrechung ihren Arbeitgeber wechseln.

**Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass Job2Job-Übergangsraten trotz gewisser Einschränkungen aufschlussreiche Indikatoren für die Beurteilung der Anspannung am Arbeitsmarkt darstellen.** Verwaltungsdaten liefern umfangreiche Informationen zur Messung der Bewegungen auf dem Arbeitsmarkt. Zwar liegen diese Daten erst mit zeitlicher Verzögerung vor, doch bilden sie den Übergang zwischen Beschäftigungsverhältnissen umfassend ab. Eine Echtzeitaktualisierung lässt sich jedoch erreichen, indem man die Verwaltungsdaten mit der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen verbindet, die Informationen zum Erwerbsstatus der Befragten enthält (Dias da Silva et al., 2022).

## Literaturverzeichnis

Abbritti, M. und Consolo, A. (2024), [Labour market skills, endogenous productivity and business cycles](#), European Economic Review, Bd. 170, November.

Afrouzi, H., Blanco, A., Drenik, A. und Hurst, E. (2024), [A Theory of How Workers Keep Up With Inflation](#), Working Paper des NBER, Nr. 33233.

Berson, C., Botelho, V., Dias da Silva, A., Foroni, C., Mohr, M., Schroeder, C. und Weißler, M. (2025), [Wie lässt sich die Widerstandsfähigkeit des Arbeitsmarkts im Euroraum von 2022 bis 2024 erklären?](#), EZB, Wirtschaftsbericht 8/2024.

Berson, C. und Botelho, V. (2023), [Record labour participation: workforce gets older, better educated and more female](#), Der EZB-Blog, 8. November.

Berson, C. und Busson, E. (2023), [Job-to-job flows and wage dynamics](#), Eco Notepad, Banque de France, April.

Dias da Silva, A., Rusinova, D. und Weißler, M. (2022), [Arbeitsmarkterholung im Euro-Währungsgebiet: Erkenntnisse aus der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen](#), Kasten 6, EZB, Wirtschaftsbericht 2/2022.

Hahn, J. K., Hyatt, H. R., Janicki, H. P. und Tibbetts, S. R. (2017), [Job-to-Job Flows and Earnings Growth](#), American Economic Review, Bd. 107, Nr. 5, S. 358-363.

Karahan, F., Michaels, R., Pugsley, B., Sahin, A. und Schuh, R. (2017), [Do Job-to-Job Transitions Drive Wage Fluctuations over the Business Cycle?](#), American Economic Review, Bd. 107, Nr. 5, S. 353-357.

Lagarde, C. (2025), [Beyond hysteresis: resilience in Europe's labour market](#), Einleitende Worte zur Podiumsdiskussion beim jährlichen Economic Policy Symposium der Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, 23. August.

Moscarini, G. und Postel-Vinay, F. (2016), Wage posting and business cycles: A quantitative exploration, Review of Economic Dynamics, Bd. 19, S. 135-160.

Moscarini, G. und Postel-Vinay, F. (2017), [The Relative Power of Employment-to-Employment Reallocation and Unemployment Exits in Predicting Wage Growth](#), American Economic Review, Bd. 107, Nr. 5, S. 364-368.

## 5 Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen

Friderike Kuik, Richard Morris, Moreno Roma und Michal Slavík

Im vorliegenden Kasten werden die Ergebnisse zusammengefasst, die die EZB aus dem jüngsten Dialog mit Vertreterinnen und Vertretern von 71 führenden nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum gewinnen konnte. Die Umfrage fand im Zeitraum vom 29. September bis zum 9. Oktober 2025 statt.<sup>1</sup>

**Die befragten Unternehmen meldeten eine leichte Verbesserung der Geschäftslage, die allerdings weiterhin nur einer geringfügigen Belebung der Wirtschaftstätigkeit gleichkam (siehe Abbildung A und B).** Die Produktion im verarbeitenden Gewerbe wurde nach wie vor durch die Zölle, die Unsicherheit, die Herausforderungen hinsichtlich der Wettbewerbsfähigkeit und das relativ verhaltene Wachstum der Ausgaben für Konsumgüter belastet. Hier wird kurzfristig auch kaum eine Verbesserung erwartet. Bei der Bautätigkeit war jedoch allmählich eine Trendwende zu erkennen. Zudem meldeten viele der befragten Unternehmen im Dienstleistungssektor ein gutes oder recht gutes Wachstum, das sie vor allem auf die Konsumausgaben für Dienstleistungen im Tourismus und im Gastgewerbe sowie auf Investitionen in Software, Datenlösungen und künstliche Intelligenz (KI) zurückführten.

---

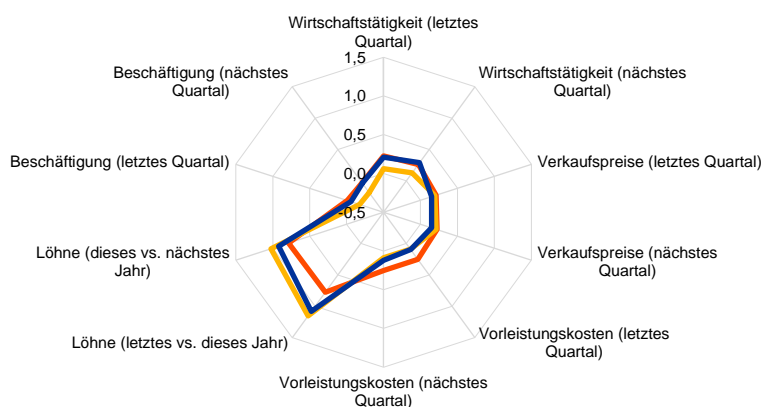
<sup>1</sup> Nähere Informationen zu Art und Zweck dieses Dialogs finden sich in Elding, Morris und Slavík (2021).

## Abbildung A

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

(Durchschnitt der von den Fachleuten der EZB vergebenen Werte)

- Aktuelle Befragung
- Vorherige Befragung
- Historischer Durchschnitt



Quelle: EZB.

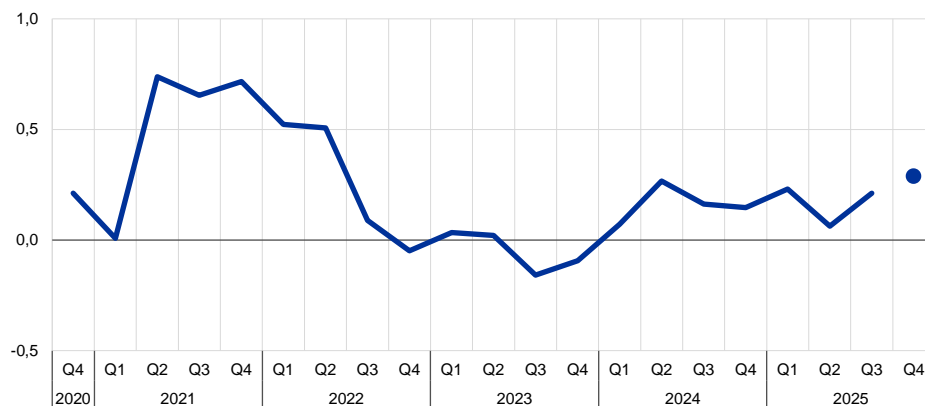
Anmerkung: Die Werte spiegeln wider, wie die Fachleute der EZB die Antworten der befragten Unternehmen zur vierteljährlichen Entwicklung der Wirtschaftstätigkeit (Umsatz, Produktion, Auftragslage), der Vorleistungskosten (Material-, Energie-, Transportkosten usw.) und der Verkaufspreise sowie die Antworten 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 dritte und „nächstes Quartal“ auf das vierte Quartal 2025. Bei der vorherigen Befragung beziehen sich die Begriffe auf das zweite bzw. dritte 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.

### Das Wachstum der Konsumausgaben blieb trotz steigender Realeinkommen insgesamt schwach, allerdings gab es auch einige Lichtblicke. Der Einzelhandel meldete nur ein moderates Wachstum. Die meisten Verbraucherinnen und Verbraucher waren nach wie vor vorsichtig und preissensibel, was eher den preisgünstigeren Marken zugutekam. Im Bekleidungseinzelhandel waren indes eher konservative und zeitlose Kleidungsstücke und weniger die neuesten Modetrends gefragt. Insbesondere der Bekleidungseinzelhandel sah sich mit zunehmender Konkurrenz durch den internationalen E-Commerce konfrontiert. Steigende Einkaufsabbrüche im Onlinehandel („Cart Abandonment“) wurden zudem als Hinweis auf eine größere Kaufzurückhaltung der Verbraucherinnen und Verbraucher genannt. Die Pkw-Nachfrage stagnierte, weil weiterhin regulatorische Unsicherheit herrschte und nach wie vor deutlich weniger Elektrofahrzeuge erworben wurden, als es zur Erreichung der Emissionsreduktionsziele nötig wäre. Erfreulicher war dagegen die Entwicklung bei den Herstellern von Haushaltsgeräten und Unterhaltungselektronik, die die Wirtschaftstätigkeit als „etwas besser“ oder „weitgehend positiv“ einschätzten. Zudem erklärten die befragten Unternehmen aus dem Tourismus, dem Gastgewerbe und dem Unterhaltungssektor, dass die Wirtschaftstätigkeit in ihren Sektoren im Verlauf des Sommers stark zugenommen habe (insbesondere in Südeuropa) und sie nach wie vor mit guten Aussichten rechneten.

## 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 Ausrüstungsinvestitionen blieben verhalten, wohingegen die Ausgaben für Digitalisierung und KI stark stiegen.

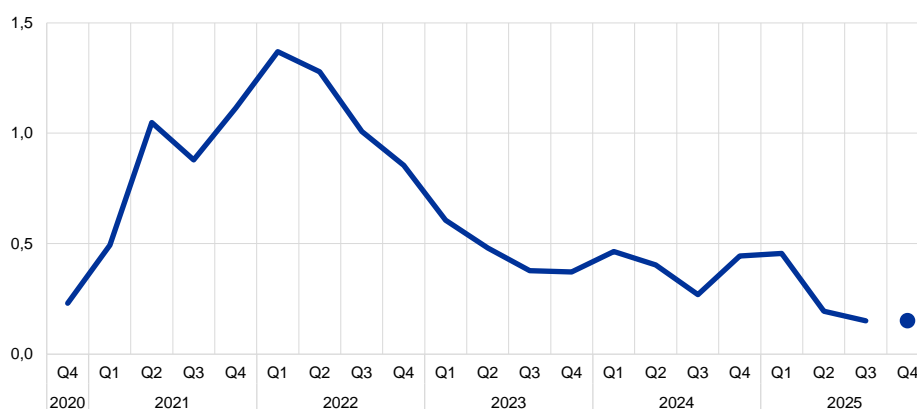
Die weitverbreitete geopolitische und politische Unsicherheit, die Zölle und die hohen oder steigenden regulatorischen Kosten und Arbeitskosten belasteten nach Auskunft der Unternehmen die Sachinvestitionen. Investitionsentscheidungen wurden tendenziell eher verschoben, und die Unternehmen tätigten lieber kleinere, schrittweise steigende als einzelne größere Investitionen. Viele der befragten Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe äußerten sich frustriert über die Belastung durch regulatorische Bestimmungen im Bereich Umwelt, Soziales und Governance und verwiesen auf die verstärkte Marktdurchdringung durch asiatische (insbesondere chinesische) Mitbewerber, die von deutlich niedrigeren Gesamtkosten profitierten. Eine Zunahme der Wirtschaftstätigkeit an den Wohnimmobilienmärkten schlug sich in einer – wenn auch sehr langsamen – Belebung im Baugewerbe nieder. Dagegen investierten viele Unternehmen massiv in digitale Infrastruktur, was zu einem starken Anstieg der Nachfrage nach Software und Datenbanken, insbesondere Cloud-Lösungen, sowie KI führte. Dies war vor allem der Notwendigkeit geschuldet, effizienter zu werden, Geschäftsmodelle umzugestalten und wettbewerbsfähig zu bleiben. Die Anbieter derartiger Dienstleistungen gaben auch an, dass diese Investitionen bei Unternehmen aus dem Finanz- und dem öffentlichen Sektor besonders hoch gewesen seien. Gleichzeitig wurden die Geschäftsmodelle traditioneller Beratungsunternehmen durch den zunehmenden Einsatz von KI allmählich mehr und mehr beeinträchtigt.

**Die Beschäftigungsaussichten blieben relativ gedämpft.** Die Rückmeldungen deckten sich mit einer im Schnitt leicht sinkenden Beschäftigtenzahl. Damit war das Bild weniger negativ als noch vor drei Monaten. Der Beschäftigungsrückgang konzentrierte sich in erster Linie auf die Sektoren Vorleistungsgüter und Automobile, worin sich die anhaltenden Herausforderungen widerspiegelten, mit denen diese Sektoren konfrontiert waren. Abgesehen davon war die Beschäftigungslage

überwiegend stabil, wobei die stärker wachsenden Sektoren und Länder gewisse Zuwächse verzeichnen konnten. Die Arbeitsvermittlungsagenturen meldeten nach wie vor ein schwieriges Umfeld. Bei befristeten Arbeitsverhältnissen schien sich die Lage auf niedrigem Niveau zu stabilisieren. Bei den unbefristeten Beschäftigungsverhältnissen waren die Stellenvermittlungen indes weiterhin rückläufig, da die Unternehmen Neueinstellungen verschoben und Zeitarbeitslösungen bevorzugten. Nach Angaben der befragten Unternehmen waren die Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer zudem weniger bereit, ihren Arbeitsplatz zu wechseln, da die angebotenen Gehälter nicht mehr ihren Erwartungen entsprachen.

### Abbildung C Einschätzungen der aktuellen und zukünftigen Preisentwicklung

(Durchschnitt der von den Fachleuten der EZB vergebenen Werte)



Quelle: EZB.

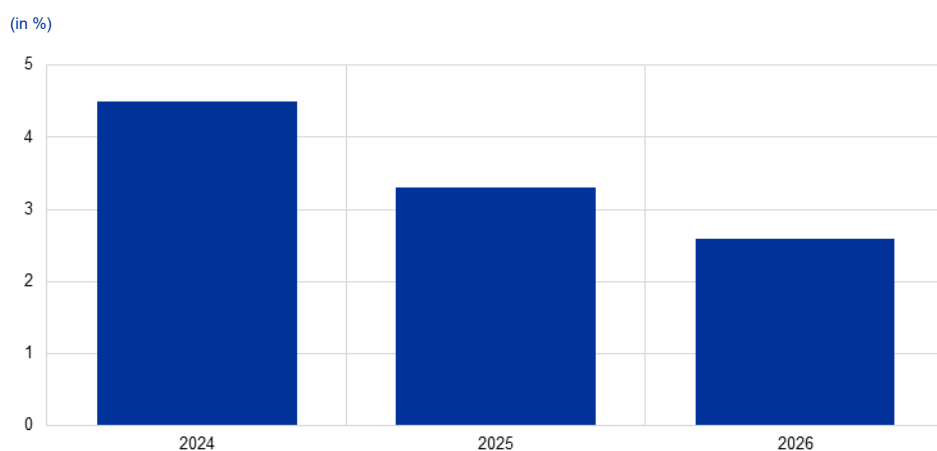
Anmerkung: Die Werte spiegeln wider, wie die Fachleute der EZB die Antworten der befragten Unternehmen zur vierteljährlichen Entwicklung der Verkaufspreise durchschnittlich einschätzen. Die Skala reicht von -2 (deutlicher Rückgang) bis +2 (deutlicher Anstieg). Ein Wert von 0 bedeutet keine Veränderung.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

**Die befragten Unternehmen meldeten für die vergangenen Monate eine weitere leichte Abschwächung der Dynamik der Verkaufspreise (siehe Abbildung A und C).** Ursächlich hierfür war in erster Linie der sich abschwächende Preisauftrieb im Dienstleistungssektor. Dieser war auf eine leichte Mäßigung des Preisanstiegs in arbeitsintensiven Sektoren wie dem Gastgewerbe, auf die Verschärfung des Wettbewerbsdrucks im Telekommunikationssektor und auf drastisch fallende Preise für Transport- und zugehörige Logistikdienstleistungen zurückzuführen. Lebensmitteleinzelhändler und Nahrungsmittelproduzenten gaben überwiegend an, dass die Preise angehoben worden seien, um die gestiegenen Kosten weiterzugeben, die teilweise den Auswirkungen des Klimawandels und der damit verbundenen Regulierung geschuldet waren. Für die kommenden Monate wurde jedoch ein langsamerer Anstieg der Nahrungsmittelpreise erwartet. Der Einzelhandel ohne Nahrungsmittel und die Hersteller von Konsumgütern meldeten unterdessen stagnierende oder nur sehr geringfügig steigende Preise, da die Nachfrage weiterhin relativ schwach war und die Verbraucherinnen und Verbraucher stark auf die Preise schauten. Andere Bereiche des verarbeitenden Gewerbes verzeichneten weitgehend unveränderte oder sinkende Preise. Als Gründe hierfür nannten sie die geringe Nachfrage, die Überkapazitäten und den zunehmenden Importwettbewerb (teilweise ausgelöst durch die Umlenkung der Handelsströme aufgrund der höheren

US-Zölle). Daher meldeten die meisten Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe auch stabile oder rückläufige Vorleistungskosten für Rohstoffe und Komponenten.

**Die befragten Unternehmen blieben bei der Einschätzung, 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. Beide Zahlen sind gegenüber der vorherigen Umfrage unverändert. Für 2026 erwarten sie eine weitere Abnahme des Lohnwachstums auf 2,6 %; diese Angabe liegt 0,2 Prozentpunkte unter der in der vorherigen Umfrage.

**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 61, 66 bzw. 61 befragten Unternehmen.

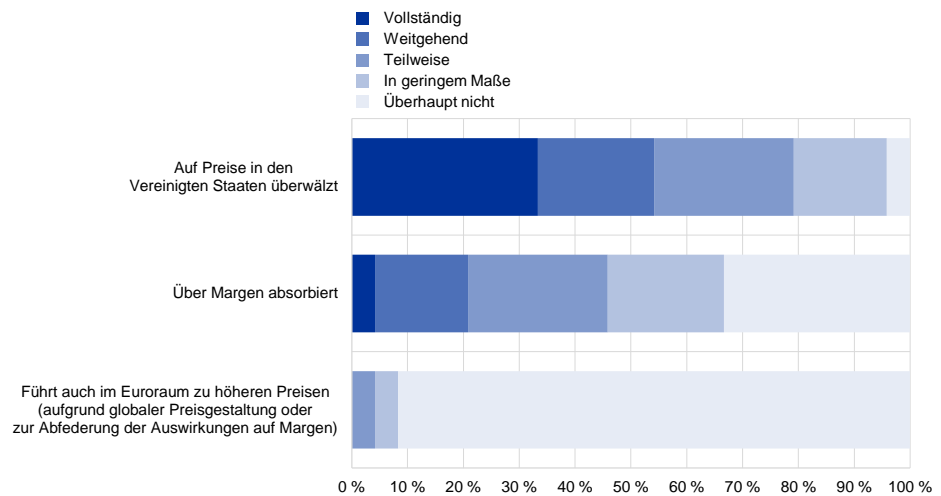
**Die Reaktionen auf das Handelsabkommen zwischen der EU und den Vereinigten Staaten fielen uneinheitlich aus. Die Auswirkungen auf die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum und auf die Erzeugerpreise wurden nach wie vor als negativ eingestuft.** Einige der befragten Unternehmen begrüßten das Handelsabkommen zwischen der EU und den USA als vernünftigen Kompromiss. Viele betonten jedoch, dass nach wie vor Unsicherheit herrsche, da die Einzelheiten weiterhin unklar seien, weitere Änderungen vorgenommen werden könnten und noch Abkommen mit anderen großen Volkswirtschaften ausstünden. Die Auswirkungen auf die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum wurden als negativ eingestuft, nicht nur aufgrund eines Rückgangs der Exporte in die Vereinigten Staaten, sondern auch angesichts des verstärkten Importwettbewerbs, da der EU-Markt am stärksten von der Umlenkung der Handelsströme betroffen sei. Die meisten der befragten Unternehmen in vorgelagerten Branchen des verarbeitenden Gewerbes bezeichneten die Auswirkungen der US-Zölle auf die Erzeugerpreise im Euroraum daher als negativ. In der Konsumgüterbranche und im Einzelhandel wurde dagegen überwiegend noch kein derartiger Abwärtsdruck auf die Preise festgestellt. Dies deutet darauf hin, dass sich das Handelsabkommen bislang nur geringfügig oder gar nicht auf die Endverbraucherpreise im Euroraum ausgewirkt haben dürfte. Die Rückmeldungen der befragten Unternehmen, die Waren in die Vereinigten

Staaten exportieren, legten unterdessen den Schluss nahe, dass die Zollkosten größtenteils an die US-Verbraucherinnen und -Verbraucher weitergegeben wurden, ein erheblicher Teil jedoch auch über einen Rückgang der Margen absorbiert wurde (siehe Abbildung E). Den Angaben der Unternehmen zufolge gab es kaum direkte Übertragungseffekte auf die Preise im Euroraum (über die globale Preisgestaltung oder zur Abfederung der Auswirkungen auf die Margen).

### Abbildung E

#### Preisreaktionen der Exportunternehmen aus dem Euroraum auf die Anhebung der US-Zölle

(Anteil der Umfrageteilnehmer in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Abbildung spiegelt wider, wie die Fachleute der EZB die Antworten einer Teilstichprobe von 28 Unternehmen, die Waren in die Vereinigten Staaten exportieren, auf folgende Frage auslegen: „In welchem Ausmaß werden höhere US-Zölle a) über höhere Preise an die Verbraucher in den Vereinigten Staaten weitergegeben, b) über einen Rückgang der Margen absorbiert und c) auch höhere Preise im Euroraum zur Folge haben (aufgrund der globalen Preisgestaltung oder zur Abfederung der Auswirkung auf die Margen)?“

### Literaturverzeichnis

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

## Die unterschiedliche Entwicklung der Disinflation bei Positionen mit trägen und mit flexiblen Preisen

Christian Höynck, Elisabeth Wieland und Lourdes María Zulli Gandur

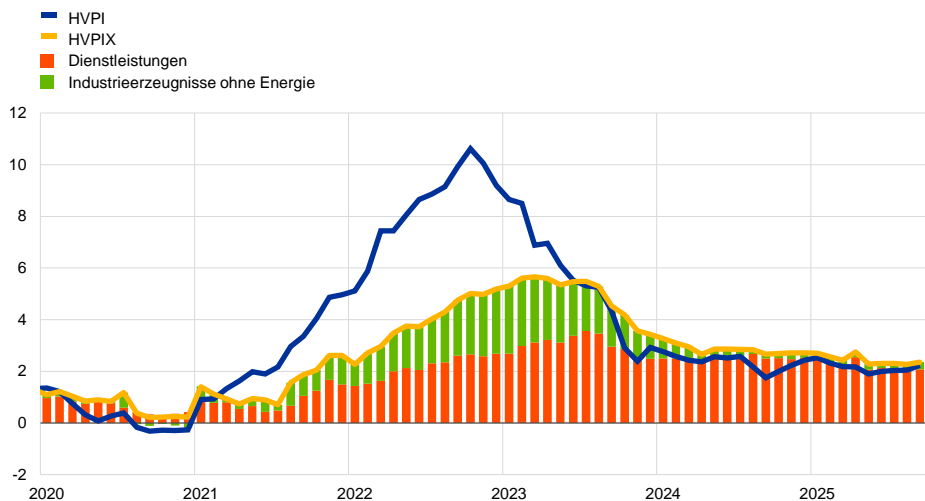
**Die Kerninflation im Euroraum ist seit ihrem Höchststand im Jahr 2023 merklich gesunken, bleibt aber erhöht. Zurückzuführen ist dies vor allem auf den persistenten Preisauftrieb bei den Dienstleistungen.** Die

Jahresänderungsrate des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) ist erheblich zurückgegangen, und zwar von 5,7 % im März 2023 auf 2,4 % im September 2025. Allerdings liegt sie seit mehr als zwei Jahren deutlich über der Gesamtinflationsrate, was ihre Trägheit unterstreicht (siehe Abbildung A). Innerhalb des HVPIX ist die Teuerung bei Dienstleistungen nach wie vor erhöht, während sie bei Industrieerzeugnissen ohne Energie bereits wieder den vor der Pandemie verzeichneten Durchschnittswert erreicht hat. Im vorliegenden Kasten wird anhand von Mikropreisdaten zur Häufigkeit von Preisanpassungen untersucht, welche Rolle Positionen mit trägen bzw. flexiblen Preisen beim jüngsten Rückgang des HVPIX jeweils gespielt haben.

### Abbildung A

#### Entwicklung der am HVPI und am HVPIX gemessenen Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2025.

**Anhand von Mikropreisdaten lassen sich bei den Teilkomponenten der Inflation Positionen mit trägen und mit flexiblen Preisen unterscheiden, je nachdem, wie häufig die Preise geändert werden.** In Bezug auf die Vereinigten

Staaten haben Bryan und Meyer (2010) herausgearbeitet, dass ein Sticky-Price-Indikator (also ein Indikator, der die trägen Positionen enthält) die persistente und allgemeine Preisentwicklung eher erfassen dürfte als ein Flexible-Price-Indikator (der die flexiblen Preise abbildet). Begründet wird dies damit, dass Unternehmen, die ihre Preise selten ändern, der erwarteten künftigen Preisentwicklung unter Umständen

eine größere Bedeutung beimessen.<sup>1</sup> Wir greifen daher auf die jüngsten von Gautier et al. (2024) gewonnenen Erkenntnisse aus Mikropreisdaten zurück, um Messgrößen für Kerninflationspositionen mit trägen und mit flexiblen Preisen für den Euroraum zu konstruieren. Die Autorinnen und Autoren führen in Bezug auf die Niedriginflationsphase 2011-2019 für elf Länder des Euroraums Häufigkeiten von Preisanpassungen auf Produktebene auf. Dabei werden rund 60 % des HVPI-Warenkorbs des Euroraums abgedeckt.<sup>2</sup> Unsere Analyse für den Euroraum basiert auf 72 HVPIX-Positionen gemäß der Klassifikation der Verwendungszwecke des Individualverbrauchs (COICOP) auf der vierstelligen Gliederungsebene. Unter Verwendung der Querschnittsstatistiken von Gautier et al. (2024) zur Häufigkeit (für die wir für den Zeitraum 2011-2019 den Durchschnitt gebildet haben) stufen wir die Preise einer Position als träge ein, wenn die Häufigkeit der Preisänderungen dem Median der Häufigkeit bei allen HVPIX-Positionen entspricht oder darunter liegt. Für den Euroraum beträgt dieser Median 7,3 %. Das bedeutet, dass sich in einem typischen Monat nur bei 7,3 % der Produkte im HVPIX-Warenkorb die Preise gegenüber dem Vormonat ändern. Nach diesem Kriterium werden die Preise von 39 HVPIX-Positionen als träge und die Preise der restlichen 33 Positionen als flexibel klassifiziert.<sup>3</sup> Unter Beibehaltung dieser konstanten Zusammensetzung im Zeitverlauf werden die entsprechenden Indizes anschließend durch Aggregation der Kerninflationspositionen mit trägen und flexiblen Preisen abgeleitet. Dabei kommt das beim HVPI angewandte Verfahren der Verkettung und jährlichen Gewichtung zum Einsatz.

**Bei den Kerninflationspositionen mit trägen Preisen hat sich die Teuerung im Euroraum nur allmählich verringert, während sie sich bei den entsprechenden Positionen mit flexiblen Preisen wieder dem Vorpandemiedurchschnitt angenähert hat.** Die am gewichteten Mittelwert der HVPI-Positionen mit trägen Preisen gemessene Kerninflation zeigte sich in den letzten Monaten relativ persistent und bewegte sich um 3,6 % (siehe Abbildung B, Grafik a). Dagegen setzte der Inflationsrückgang bei den Positionen mit flexiblen Preisen (hier entwickelt sich die Teuerung volatiler und war während des Inflationsschubs stark gestiegen) früher

<sup>1</sup> Die Federal Reserve Bank of Atlanta veröffentlicht regelmäßig einen [Sticky-Price Consumer Price Index \(CPI\)](#) für die Vereinigten Staaten. Die Deutsche Bundesbank (2025) verwendet im Zusammenhang mit den Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation in Deutschland ebenfalls einen Sticky-Price-Indikator, der auf den VPI-Mikropreisdaten für Deutschland basiert. Bodnár et al. (2025) zeigen, dass die Positionen, deren Preise nur jährlich angepasst werden, nach wie vor maßgeblich für die Persistenz der Dienstleistungsinflation im Euroraum sind.

<sup>2</sup> Die Datenreihen und Replikationsdateien von Gautier et al. (2024) sind auf der Website [openICPSR](#) abrufbar. Die Autorinnen und Autoren berechnen Häufigkeitsstatistiken auf der fünfstelligen COICOP-Ebene für den Euroraum mit konstanten Ländergewichten (Durchschnittswerte von 2017-2019). Auf dieser Grundlage leiten wir die Häufigkeiten von Preisänderungen im Euroraum (einschließlich Rabattaktionen) ab, indem wir einen einfachen Durchschnitt auf der vierstelligen COICOP-Ebene bilden. Bei der Ableitung des Medians der Häufigkeit wird die gleiche Regel angewandt wie bei Gautier et al. So werden nur die Positionen berücksichtigt, bei denen Daten für mindestens drei der vier größten Euro-Länder (Deutschland, Spanien, Frankreich und Italien) vorliegen. Die übrigen Positionen werden aus den Daten der verfügbaren Länder abgeleitet.

<sup>3</sup> Von den 39 Kerninflationspositionen mit trägen Preisen sind 8 den Industrieerzeugnissen ohne Energie und 31 den Dienstleistungen zuzuordnen. Unter den 33 Kerninflationspositionen mit flexiblen Preisen befinden sich 25, die zu den Industrieerzeugnissen ohne Energie und 8, die zu den Dienstleistungen zählen. Beispiele für Positionen mit trägen Preisen, die ein relativ hohes Gewicht aufweisen, sind: „Restaurants, Cafés und Ähnliches“, „Wartung und Reparatur von Fahrzeugen“, „Dienstleistungen sozialer Einrichtungen“, „Andere medizinische Erzeugnisse“, „Therapeutische Geräte und Ausrüstungen“. Die größten Positionen mit flexiblen Preisen sind „Tatsächliche Mietzahlungen“, „Personenkraftwagen“, „Beherbergungsdienstleistungen“, „Bekleidung“ sowie „Möbel und Einrichtungsgegenstände“.

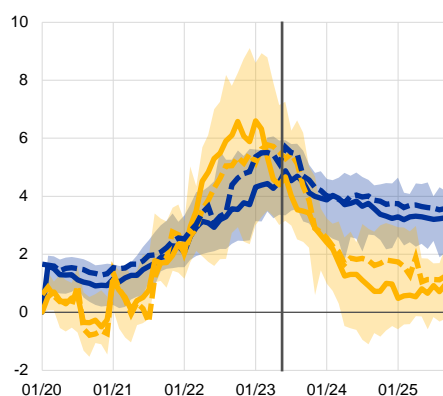
ein. Die entsprechende Rate hat sich inzwischen wieder dem vor der Pandemie verzeichneten Niveau angenähert und lag im September 2025 bei 1,2 %. Hier war auch eine stärkere zeitliche Vorverlagerung von Preisanpassungen zu beobachten: Bei 85 % der betreffenden Positionen wurde der Höchststand der Teuerung vor März 2023 (dem Zeitpunkt, zu dem die HVPIX-Inflation ihren Höchststand erreichte) verzeichnet. Im Vergleich dazu hatte die Teuerung der Kerninflationspositionen mit trägen Preisen bis dahin lediglich bei 41 % der Positionen ihren Höchststand erreicht.

**Abbildung B**  
**Preisentwicklung bei HVPIX-Positionen mit trägen und flexiblen Preisen**

a) Verteilung der jährlichen Preisänderungen bei HVPIX-Positionen mit trägen und flexiblen Preisen  
 b) Beitrag der Positionen mit trägen und flexiblen Preisen zur Inflation bei Industrieerzeugnissen ohne Energie und bei Dienstleistungen

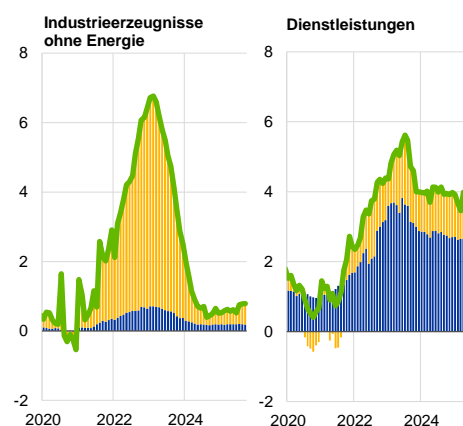
(Veränderung gegen Vorjahr in %)

■ Träge Kerninflationspositionen - Median  
▒ Träge Kerninflationspositionen - gewichteter Mittelwert  
■ Flexible Kerninflationspositionen - Median  
▒ Flexible Kerninflationspositionen - gewichteter Mittelwert



(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)

■ Inflationsrate  
■ Träge Kerninflationspositionen  
■ Flexible Kerninflationspositionen



Quellen: Eurostat, Gautier et al. (2024) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „Träge Kerninflationspositionen“ bezieht sich auf 39 und „Flexible Kerninflationspositionen“ auf 33 HVPIX-Positionen auf der vierstelligen COICOP-Ebene. Der gewichtete Mittelwert der trägen und flexiblen Positionen basiert auf den jeweiligen HVPI-Gewichten. Der Median wird auf Basis der jährlichen Inflationsraten aller Positionen in jeder Unterkategorie berechnet. Die schattierten Bereiche stellen die Bandbreite der jährlichen Raten dar (25. bis 75. Perzentil). Die vertikale graue Linie in Grafik a markiert den Höchstwert der HVPIX-Inflation (März 2023). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2025.

**Der sprunghafte Anstieg der Teuerungsrate bei Industrieerzeugnissen ohne Energie war auf Waren mit flexiblen Preisen zurückzuführen. Dagegen spiegelt die Persistenz der Dienstleistungsinflation sowohl die Beiträge der Positionen mit trägen wie auch jener mit flexiblen Preisen wider (siehe Abbildung B, Grafik b).** Bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie war der kräftige Preisanstieg im Zeitraum von 2021 bis 2023 in erster Linie durch Positionen mit flexiblen Preisen bedingt. Später kam es dann zu einem Preiseinbruch, sodass die Inflation bei Industrieerzeugnissen ohne Energie wieder auf einen niedrigen Stand fiel. Aktuell liegt sie relativ stabil auf moderatem Niveau. Bestimmt wird sie derzeit hauptsächlich von Positionen mit flexiblen Preisen wie „Bekleidung“ und „Schuhe“, während die Beiträge von Positionen mit trägen Preisen bereits wieder ihren Vorpandemiedurchschnitt erreicht haben. Dagegen ist die Teuerung bei den Dienstleistungen nach wie vor erhöht, da sich die Positionen mit trägen Preisen als sehr persistent erweisen: Ihre Beiträge sind seit Jahresbeginn 2025 nur geringfügig

zurückgegangen (von 2,7 Prozentpunkten auf 2,5 Prozentpunkte), während die Beiträge der Positionen mit flexiblen Preisen kräftiger gesunken sind (von 1,2 Prozentpunkten auf 0,7 Prozentpunkte).<sup>4</sup> Die aktuelle Persistenz der Teuerung bei Dienstleistungspositionen mit trägen Preisen steht im Einklang mit den Erkenntnissen von Martínez Hernández et al. (2025), die feststellten, dass Energiepreis- und Lieferkettenschocks langsamer auf die Dienstleistungsinflation durchwirken als auf die Teuerung bei Industrierzeugnissen ohne Energie. Darüber hinaus hat der Aufwärtsdruck durch Arbeitsmarktschocks, die mit einem kräftigen Lohnwachstum zusammenhängen, diese Persistenz noch verstärkt. Der träge Preisauftrieb bei den Dienstleistungen bewegt sich somit in einem ausgeprägten Gleichlauf mit der Lohndynamik und der lohnsensiblen Dienstleistungsinflation (siehe Abbildung C, Grafik a).

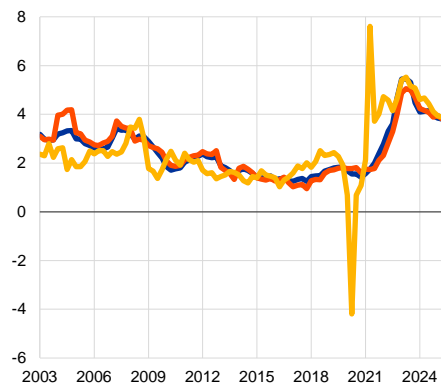
### Abbildung C

#### Träge und lohnsensible Positionen der Dienstleistungsinflation, träge und flexible Positionen der Kerninflation und Inflationserwartungen

a) Träge und lohnsensible Positionen der Dienstleistungsinflation und Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

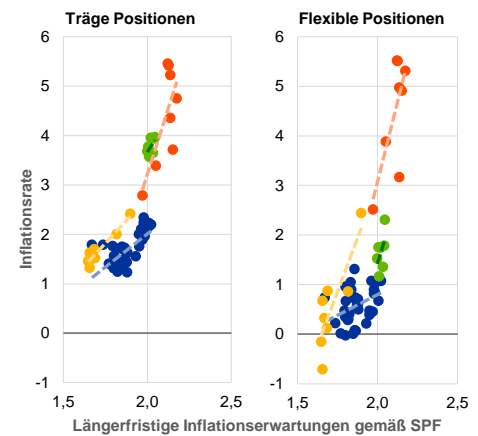
- Träge Positionen der Dienstleistungsinflation
- Lohnsensible Positionen der Dienstleistungsinflation
- Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer



b) Träge und flexible Positionen der Kerninflation im Vergleich zu den längerfristigen Inflationserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

- 2011-2019
- 2020-2021
- 2022-2023
- 2024-2025



Quellen: Eurostat, Gautier et al. (2024), Survey of Professional Forecasters (SPF) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In Grafik a bilden Quartalswerte die Basis. Die lohnsensiblen Positionen der Dienstleistungsinflation werden nach Fagandini et al. (2024) berechnet. Grafik b zeigt ein Streudiagramm auf Basis von Quartalswerten. Die längerfristigen Inflationserwartungen im SPF können je nach Zeitpunkt der Umfrage vier bzw. fünf Kalenderjahre in die Zukunft reichen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2025 (Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer) bzw. auf das dritte Quartal 2025 (alle übrigen Positionen).

**Die Kerninflationen mit trägen Preisen im Euroraum scheinen einen engeren Zusammenhang mit den Inflationserwartungen aufzuweisen.** Ein Streudiagramm, in dem die träge und die flexible Positionen der Kerninflation jeweils gegen die längerfristigen Inflationserwartungen aus dem Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB aufgetragen sind, zeigt, dass die trägen Positionen in

<sup>4</sup> Im April 2025 stieg die Dienstleistungsinflation bei Positionen mit flexiblen Preisen deutlich auf 3,9 % an. Dies hing vermutlich mit dem außergewöhnlich starken Einfluss der diesjährigen Osterzeit auf die Preise für Dienstleistungen im Reiseverkehr zusammen (Eiglsperger et al., 2025).

der Niedriginflationsphase 2011-2019 ein enges Cluster im Bereich von 1 % bis 2,5 % (und damit nahe den SPF-Erwartungen) bildeten (siehe Abbildung C, Grafik b). Im Gegensatz dazu war in Bezug auf die flexiblen Positionen eine stärkere Streuung zu beobachten. Hier reichte die Spanne von negativen Raten bis hin zu Raten von deutlich über 1 %. Dieses Ergebnis wird durch Schätzungen vierteljährlicher Spezifikationen einer neukeynesianischen Phillips-Kurve für jeden Indikator untermauert, die seinen verzögerten Wert, die Arbeitslosigkeitslücke, die Inflationserwartungen (in zwei Jahren und längerfristig) und die Importpreise enthält.<sup>5</sup> Die mittel- und langfristigen Erwartungen sind für die Teuerung bei Kerninflationspositionen mit trägen Preisen signifikant, wohingegen sie für die Teuerung bei Kerninflationspositionen mit flexiblen Preisen nicht signifikant sind.

**Alles in allem unterstreicht die Persistenz der Teuerung bei Kerninflationspositionen mit trägen Preisen die Rolle vergangener Kostenschocks und des erhöhten Lohndrucks.** Da sich Letzterer abschwächt und die langfristigen Inflationserwartungen verankert sind, dürfte die Teuerung bei den trägen Kerninflationspositionen weiter zurückgehen.

## Literaturverzeichnis

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

Bryan, M. F. und Meyer, B. (2010), [Are Some Prices in the CPI More Forward Looking than Others? We Think So](#), Economic Commentary, Nr. 2010-2, Federal Reserve Bank of Cleveland, 19. Mai.

Deutsche Bundesbank (2025), [Die jüngere Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation in Deutschland](#), Monatsbericht, Mai 2025.

Eiglsperger, M., Porqueddu, M. und Wieland, E. (2025), [Unsicherheit bei der saisonbereinigten Dienstleistungsinflation: Welche Rolle spielen Ostern und Reisen um die Osterzeit?](#), Kasten 5, EZB, Wirtschaftsbericht 5/2025.

Fagandini, B., Goncalves, E., Rubene, I., Kouvas, O., Bodnar, K. und Koester, G. (2024), [Zerlegung der HVPIX-Inflation in energiepreis- und lohnsensible Positionen](#), Kasten 6, EZB, Wirtschaftsbericht 3/2024.

Gautier, E., Conflitti, C., Faber, R. P., Fabo, B., Fadejeva, L., Jouvanceau, V., Menz, J.-O., Messner, T., Petroulas, P., Roldan-Blanco, P., Rumler, F., Santoro, S., Wieland, E. und Zimmer, H. (2024), [New Facts on Consumer Price Rigidity in the](#)

<sup>5</sup> Im Einzelnen schätzen wir für jede Messgröße (Kerninflationspositionen mit trägen und mit flexiblen Preisen) alternative Spezifikationen einer neukeynesianischen Phillips-Kurven-Regression wie folgt:  $\pi_t = \alpha + \beta\pi_{t-1} + \gamma \text{Ugap}_{t-1} + \rho IP_{t-2} + \delta\pi_t^e + \mu_t$ ; dabei bezeichnet  $\pi_t$  die annualisierte vierteljährliche Änderungsrate der saisonbereinigten trägen oder flexiblen Kerninflationspositionen,  $\text{Ugap}_{t-1}$  die um ein Quartal verzögerte Arbeitslosigkeitslücke,  $IP_{t-2}$  die Jahreswachstumsrate der Importpreise und  $\pi_t^e$  die Inflationserwartungen.

[Euro Area](#), American Economic Journal: Macroeconomics, Bd. 16, Nr. 4, Oktober, S. 386-431.

Martínez Hernández, C., Porqueddu, M., Prat I Bayarri, B. und Zulli Gandur, L. M. (2025), [Erkenntnisse über die relative Entwicklung des Preisauftriebs bei Waren und Dienstleistungen](#), Kasten 6, EZB, Wirtschaftsbericht 2/2025.

## Die uneinheitliche Transmission der Geldpolitik auf die Kredite an private Haushalte

Dorian Henricot, Johannes Pöschl und Athanasios Tsiortas

**Die geldpolitischen Beschlüsse der EZB beeinflussen die Entwicklung der Kredite an private Haushalte. Je nachdem, welche Merkmale die privaten Haushalte aufweisen und um welche Art von Kredit es sich handelt, geschieht dies allerdings auf unterschiedliche Weise.** Inwiefern sich Zinsänderungen auf die Entscheidung eines Privathaushalts oder eines Kreditgebers auswirken, einen Kredit zu beantragen bzw. zu gewähren, hängt von den Merkmalen des jeweiligen Haushalts ab. Die Antworten aus der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey – CES) auf die Fragen zur Wahrnehmung des Kreditzugangs, zu Kreditanträgen und nicht bewilligten Anträgen zeigen, dass die Geldpolitik unterschiedlich auf die Kredite an private Haushalte durchwirkt.<sup>1</sup>

**Der Zugang der Haushalte zu Krediten gestaltete sich ihrer Wahrnehmung nach schwieriger, als die Zinsen stiegen, und einfacher, als die Zinsen sanken, wobei Haushalte mit höherem Einkommen die stärkste Verbesserung meldeten (siehe Abbildung A).** Insgesamt erhöhte sich während der Phase der geldpolitischen Straffung (Januar 2022 bis Mai 2024) der Nettoanteil der Haushalte, die angaben, dass sich ihr Kreditzugang in den vergangenen zwölf Monaten verschlechtert habe. In der Lockerungsphase (Juni 2024 bis August 2025) verringerte er sich dann. Im gesamten Beobachtungszeitraum war dabei der Nettoanteil der einkommensschwächeren Haushalte, die von einem restriktiveren Kreditzugang berichteten, stärker erhöht als der entsprechende Anteil der einkommensstärkeren Haushalte. Von Juni 2024 bis August 2025 näherte sich der Nettoanteil der Haushalte mit höherem Einkommen, die eine Verschärfung angaben, einem neutralen Niveau, während er bei den Haushalten mit niedrigerem Einkommen weiterhin erhöht blieb.

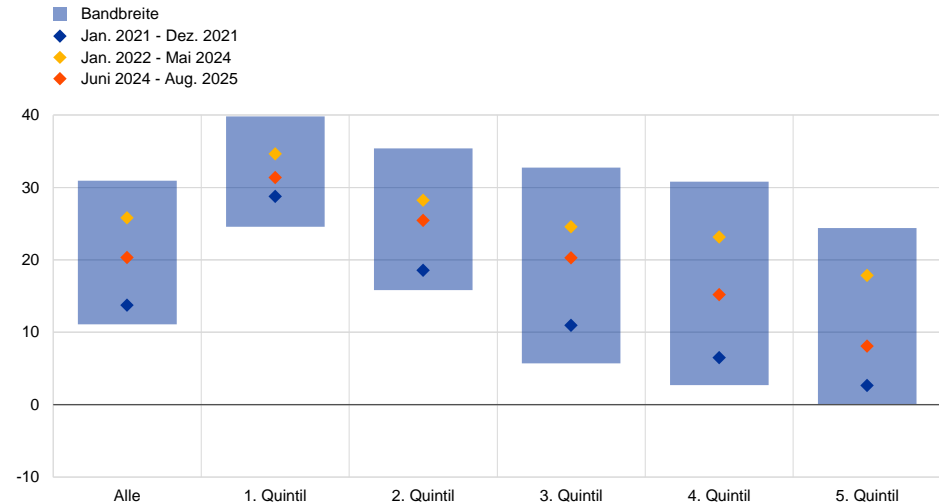
---

<sup>1</sup> Siehe hierzu auch Dausà i Noguera et al. (2025).

## Abbildung A

Veränderung des wahrgenommenen Kreditzugangs der privaten Haushalte in den vergangenen zwölf Monaten nach Einkommensquintilen

(Nettoanteil der Befragten in %)



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

Anmerkung: Bevölkerungsgewichtete Daten. Die Abbildung zeigt die Differenz zwischen dem Anteil der Befragten, die angaben, dass der Zugang zu Krediten in den vergangenen zwölf Monaten schwieriger geworden sei, und dem Anteil der Befragten, die meldeten, dass er einfacher geworden sei. Die Darstellung erfolgt auf Basis der Quintile der Einkommensverteilung. Die Rauten zeigen die Durchschnittswerte im entsprechenden Zeitraum. Der Zeitraum von Januar 2022 bis Mai 2024 wurde als Straffungsphase eingestuft, da die langfristigen Zinsen ab Anfang 2022 – in Erwartung der bevorstehenden Leitzinserhöhungen – stiegen und die erste Leitzinssenkung erst im Juni 2024 erfolgte. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2025.

### Die Kreditanträge entwickelten sich je nach Haushaltsgruppe und Kreditart unterschiedlich.<sup>2</sup>

In der Phase der geldpolitischen Straffung, also ab 2022, stellten einkommensschwächere Haushalte verstärkt Anträge auf Konsumentenkredite; diese Zunahme setzte sich auch nach der ersten Leitzinssenkung im Jahr 2024 fort (siehe Abbildung B, Grafik a). Die Haushalte im höchsten Einkommensquintil stellten sowohl in der Straffungsphase als auch in der darauffolgenden Lockerungsphase deutlich weniger Anträge auf Hypothekarkredite (siehe Abbildung B, Grafik b) als zuvor. Demgegenüber veränderten sich die Nachfrage der einkommensschwächeren Haushalte nach Hypothekarkrediten sowie die der einkommensstärkeren Haushalte nach Konsumentenkrediten unter Berücksichtigung der üblichen Schwankungen kaum.

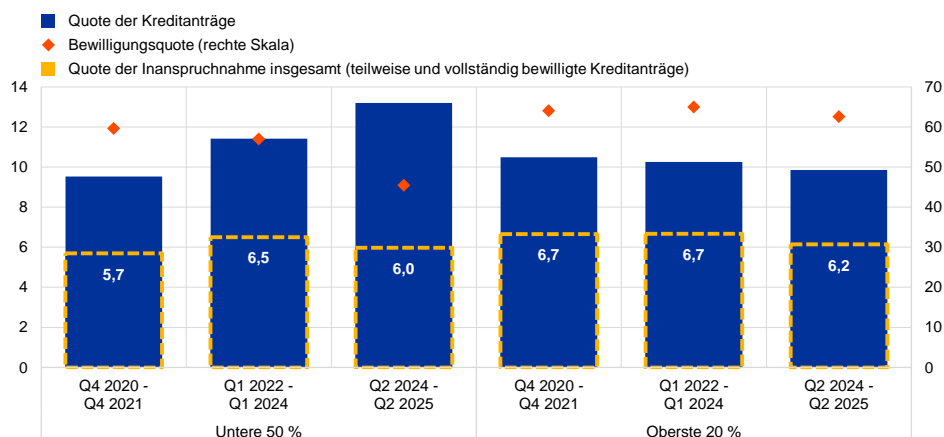
<sup>2</sup> Die Nachfrage nach Krediten kann sich sowohl an der intensiven als auch an der extensiven Marge ändern. Die CES-Umfrage liefert allerdings keine Informationen über das von privaten Haushalten beantragte Kreditvolumen (d. h. die intensive Marge). Außerdem beeinflusst die Geldpolitik die Bedingungen, zu denen die privaten Haushalte Kredite aufnehmen können. Auch dies ist ein Faktor, der in der Umfrage nicht direkt berücksichtigt wird.

## Abbildung B

### Quote der Kreditanträge, Kreditbewilligungen und Kreditinanspruchnahme im Zeitverlauf nach Einkommensgruppen

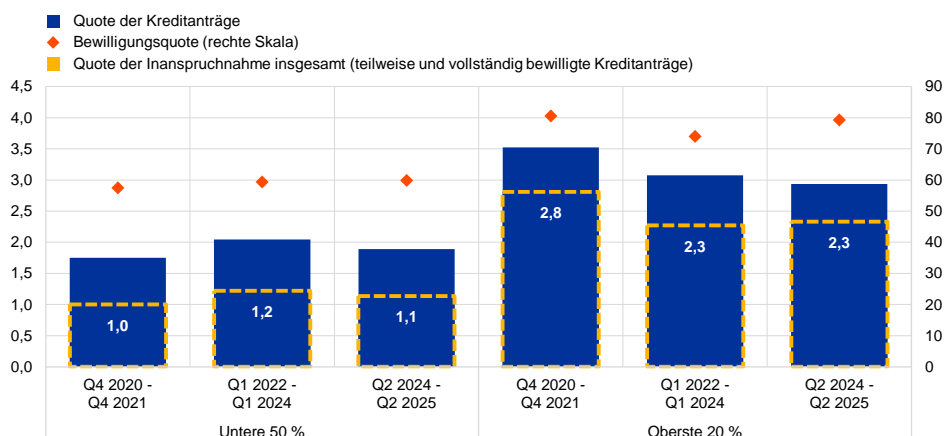
#### a) Konsumentenkredite

(Anteil der Befragten in %)



#### b) Hypothekarkredite

(Anteil der Befragten in %)



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

Anmerkung: Bevölkerungsgewichtete Daten. Die blauen Balken geben den durchschnittlichen Anteil der Haushalte an, die eine bestimmte Kreditart in dem auf der x-Achse abgebildeten Zeitraum beantragt haben. Die roten Rauten stellen den Anteil der Kreditanträge dar, die entweder vollständig oder teilweise bewilligt wurden. Die gestrichelten gelben Linien und die zugehörigen Zahlen stellen einen Näherungswert für die Quote der Kreditinanspruchnahme insgesamt dar. Sie errechnen sich, indem die Quote der Kreditanträge mit der Bewilligungsquote multipliziert wird. Nach April 2022 sind auch die fünf zusätzlichen Länder in den Angaben enthalten, die damals in die Stichprobe der CES-Umfrage aufgenommen wurden. Die Konsumentenkredite umfassen Anträge auf Automobilkredite, Leasingverträge, Kreditkartenkredite und Überziehungskredite. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2025.

### Auch die Bewilligungsquoten entwickelten sich über den geldpolitischen Zyklus hinweg unterschiedlich.

Bei den Haushalten mit geringerem Einkommen sank die Quote der bewilligten Konsumentenkredite deutlich (siehe die roten Rauten in Abbildung B, Grafik a). Die Quote der bewilligten Hypothekarkredite (siehe die roten Rauten in Abbildung B, Grafik b) blieb in dieser Einkommensgruppe hingegen weitgehend unverändert und war deutlich niedriger als bei den einkommensstärkeren Haushalten. Bei den einkommensstärkeren Privathaushalten sank die Quote der bewilligten Konsumentenkredite nur geringfügig, während sich

die Quote der bewilligten Hypothekarkredite in der geldpolitischen Straffungsphase verringerte und in der Lockerungsphase wieder erhöhte.

**Aus den gegenläufigen Entwicklungen bei der Dynamik der Kreditanträge und der Bewilligungsquoten ergibt sich ein uneinheitliches Bild in Bezug auf den Näherungswert für die Inanspruchnahme von Konsumentenkrediten insgesamt.**

So nahmen einkommensschwächere Haushalte mehr Konsumentenkredite auf (siehe die gelben gestrichelten Linien in Abbildung B, Grafik a), während bei den einkommensstärkeren Haushalten kaum eine Veränderung festzustellen war.<sup>3</sup> Demgegenüber blieb die Inanspruchnahme von Hypothekarkrediten (siehe die gelben gestrichelten Linien in Abbildung B, Grafik b) durch einkommensschwächere Haushalte weitgehend unverändert, während sie bei den einkommensstärkeren Haushalten deutlich abnahm.

**Diese uneinheitliche Kreditdynamik lässt sich möglicherweise damit erklären, dass die privaten Haushalte unterschiedlich starken Liquiditätsbeschränkungen unterliegen und über eine unterschiedliche Finanzkompetenz verfügen.**

Haushalte mit niedrigerem Einkommen mussten in der Straffungsphase eventuell mehr Kredite aufnehmen, um ihre Grundbedürfnisse zu decken, denn die negativen gesamtwirtschaftlichen Schocks könnten ihre Liquidität zusätzlich eingeschränkt haben.<sup>4</sup> Dementsprechend beantragten sie in dieser Zeit mehr Konsumentenkredite. Der gleichzeitige Rückgang der Bewilligungsquoten lässt den Schluss zu, dass diese Kreditanträge vermehrt von risikoreicheren Kreditnehmern gestellt wurden. Indes beantragten Haushalte mit höherem Einkommen – die in geringerem Maße Liquiditätsbeschränkungen unterliegen – im Zuge des Zinsanstiegs sowohl weniger Hypothekarkredite als auch weniger Konsumentenkredite. Einkommensschwächere Haushalte sind nicht nur einem höheren Risiko von Liquiditätsbeschränkungen ausgesetzt. Sie scheinen bei der Erwägung, ob es sich um einen guten Zeitpunkt für eine Kreditaufnahme handelt, auch weniger stark die aktuelle Finanzlage zu berücksichtigen. Dies könnte auf eine geringere Finanzkompetenz zurückzuführen sein.<sup>5</sup> Insgesamt könnten diese Faktoren erklären, warum die einkommensschwächeren Haushalte – anders als Haushalte in den höheren Einkommensquintilen – ihre Nachfrage nach Hypothekarkrediten während der Straffungsphase nicht verringerten.

**In der Anfangsphase des Zinserhöhungszyklus setzten vor allem die einkommensschwächeren Haushalte verstärkt auf variabel verzinsliche Hypothekarkredite.**

Was die Heterogenität der Hypothekarkredite betrifft, so stieg der Anteil variabel verzinslicher Hypothekarkredite von April bis Dezember 2022 (siehe Abbildung C, Grafik a) und ging anschließend wieder zurück. Ergänzende Daten aus der CES-Umfrage zeigen, dass die Nachfrage nach variabel verzinslichen Hypothekarkrediten bei den Haushalten mit niedrigerem Einkommen höher war (siehe Abbildung C, Grafik b). Ob sich Haushalte für fest oder variabel verzinsliche Hypothekarkredite entscheiden, hängt maßgeblich von der Differenz zwischen den

<sup>3</sup> Zur Berechnung des Näherungswerts für die Kreditinanspruchnahme werden die Kreditantragsquoten der einzelnen Quartale mit den betreffenden Kreditbewilligungsquoten – d. h. dem Anteil der Kreditanträge, die entweder vollständig oder teilweise bewilligt wurden – multipliziert.

<sup>4</sup> Siehe Bobasu et al. (2024).

<sup>5</sup> Siehe Charalambakis et al. (2024).

lang- und kurzfristigen Zinssätzen ab. Dies ist bei Haushalten mit Kreditbeschränkungen umso mehr der Fall.<sup>6</sup> Das könnte der Grund sein, warum vermehrt variabel verzinsliche Kredite aufgenommen wurden, als die langfristigen Zinsen 2022 in Erwartung von Leitzinserhöhungen zu steigen begannen. Bis Mitte 2024 verringerte sich der Anteil variabel verzinslicher Hypothekarkredite zwar, er blieb aber relativ hoch, obwohl die kurzfristigen Zinssätze die langfristigen überstiegen. Die Banken scheinen also auch mehr variabel verzinsliche Hypothekarkredite angeboten zu haben. So zeigen beispielsweise Foà et al. (2019) auf, dass Banken, die von negativen Finanzierungsschocks betroffen sind, vermehrt variabel verzinsliche Hypothekarkredite anbieten, und zwar insbesondere an weniger finanzkompetente Haushalte.<sup>7</sup>

---

<sup>6</sup> Siehe Albertazzi et al. (2024).

<sup>7</sup> Siehe Foà et al. (2019).

## Abbildung C

### Anteil variabel verzinslicher Hypothekarkredite am Neugeschäft

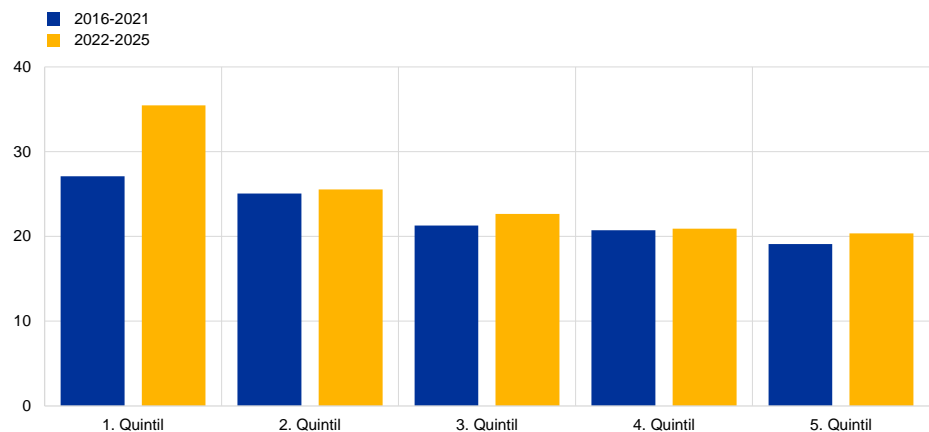
#### a) Aggregiert

(in Prozentpunkten)



#### b) Nach Einkommensquintil

(in %)



Quellen: EZB (CES-Umfrage; MFI-Zinsstatistik) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In Grafik a wird der Anteil variabel verzinslicher Hypothekarkredite berechnet als die Summe neuer Hypothekarkredite mit einer Laufzeit bzw. anfänglichen Zinsbindung von weniger als einem Jahr, dividiert durch die Summe aller neuen Hypothekarkredite.

Grafik b zeigt den prozentualen Anteil der Befragten, die einen Hypothekarkredit mit variabler Verzinsung aufgenommen haben, nach Zeitpunkt des Vertragsabschlusses und Einkommensquintil. Die Einkommensquintile werden pro Land und pro Vertragsabschlussjahr ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2025 (Grafik a) bzw. Februar 2025 (Grafik b).

### Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass sich die Kredite der privaten Haushalte im jüngsten geldpolitischen Zyklus unterschiedlich entwickelt haben.

Die Umfrageergebnisse deuten darauf hin, dass die Nachfrage der einkommensschwächeren Haushalte nach Hypothekarkrediten – anders als jene der einkommensstärkeren Haushalte – während der geldpolitischen Straffungsphase nicht abnahm und dass sie sogar mehr Konsumentenkredite beantragten. Ungeachtet der gegenläufigen Entwicklungen beim Kreditangebot schränkten die einkommensschwächeren Haushalte ihre Kreditaufnahme nicht ein, als die Kreditbedingungen ungünstiger waren. Allerdings setzten sie häufiger auf variabel verzinsliche Kredite.

## Literaturverzeichnis

Albertazzi, U., Fringuellotti, F. und Ongena, S. (2024), [Fixed rate versus adjustable rate mortgages: Evidence from euro area banks](#), European Economic Review, Bd. 161, Januar.

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

Charalambakis, E., Kouvavas, O. und Neves, P. (2024), [Rate hikes: How financial knowledge affects people's reactions](#), Der EZB-Blog, 15. August.

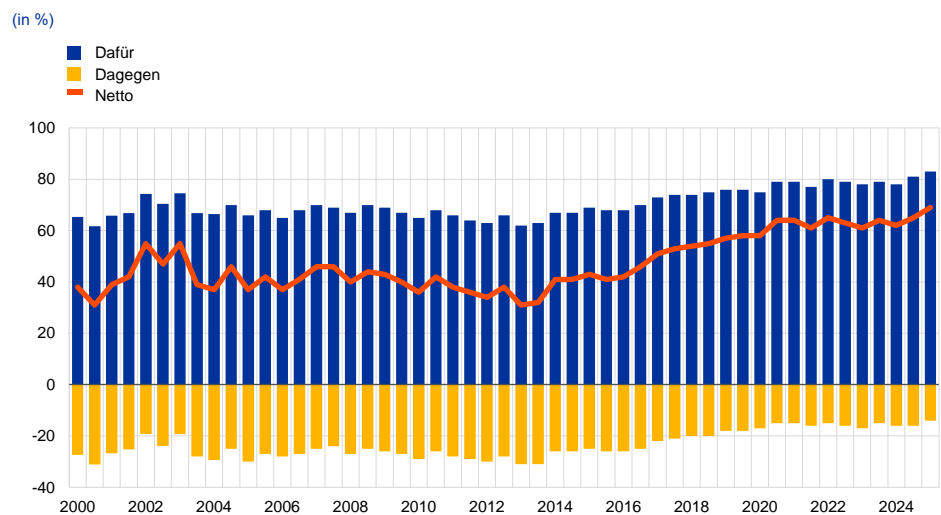
Dausà i Noguera, N., Kocharkov, G. and Kouvavas, O. (2025), Auswirkungen der Hochinflationsphase 2021-2023 auf die Ungleichheit – Erkenntnisse aus der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen, EZB, Wirtschaftsbericht 7/2025.

Foà, G., Gambacorta, L., Guiso, L. und Mistrulli, P. E. (2019), [The Supply Side of Household Finance](#), Review of Financial Studies, Bd. 32, Nr. 10, Oktober, S. 3762–3798.

Ferdinand Dreher, Niklas Jütting und Hanni Schölermann

**Mehr als 25 Jahre nach Einführung des Euro ist die Zustimmung zur Gemeinschaftswährung im Euroraum so groß wie nie.** Der Euro wurde 1999 eingeführt und 2002 schließlich auch als Bargeld in Umlauf gebracht. Er ist eines der greifbarsten Symbole der europäischen Integration und fest im Alltag der Bürgerinnen und Bürger verankert. Dies kam auch in der jüngsten Eurobarometer-Standardumfrage der Europäischen Kommission (2025) zum Ausdruck, wonach 83 % der Befragten im Euroraum die gemeinsame Währung befürworten. Seit Mitte der 2010er-Jahre ist dieser Wert kontinuierlich gestiegen und hat zuletzt ein Allzeithoch erreicht (siehe Abbildung A).

**Abbildung A**  
Befürwortung des Euro im Euroraum



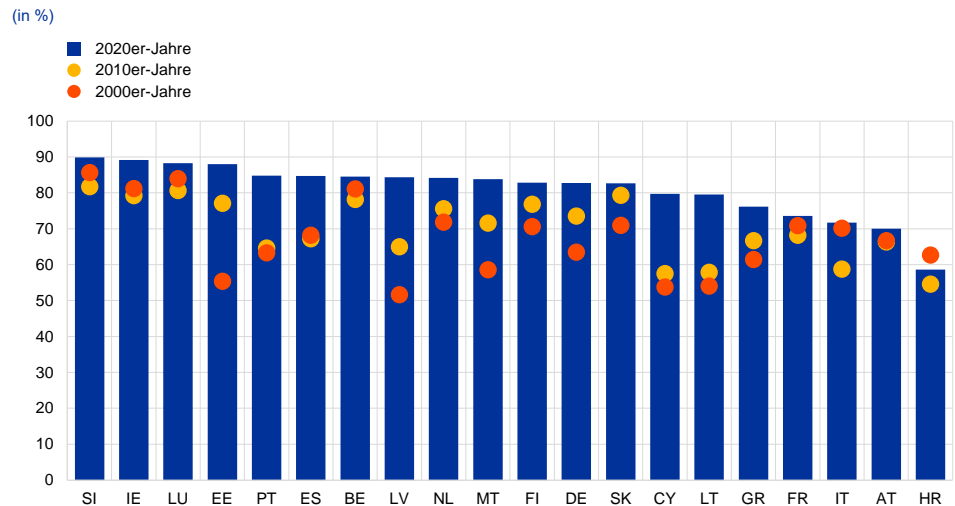
Quellen: Standard-Eurobarometer und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf die Frage: „Wie ist Ihre Meinung zu den folgenden Aussagen? Bitte sagen Sie mir, ob Sie dafür oder dagegen sind: Eine europäische Wirtschafts- und Währungsunion mit einer gemeinsamen Währung, nämlich dem Euro“ in den Eurobarometer-Standardumfragen 53 (Frühjahr 2000) bis 103 (Frühjahr 2025). Der Nettoanteil der Befragten, die den Euro befürworten, wird berechnet als Differenz zwischen dem prozentualen Anteil der Befragten, die mit „dafür“ antworteten, und dem prozentualen Anteil der Befragten, deren Antwort „dagegen“ lautete. Umfrageteilnehmer, die mit „weiß nicht“ geantwortet haben, bleiben in beiden Fällen unberücksichtigt.

**Das Vertrauen in den Euro ist inzwischen sowohl groß als auch weit verbreitet; die Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern haben sich deutlich verringert.** In fast allen Ländern des Euroraums hat die Befürwortung des Euro in den 2020er-Jahren gegenüber den beiden vorangegangenen Jahrzehnten zugenommen, insbesondere in Ländern mit zunächst geringeren Zustimmungsraten (siehe Abbildung B). So verzeichneten Zypern, Litauen, Lettland, Portugal und Spanien in den vergangenen Jahren Zuwächse um rund 20 Prozentpunkte. In Zypern, Portugal und Spanien war dies darauf zurückzuführen, dass sich das Vertrauen in die gemeinsame Währung nach der Staatsschuldenkrise wieder erholt hatte. In Lettland und Litauen nahm die Zustimmung zum Euro zu, als diese Länder den Euro im Jahr 2014 bzw. 2015 einführten. Selbst in Ländern, in denen die

Zustimmungsraten mit rund 80 % bereits hoch waren – wie Slowenien, Irland und Luxemburg – stiegen diese weiter auf fast 90 %.

**Abbildung B**  
Befürwortung des Euro in den einzelnen Euro-Ländern



Quellen: Standard-Eurobarometer und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die durchschnittliche Befürwortung des Euro in den Umfragen, die im jeweiligen Jahrzehnt durchgeführt wurden. Sie umfasst für jedes Land alle verfügbaren Daten, einschließlich Umfrageergebnissen, die aus der Zeit vor der Euro-Einführung in dem jeweiligen Land stammen. Der Euro wurde 2007 in Slowenien, 2008 in Zypern und Malta, 2009 in der Slowakei, 2011 in Estland, 2014 in Lettland, 2015 in Litauen und 2023 in Kroatien eingeführt.

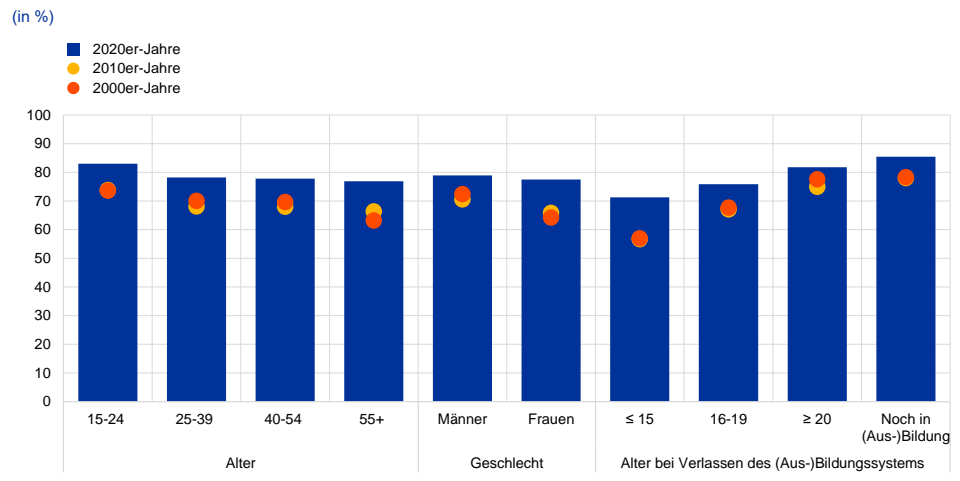
**Die Befürwortung des Euro hat über alle soziodemografischen Gruppen hinweg ähnlich stark zugenommen; bei den Bevölkerungsgruppen, die in der Vergangenheit etwas weniger hinter der Gemeinschaftswährung standen, fiel die Zunahme allerdings etwas stärker aus.** Eine Aufgliederung nach Alter, Geschlecht und Alter bei Verlassen des (Aus-)Bildungssystems zeigt, dass die durchschnittliche Befürwortung in den 2020er-Jahren in fast allen Gruppen gegenüber den beiden vorangegangenen Jahrzehnten zugenommen hat (siehe Abbildung C).<sup>1</sup> Zwischen den 2000er- und den 2010er-Jahren hatten sich die Zustimmungsraten indes deutlich weniger verändert. Die stärksten Zuwächse zeigen sich bei den Befragten, die ihren (Aus-)Bildungsweg vor dem 16. Lebensjahr beendet hatten, den Befragten ab 55 Jahren sowie bei Frauen.<sup>2</sup> Während diese Gruppen in der Vergangenheit weniger stark hinter dem Euro standen, hat sich durch den deutlichen Anstieg der Zustimmung in den 2020er-Jahren der Abstand zu den Gruppen verkleinert, die sich schon immer am stärksten für die Gemeinschaftswährung ausgesprochen haben. Dazu zählten Umfrageteilnehmerinnen und -teilnehmer unter 25 Jahren, Personen, die ihren (Aus-)Bildungsweg mit 20 Jahren oder älter beendet haben (darunter auch

<sup>1</sup> Im Einklang mit dem demografischen Wandel haben sich die Gewichte bei der Altersverteilung in den Eurobarometer-Umfragen spürbar in Richtung einer älteren Bevölkerung verschoben. Zwischen den Umfragen 53 (Frühjahr 2000) und 101 (Frühjahr 2024) sank der Anteil der 15- bis 24-Jährigen um rund 3 Prozentpunkte und der Anteil der 25- bis 39-Jährigen um rund 7 Prozentpunkte. Dagegen stieg der Anteil der 40- bis 54-Jährigen um rund 1 Prozentpunkt und der Anteil der Personen im Alter von 55 Jahren und älter um rund 9 Prozentpunkte. Zwischen den Geschlechtern sowie zwischen den meisten Ländern waren keine wesentlichen Unterschiede zu beobachten.

<sup>2</sup> Eine ergänzende Untersuchung der Befürwortung des Euro nach Beschäftigungsstatus hat über die verschiedenen Teilgruppen hinweg einen Anstieg in ähnlichem Ausmaß ergeben. Damit bestätigt sich, dass die Beliebtheit des Euro auf breiter Front zunimmt.

Hochschulabsolventen) sowie Männer. So erhöhte sich der Anteil der Frauen, die den Euro befürworten, von 2000 bis 2024 von 61 % auf 78 %, wodurch die vorherige Lücke zwischen Männern und Frauen fast geschlossen wurde.

**Abbildung C**  
Befürwortung des Euro nach soziodemografischen Gruppen



Quellen: Standard-Eurobarometer und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Aggregate sind gewichtet und basieren auf Mikrodaten, die für die Eurobarometer-Standardumfragen 53 (Frühjahr 2000) bis 101 (Frühjahr 2024) verfügbar sind.

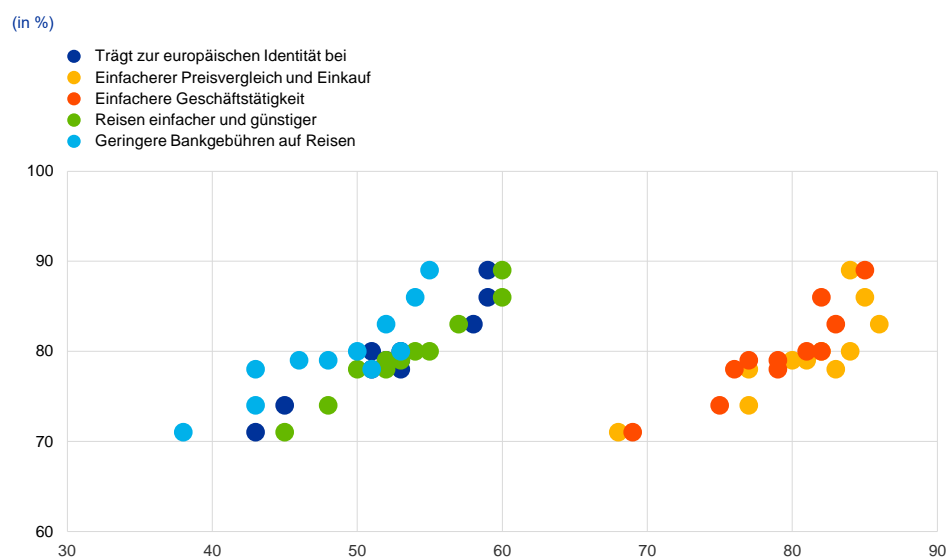
**Wissenschaftliche Untersuchungen deuten darauf hin, dass die Einstellung zum Euro zunehmend dessen praktischen Nutzen – und nicht seine symbolische Bedeutung – widerspiegeln dürfte.** Dies scheint beispielsweise während der globalen Finanzkrise und der Staatsschuldenkrise der Fall gewesen zu sein (Hobolt und Wratil, 2015). Auch bei Krisen, die ihren Ursprung außerhalb des Euroraums haben – wie der Corona-Pandemie oder dem Krieg in der Ukraine –, können nutzenorientierte Überlegungen an Gewicht gewonnen haben. Darüber hinaus könnten die in den letzten Jahren relativ niedrige Arbeitslosigkeit sowie die rasche Erholung der Arbeitsmärkte nach der Pandemie das Vertrauen in die gemeinsame Währung gestärkt haben. Dies steht mit früheren Studienergebnissen im Einklang, wonach die Befürwortung des Euro positiv mit den Einkommens- und Beschäftigungsaussichten der privaten Haushalte korreliert (Bergbauer et al., 2020; Roth et al., 2019).

**Zusätzliche Umfrageergebnisse bestätigen, dass die Zustimmung der Bürgerinnen und Bürger zum Euro davon abhängt, inwieweit er ihnen spürbare Vorteile bringt.** Abbildung D zeigt eine eindeutige positive Korrelation: Soziodemografische Gruppen, die für sich selbst größere Vorteile der Gemeinschaftswährung sehen – wie beispielsweise einfachere Preisvergleiche, reibungslosere Geschäfte oder günstigere Reisen und Bankgeschäfte –, erachten den Euro auch eher als „gut“ für die EU (Europäische Kommission, 2024).<sup>3</sup> Dieses

<sup>3</sup> Der gleiche Trend ist zu beobachten, wenn die Zustimmung zum Euro stattdessen anhand der Frage ermittelt wird, ob der Euro für das eigene Land gut oder schlecht ist.

Muster ist über alle Gruppen hinweg zu beobachten.<sup>4</sup> Am häufigsten wurden leichtere Preisvergleiche und einfachere Geschäfte als Vorteile genannt. Die zugrunde liegenden demografischen Muster verdeutlichen zudem, wie die verschiedenen Gruppen unterschiedliche Aspekte des Euro bewerten. So schätzen jüngere Generationen den Euro insbesondere als Erleichterung bei Reisen, während bei den 40- bis 54-Jährigen die Vereinfachung von Preisvergleichen und Geschäften im Vordergrund steht. Der Anteil der Befragten, die diese Vorteile angeben, hat sich im Lauf der Zeit erhöht: Im Jahr 2024 wurden einfachere Preisvergleiche von 81 % der Befragten als Vorteil genannt (gegenüber 66 % im Jahr 2007), geringere Bankgebühren von 48 % (gegenüber 30 %) und einfachere oder günstigere Reisen von 53% (gegenüber 48 %).<sup>5</sup>

**Abbildung D**  
 Befürwortung des Euro und wahrgenommene Vorteile nach soziodemografischen Gruppen



Quellen: Europäische Kommission (2024) und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Jeder Punkt spiegelt den Anteil einer soziodemografischen Gruppe (siehe Abbildung C) wider, die den Euro als gut für die EU erachtet (y-Achse), und den Anteil, der den jeweiligen Vorteil des Euro sieht (x-Achse).

**Schließlich beweist die breit angelegte Befürwortung des Euro, dass er sich in den jüngsten Pandemie- und Inflationsphasen gut behaupten konnte und die Bürgerinnen und Bürger im Euroraum auch 25 Jahre nach seiner Einführung voll und ganz hinter ihm stehen.** So gab die Mehrheit der Befragten in der Eurobarometer-Blitzumfrage der Europäischen Kommission (2024) an, dass der Euro dazu beitrage, dass sie sich als Europäerinnen und Europäer fühlten. Ebenso wie die wirtschaftlichen Vorteile des Euro fördert dieses Gefühl einer gemeinsamen Identität die Zustimmung zur Gemeinschaftswährung (siehe Abbildung D) und stärkt die Widerstandsfähigkeit Europas insgesamt.

<sup>4</sup> In der Blitzumfrage (Flash-Eurobarometer) zum Euroraum wurden die Bürgerinnen und Bürger anhand der folgenden Frage nach ihrer Einschätzung zum Euro gefragt: „Ist der Euro Ihrer Meinung nach generell gut oder schlecht für die EU?“.

<sup>5</sup> Die Vereinfachung von Geschäften wird erst seit 2019 erfragt.

**Um diese hohe Zustimmung in einer sich wandelnden Welt aufrechtzuerhalten, muss der Euro auch weiterhin spürbare Vorteile bieten.** Es ist wichtig, dass Europa seinen Binnenmarkt fördert und seine geopolitischen, wirtschaftlichen und institutionellen Grundlagen stärkt. Alle diese Aspekte werden die internationale Rolle des Euro stärken. Dank der rascheren Fortschritte bei der Vorbereitung eines digitalen Euro in Verbindung mit der Gewährleistung, dass Bargeld auch in Zukunft weithin verfügbar sein wird, wird die Bevölkerung zugleich auch im digitalen Zeitalter weiterhin Zugang zu einem sicheren und zuverlässigen öffentlichen Zahlungsmittel haben.

## Literaturverzeichnis

Bergbauer, S., Hernborg, N., Jamet, J. F. und Persson, E. (2020), [The reputation of the euro and the European Central Bank: interlinked or disconnected?](#), Journal of European Public Policy, Bd. 27, Nr. 8, S. 1178-1194.

Europäische Kommission (2025), [Standard Eurobarometer 103 – Spring 2025](#).

Europäische Kommission (2024), [Flash Eurobarometer 553 – The euro area](#).

Hobolt, S. B. und Wratil, C. (2015), [Public opinion and the crisis: the dynamics of support for the euro](#), Journal of European Public Policy, Bd. 22, Nr. 2, S. 238-256.

Roth, F., Baake, E., Jonung, L. und Nowak-Lehmann, F. (2019), [Revisiting Public Support for the Euro, 1999-2017: Accounting for the Crisis and the Recovery](#), Journal of Common Market Studies, Bd. 57, Nr. 6, S. 1261-1273.

# Aufsatz

## 1 Auswirkungen der Hochinflationsphase 2021-2023 auf die Ungleichheit – Erkenntnisse aus der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen

Neus Dausà i Noguera, Georgi Kocharkov und Omiros Kouvavas

### 1 Einleitung

**Die Hochinflationsphase 2021-2023 führte im Euroraum zu ausgeprägten Veränderungen bei der Inflation, dem Arbeitseinkommen, den Hypothekenzinsen und dem Nettovermögen der privaten Haushalte (siehe [Abbildung 1](#)).** Die Inflationsrate stieg stärker als die Wachstumsrate des nominalen Arbeitseinkommens, die Hypothekenzinsen verdoppelten sich nahezu, und der Zuwachs des Nettovermögens der privaten Haushalte verlangsamte sich deutlich.<sup>1</sup> Die Auswirkungen dieser aggregierten Entwicklungen auf die wirtschaftliche Ungleichheit sind jedoch nach wie vor unklar. Dies wirft die allgemeine Frage auf, wie sich Verschiebungen bei der Inflations- und Zinsentwicklung in den Verteilungsergebnissen niederschlagen – ein Thema, das für die Wirtschaftsforschung und die politische Debatte von zentraler Bedeutung ist.

---

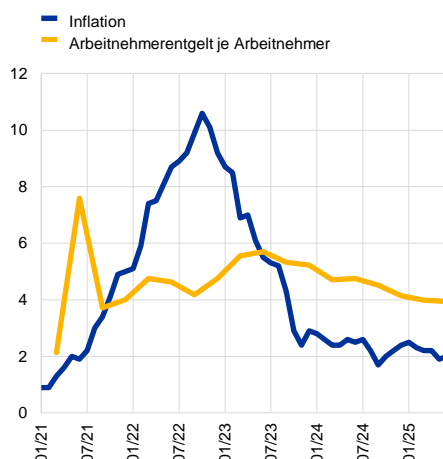
<sup>1</sup> Der beobachtete Rückgang der Wachstumsrate des nominalen Nettovermögens der privaten Haushalte nach der Hochinflationsphase 2021-2023 spiegelt zwei Faktoren wider: a) den mechanischen Effekt, der sich daraus ergab, dass sich das nominale Wachstum der Vermögenspreise durch die sinkende Inflation verringerte, und b) die Straffung der Geldpolitik und den daraus resultierenden Zinsanstieg, der sich nachteilig auf die Bewertung des Geld- und Immobilienvermögens auswirkte.

## Abbildung 1

### Entwicklung des aggregierten Einkommens und Vermögens der privaten Haushalte

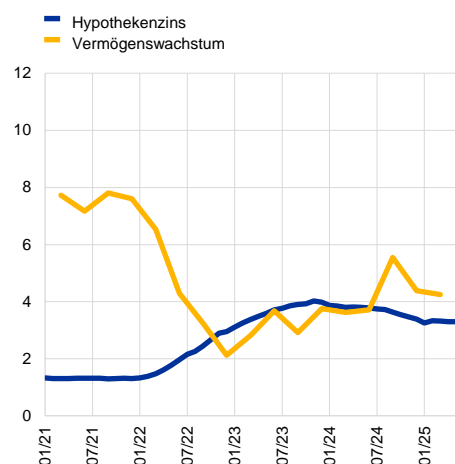
#### a) Aggregiertes Einkommen der privaten Haushalte und Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



#### b) Aggregiertes Nettovermögen der privaten Haushalte und Hypothekenzinsen

(Hypothekenzins: in % p. a.; Vermögenswachstum: Jahreswachstumsraten)



Quellen: EZB (CES-Umfrage; MFI-Zinsstatistik), Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Daten basieren auf den Euroraum-20 (feste Zusammensetzung) zum 1. Januar 2023. Der Hypothekenzins wird anhand der von den monetären Finanzinstituten gemeldeten Daten ermittelt. Er wird berechnet als volumengewichteter gleitender Durchschnitt des annualisierten vereinbarten Jahreszinssatzes bzw. des eng definierten Effektivzinssatzes für neue Wohnungsbaukredite an private Haushalte und private Organisationen ohne Erwerbszweck im Euroraum (ohne revolving Kredite, Überziehungskredite und Kreditkartenkredite). Das Wachstum des Nettovermögens entspricht der Jahreswachstumsrate des Reinvermögens der privaten Haushalte und der Organisationen ohne Erwerbszweck im Euroraum, gemessen als Saldo (Forderungen abzüglich Verbindlichkeiten) zu aktuellen Preisen in heimischer Währung (nicht saisonbereinigt). Die markante Spitze beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer dürfte auf die Erholung nach der Corona-Pandemie zurückzuführen sein. Viele Unternehmen konnten ihre Geschäftstätigkeit vom zweiten bis zum vierten Quartal 2020 nicht ausüben, nahmen den Betrieb aber im selben Zeitraum des Folgejahrs wieder auf, was zu einem deutlichen Anstieg des Arbeitnehmerentgelts führte.

### Um die Verteilungseffekte des Inflationsschubs 2021-2023 und der höheren Zinsen nachzuvollziehen, werden in diesem Aufsatz deren Auswirkungen auf die Ungleichheit des Einkommens, Konsums und Vermögens untersucht.

Die Ungleichheiten prägen nicht nur die wirtschaftlichen Realitäten der privaten Haushalte, sondern beeinflussen auch den allgemeinen sozialen Zusammenhalt und die wirtschaftliche Stabilität (siehe unter anderem Alesina und Rodrik, 1994; Alesina und Perotti, 1996). Seit der Pandemie ist die Ungleichheit wieder in den Fokus gerückt, da die Weltwirtschaft einer Reihe von großen Schocks und Störungen ausgesetzt war.<sup>2</sup> Im vorliegenden Aufsatz werden Daten aus der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey – CES) verwendet, um die wahrgenommene sowie die tatsächlich gemessene Ungleichheit im Euroraum zu untersuchen. Es zeigt sich, dass die gängigen Indikatoren der Ungleichheit in Bezug auf Einkommen, Konsum und Vermögen von 2022 bis 2025 weitgehend stabil geblieben sind, wohingegen die wahrgenommene Ungleichheit stark zugenommen hat. Als Hauptursache hierfür wurde der Druck auf die Lebenshaltungskosten angesehen. Um diese Diskrepanz zu verstehen, wird analysiert, wie sich die Inflation auf die privaten Haushalte in den einzelnen Einkommensgruppen ausgewirkt hat. Dabei werden die Unterschiede bei den persönlichen Inflationsraten in den Blick genommen, und es wird untersucht,

<sup>2</sup> Neben den jüngsten Schocks prägen auch strukturelle Veränderungen wie Digitalisierung und Automatisierung schon lange die Entwicklung der Arbeitsmärkte und der Ungleichheit (Acemoglu und Restrepo, 2020).

inwieweit Verhaltensunterschiede bei Finanzentscheidungen, insbesondere bei Hypothekarkrediten, die Verteilungsergebnisse in der Phase steigender Zinsen beeinflusst haben.<sup>3</sup>

**Im weiteren Verlauf ist der Aufsatz wie folgt gegliedert:** In Abschnitt 2 wird beschrieben, wie sich die Wahrnehmung und die Messgrößen der Ungleichheit in der Post-Corona-Zeit, die von hoher Inflation und Zinsänderungen geprägt war, entwickelt haben. Zu diesem Zweck werden Umfragedaten zur Wahrnehmung der privaten Haushalte, gängige Messgrößen wie Gini-Koeffizienten des Einkommens, des Konsums und des Nettovermögens sowie die Armutsgefährdungsquote herangezogen, die sich besonders auf die privaten Haushalte am unteren Ende der Einkommensverteilung bezieht. Abschnitt 3 beschäftigt sich mit dem direkten Einfluss der Inflation auf die Ungleichheit. Dabei wird untersucht, wie sich der unterschiedlich starke Druck auf die Lebenshaltungskosten auf die Haushalte ausgewirkt hat. In Abschnitt 4 wird analysiert, wie Zinsänderungen die Ungleichheit über Kanäle wie den Zeitpunkt von Investitionen und die Kredit- und Sparentscheidungen privater Haushalte beeinflussen. Abschnitt 5 enthält eine abschließende Zusammenfassung.

## 2 Wahrnehmung und Messgrößen der Ungleichheit

**Die jüngsten Erkenntnisse aus der CES-Befragung vom August 2025 geben Aufschluss darüber, wie die Öffentlichkeit die Ungleichheit in der von hoher Inflation und Zinsänderungen geprägten Zeit wahrgenommen hat.** Laut der Umfrage sind 73 % der privaten Haushalte im Euroraum der Meinung, dass es nach dem Beginn des Inflationsschubs im Jahr 2021 und den nachfolgenden Zinsänderungen zu einem geringen oder starken Anstieg der Ungleichheit kam. Dagegen sind nur 5 % der Befragten der Ansicht, dass die Ungleichheit zurückgegangen ist.<sup>4</sup> Abbildung 2, Grafik a veranschaulicht den Nettoanteil der Haushalte, die seit 2021 eine Zunahme der Ungleichheit wahrnehmen, aufgeschlüsselt nach Einkommensgruppen und Ländern.<sup>5</sup> Es zeigt sich, dass einkommensstärkere Haushalte eher eine steigende Ungleichheit wahrnehmen als einkommensschwächere Haushalte.

---

<sup>3</sup> Die Analyse konzentriert sich auf die quantitativen Auswirkungen von Inflation und Verhaltensunterschieden. Andere relevante Kanäle, die ebenfalls erheblich zur Dynamik der Ungleichheit beitragen, bleiben in dieser Untersuchung unberücksichtigt.

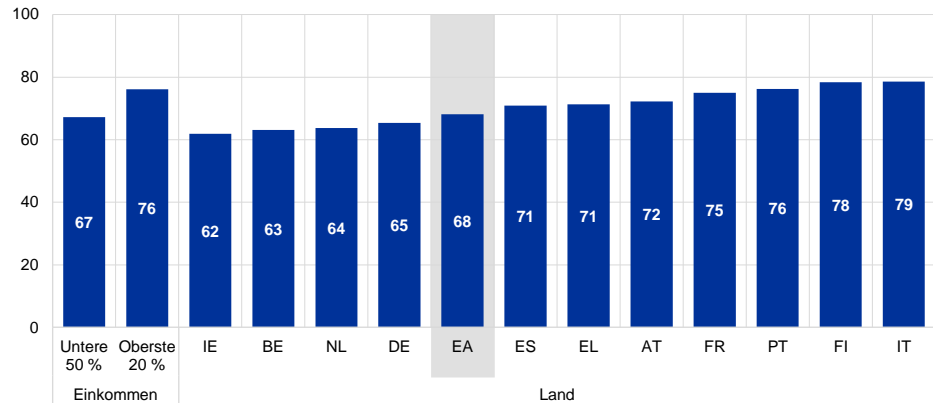
<sup>4</sup> Konkret wurden die Haushalte gefragt, wie sich die wirtschaftliche Ungleichheit in dem Land, in dem sie derzeit leben, seit dem Inflationsschub im Jahr 2021 und den nachfolgenden Zinsänderungen ihrer Meinung nach entwickelt hat. Den Befragten standen fünf qualitative Antwortmöglichkeiten zur Verfügung: „stark gestiegen“, „leicht gestiegen“, „unverändert geblieben“, „leicht zurückgegangen“ oder „stark zurückgegangen“. Dabei ist zu beachten, dass sich diese Frage speziell auf den Inflationsschub 2021-2023 und die Zeit danach bezog. Daher gibt es keinen Referenzwert dafür, wie die Haushalte Veränderungen der Ungleichheit normalerweise wahrnehmen würden.

<sup>5</sup> Der Nettoanteil wird berechnet als Differenz zwischen dem Anteil der Befragten, die mit „leicht gestiegen“ oder „stark gestiegen“ antworteten, und dem Anteil jener, die „leicht zurückgegangen“ oder „stark zurückgegangen“ angaben.

## Abbildung 2 Wahrgenommene wirtschaftliche Ungleichheit

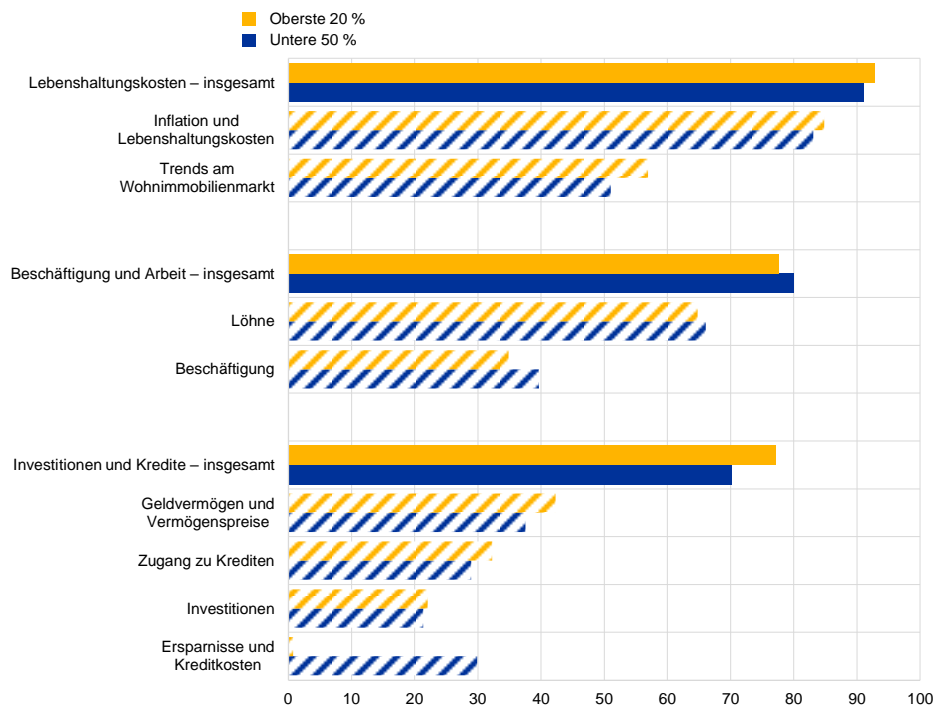
### a) Wahrgenommener Anstieg der wirtschaftlichen Ungleichheit

(Nettoanteil)



### b) Gründe für den wahrgenommenen Anstieg der wirtschaftlichen Ungleichheit

(in % der Befragten)



Quelle: EZB (CES-Umfrage vom August 2025).

Anmerkung: Die Daten sind auf Basis der Umfragegewichte gewichtet. Die Einkommensquintile werden auf Ebene der Ländererhebung berechnet. Grafik a zeigt den Nettoanteil der Befragten, die einen Anstieg der wirtschaftlichen Ungleichheit meldeten. In Grafik b ist der Prozentsatz der Befragten dargestellt, die den jeweiligen Grund für die gestiegene Ungleichheit nannten. Die Antworten „Inflation und Lebenshaltungskosten“ und „Trends am Wohnimmobilienmarkt“ werden in der Kategorie „Lebenshaltungskosten“ zusammengefasst. Die Antworten „Löhne“ und „Beschäftigung“ sind in der Kategorie „Beschäftigung und Arbeit“ eingeordnet. Die Antworten „Geldvermögen und Vermögenspreise“, „Zugang zu Krediten“, „Investitionen“ und „Ersparnisse und Kreditkosten“ sind der Kategorie „Investitionen und Kredite“ zugeordnet.

**Steigende Lebenshaltungskosten wurden als wichtigster Bestimmungsfaktor der Ungleichheit während der Hochinflationphase angesehen (siehe Abbildung 2, Grafik b).** So nannten 93 % der Befragten die höheren Lebenshaltungskosten als Hauptgrund, wobei die Inflation von 84 % als wichtigster

einzelner Faktor angegeben wurde.<sup>6</sup> Dies deutet darauf hin, dass die privaten Haushalte Ungleichheit in erster Linie aus Veränderungen der Kaufkraft ableiten und nicht aus konventionellen Messgrößen der Verteilung.

**Weitere häufig genannte Gründe waren die ungleiche Entwicklung der Löhne (66 %) sowie des Geldvermögens und der Vermögenspreise (40 %).** Die einkommensstärksten Haushalte (oberste 20 %) führten die Zunahme der Ungleichheit eher auf Faktoren wie den Zugang zu Finanzmitteln, Investitionsmöglichkeiten oder das Geldvermögen und die Vermögenspreise zurück, wohingegen bei den einkommensschwächeren Haushalten (untere 50 %) die Beschäftigungsentwicklung oder die Ersparnisse und Kreditkosten stärker im Vordergrund standen.<sup>7</sup> Letzteres wurde von den unteren 50 % der Haushalte weitaus häufiger als Grund genannt als von den obersten 20 %.

**Die Messung von Ungleichheit erfordert einen differenzierten Ansatz, da die einzelnen Messgrößen unterschiedliche Aspekte wirtschaftlicher Ungleichheit erfassen.** Der Gini-Koeffizient ist eine gängige Messgröße, die die Ungleichheit über die gesamte Verteilung hinweg erfasst.<sup>8</sup> Er reagiert besonders sensibel auf Veränderungen im mittleren Bereich.<sup>9</sup> Im Vergleich dazu konzentriert sich die Armutsgefährdungsquote stärker auf den unteren Rand der Verteilung und veranschaulicht die Herausforderungen, denen sich die anfälligsten Bevölkerungsgruppen gegenübersehen.<sup>10</sup>

**Im Euroraum ist die Ungleichheit in Bezug auf Einkommen, Konsum und Vermögen von 2022 bis 2025 weitgehend stabil geblieben (siehe Abbildung 3, Grafik a).** Der Gini-Koeffizient des verfügbaren Haushaltseinkommens (d. h. des Einkommens nach Umverteilung durch Steuern und Transferleistungen) erhöhte sich nur sehr geringfügig von 0,33 im Jahr 2022 auf 0,34 im Jahr 2025. Hinter dieser

---

<sup>6</sup> In der Umfrage wurden die Teilnehmerinnen und Teilnehmer, denen zufolge die Ungleichheit zugenommen hat, gefragt, was ihrer Meinung nach die Hauptgründe für den wahrgenommenen Anstieg der Ungleichheit waren. Dabei konnten sie bis zu acht Antworten auswählen: 1. Beschäftigung (z. B. ungleiche Beschäftigungsmöglichkeiten, technologischer Wandel), 2. Löhne (z. B. ungleichmäßiges Lohnwachstum in den einzelnen Einkommensgruppen), 3. Ersparnisse und Kreditkosten (z. B. hohe Zinsen, die Sparern zugutekommen, aber die Kosten für Kreditnehmer erhöhen), 4. Zugang zu Krediten (z. B. ungleiche Möglichkeiten der Kreditaufnahme), 5. Investitionen (z. B. ungleiche Investitionsmöglichkeiten), 6. Geldvermögen und Vermögenspreise (z. B. steigende Aktienkurse, von denen vermögendere Haushalte stärker profitieren), 7. Inflation und Lebenshaltungskosten (z. B. steigende Preise für Güter des täglichen Bedarfs, die einkommensschwache Haushalte überproportional stark treffen) und 8. Trends am Wohnimmobilienmarkt (z. B. steigende Preise für Wohnimmobilien, die Wohnungseigentümern zugutekommen, Wohnraum für Mieter jedoch weniger erschwinglich machen).

<sup>7</sup> Die zugrunde liegende Frage bezieht sich auf die Wahrnehmung von Ungleichheit im gesamten Land und nicht auf die wahrgenommene individuelle Situation der Befragten.

<sup>8</sup> Der Gini-Koeffizient ist eine Messgröße der Ungleichheit, die häufig im Kontext von Einkommens- und Vermögensverteilungen verwendet wird. Der Koeffizient kann Werte von 0 (vollkommene Gleichverteilung; alle Personen verfügen über ein gleich hohes Einkommen) bis 1 (vollkommene Ungleichverteilung; eine Person verfügt über das gesamte Einkommen) annehmen. Er wird aus der Lorenz-Kurve abgeleitet, die den kumulierten Anteil am Einkommen dem kumulierten Anteil an der Bevölkerung gegenüberstellt. Der Gini-Koeffizient wird berechnet als Verhältnis aus der Fläche zwischen der Lorenz-Kurve und der Gleichverteilungsgeraden und der Gesamtfläche unterhalb der Gleichverteilungsgeraden.

<sup>9</sup> Siehe Cowell (2011) für eine allgemeine Erörterung der Reagibilität von Messgrößen der Ungleichheit; siehe Lerman und Yitzhaki (1989) für eine formale Untersuchung der rangabhängigen Reagibilität des Gini-Koeffizienten.

<sup>10</sup> Die Armutsgefährdungsquote ist definiert als der Anteil der Bevölkerung, deren Einkommen weniger als 60 % des Medianeinkommens beträgt.

insgesamt stabilen Entwicklung verbargen sich jedoch moderate Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern.<sup>11</sup> Auch die Konsumungleichheit veränderte sich kaum: Hier stieg der Gini-Koeffizient leicht von 0,31 auf 0,32. Die Konsumungleichheit ist tendenziell geringer und weniger volatil als die Einkommensungleichheit, da die privaten Haushalte ihre Ausgaben im Zeitverlauf glätten und jene mit höherem Einkommen eine geringere durchschnittliche Konsumneigung aufweisen.<sup>12</sup> Die Vermögensungleichheit nahm etwas zu, wobei sich der Gini-Koeffizient des Nettovermögens von 2022 bis 2024 um rund 0,02 Punkte erhöhte. Diese Entwicklung vollzog sich größtenteils im Zeitraum 2022-2023, also in der Phase höherer Inflation.<sup>13</sup>

**Das Armutsrisiko blieb von 2022 bis 2025 weitgehend unverändert, was eine gewisse Widerstandsfähigkeit gegenüber den Inflations- und Zinsschocks nahelegt.** Die Armutsgefährdungsquote im Euroraum erhöhte sich nur leicht von 20,3 % im Jahr 2022 auf 20,7 % im Jahr 2025 (siehe Abbildung 3, Grafik b). Dies deutet darauf hin, dass Umverteilungsmechanismen und gezielte Interventionen die Schocks für die Haushalte mit niedrigem Einkommen abgefedert haben könnten.

---

<sup>11</sup> Die Veränderung des Gini-Koeffizienten für den Euroraum, die sich aus der CES-Umfrage in der Zeit von 2022 bis 2025 ergibt, ist im Vergleich zu den nationalen Unterschieden bei den Gini-Koeffizienten des verfügbaren Äquivalenzeinkommens im Jahr 2022 gemäß der EU-Statistik über Einkommen und Lebensbedingungen (EU-SILC) minimal. In jenem Jahr wies die Slowakei den niedrigsten Gini-Koeffizienten im Euroraum auf (0,21) und Litauen den höchsten (0,36). Bei den elf von der CES-Umfrage erfassten Ländern ist eine starke Korrelation der in den beiden Datensätzen für 2022 gemeldeten länderspezifischen Gini-Koeffizienten festzustellen (Korrelation von 0,71), was auf eine hohe Konsistenz zwischen den beiden Quellen hindeutet. Auch das Niveau (und die Stabilität) des aus der CES-Umfrage abgeleiteten Gini-Koeffizienten des verfügbaren Äquivalenzeinkommens im Euroraum (Durchschnitt von 0,33 im Zeitraum 2022-2025) entspricht nahezu dem geschätzten verfügbaren Äquivalenzeinkommen auf Basis der EU-SILC (0,30 in den Jahren 2022, 2023 und 2024). Die Differenz zwischen den beiden Werten dürfte auf die Einkommensäquivalenzierung zurückzuführen sein, die bei der EU-SILC vorgenommen wird.

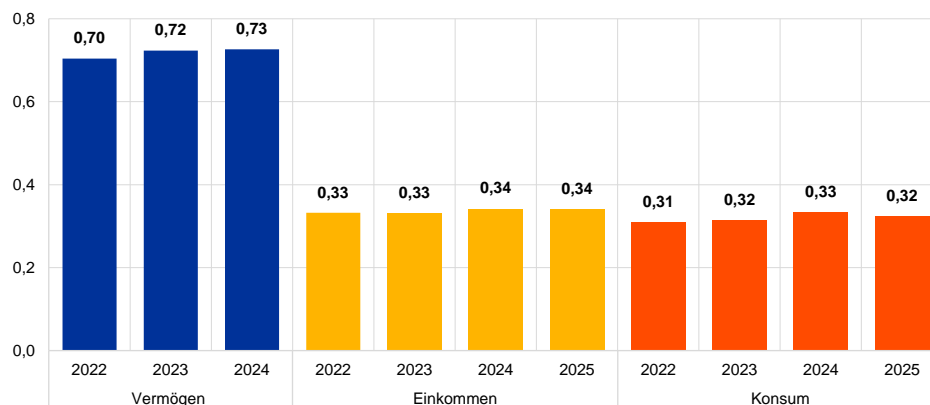
<sup>12</sup> Bei der CES-Umfrage liegt der Gini-Koeffizient des Konsums oftmals sehr nahe am Gini-Koeffizienten des verfügbaren Einkommens, da das verfügbare Einkommen nach Steuern und Sozialtransfers ermittelt wird.

<sup>13</sup> Die aus der CES-Umfrage für 2022 abgeleiteten länderspezifischen Gini-Koeffizienten des Nettovermögens sind ähnlich hoch wie jene, die sich aus der Haushaltsbefragung zu Finanzen und Konsum (Household Finance and Consumption Survey – HFCS) ergeben. Beispiele: 0,680 (HFCS) vs. 0,670 (CES) für Spanien und 0,727 (HFCS) vs. 0,746 (CES) für Deutschland. Auch der Gini-Koeffizient für das Nettovermögen im Euroraum insgesamt hat sich weitgehend ähnlich entwickelt. Im Zeitraum 2022-2024 lag er gemäß der CES-Umfrage nahe bei 0,70-0,73 und gemäß der verteilungsbasierten Vermögensbilanz bei rund 0,72.

**Abbildung 3**  
Indikatoren der Ungleichheit

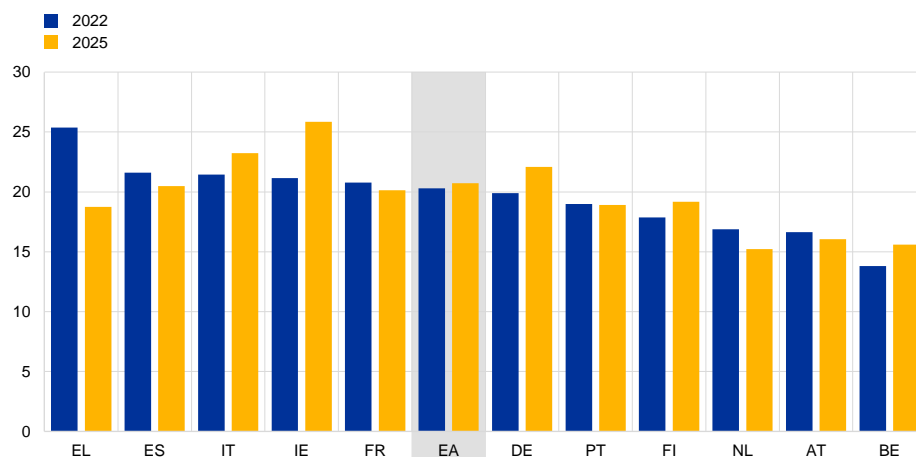
**a) Gini-Koeffizienten des Vermögens, des Einkommens und des Konsums**

(Gini-Koeffizient)



**b) Armutsgefährdungsquote**

(in % der Befragten)



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

Anmerkung: Die Daten sind auf Basis der Umfragegewichte gewichtet. In Grafik a wird das individuelle Vermögen anhand von Daten aus den CES-Modulen vom Februar und November ermittelt. Das Einkommen ist definiert als das verfügbare Haushaltseinkommen. Der Konsum wird berechnet als der gemeldete Betrag, der monatlich für Nahrungsmittel, Restaurantbesuche, Wohnraum, Versorgungsleistungen, Haushaltsgeräte, Bekleidung, Gesundheit, Verkehr, Reisen und Urlaub, Freizeitaktivitäten, Kinderbetreuung, Bildung, Fahrzeuge und Luxusgüter ausgegeben wird. Unter Vermögen ist die Summe aus Geld-, Betriebs- und Immobilienvermögen (netto) zu verstehen. Für Grafik b ist die Armutsgefährdungsquote definiert als der Anteil der Haushalte, deren verfügbares Äquivalenzeinkommen weniger als 60 % des länderspezifischen Medians des verfügbaren Äquivalenzeinkommens der privaten Haushalte beträgt. Das Äquivalenzeinkommen wird anhand der modifizierten OECD-Äquivalenzskala berechnet.

### 3 Inflation als Ursache für Ungleichheit

**Gängige Indikatoren deuten darauf hin, dass die Ungleichheit im Großen und Ganzen gleich bleibt. Die Wahrnehmung der Bevölkerung ist jedoch eine andere. Dies betrifft insbesondere die Auswirkungen des Inflationsschubs auf die privaten Haushalte.** Die genaue Zusammensetzung des Warenkorbs eines privaten Haushalts wird maßgeblich vom Einkommensniveau bestimmt und spielt eine entscheidende Rolle dabei, wie sich die individuell erfahrene Inflationsrate dieses Haushalts entwickelt. So wenden private Haushalte mit niedrigerem

Einkommen tendenziell einen höheren Anteil ihres Einkommens für Güter des täglichen Bedarfs wie Nahrungsmittel und Versorgungsleistungen auf als Haushalte mit höherem Einkommen. Letztere geben mehr Geld für Waren und Dienstleistungen aus, die nicht zum täglichen Bedarf zählen, etwa für Freizeit und Erholung. Während der Inflationsphase 2021-2023 kam es auf breiter Front zu deutlichen Preissteigerungen, wobei Kategorien wie Nahrungsmittel und Versorgungsleistungen besonders betroffen waren. Dieser unverhältnismäßig starke Anstieg der Kosten für Güter des täglichen Bedarfs hatte je nach Einkommen und Konsumverhalten unterschiedliche Auswirkungen auf die privaten Haushalte.<sup>14</sup>

**Eine Analyse der Verteilungseffekte der Inflation zeigt, dass sich die Preisänderungen je nach Einkommensniveau sehr unterschiedlich auf die einzelnen privaten Haushalte ausgewirkt haben.** Anhand von Mikrodaten aus der CES-Umfrage lassen sich persönliche Inflationsraten für private Haushalte konstruieren. Bei diesem Ansatz werden die im selben Zeitraum von privaten Haushalten selbst gemeldeten Anteile an den Konsumausgaben als Gewichte verwendet, um individuelle Preisindizes zu berechnen (siehe Kasten 1 für Einzelheiten zur Methodik). Abbildung 4 zeigt, wie stark die Inflationsraten in den Einkommensquintilen variierten. Im Fokus stehen die einkommensstärkeren Haushalte (d. h. die Haushalte, die zur Einkommensgruppe der obersten 20 % zählen) sowie die einkommensschwächeren Haushalte (d. h. jene, die zur Einkommensgruppe der unteren 50 % zählen). Als die Inflation im Oktober 2022 ihren Höchststand erreichte, verzeichneten die privaten Haushalte mit einem niedrigeren Einkommen deutlich höhere Inflationsraten als die Haushalte mit einem höheren Einkommen. Die Differenz zwischen den durchschnittlichen Inflationsraten dieser beiden Gruppen betrug 0,55 Prozentpunkte.<sup>15</sup> Als sich die Inflation wieder abschwächte, kehrte sich dieser Trend jedoch um. Die Inflation in den Kategorien Dienstleistungen und Freizeit, die im Warenkorb der einkommensstärkeren Haushalte ein größeres Gewicht haben, blieb erhöht. Dadurch stieg die Inflationsrate der einkommensstärkeren Haushalte. Im November 2023 lag sie 0,84 Prozentpunkte über der Rate für private Haushalte mit niedrigerem Einkommen.

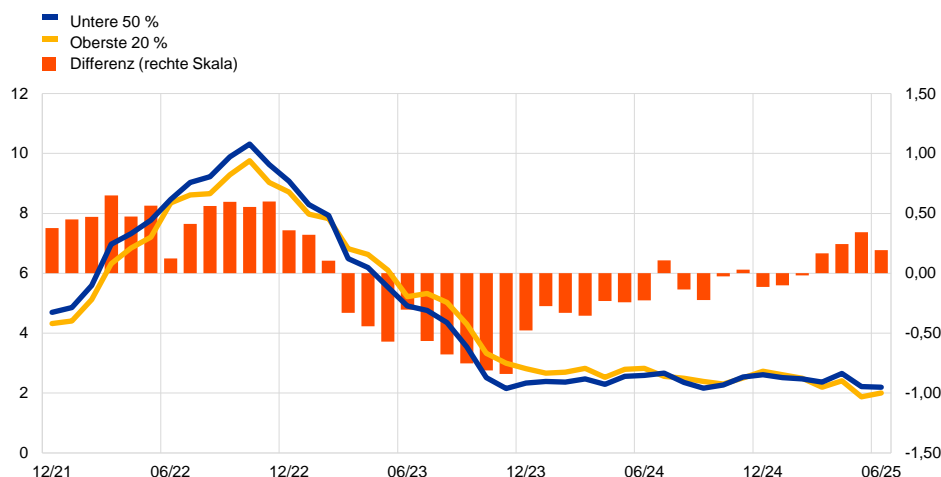
---

<sup>14</sup> Das umfassende Modell von Orchard (2025) auf Basis einer nicht homothetischen Nachfrage veranschaulicht, wie wirtschaftliche Schocks, die die Ausgaben der privaten Haushalte senken, dazu führen, dass private Haushalte ihre Ausgaben von Luxusgütern hin zu Bedarfsgütern verlagern. Dadurch steigen die relativen Preise für Güter des täglichen Bedarfs, was zu höheren Inflationsraten für einkommensschwächere Haushalte im Vergleich zu einkommensstärkeren Haushalten führt.

<sup>15</sup> Eine frühere Arbeit zu diesem Thema stammt von Charalambakis et al. (2022). Darin wurden anhand der einkommensspezifischen Warenkörbe aus der von Eurostat durchgeführten Erhebung über die Wirtschaftsrechnungen der privaten Haushalte (Household Budget Survey) die effektiven Inflationsraten für die verschiedenen Einkommensquintile berechnet. Der Untersuchung zufolge belief sich der Abstand zwischen den effektiven Inflationsraten des untersten und des obersten Einkommensquintils im September 2022 auf 1,9 Prozentpunkte. Im Vergleich dazu zeigen die Schätzungen des vorliegenden Beitrags für den gleichen Zeitraum und die gleichen Einkommensgruppen einen Abstand von 0,6 Prozentpunkten. Die unterschiedlichen Ergebnisse der beiden Schätzungen dürften darauf zurückzuführen sein, dass die Analyse von Charalambakis et al. 27 Länder umfasste und die Konsumgewichte der einzelnen Haushalte weniger häufig aktualisiert wurden.

**Abbildung 4**  
**Persönliche Inflationsraten**

(linke Skala: in %; rechte Skala: Differenz in Prozentpunkten)



Quellen: EZB (CES-Umfrage), Eurostat (HVPI) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Daten sind auf Basis der Umfragegewichte gewichtet. Die Einkommensquintile werden auf Ebene der Ländererhebung berechnet. Eine ausführliche Erläuterung zur persönlichen Inflation findet sich in Kasten 1.

**Die Messung der Inflationskosten anhand des zusätzlichen Einkommens, das zur Aufrechterhaltung des Konsums des Vorjahres erforderlich ist, zeigt, dass einkommensschwächere Haushalte während des Inflationsschubs deutlich stärker belastet waren.**

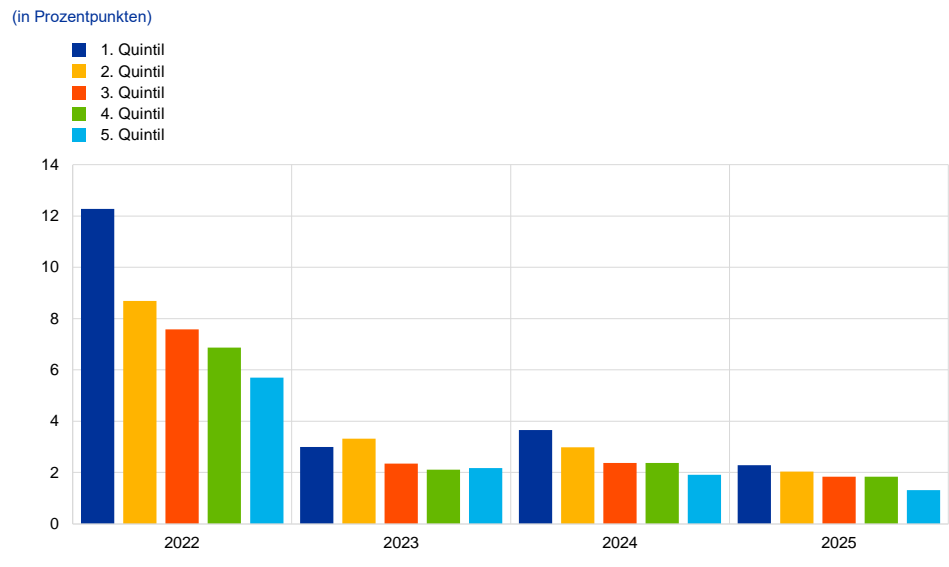
Für jeden privaten Haushalt werden die zusätzlichen Kosten berechnet, die sich aus der Aufrechterhaltung des Warenkorbs des Vorjahres zu aktuellen Preisen ergeben. Diese werden als Anteil am aktuell verfügbaren Einkommen angegeben. Die Messgröße steht konzeptionell im Einklang mit der kompensierenden Variation, die in der Wohlfahrtsanalyse verwendet wird.<sup>16</sup> Abbildung 5 veranschaulicht, wie sich diese zusätzlichen Kosten im Zeitverlauf für die verschiedenen Einkommensquintile entwickelt haben. Aus den Ergebnissen geht hervor, dass die privaten Haushalte mit einem niedrigeren Einkommen seit 2022 unverhältnismäßig stark belastet sind. Im Jahr 2022 beliefen sich die Inflationskosten für das unterste Einkommensquintil auf 12,28 % ihres aktuellen Einkommens, verglichen mit 5,69 % für das oberste Einkommensquintil. Bis 2025, als die Inflation wieder ihren Zielwert erreichte, verringerten sich die Differenzen, kehrten sich aber nicht um.<sup>17</sup> Insgesamt deutet die in Abbildung 4 und 5 dargestellte Evidenz darauf hin, dass die unterschiedlichen Inflationserfahrungen die Spannweite der realen Konsumausgaben der privaten Haushalte erhöht haben, obwohl die Standardmessgrößen der Einkommensungleichheit im Großen und Ganzen stabil blieben. Zwar dürften fiskalische Transfers, Lohnanpassungen und

<sup>16</sup> Die kompensierende Variation ist ein Konzept der Wohlfahrtsökonomik, das die Höhe des zusätzlichen Einkommens misst, das ein Haushalt benötigen würde, um nach einem Preisanstieg in einem statischen Nachfragemodell das gleiche Nutzenniveau (Wohlergehen) aufrechtzuerhalten. Das Konzept spiegelt den monetären Ausgleich wider, der erforderlich ist, um die negativen Auswirkungen der Inflation oder anderer Preisänderungen auf die Kaufkraft eines Haushalts auszugleichen.

<sup>17</sup> Eine Schätzung der Belastung durch den Inflationsschock 2021-2023 wurde auch von Pallotti et al. (2024) vorgenommen. Ihren Erkenntnissen zufolge kam es zu erheblichen Wohlfahrtsverlusten beim Einkommen, und zwar von rund 3 % in Frankreich und Spanien bis zu 7 % in Deutschland und 9 % in Italien. Das in dieser Studie verwendete allgemeine Gleichgewichtsmodell unterscheidet sich vom hier verwendeten Ansatz der reduzierten Form, der stattdessen das zusätzliche Einkommen misst, das zur Aufrechterhaltung des Warenkorbs des Vorjahres erforderlich ist.

Umverteilungsmechanismen zur Stabilisierung der verfügbaren Einkommen beigetragen haben, doch konnte die ungleichmäßige Belastung durch höhere Lebenshaltungskosten hierdurch nicht vollständig kompensiert werden.

**Abbildung 5**  
Inflationskosten nach Einkommen



Quellen: EZB (CES-Umfrage) und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Daten sind auf Basis der Umfragegewichte gewichtet, welche um das Einkommen der privaten Haushalte bereinigt wurden. Die Einkommensquintile werden auf Ebene der Ländererhebung berechnet. Die Inflationskosten werden als die gesamten zusätzlichen Ausgaben eines Haushalts berechnet, die bezogen auf dessen Warenkorb des Vorjahres der Inflation zuzuschreiben sind, wobei die Ausgaben über das aktuelle gesamte verfügbare Einkommen dieses Haushalts normiert wurden.

## Kasten 1

### Messung der persönlichen Inflation anhand detaillierter Daten zu den Konsumausgaben aus der CES-Umfrage

Neus Dausà i Noguera, Georgi Kocharkov, Omiros Kouvas und Athanasios Tsiortas

Der direkte Einfluss der Inflation auf die privaten Haushalte wird davon bestimmt, wie ihr Warenkorb zusammengesetzt ist und wie sich die Höhe ihrer Konsumausgaben, ihres Einkommens und ihres Vermögens verändert. Die Gesamtrate der Inflation liefert Hinweise zur Wirtschaftslage insgesamt. Dabei bleiben jedoch die Preisunterschiede unberücksichtigt, mit denen die einzelnen privaten Haushalte konfrontiert sind. Eine individuelle Inflationsmessgröße ermöglicht somit ein besseres Verständnis der Verteilungseffekte von Preisänderungen. Im vorliegenden Kasten wird eine neue Messgröße der individuellen Inflation anhand der auf Haushaltsebene verfügbaren Daten zu den Konsumausgaben vorgestellt. Dabei wird auch auf ihre Merkmale und die Methodik eingegangen.

Die neue Messgröße ermöglicht es, die Inflation auf Ebene verschiedener soziodemografischer Gruppen zu messen (sodass granularere Studien durchgeführt werden können) und erleichtert eine zeitnahe Beurteilung der Inflation mithilfe aktueller Daten. Durch die Verwendung gleichzeitiger Ausgabenanteile können auch Substitutionseffekte auf höheren Aggregationsebenen (Substitution

auf der höheren Ebene) berücksichtigt werden, wodurch die Inflationsentwicklung genauer abgebildet werden kann.<sup>18</sup>

In der Fachliteratur werden zunehmend alternative Ansätze zur Messung der Inflation auf Ebene der privaten Haushalte entwickelt. Kaplan und Schulhofer-Wohl (2017) zeigen, dass es deutliche Unterschiede zwischen den Inflationsraten der einzelnen Haushalte in den Vereinigten Staaten gibt, was vor allem Preisunterschieden bei identischen Waren zuzuschreiben ist. Marenčák und Nghiem (2025) verwenden ebenfalls CES-Daten für den Euroraum, stützen sich aber auf eine einfachere Aggregation, die rund 85 % der HVPI-Komponenten abdeckt. Kukk et al. (2025) untersuchen die Heterogenität in Estland, indem sie Bankdaten mit der Erhebung über die Wirtschaftsrechnungen der privaten Haushalte verknüpfen. Im Gegensatz dazu bildet der vorliegende Ansatz alle HVPI-Komponenten ab und ordnet sie CES-Kategorien zu, wobei die offizielle HVPI-Methodik zugrunde gelegt wird. Dies ermöglicht eine breitere Abdeckung und eine größere Übereinstimmung mit den offiziellen Statistiken.

Die hier vorgestellte Messgröße basiert auf zwei Datenquellen, und zwar auf der CES-Umfrage und dem HVPI. Im vierteljährlichen CES-Modul werden für 15 verschiedene Konsumkategorien Daten zu den individuellen nominalen Ausgaben erhoben. Sie decken alle Komponenten des HVPI ab. Daraus lässt sich dann ein Warenkorb pro Befragten und Jahr erstellen.<sup>19</sup> Der Warenkorb wird anhand des Durchschnitts über das Jahr für jede Kategorie ermittelt.<sup>20</sup>

Die 15 CES-Kategorien werden den HVPI-Positionen gemäß der fünfstelligen COICOP-Ebene zugeordnet (insgesamt 220 Datenreihen aus offiziellen HVPI-Daten), die dann zu größeren Gruppen zusammengefasst werden. Somit ist der für jede CES-Kategorie für das Jahr  $y$  und den Monat  $m$  resultierende Preisindex ( $PI$ ) ein unverketteter Laspeyres-Index, wobei die Gewichtung ( $w$ ) angepasst wurde, um die relative Bedeutung innerhalb dieser spezifischen Kategorie widerzuspiegeln. Auch die Preisindizes der Kategorien der fünfstelligen COICOP-Komponenten sind unverkettet, um die Wachstumsrate seit dem vorangegangenen Dezember abzubilden.<sup>21</sup> Daraus ergibt sich folgende Formel für den Index:

$$PI_{K,y,m} = \sum_{k \in K} \left( \frac{w_{K,k,y}}{\sum_{k \in K} w_{K,k,y}} \right) \cdot \frac{PI_{K,k,y,m}}{PI_{K,k,y-1,12}}$$

wobei  $K$  die CES-Kategorie angibt und  $k$  eine Teilkomponente der Kategorie  $K$  ist.

Der endgültige individuelle Preisindex für ein bestimmtes Jahr und einen bestimmten Monat ist somit ein Paasche-Preisindex, der wie folgt definiert ist:

$$PI_{i,y,m} = \sum_K \widehat{w_{K,y,i}^{CES}} \cdot PI_{K,y,m}$$

<sup>18</sup> Siehe Boskin Commission (1996) und EZB (2021) für nähere Informationen zu Substitutionseffekten und zur Bedeutung gleichzeitiger Gewichtungen.

<sup>19</sup> Bei 11 der 15 Kategorien handelt es sich um Verbrauchsgüter und Gebrauchsgüter mit mittlerer Lebensdauer. Die restlichen 4 Kategorien beziehen sich auf langlebige Gebrauchsgüter und größere Anschaffungen.

<sup>20</sup> Nehmen Befragte nur einmal in einem Jahr teil, wird ihre Antwort als repräsentativer Warenkorb für das gesamte Jahr verwendet. Es wird angenommen, dass bei den teilnehmenden Befragten keine Verzerrung durch Stichprobenselektion vorliegt, sodass sich etwaige Saisoneinflüsse ausgleichen.

<sup>21</sup> Dieser Schritt ist notwendig, da sich die Basisperiode je nach HVPI-Position unterscheiden kann. Da die Indizes nicht mit dem Dezember des Vorjahres verkettet sind, beziehen sich alle Indizes auf denselben Zeitraum und können somit aggregiert werden. Siehe Eurostat (2024) für weitere Informationen.

Diese individuellen unverketteten Indizes werden dann über die vorliegenden Jahre auf jeder gewünschten Aggregationsebene wieder verkettet (z. B. nach Einkommensquantilen oder anderen demografischen Untergruppen).

Allerdings muss eine weitere Anpassung vorgenommen werden, bevor die Indizes zu einem Preisindex pro Haushalt aggregiert werden können. Bei der in den Warenkörben verwendeten Gewichtung handelt es sich um nominale Anteile, die den Effekt von Preisänderungen erfassen. Somit muss die Gewichtung preisaktualisiert werden, indem die den Ausgabenanteilen zugrunde liegenden durchschnittlichen Preise in Dezember-Preise umgerechnet werden. Dies erfolgt mit folgender Formel:

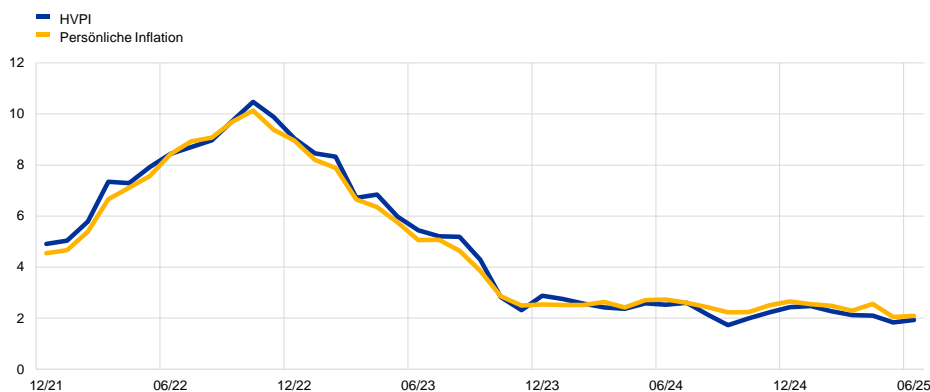
$$\widehat{w}_{K,y,t}^{CES} = \frac{w_{K,y,t}^{CES}}{12^{-1} \sum_{m=1}^{12} PI_{K,y,m}} \cdot PI_{K,y-1,12}$$

In Abbildung A sind die Ergebnisse der aggregierten persönlichen Inflationsindizes im Vergleich zum HVPI dargestellt. Da diese Indizes Konsumausgaben aus dem laufenden Jahr und nicht aus dem vorletzten Jahr (wie in ihrer Gewichtung zugrunde gelegt) verwenden, weisen sie grundsätzlich einen höheren Substitutionseffekt auf. Dabei wird die Substitution auf der höheren Ebene zwischen den 15 in der CES-Umfrage erhobenen Konsumpositionen berücksichtigt.

## Abbildung A

### Persönliche Inflation und HVPI

(in % p. a.)



Quellen: EZB (CES-Umfrage), Eurostat (HVPI) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Dargestellt ist ein Vergleich des jährlichen Wachstums des HVPI und der persönlichen Inflation (für die elf größten Länder des Euroraums) im Zeitraum von Dezember 2021 bis Juni 2025.

Obwohl die beiden in Abbildung A dargestellten Indizes gleich hohe Preisänderungen beschreiben, denen ein durchschnittlicher Haushalt im Euroraum im Zeitverlauf ausgesetzt war, scheint der auf individuellen Warenkörben basierende Index etwas niedriger zu sein, insbesondere in der Phase der erhöhten Inflation. In der Zeit, als die Inflation nachließ, fiel der Index jedoch höher aus als der HVPI. Diese Beobachtung scheint mit der Literatur zu Substitutionseffekten im Einklang zu stehen. Insgesamt korrelieren die Ergebnisse des CES-basierten persönlichen Inflationsindex eng mit der Entwicklung des HVPI und ermöglichen weitere Zerlegungsanalysen (wie sie zum Teil auch im vorliegenden Aufsatz zum Einsatz kommen).

## 4 Zinssätze als Ursache für Ungleichheit

**Zinsanpassungen wirken sich nicht auf alle privaten Haushalte gleich aus. Darin spiegeln sich Unterschiede beim Einkommen und Vermögen, den finanziellen Beschränkungen und der Finanzkompetenz wider.** Welchen Effekt das Zinsniveau und Zinsänderungen auf einen Haushalt haben, hängt davon ab, wie gut sich dieser mit angemessenen Reaktionsmöglichkeiten auskennt und in der Lage ist, sich auf neue wirtschaftliche Bedingungen einzustellen. Beide Faktoren korrelieren systematisch mit der Höhe des Haushaltsvermögens. Dieser Abschnitt untersucht, zu welchem Zeitpunkt private Haushalte Finanzentscheidungen unter verschiedenen Zinsregimes treffen, und beleuchtet ihre heterogenen Reaktionen auf Zinsänderungen.

**Wie stark sich Zinserhöhungen auf einen privaten Haushalt auswirken, hängt maßgeblich davon ab, inwieweit er einem Zinsänderungsrisiko ausgesetzt ist. Diesbezüglich gibt es zwischen den Einkommensgruppen deutliche Unterschiede.** Zu Beginn des geldpolitischen Straffungszyklus waren die privaten Haushalte mit niedrigerem Einkommen unverhältnismäßig stark von den Zinserhöhungen betroffen. Dies hatte im Wesentlichen zwei Gründe: a) Ihre Hypothekarkredite waren öfter variabel verzinslich, und b) im Falle von festverzinslichen Krediten waren ihre Optionen hinsichtlich der Zinsbindungsdauer ungünstiger. Wie aus Abbildung 6, Grafik a ersichtlich wird, hält ein größerer Anteil der einkommensschwächeren Haushalte variabel verzinsliche Hypothekarkredite. Diese Darlehen reagieren deutlich sensibler auf steigende Zinsen. Außerdem wählen Haushalte mit niedrigerem Einkommen häufig kürzere Zinsbindungsfristen für festverzinsliche Kredite. Dadurch sind sie Zinsänderungen stärker ausgesetzt.<sup>22</sup>

**Einkommensstärkere Haushalte scheinen bei der Steuerung ihres Zinsänderungsrisikos informiertere Entscheidungen zu treffen.** Sie scheinen zu berücksichtigen, ob das aktuelle Zinsumfeld eher niedrig oder hoch ist, und wählen die Zinsbindungsdauer ihrer Hypothekarkredite entsprechend. Abbildung 6, Grafik a zeigt, dass private Haushalte mit einem höheren Einkommen in Niedrigzinsphasen im Median eine Zinsbindungsdauer von 15 Jahren und in Hochzinsphasen eine Zinsbindung von zehn Jahren wählen. Dagegen verfolgen private Haushalte mit niedrigerem Einkommen unabhängig vom Zinsumfeld im Wesentlichen dieselbe Zinsbindungsstrategie. Entscheidungen über die Zinsbindungsdauer und das Zinsänderungsrisiko können die finanzielle Ungleichheit verschärfen, da die Ergebnisse dieser Entscheidungen in Phasen von Zinsänderungen unmittelbar mit der finanziellen Widerstandsfähigkeit der privaten Haushalte korrelieren.<sup>23</sup>

<sup>22</sup> Zwar erscheinen die Zinsbindungsentscheidungen der privaten Haushalte mit höherem Einkommen im Nachhinein vorteilhafter. Das bedeutet jedoch nicht zwangsläufig, dass diese Haushalte ihr Zinsänderungsrisiko a priori besser steuern. Denn das Ergebnis hängt auch von den Erwartungen und den verfügbaren Informationen zum Zeitpunkt der Kreditentscheidung ab.

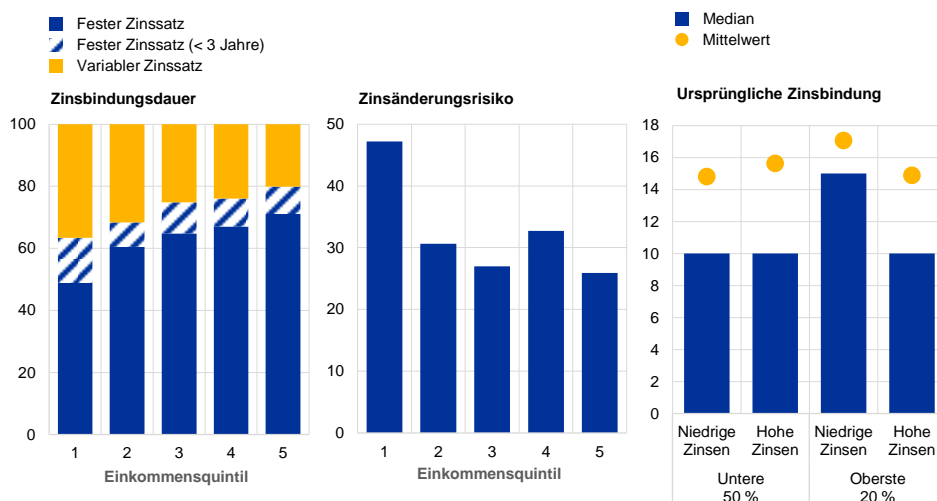
<sup>23</sup> Siehe auch Baptista et al. (2025), deren Analyse Belege für die Transmission der Geldpolitik über Hypothekenzinsen auf die Konsumausgaben liefert. Dabei wird die Bedeutung der Heterogenität der privaten Haushalte bei der Wahl der Ausgestaltung der Hypothekarkredite hervorgehoben.

## Abbildung 6

### Zinsbindung, Zinsänderungsrisiko und ihre Auswirkungen auf die Ungleichheit des verfügbaren Einkommens

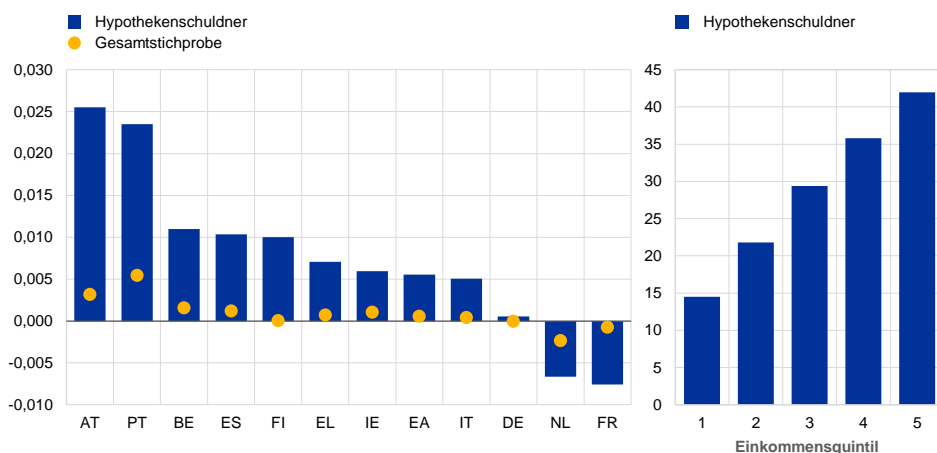
#### a) Zinsbindung und Zinsänderungsrisiko

(linke und mittlere Grafik: in % der Hypothekenschuldner; rechte Grafik: in Jahren)



#### b) Auswirkungen höherer Hypothekenzahlungen auf das Einkommen

(linke Grafik: Veränderung des Gini-Koeffizienten; rechte Grafik: in %)



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

Anmerkung: Die Daten sind auf Basis der Umfragegewichte gewichtet (und in Grafik a um die jeweils ausstehenden Kreditbeträge bereinigt). Die Einkommensquintile werden auf Ebene der Ländererhebung berechnet. In Grafik a links ist die Zinsbindungsstruktur des Bestands an ausstehenden Hypothekarkrediten für jedes Einkommensquintil dargestellt. Die gelben Balkenabschnitte stellen variabel verzinsliche Hypothekarkredite dar, die gestrichelten blauen Balkenabschnitte festverzinsliche Hypothekarkredite, bei denen in den nächsten drei Jahren eine Neubepreisung ansteht, und die blauen Balkenabschnitte beziehen sich auf festverzinsliche Hypothekarkredite mit längerer Zinsbindung. Die mittlere Grafik zeigt den Anteil der im Zeitraum 2024-2025 durchschnittlich pro Jahr neu bepreisten Hypothekarkredite (d. h. den Prozentsatz der Kredite mit Zinsänderungsrisiko) nach Einkommensquintilen. Die rechte Grafik zeigt den Mittelwert und den Median der ursprünglichen Zinsbindung bei privaten Haushalten in den unteren 50 % und den obersten 20 % der Einkommensverteilung in Niedrig- und Hochzinsphasen. Grafik b links zeigt, wie sich der Gini-Koeffizient des Einkommens nach Hypothekenzahlungen verändert, wenn das Einkommen um den Anstieg der Hypothekenlast bereinigt wird, der sich durch die beobachteten Entscheidungen zur Zinsbindungsdauer festverzinslicher Kredite für die gesamte Stichprobe und für Hypothekenschuldner ab Februar 2024 ergibt. In Grafik b rechts ist der prozentuale Anteil der Hypothekenschuldner nach Einkommensquintilen dargestellt.

**Der tatsächliche Effekt der Zinssätze auf das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte und auf die Ungleichheit hängt vom Grad des Zinsänderungsrisikos und der Höhe der Hypothekarkredite ab.** Haushalte mit höherem Einkommen haben zwar eher höhere Verbindlichkeiten (z. B. Hypothekarkredite), sind aber auch eher in der Lage, ihre Finanzstrategien

anzupassen, um die negativen Auswirkungen steigender Zinsen zu mindern. Haushalte mit niedrigerem Einkommen sind Zinsänderungsrisiken stärker ausgesetzt. In Kasten 2 wird der unterschiedlich starke Effekt höherer Zinsen auf die einzelnen Einkommensgruppen quantifiziert (ausgedrückt als prozentualer Anteil am Haushaltseinkommen). Dabei wird deutlich, dass die Haushalte mit niedrigerem Einkommen überproportional stark durch Zinserhöhungen belastet werden. In Abbildung 6, Grafik b wird unter Verwendung der Ergebnisse aus Kasten 2 der Effekt auf den Gini-Koeffizienten des verfügbaren Einkommens (nach Hypothekenzahlungen) veranschaulicht. Dazu wird das Einkommen um den kumulierten Anstieg der Hypothekenkosten je Haushalt bereinigt und das Ergebnis mit der Basislinie ohne Zinserhöhung verglichen. Insgesamt nimmt die Einkommensungleichheit nach Hypothekenzahlungen bei steigenden Zinsen in den meisten Ländern und im Euroraum zu. Dies wird jedoch dadurch ausgeglichen, dass Haushalte mit höherem Einkommen einen größeren Anteil an Hypothekarkrediten halten (siehe Abbildung 6, Grafik b rechts). Da die Haushalte mit hohem Einkommen einen überproportional großen Anteil an Verbindlichkeiten haben, würden Zinserhöhungen sogar dazu führen, dass sich die Ungleichheit des Einkommens nach Hypothekenzahlungen verringert, wenn das Zinsänderungsrisiko bei allen Hypothekenschuldnern gleich wäre. Dieser Effekt wird jedoch durch das ungleich verteilte Zinsänderungsrisiko umgekehrt.

## Kasten 2

### Wer trägt die Kosten höherer Zinsen? Eine Mikrosimulation anhand der CES-Umfrage

---

Luca Caprari und Omiros Kouvas

In der vorliegenden Analyse wird der Effekt von Zinserhöhungen auf die privaten Haushalte mithilfe von Daten auf Haushaltsebene quantifiziert, um ein vollständiges Bild der Zinsänderungen und gestiegenen Kosten für den Zeitraum von 2022 bis 2025 zu erhalten. Zu den Daten auf Haushaltsebene zählen unter anderem Angaben zu Kreditnehmern, zu geschätzten Risikoprämien nach Einkommensquantil, zur Art des Kredits und zum Zeitpunkt von Hypothekenanpassungen.

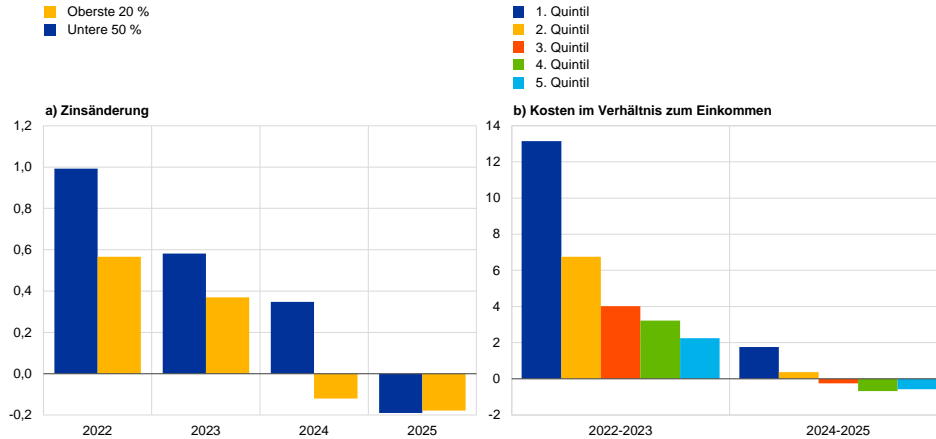
Bei Haushalten mit variabel verzinslichen Hypothekarkrediten werden die Zinssätze kontinuierlich angepasst. Bei Haushalten mit festverzinslichen Hypothekarkrediten hingegen sind die Hypothekenzahlungen für einen vorab vereinbarten Zeitraum festgeschrieben. Unter Berücksichtigung dessen werden anhand der verfügbaren Daten die Zinsänderungen auf Haushaltsebene im Zeitverlauf berechnet, die mit den tatsächlichen Kreditbeträgen im jeweiligen Zeitraum abgeglichen werden. So lässt sich ermitteln, wie stark der zinsänderungsbedingte Kostenanstieg in nominaler Rechnung war.

Abbildung A, Grafik a zeigt die mittleren Zinsänderungen für Hypothekenschuldner in den unteren 50 % und den obersten 20 % der Einkommensverteilung für den Zeitraum 2022-2025. Für Hypothekenschuldner in den unteren 50 % der Verteilung sind die Zinsen stärker gestiegen. Dies hängt damit zusammen, dass das Zinsänderungsrisiko bei diesen Haushalten aufgrund ihres höheren Anteils an variabel verzinslichen wie auch im betreffenden Zeitraum auslaufenden festverzinslichen Krediten höher ist. Zusammen mit den aktualisierten Kreditbeträgen lässt sich daraus die Höhe des entsprechenden Kostenanstiegs für die einzelnen Haushalte im betreffenden Jahr ableiten. Abbildung A, Grafik b zeigt den auf das Einkommen normierten durchschnittlichen Kostenanstieg für Hypothekenschuldner nach Einkommensquintilen der privaten Haushalte.

## Abbildung A

### Veränderung der Zinssätze und Kosten für Hypothekarkredite

(in Prozentpunkten)



Quelle: EZB (CES-Umfrage).

Anmerkung: In Grafik a ist die Änderung der Hypothekenzinsen im Vergleich zum Vorjahr für die unteren 50 % und die obersten 20 % der Einkommensverteilung dargestellt. Abgebildet ist der Zeitraum von 2022 bis 2025. Die Schätzungen sind nach Bevölkerungsanteilen und individuellem Einkommen gewichtet. In Grafik b wird die in Grafik a dargestellte Zinsänderung ins Verhältnis zum Haushaltseinkommen gesetzt – aufgeschlüsselt nach Einkommensquintilen. Abgebildet sind die Zeiträume 2022-2023 und 2024-2025. Die Schätzungen sind nach Bevölkerungsanteilen und den jeweils ausstehenden Kreditbeträgen gewichtet.

**Unterschiedlich starke finanzielle Beschränkungen und Unterschiede bei der Finanzkompetenz wirken sich darauf aus, wie die privaten Haushalte in und nach Phasen höherer Zinsen reagieren.** Haushalte mit niedrigerem Einkommen sind nicht nur einem größeren Zinsänderungsrisiko ausgesetzt, sondern weisen auch besondere Verhaltensmuster bei der Kreditnachfrage auf. Konkret beantragen diese Haushalte in Phasen höherer Zinsen tendenziell häufiger Kredite und greifen dabei auch häufiger auf variabel verzinsliche Hypothekarkredite zurück.<sup>24</sup> Dies verstärkt die Anfälligkeit der einkommensschwächeren Haushalte gegenüber steigenden Zinsen und dadurch auch ihre finanzielle Fragilität und die Ungleichheit.

## 5 Schlussbemerkungen

**Trotz erheblicher Schocks sind die weiter gefassten Indikatoren der Ungleichheit von 2021 bis 2025 relativ stabil geblieben.** Die Einkommens- und die Vermögensungleichheit haben sich kaum verändert, und die Armutsquote blieb begrenzt. Diese auf aggregierter Ebene zu beobachtende Stabilität lässt sich zumindest teilweise darauf zurückführen, dass Haushalte diesen Schocks unterschiedlich stark ausgesetzt waren, wobei sich die Effekte gegenseitig ausgeglichen haben. Zudem haben Risikoteilungsmechanismen den Einfluss auf besonders anfällige Gruppen teilweise aufgefangen.

**Die insgesamt stabil gebliebene Ungleichheit verschleiert möglicherweise Veränderungen der zugrunde liegenden Einkommens- und Vermögensverteilung.** In diesem Aufsatz wurde aufgezeigt, dass die privaten Haushalte laut der CES-Umfrage den vergangenen Inflationsschub wie auch den

<sup>24</sup> Siehe auch Kasten 7 (Henricot et al., 2025) im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

zurückliegenden Zinsanstieg sehr unterschiedlich wahrnahmen. Der Inflationsschock 2021-2023 belastete die Haushalte mit niedrigerem Einkommen stärker, wobei dieser Effekt allerdings mit dem Abklingen der Inflation nachließ. Verteilungseffekte ergaben sich auch bei den darauffolgenden Zinserhöhungen. So sahen sich einkommensschwächere Haushalte, die häufiger auf variabel verzinsliche Hypothekarkredite zurückgreifen, einer höheren Tilgungslast gegenüber. Einkommensstärkere Haushalte waren indes eher in der Lage, Anpassungen vorzunehmen.

**Die Wahrnehmung, dass sich die Ungleichheit seit dem Inflationsschub erhöht hat, könnte anhalten – auch wenn die gemessene Ungleichheit stabil geblieben ist.** Die gängigen Messgrößen der Ungleichheit dürften in den letzten Jahren zwar insgesamt stabil geblieben sein. Das schließt jedoch nicht aus, dass in diesem Zeitraum tatsächlich eine gewisse Umverteilung des verfügbaren Einkommens und der Kaufkraft stattgefunden haben könnte. Wie die relative Stabilität der gemessenen Ungleichheit und der starke Anstieg der wahrgenommenen Ungleichheit miteinander in Einklang gebracht werden können, bleibt daher ein Thema für künftige Untersuchungen. Die wahrgenommene Ungleichheit dürfte die Einstellung und das Verhalten der privaten Haushalte beeinflussen. Deshalb sollte neben den gängigen Messgrößen der Ungleichheit auch die wahrgenommene Ungleichheit genau beobachtet werden.

## Literaturverzeichnis

Acemoglu, D. und Restrepo, P. (2020), Robots and Jobs: Evidence from US Labor Markets, *Journal of Political Economy*, Bd. 128, Nr. 6, S. 2188-2244.

Alesina, A. und Perotti, R. (1996), Income distribution, political instability, and investment, *European Economic Review*, Bd. 40, Nr. 6, S. 1203-1228.

Alesina, A. und Rodrik, D. (1994), Distributive Politics and Economic Growth, *The Quarterly Journal of Economics*, Bd. 109, Nr. 2, S. 465-490.

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.

Bobasu, A., di Nino, V. und Osbat, C. (2023), [Folgen des jüngsten Inflationsschubs für die privaten Haushalte](#), EZB, *Wirtschaftsbericht* 3/2023.

Boskin Commission (1996), [Toward A More Accurate Measure Of The Cost Of Living – Final Report to the Senate Finance Committee from the Advisory Commission To Study The Consumer Price Index](#), United States Social Security Administration.

Charalambakis, E., Fagandini, B., Henkel, L. und Osbat, C. (2022), [Folgen des jüngsten Inflationsanstiegs für private Haushalte mit niedrigem Einkommen](#), Kasten 4, EZB, *Wirtschaftsbericht* 7/2022.

Cowell, F. A. (2011), *Measuring Inequality*, Oxford University Press, Oxford.

Europäische Zentralbank (2021), [Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 265, Frankfurt am Main, September.

Eurostat (2024), [Harmonised Index of Consumer Prices \(HICP\) Methodological Manual – 2024 edition](#).

Henricot, D., Pöschl, J. und Tsiortas, A. (2025), Die uneinheitliche Transmission der Geldpolitik auf die Kredite an private Haushalte, Kasten 7, EZB, Wirtschaftsbericht 7/2025.

Kaas, L., Kocharkov, G. und Preugschat, E. (2019), Wealth Inequality and Homeownership in Europe, *Annals of Economics and Statistics*, Nr. 136, S. 27-54.

Kaplan, G. und Schulhofer-Wohl, S. (2017), Inflation at the household level, *Journal of Monetary Economics*, Bd. 91, S. 19-38.

Kukk, M., Toczynski, J. und Basten, C. (2025), Beyond the headline: How personal exposure to inflation shapes the financial choices of households, *Journal of Monetary Economics*, Bd. 153, Juli, 103800.

Marenčák, M. und Nghiem, G. (2025), Personal inflation rates in the euro area, Working Paper des Centre for Applied Macroeconomic Analysis (CAMA), Nr. 17/2025, Crawford School of Public Policy, The Australian National University.

Lerman, R. und Yitzhaki, S. (1989), Improving the accuracy of estimates of Gini coefficients, *Journal of Econometrics*, Bd. 42, Nr. 1, S. 43-47.

Orchard, J. (2025), Non-homothetic demand shifts and inflation inequality, Finance and Economics Discussion Series des Board of Governors of the Federal Reserve System, Nr. 2025-085, Washington, D.C.

Pallotti, F., Paz-Pardo, G., Slacalek, J., Tristani, O. und Violante, G. (2024), Who bears the costs of inflation? Euro area households and the 2021–2023 shock, *Journal of Monetary Economics*, Bd. 148, November, 103671.

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

## 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 <sup>1)</sup> (Veränderung gegen Vorperiode in %)						VPI (Veränderung gegen Vorjahr in %)					
	G 20	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich (HVPI)	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum <sup>2)</sup> (HVPI)	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2022	3,5	2,5	5,1	1,0	3,1	3,6	8,0	9,1	2,5	2,0	8,4	
2023	3,4	2,9	0,3	1,2	5,4	0,4	4,1	7,4	3,3	0,2	5,4	
2024	3,1	2,8	1,1	0,1	5,0	0,9	2,9	2,5	2,7	0,2	2,4	
2024 Q4	0,9	0,5	0,2	0,5	1,5	0,4	2,7	2,5	2,9	0,2	2,2	
2025 Q1	0,7	-0,2	0,7	0,1	1,2	0,6	2,7	2,8	3,8	-0,1	2,3	
Q2	0,9	0,9	0,3	0,5	1,0	0,1	2,4	3,5	3,5	0,0	2,0	
Q3	.	.	.	.	1,1	0,2	2,9	3,8	2,9	.	2,1	
2025 April	-	-	-	-	-	-	2,3	3,5	3,6	-0,1	2,2	
Mai	-	-	-	-	-	-	2,4	3,4	3,5	-0,1	1,9	
Juni	-	-	-	-	-	-	2,7	3,6	3,3	0,1	2,0	
Juli	-	-	-	-	-	-	2,7	3,8	3,1	0,0	2,0	
Aug.	-	-	-	-	-	-	2,9	3,8	2,7	.	2,0	
Sept.	-	-	-	-	-	-	3,0	3,8	2,9	.	2,2	

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

## 1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes; saisonbereinigt)									Wareneinfuhr <sup>1)</sup>		
	Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex						Globaler Einkaufsmanagerindex <sup>2)</sup>			Global	Industrie-länder	Schwellen-länder
	Global <sup>2)</sup>	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	1,6
2023	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,5	-3,7	4,5
2024	52,9	53,7	52,5	51,3	52,1	50,1	50,7	53,1	49,0	4,6	3,6	5,5
2024 Q4	53,0	54,8	50,9	50,1	51,8	49,3	49,9	53,3	48,4	1,0	1,2	0,9
2025 Q1	52,0	52,6	50,8	50,6	51,5	50,4	50,9	52,1	49,7	4,3	8,6	0,5
Q2	51,4	52,2	50,3	51,0	50,6	50,4	50,3	51,6	48,2	-0,8	-5,8	3,9
Q3	53,1	54,5	51,7	51,7	51,7	51,0	50,9	53,2	48,8	.	.	.
2025 Mai	51,5	53,0	50,3	50,2	49,6	50,2	49,0	52,1	48,0	2,5	0,5	4,4
Juni	51,9	52,9	52,0	51,5	51,3	50,6	51,3	51,8	49,2	-0,8	-5,8	3,9
Juli	53,0	55,1	51,5	51,6	50,8	50,9	49,7	53,5	48,2	-1,1	-4,4	1,9
Aug.	53,4	54,6	53,5	52,0	51,9	51,0	51,8	53,3	48,7	-1,2	-3,9	1,2
Sept.	52,8	53,9	50,1	51,3	52,5	51,2	51,3	52,8	49,5	.	.	.
Okt.	.	54,8	51,1	.	.	52,2	.	.	.	.	.	.

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 <sup>1)</sup>		
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen				Vorrats- verände- rungen <sup>2)</sup>	Zusam- men	Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>
					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	13 757,9	13 486,6	7 258,1	2 941,9	3 017,6	1 555,4	871,5	584,5	269,0	-271,3	7 421,7	7 150,4
2023	14 663,7	14 137,8	7 750,8	3 097,3	3 214,9	1 641,8	929,2	637,6	74,8	-525,9	7 378,4	6 852,5
2024	15 231,3	14 563,9	8 029,8	3 259,8	3 209,9	1 648,3	922,9	632,4	64,5	-667,4	7 489,2	6 821,8
2024 Q3	3 821,2	3 666,6	2 014,8	821,5	805,6	411,2	229,7	163,1	24,8	-154,6	1 870,1	1 715,5
Q4	3 866,1	3 705,4	2 031,7	830,5	814,9	416,1	231,9	165,3	28,2	-160,7	1 885,4	1 724,7
2025 Q1	3 906,2	3 745,7	2 054,6	834,5	836,2	420,9	231,6	182,0	20,4	-160,6	1 933,1	1 772,5
Q2	3 937,9	3 776,0	2 066,5	844,7	828,2	422,5	234,2	169,8	36,6	-161,8	1 913,0	1 751,1
<i>In % des BIP</i>												
2024	100,0	95,6	52,7	21,4	21,1	10,8	6,1	4,2	0,4	-4,4	-	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2024 Q3	0,4	1,3	0,5	0,6	1,6	-0,5	-1,9	13,4	-	-	-1,4	0,4
Q4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,7	0,9	0,6	0,1	-	-	0,1	0,0
2025 Q1	0,6	0,5	0,3	-0,1	2,5	0,5	-0,1	11,4	-	-	2,3	2,3
Q2	0,1	0,4	0,2	0,5	-1,8	-0,2	0,7	-8,7	-	-	-0,5	-0,1
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2022	3,6	4,0	5,3	1,3	2,1	-0,1	4,1	4,9	-	-	7,3	8,4
2023	0,4	0,1	0,5	1,5	2,4	1,0	2,2	6,3	-	-	-1,2	-2,0
2024	0,9	0,6	1,3	2,2	-2,0	-1,4	-2,0	-3,3	-	-	0,6	-0,1
2024 Q3	1,0	1,2	1,4	2,5	-1,9	-2,2	-3,8	1,6	-	-	1,0	1,5
Q4	1,3	1,6	1,8	2,2	-2,1	-0,5	-1,1	-7,3	-	-	0,5	0,9
2025 Q1	1,6	2,3	1,5	2,0	2,3	0,4	-0,6	11,3	-	-	2,6	4,0
Q2	1,5	2,6	1,5	1,6	3,0	0,7	-0,7	15,6	-	-	0,5	2,6
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2024 Q3	0,4	1,3	0,3	0,1	0,3	-0,1	-0,1	0,5	0,5	-0,9	-	-
Q4	0,4	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-	-
2025 Q1	0,6	0,5	0,1	0,0	0,5	0,1	0,0	0,5	-0,2	0,1	-	-
Q2	0,1	0,4	0,1	0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	0,5	-0,2	-	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2022	3,6	3,9	2,8	0,3	0,5	0,0	0,3	0,2	0,3	-0,2	-	-
2023	0,4	0,1	0,3	0,3	0,5	0,1	0,1	0,3	-1,0	0,4	-	-
2024	0,9	0,6	0,7	0,5	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	-	-
2024 Q3	1,0	1,2	0,8	0,5	-0,4	-0,2	-0,2	0,1	0,3	-0,2	-	-
Q4	1,3	1,5	0,9	0,5	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3	0,6	-0,2	-	-
2025 Q1	1,6	2,1	0,8	0,4	0,5	0,0	0,0	0,5	0,5	-0,5	-	-
Q2	1,5	2,5	0,8	0,3	0,6	0,1	0,0	0,6	0,8	-0,9	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellpreise)											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 Versicherungsleistungen	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
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)</i>												
2022	12 365,4	217,8	2 423,2	647,7	2 360,6	638,7	543,7	1 340,4	1 491,1	2 319,4	382,8	1 392,5
2023	13 265,9	224,4	2 615,9	710,9	2 462,9	697,3	600,3	1 472,4	1 614,5	2 455,4	411,8	1 397,8
2024	13 715,2	233,4	2 579,1	731,5	2 550,1	734,1	633,3	1 536,5	1 690,4	2 595,0	431,9	1 516,1
2024 Q3	3 438,4	58,7	641,8	182,6	638,0	184,7	159,6	385,3	425,1	653,4	109,0	382,8
Q4	3 480,1	59,7	661,3	183,8	644,1	187,2	159,3	386,1	428,3	661,2	109,2	386,0
2025 Q1	3 509,6	60,6	666,5	186,9	648,9	188,8	160,7	387,9	430,9	668,0	110,5	396,7
Q2	3 542,8	62,4	669,4	189,2	655,7	191,3	161,7	390,6	435,7	674,8	112,1	395,0
<i>In % der Wertschöpfung</i>												
2024	100,0	1,7	18,8	5,3	18,6	5,4	4,6	11,2	12,3	18,9	3,1	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2024 Q3	0,3	0,0	0,5	-0,6	0,1	1,2	0,1	0,2	0,2	0,3	1,5	1,4
Q4	0,3	0,7	0,3	0,2	0,3	1,0	0,1	0,5	-0,1	0,6	-1,1	1,6
2025 Q1	0,7	1,5	2,0	0,7	0,4	0,6	0,2	0,1	0,2	0,3	0,3	-0,4
Q2	0,1	-1,1	0,2	-0,4	0,3	0,7	-0,4	0,1	0,4	0,0	0,1	0,0
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2022	4,0	-0,5	0,7	-0,4	8,8	6,6	-2,1	2,4	5,9	2,8	17,3	0,7
2023	0,7	-2,7	-1,7	1,7	-0,2	6,7	-2,6	2,1	2,2	1,0	3,5	-1,7
2024	0,9	-0,6	-0,7	-0,7	0,9	2,9	1,7	1,6	1,8	1,5	1,6	0,5
2024 Q3	1,1	-0,1	0,3	-1,1	0,9	2,7	1,5	1,7	1,7	1,6	1,8	-0,1
Q4	0,9	0,1	-0,6	-0,9	1,1	2,7	2,1	1,5	0,9	1,8	1,9	5,0
2025 Q1	1,5	0,9	3,0	-0,2	1,0	3,2	0,1	0,9	1,1	1,7	1,2	2,6
Q2	1,4	1,0	3,0	-0,1	1,2	3,7	0,0	0,9	0,7	1,1	0,8	2,6
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2024 Q3	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
Q4	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2025 Q1	0,7	0,0	0,4	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Q2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2022	4,0	0,0	0,1	0,0	1,6	0,4	-0,1	0,3	0,7	0,6	0,5	-
2023	0,7	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,1	-
2024	0,9	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-
2024 Q3	1,1	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,1	-
Q4	0,9	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,3	0,1	-
2025 Q1	1,5	0,0	0,6	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,3	0,0	-
Q2	1,4	0,0	0,6	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.3 Beschäftigung<sup>1)</sup>

(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
<b>Zahl der Erwerbstätigen</b>													
<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	6,5
2023	100,0	86,1	13,9	2,8	14,1	6,4	24,3	3,4	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	2,4	2,5	1,4	-0,7	1,2	3,6	3,3	5,8	0,1	3,5	3,9	1,5	1,1
2023	1,5	1,6	1,1	-1,1	0,8	1,6	2,0	4,1	0,7	2,0	1,8	1,3	1,7
2024	0,9	1,0	0,6	-0,9	0,3	0,9	1,1	2,0	1,5	-0,6	0,7	1,5	0,7
2024 Q3	1,0	1,0	0,7	-0,9	0,3	0,6	1,0	1,7	1,6	-1,6	1,0	1,6	1,0
Q4	0,7	0,8	0,1	-2,4	0,1	0,7	1,2	1,3	1,7	0,3	0,1	1,4	0,3
2025 Q1	0,7	0,9	-0,3	-1,8	-0,2	0,7	0,6	1,0	1,5	3,0	0,6	1,4	1,0
Q2	0,7	0,7	0,2	-2,6	-0,3	0,9	0,8	0,7	1,2	3,3	0,8	1,2	0,2
<b>Geleistete Arbeitsstunden</b>													
<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	22,0	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	3,8	3,9	3,3	-1,0	1,3	4,3	7,6	6,2	-0,6	5,7	4,7	1,1	4,8
2023	1,7	2,0	0,6	-1,4	1,1	1,3	2,0	4,1	0,8	1,6	2,1	1,9	2,4
2024	1,1	1,2	0,6	-0,6	0,3	1,1	1,1	2,2	1,4	0,0	1,2	1,8	1,1
2024 Q3	0,5	0,6	0,1	-1,0	-0,3	0,1	0,5	1,4	1,5	-1,2	0,8	1,0	0,8
Q4	1,0	1,2	0,1	-1,5	0,0	0,8	1,2	1,6	0,8	1,8	0,7	1,9	1,2
2025 Q1	0,4	0,7	-1,0	-2,2	-0,7	0,4	0,1	0,9	1,1	2,5	0,3	1,3	1,7
Q2	0,3	0,5	-0,7	-2,8	-0,9	1,0	0,3	0,3	1,1	2,4	0,5	0,9	1,1
<b>Arbeitsstunden je Erwerbstätigen</b>													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2022	1,3	1,3	1,8	-0,3	0,1	0,7	4,2	0,4	-0,7	2,2	0,8	-0,4	3,7
2023	0,2	0,4	-0,4	-0,3	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1	-0,4	0,3	0,6	0,6
2024	0,2	0,2	0,1	0,3	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,6	0,5	0,3	0,4
2024 Q3	-0,4	-0,4	-0,6	-0,2	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,1	0,4	-0,2	-0,5	-0,3
Q4	0,3	0,4	0,0	0,9	-0,1	0,1	0,0	0,3	-0,9	1,5	0,6	0,6	0,9
2025 Q1	-0,3	-0,2	-0,7	-0,5	-0,5	-0,3	-0,5	-0,1	-0,4	-0,5	-0,3	-0,1	0,7
Q2	-0,3	-0,2	-0,9	-0,1	-0,5	0,2	-0,5	-0,4	-0,2	-0,9	-0,3	-0,3	0,9

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 <sup>1)</sup>											Vakanz- quote <sup>3)</sup>
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen <sup>2)</sup>	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio.	In % der Erwerbs- personen		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)			100,0			78,7		21,3		51,2		48,8		
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	5.523	6,9	3,1
2024	171.291	2,8	10.918	6,4	2,1	8.596	5,5	2.322	14,6	5.590	6,1	5.327	6,6	2,6
2024 Q3	171.438	2,8	10.857	6,3	1,9	8.489	5,5	2.368	14,9	5.637	6,2	5.221	6,5	2,5
Q4	171.628	2,8	10.636	6,2	2,0	8.361	5,4	2.275	14,4	5.468	6,0	5.168	6,4	2,5
2025 Q1	172.646	2,8	10.981	6,4	2,1	8.627	5,5	2.354	14,8	5.610	6,1	5.371	6,6	2,4
Q2	173.080	2,8	11.074	6,4	2,1	8.747	5,6	2.327	14,6	5.738	6,2	5.336	6,6	2,2
2025 März	-	-	11.033	6,4	-	8.673	5,5	2.361	14,8	5.683	6,2	5.350	6,6	-
April	-	-	10.920	6,3	-	8.622	5,5	2.298	14,4	5.620	6,1	5.300	6,5	-
Mai	-	-	11.019	6,4	-	8.694	5,5	2.325	14,6	5.717	6,2	5.302	6,5	-
Juni	-	-	10.978	6,3	-	8.687	5,5	2.290	14,4	5.692	6,2	5.286	6,5	-
Juli	-	-	10.831	6,2	-	8.606	5,5	2.224	14,0	5.631	6,1	5.200	6,4	-
Aug.	-	-	10.842	6,3	-	8.622	5,5	2.220	14,0	5.652	6,1	5.190	6,4	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Wurden noch keine Daten aus der jährlichen und vierteljährlichen Arbeitskräfteerhebung veröffentlicht, werden die Jahres- und Quartalswerte als einfacher Durchschnitt der Monatswerte ermittelt. Zeitreihen ohne Strukturbrüche wurden für den Euroraum und die EU erstmals im Februar 2022 – nach Umsetzung der Verordnung über die Integrierte europäische Sozialstatistik im Jahr 2021 – veröffentlicht. Zu den Korrekturen der Zeitreihenbrüche siehe im Einzelnen: Eurostat (2024), EU labour force survey – correction for breaks in time series, Statistics Explained, aktualisiert am 13. September 2024.

2) Nicht saisonbereinigt.

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

### 2.5 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe						Produktion im Bau- gewerbe	Einzelhandelsumsätze				Produktion im Dienst- leistungs- sektor <sup>1)</sup>	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	3,1	-1,0	-5,0	2,0	-1,8	-2,6	-1,0	-1,7	2,3	14,6
2024	-3,0	-3,3	-3,9	-5,0	-0,1	-0,1	-1,0	1,2	0,6	1,7	0,7	1,6	-0,1
2024 Q4	-1,6	-1,9	-2,5	-4,0	2,2	0,3	-0,1	2,2	1,0	3,0	1,0	2,0	-2,0
2025 Q1	1,5	1,5	-1,0	-1,7	9,5	0,7	-0,3	2,0	1,3	2,7	1,5	2,0	-2,7
Q2	1,4	1,4	-1,3	0,5	6,3	1,2	0,8	2,7	1,8	3,4	3,8	1,8	-0,9
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	5,9
2025 April	0,4	0,7	-0,8	-0,7	4,5	-1,7	1,7	2,7	2,5	2,8	4,5	0,8	4,6
Mai	3,1	3,1	-1,7	2,9	9,6	2,3	0,7	2,0	0,6	2,8	2,7	1,9	5,7
Juni	0,7	0,6	-1,4	-0,5	4,6	3,1	-0,1	3,5	2,4	4,4	4,2	2,8	-11,7
Juli	2,0	2,2	-1,0	2,1	6,2	0,6	0,7	2,1	0,6	3,4	1,7	1,2	6,6
Aug.	1,1	1,3	-1,7	-0,4	7,2	-0,7	0,1	1,0	0,1	1,9	0,8	.	7,5
Sept.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	3,9
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2025 April	-2,5	-2,1	-0,8	-1,2	-4,0	-3,0	0,9	0,4	0,8	0,2	1,3	-0,3	3,0
Mai	0,9	0,7	-1,7	1,0	6,1	3,6	-1,4	-0,3	-0,4	-0,1	-1,0	0,3	-1,4
Juni	-0,8	-0,9	0,0	-1,3	-3,8	1,3	0,1	0,5	0,5	0,6	0,8	-0,1	-5,5
Juli	0,5	0,8	0,5	1,7	1,8	-1,7	0,5	-0,4	-1,1	0,3	-1,6	-0,2	4,9
Aug.	-1,2	-1,2	-0,2	-2,2	-0,2	-0,6	-0,1	0,1	0,3	-0,1	0,4	.	0,7
Sept.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,2

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	
1999-2021	94,7	-5,2	33,9	.	-6,1	-7,9	-9,1	.	-	-	-	-
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 Q4	95,1	-12,7	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	4,5	90,3	47,6	48,8	51,0	50,4
Q2	94,3	-11,0	77,5	-15,7	-3,4	-7,8	2,3	89,8	49,3	51,3	50,1	50,4
Q3	95,5	-10,3	77,8	-15,0	-3,4	-6,9	3,8	89,9	50,1	51,4	50,9	51,0
2025 Mai	95,0	-10,3	.	-15,1	-3,4	-7,1	2,0	.	49,4	51,5	49,7	50,2
Juni	94,2	-11,8	.	-15,3	-3,0	-7,6	3,1	.	49,5	50,8	50,5	50,6
Juli	95,8	-10,4	77,8	-14,7	-3,2	-6,6	4,1	89,9	49,8	50,6	51,0	50,9
Aug.	95,3	-10,2	.	-15,5	-3,6	-6,4	3,8	.	50,7	52,5	50,5	51,0
Sept.	95,5	-10,3	.	-14,9	-3,5	-7,7	3,6	.	49,8	50,9	51,3	51,2
Okt.	.	.	.	-14,2	.	.	.	.	50,0	51,1	52,7	52,2

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 <sup>2)</sup>	Immobilienvermögen	Gewinnquote <sup>3)</sup>	Sparquote (brutto)	Schuldenquote <sup>4)</sup>	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens <sup>1)</sup>	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	13,5	90,7	0,8	2,1	12,5	2,5	8,1	37,9	5,2	72,6	4,9	9,9	3,4
2023	14,2	84,7	1,2	1,9	2,4	4,2	1,8	37,1	5,9	68,5	1,6	3,6	0,8
2024	15,2	81,7	2,4	2,3	-2,8	4,7	3,4	35,5	4,2	67,1	1,8	-2,4	0,9
2024 Q3	15,1	82,1	2,7	2,3	-2,5	5,9	2,9	35,7	4,7	67,4	1,9	3,7	0,9
Q4	15,2	81,7	2,3	2,3	-1,6	4,7	3,4	35,5	4,2	67,1	1,8	2,6	0,9
2025 Q1	15,2	81,3	1,1	2,4	0,2	4,5	4,6	35,5	3,8	67,0	2,8	8,2	1,7
Q2	15,2	81,5	1,3	2,6	2,8	4,9	4,7	35,3	3,5	66,3	2,6	11,8	1,6

Quellen: EZB und Eurostat.

- 1) Auf Basis der über vier Quartale kumulierten Summen aus Ersparnis, Verschuldung und verfügbarem Bruttoeinkommen (bereinigt um die Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche).
- 2) Geldvermögen (nach Abzug der Verbindlichkeiten) und Sachvermögen. Letzteres besteht vor allem aus Immobilienvermögen (Wohnimmobilien sowie Grund und Boden). Ferner zählt hierzu auch das Sachvermögen von Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit, die dem Sektor der privaten Haushalte zugerechnet werden.
- 3) Die Gewinnquote ergibt sich aus der Division des Bruttounternehmensgewinns (der im Großen und Ganzen dem Cashflow entspricht) durch die Bruttowertschöpfung.
- 4) Umfasst Verbindlichkeiten in Form von konsolidierten Krediten und Schuldverschreibungen.

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.8 Zahlungsbilanz des Euroraums – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz <sup>1)</sup>	
	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 Q3	1 475,4	1 389,5	86,0	698,4	618,9	375,1	339,0	351,1	338,4	50,9	93,3	21,8	17,3
Q4	1 486,3	1 412,3	74,0	703,7	622,3	381,9	334,7	352,2	351,5	48,6	103,7	35,7	23,8
2025 Q1	1 552,7	1 485,4	67,3	758,1	644,1	391,8	363,4	354,3	390,8	48,5	87,1	31,9	26,6
Q2	1 498,1	1 408,2	89,9	713,8	627,5	387,4	346,2	348,3	339,0	48,5	95,5	18,6	17,3
2025 März	523,1	495,7	27,5	262,4	221,0	128,5	119,6	115,7	125,4	16,5	29,7	11,5	8,1
April	498,6	475,9	22,7	239,4	207,9	127,2	117,3	115,6	118,2	16,4	32,5	5,8	5,3
Mai	501,4	470,9	30,5	238,4	205,8	129,2	114,7	117,7	119,0	16,1	31,4	5,9	5,4
Juni	498,1	461,5	36,7	236,1	213,9	131,1	114,2	115,0	101,8	16,0	31,6	6,9	6,6
Juli	496,6	466,9	29,8	236,0	211,4	128,4	115,7	115,6	107,2	16,7	32,5	9,1	4,1
Aug.	491,9	480,0	11,9	233,5	218,5	129,7	115,8	112,3	113,4	16,4	32,2	5,8	5,0
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2025 Aug.	6 014,7	5 711,2	303,5	2 877,2	2 529,9	1 541,1	1 387,4	1 401,0	1 412,2	195,5	381,7	106,3	82,7
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2025 Aug.	38,7	36,8	2,0	18,5	16,3	9,9	8,9	9,0	9,1	1,3	2,5	0,7	0,5

1) Nicht saisonbereinigt.

### 2.9 Außenhandel des Euroraums (Warenverkehr)<sup>1)</sup>, Werte und Volumen nach Warengruppen<sup>2)</sup>

(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 Q3	2,2	0,3	712,1	339,1	137,4	220,0	591,1	676,5	381,0	112,7	166,2	492,0	75,0
Q4	1,1	2,1	714,7	335,7	139,6	224,9	593,2	684,0	381,5	112,4	171,5	494,6	70,1
2025 Q1	8,0	8,0	770,0	377,8	145,3	230,6	641,5	708,1	400,1	115,1	177,7	507,9	67,7
Q2	0,2	2,1	724,7	338,1	139,2	229,5	603,4	691,4	382,2	116,8	176,2	504,8	59,3
2025 März	14,1	9,6	266,9	132,3	51,1	77,9	225,2	239,0	134,7	38,7	60,7	172,5	21,1
April	-1,1	0,1	244,3	114,1	46,5	77,6	203,8	230,0	128,6	38,7	57,9	167,3	20,9
Mai	1,2	-0,4	243,1	115,4	46,3	76,0	202,8	227,3	125,5	38,2	58,1	165,3	19,4
Juni	0,6	6,9	237,3	108,5	46,4	75,9	196,8	234,1	128,1	40,0	60,1	172,2	19,0
Juli	0,5	3,0	237,6	109,3	49,3	75,1	197,1	231,7	127,0	39,6	59,3	170,2	21,5
Aug.	-4,7	-3,8	235,8	.	.	.	192,4	226,2	.	.	.	163,4	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2024 Q3	-0,6	-1,1	94,5	89,1	90,8	106,2	94,7	98,6	94,7	99,2	105,6	99,7	129,8
Q4	-2,6	1,4	93,6	87,3	90,5	107,1	93,9	99,8	95,1	97,5	109,5	100,0	133,0
2025 Q1	0,6	2,3	98,0	93,3	94,4	108,3	98,7	100,7	96,1	98,4	110,7	101,0	129,1
Q2	-2,6	1,5	94,0	86,9	90,4	108,8	94,2	100,9	95,4	100,8	111,3	101,4	134,6
2025 Febr.	-1,6	-0,4	97,5	93,2	92,4	107,1	97,9	101,2	96,6	100,2	109,8	101,0	133,1
März	6,0	4,5	100,9	97,5	97,9	108,9	102,5	101,3	96,6	99,1	113,3	102,8	126,6
April	-5,4	-2,3	93,6	87,1	89,5	108,0	93,8	99,5	94,7	99,5	108,5	100,1	134,4
Mai	-0,8	0,6	95,4	89,2	91,5	109,0	95,8	100,1	94,8	99,1	110,5	100,1	135,9
Juni	-1,5	6,6	93,0	84,5	90,3	109,4	92,9	103,1	96,8	103,9	115,0	104,0	133,4
Juli	-0,1	3,9	94,3	85,8	96,0	107,6	94,6	101,9	96,2	102,9	111,5	103,0	134,4

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 Verbraucherpreisindex<sup>1)</sup>

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) <sup>2)</sup>							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- bereinigt)	Dienst- leistungen	HVPI insgesamt ohne ad- ministrierte Preise	Adminis- trierte Preise	
		Ins- gesamt	Insgesamt ohne Energie und Nahrungs- mittel											6
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 Q4	126,9	2,2	2,7	0,8	3,9	0,5	0,8	1,8	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	1,4	0,1	-4,1	1,0	1,9	3,0	
Q3	129,3	2,1	2,3	1,2	3,2	0,6	0,8	1,3	0,4	0,3	0,7	2,0	2,8	
2025 April	128,8	2,2	2,7	0,7	4,0	0,1	0,0	0,6	0,0	-2,3	0,7	2,0	3,3	
Mai	128,7	1,9	2,3	0,8	3,2	-0,1	0,4	-0,1	0,1	-1,2	-0,1	1,8	3,0	
Juni	129,1	2,0	2,3	0,9	3,3	0,2	0,2	0,5	0,1	0,2	0,4	1,9	2,8	
Juli	129,1	2,0	2,3	1,1	3,2	0,3	0,3	0,9	0,2	1,0	0,2	1,9	3,0	
Aug.	129,3	2,0	2,3	1,1	3,1	0,1	0,2	0,3	0,0	-0,7	0,3	2,0	2,7	
Sept.	129,4	2,2	2,4	1,4	3,2	0,2	0,2	-0,2	0,1	-0,1	0,2	2,2	2,7	

	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 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
Q3	3,2	2,6	5,2	0,1	0,8	-1,6	3,2	2,9	3,7	-1,2	3,2	3,8
2025 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
Juli	3,3	2,7	5,4	-0,1	0,8	-2,4	3,2	2,9	4,1	-1,9	3,0	3,9
Aug.	3,2	2,6	5,5	0,0	0,8	-2,0	3,2	2,9	3,6	-1,7	3,1	3,8
Sept.	3,0	2,6	4,7	0,5	0,8	-0,4	3,2	2,9	3,3	-0,1	3,4	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 <sup>1)</sup>										Bauge- werbe <sup>2)</sup>	Preise für Wohn- immobilien	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien <sup>3)</sup>
	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 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	1,0	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	1,0	5,3	.
Q2	123,5	0,5	-0,1	1,0	0,2	1,7	2,2	1,9	1,4	-0,7	0,8	5,1	.
2025 März	126,4	1,9	0,3	1,3	0,8	1,8	2,0	1,6	1,5	3,9	-	-	-
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	0,2	1,7	2,2	2,0	1,4	-1,5	-	-	-
Juni	124,0	0,6	0,1	0,9	-0,1	1,7	2,4	1,9	1,5	-0,1	-	-	-
Juli	124,4	0,2	0,1	1,0	-0,3	1,8	2,3	1,8	1,6	-1,0	-	-	-
Aug.	124,0	-0,6	0,3	1,0	-0,3	1,8	2,3	2,0	1,4	-4,1	-	-	-

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 (Brent- Kassakurs, USD)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)							
	Insge- samt (saison- berei- nigt; Index: 2020 = 100)	Insge- samt	Inländische Verwendung					Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>	Importgewichtet <sup>2)</sup>			Nach Verwendung gewichtet <sup>2)</sup>		
			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	107,4	5,2	7,1	6,8	4,4	8,1	12,9	17,6	103,8	18,3	28,8	9,6	19,3	27,7	10,9
2023	113,9	6,1	4,8	6,3	3,7	4,1	0,7	-2,2	83,7	-12,8	-11,6	-14,0	-13,7	-12,5	-15,0
2024	117,3	3,0	2,4	2,3	2,9	1,9	0,9	-0,4	82,0	9,4	13,6	5,1	9,2	12,2	5,5
2024 Q4	118,4	2,5	1,8	1,7	2,3	1,9	1,8	0,5	75,8	17,7	23,5	11,8	17,8	21,9	12,8
2025 Q1	119,0	2,3	2,1	2,0	2,7	1,7	2,2	1,9	76,7	20,0	28,2	11,4	19,2	24,8	12,2
Q2	119,8	2,5	2,1	2,0	2,6	2,1	0,6	-0,3	68,9	-1,9	2,0	-6,2	-2,3	0,6	-6,0
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	69,9	-0,8	-0,4	-1,1	-1,9	-1,9	-1,8
2025 April	-	-	-	-	-	-	-	-	69,0	-3,0	-0,7	-5,7	-2,8	-1,0	-5,2
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	64,7	0,3	7,7	-7,3	-0,8	4,1	-6,7
Juni	-	-	-	-	-	-	-	-	72,9	-3,2	-0,9	-5,7	-3,3	-1,1	-6,0
Juli	-	-	-	-	-	-	-	-	72,2	-3,4	-4,3	-2,5	-3,4	-3,7	-3,1
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	69,1	1,2	2,4	-0,1	-0,4	-0,2	-0,8
Sept.	-	-	-	-	-	-	-	-	68,2	0,1	0,8	-0,6	-1,8	-1,9	-1,6

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

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

2) Importgewichtet: bezogen auf die durchschnittliche Struktur der Importe im Zeitraum 2009-2011; nach Verwendung gewichtet: bezogen auf die durchschnittliche Struktur der 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	
1999-2021	26,2	20,0	8,0	14,5	25,9	-	-	-	-
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 Q4	7,4	13,8	14,9	4,8	48,8	49,2	58,0	48,2	53,3
2025 Q1	10,3	16,8	14,8	4,6	50,3	52,2	60,1	50,0	54,1
Q2	8,2	16,2	14,0	3,2	49,3	48,3	58,2	50,0	52,8
Q3	7,5	16,8	13,7	2,7	47,7	50,0	57,6	49,8	52,9
2025 Mai	8,0	15,2	14,1	3,0	50,2	47,8	58,3	49,2	52,6
Juni	5,9	16,3	13,3	2,1	49,1	48,1	58,1	49,5	53,1
Juli	8,9	16,8	13,7	3,1	49,0	50,0	56,5	49,9	53,0
Aug.	6,8	16,7	14,7	0,8	47,1	50,4	58,3	49,8	53,3
Sept.	6,9	16,8	12,5	4,2	47,1	49,6	58,1	49,7	52,6
Okt.	.	.	.	.	.	50,2	57,6	50,6	53,3

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 <sup>1)</sup>
			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	6,8	5,0	3,4	2,9
2023	110,5	4,7	4,5	5,3	5,1	4,0	4,4
2024	115,6	4,6	4,7	4,5	4,7	4,5	4,5
2024 Q3	111,9	4,7	4,5	5,2	4,8	4,4	5,4
Q4	122,6	3,8	4,1	2,7	4,0	3,3	4,1
2025 Q1	112,1	3,4	3,5	3,2	3,9	2,5	2,5
Q2	123,8	3,6	3,7	3,4	4,0	2,7	4,0

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
<b>Lohnstückkosten</b>												
2022	102,8	3,2	4,2	4,5	8,4	0,7	2,1	5,4	6,0	3,7	2,1	-6,7
2023	109,4	6,4	6,4	8,3	4,6	7,7	2,4	9,7	3,3	5,5	5,1	3,4
2024	114,3	4,5	3,3	5,4	5,9	4,5	3,0	3,5	1,1	3,6	4,7	3,9
2024 Q3	114,6	4,4	2,9	4,2	6,5	4,7	2,9	3,9	-0,1	3,9	4,7	3,2
Q4	115,4	3,5	2,2	4,6	5,7	4,3	3,0	1,8	1,6	3,7	3,7	2,8
2025 Q1	116,1	3,0	1,9	0,0	4,9	3,9	1,7	4,5	4,2	3,9	3,9	3,3
Q2	117,2	3,0	1,2	0,3	5,8	3,3	0,6	5,5	5,9	4,6	3,6	4,2
<b>Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer</b>												
2022	109,0	4,5	4,5	3,9	4,2	6,1	2,8	3,0	4,8	5,7	3,4	8,3
2023	114,8	5,3	4,7	5,6	4,8	5,4	4,9	6,0	3,3	5,9	4,8	5,3
2024	119,9	4,5	3,7	4,3	4,2	4,4	4,0	3,7	3,4	4,8	4,7	4,8
2024 Q3	120,5	4,4	3,6	4,1	4,7	4,6	3,8	3,8	3,2	4,6	4,8	4,0
Q4	121,7	4,1	4,8	3,9	4,0	4,2	4,5	2,3	2,8	4,6	4,1	4,4
2025 Q1	122,8	3,9	4,6	3,2	4,0	4,3	4,0	3,0	2,2	4,4	4,2	3,5
Q2	124,0	3,9	5,0	3,7	4,7	3,7	3,7	4,3	3,3	4,5	3,6	4,9
<b>Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen</b>												
2022	106,1	1,2	0,2	-0,5	-3,9	5,4	0,7	-2,2	-1,1	2,0	1,3	16,0
2023	104,9	-1,1	-1,6	-2,5	0,2	-2,1	2,5	-3,4	0,1	0,3	-0,3	1,8
2024	104,9	0,0	0,3	-1,0	-1,6	-0,1	0,9	0,2	2,2	1,1	0,0	0,9
2024 Q3	105,0	0,0	0,7	-0,1	-1,7	-0,1	0,9	-0,1	3,3	0,7	0,0	0,7
Q4	105,3	0,6	2,6	-0,7	-1,5	-0,1	1,4	0,5	1,2	0,8	0,4	1,6
2025 Q1	105,7	0,9	2,7	3,2	-0,9	0,4	2,2	-1,4	-2,0	0,5	0,2	0,2
Q2	105,8	0,9	3,8	3,3	-1,0	0,3	3,0	-1,2	-2,4	-0,1	-0,1	0,6
<b>Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde</b>												
2022	103,4	3,2	5,8	3,9	4,0	1,7	2,5	3,6	3,3	4,4	3,8	4,9
2023	108,5	4,9	4,1	5,4	4,7	5,1	5,0	5,7	3,6	5,4	4,2	4,5
2024	113,1	4,2	3,7	4,4	4,2	4,3	3,7	3,7	2,9	4,0	4,4	4,5
2024 Q3	113,5	4,9	3,8	4,9	4,9	5,2	4,0	3,9	2,2	4,5	5,2	4,1
Q4	114,3	3,7	3,7	4,0	4,0	3,9	4,2	3,0	2,9	3,8	3,5	4,0
2025 Q1	115,7	4,1	4,8	3,7	4,2	4,5	3,9	3,5	2,4	4,5	4,3	2,9
Q2	116,7	4,1	4,5	4,1	4,3	3,8	3,7	4,5	4,0	4,7	3,9	4,0
<b>Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde</b>												
2022	100,1	-0,1	0,5	-0,6	-4,6	1,2	0,3	-1,6	-3,2	1,2	1,7	11,9
2023	98,9	-1,3	-1,3	-2,7	0,4	-2,1	2,5	-3,4	0,5	0,0	-0,8	1,1
2024	98,7	-0,2	0,0	-1,0	-1,7	-0,1	0,7	0,3	1,6	0,6	-0,3	0,5
2024 Q3	98,8	0,5	0,9	0,6	-1,3	0,4	1,3	0,0	2,9	0,9	0,5	1,0
Q4	98,8	0,3	1,7	-0,5	-1,6	-0,1	1,1	1,3	-0,2	0,2	-0,2	0,7
2025 Q1	99,5	1,2	3,1	3,8	-0,7	0,9	2,3	-1,0	-1,5	0,8	0,3	-0,4
Q2	99,5	1,2	3,9	3,9	-1,1	0,9	3,4	-1,0	-1,5	0,2	0,2	-0,3

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## 4 Finanzmarktentwicklungen

### 4.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum <sup>1)</sup>					Vereinigte Staaten	Japan
	Euro Short-Term Rate (€STR)	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmonatsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
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 April	2,34	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
Juli	1,92	1,89	1,99	2,06	2,08	4,34	0,48
Aug.	1,92	1,89	2,02	2,08	2,11	4,34	0,48
Sept.	1,92	1,90	2,03	2,10	2,17	4,30	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 <sup>1), 2)</sup>					Euroraum <sup>1), 2)</sup>	Vereinigte Staaten	Japan	Euroraum <sup>1), 2)</sup>			
	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	0,41	2,85	2,48	2,47	2,76
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	0,64	2,25	1,54	1,76	2,64
2024	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	0,63	1,86	1,89	2,50	2,91
2025 April	1,88	1,74	1,70	1,99	2,56	0,82	0,35	0,74	1,63	1,74	2,65	3,40
Mai	1,86	1,78	1,78	2,08	2,61	0,83	0,34	0,90	1,73	1,87	2,70	3,42
Juni	1,86	1,82	1,84	2,16	2,68	0,86	0,32	0,82	1,80	1,96	2,76	3,48
Juli	1,90	1,89	1,94	2,25	2,76	0,87	0,33	0,87	1,91	2,08	2,83	3,58
Aug.	1,94	1,90	1,92	2,22	2,79	0,89	0,45	0,88	1,89	2,03	2,83	3,72
Sept.	1,94	1,94	1,99	2,27	2,78	0,83	0,58	0,82	1,97	2,12	2,82	3,63

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 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
Juli	566,7	5 351,7	958,0	261,1	157,2	137,2	324,3	1 192,4	1 098,2	454,6	358,5	805,9	6 296,5	40 173,0
Aug.	571,9	5 373,8	964,5	254,6	152,4	139,4	348,1	1 188,0	1 048,5	452,3	357,4	835,5	6 408,9	42 299,9
Sept.	572,8	5 408,0	947,6	257,8	148,6	138,8	344,7	1 198,6	1 083,0	445,8	350,4	840,5	6 584,0	44 218,5

Quelle: LSEG.

## 4 Finanzmarktentwicklungen

### 4.4 Zinssätze der MFIs für Kredite an und Einlagen von privaten Haushalten (Neugeschäft)<sup>1), 2)</sup> (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 <sup>3)</sup>	Mit anfänglicher Zinsbindung				Effek- tiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>			
			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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2024 Sept.	0,37	1,77	2,99	2,73	8,22	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	3,64	3,39
2025 Jan.	0,34	1,75	2,33	2,42	7,80	16,77	7,16	7,69	8,50	4,42	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	3,57	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	7,48	16,50	6,77	7,60	8,32	4,22	3,70	3,42	3,45	3,12	3,58	3,30
Juni	0,27	1,44	1,79	2,21	7,41	16,47	6,68	7,47	8,17	4,10	3,61	3,41	3,47	3,12	3,58	3,30
Juli	0,25	1,43	1,75	2,21	7,29	16,44	6,68	7,53	8,18	4,11	3,56	3,38	3,45	3,12	3,57	3,28
Aug.	0,25	1,22	1,73	2,19	7,28	16,40	7,12	7,54	8,25	4,15	3,59	3,41	3,46	3,18	3,62	3,31

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)<sup>1), 2)</sup> (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 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	4,80
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	4,18	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	3,30	3,48	3,66	3,66
Juni	0,53	1,93	2,58	3,82	3,70	4,21	4,89	3,54	3,40	3,63	3,29	3,41	3,54	3,60
Juli	0,51	1,88	2,49	3,68	3,52	4,08	4,76	3,55	3,41	3,61	3,24	3,41	3,47	3,52
Aug.	0,51	1,88	2,27	3,66	3,59	4,05	4,74	3,54	3,41	3,63	3,07	3,35	3,63	3,46

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 <sup>1)</sup>							
	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		
<b>Kurzfristig</b>															
2022	1 405,5	500,8	143,1	80,6	94,8	666,8	621,7	493,7	193,3	116,5	76,7	49,9	134,0	96,8	
2023	1 586,4	634,0	164,5	104,3	86,1	701,8	659,1	537,3	242,1	117,5	91,3	49,2	128,5	104,6	
2024	1 598,0	578,5	207,1	121,7	70,5	741,9	674,7	522,7	207,9	137,7	107,6	39,8	137,4	110,3	
2025 April	1 571,6	561,3	216,6	122,7	89,0	704,7	631,9	575,7	224,8	162,5	127,9	52,3	136,1	112,3	
Mai	1 578,5	587,5	205,0	116,6	95,8	690,2	619,8	570,4	256,2	140,8	115,0	46,7	126,7	97,4	
Juni	1 599,9	599,9	205,7	123,1	90,4	704,0	633,8	549,5	230,2	152,2	123,0	43,7	123,5	94,9	
Juli	1 596,8	596,8	202,8	109,9	96,9	700,4	631,1	564,2	238,4	156,8	122,2	48,4	120,5	99,8	
Aug.	1 642,1	630,1	203,5	105,9	98,6	710,0	640,4	534,4	241,9	133,9	106,4	31,0	127,6	103,3	
Sept.	1 590,1	605,5	192,1	101,7	89,2	703,4	629,8	558,7	237,9	141,2	111,6	42,6	137,0	106,7	
<b>Langfristig</b>															
2022	17 789,7	3 899,1	3 108,5	1 394,0	1 426,1	9 356,1	8 644,3	295,6	76,7	68,5	31,0	17,2	133,2	123,8	
2023	19 417,2	4 442,4	3 243,9	1 429,0	1 540,5	10 190,4	9 450,5	322,4	93,3	68,3	30,9	21,5	139,3	130,8	
2024	20 532,7	4 772,6	3 502,2	1 519,6	1 650,8	10 607,1	9 835,3	351,5	89,4	86,3	35,0	27,0	148,8	138,1	
2025 April	20 866,3	4 780,9	3 471,3	1 539,0	1 678,2	10 935,9	10 146,6	344,7	58,8	80,9	32,1	25,6	179,4	172,0	
Mai	21 024,7	4 841,2	3 533,1	1 546,5	1 706,0	10 944,4	10 155,4	447,0	115,1	114,0	29,1	48,9	168,9	158,0	
Juni	21 127,5	4 846,1	3 572,9	1 586,7	1 710,2	10 998,3	10 213,0	470,3	115,3	141,1	85,4	40,1	173,8	163,6	
Juli	21 195,7	4 875,6	3 614,2	1 594,8	1 718,7	10 987,2	10 198,3	351,9	84,3	96,2	35,7	25,5	145,8	136,4	
Aug.	21 172,6	4 876,3	3 622,6	1 604,3	1 708,8	10 964,9	10 176,7	258,9	58,6	73,8	34,8	10,2	116,3	111,9	
Sept.	21 330,3	4 889,7	3 662,4	1 618,2	1 722,6	11 055,5	10 267,0	398,6	97,2	90,3	30,7	44,0	167,1	158,8	

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		
<b>Umlauf</b>												
2022	19 195,2	4 399,8	3 251,6	1 474,6	1 520,9	10 022,9	9 266,0	8 686,9	524,9	1 277,8	6 883,5	
2023	21 003,6	5 076,4	3 408,4	1 533,3	1 626,6	10 892,1	10 109,6	9 671,9	619,7	1 420,0	7 631,6	
2024	22 130,8	5 351,1	3 709,3	1 641,3	1 721,3	11 349,0	10 510,0	10 151,8	750,4	1 586,6	7 814,3	
2025 April	22 437,9	5 342,1	3 687,9	1 661,7	1 767,2	11 640,6	10 778,5	10 527,5	930,7	1 711,2	7 885,3	
Mai	22 603,2	5 428,6	3 738,1	1 663,1	1 801,8	11 634,6	10 775,2	10 982,5	1 011,1	1 781,2	8 189,8	
Juni	22 727,4	5 445,9	3 778,5	1 709,9	1 800,6	11 702,3	10 846,8	10 912,7	1 006,9	1 802,7	8 102,7	
Juli	22 792,6	5 472,4	3 817,0	1 704,7	1 815,6	11 687,6	10 829,5	11 057,4	1 091,2	1 812,2	8 153,6	
Aug.	22 814,7	5 506,3	3 826,1	1 710,3	1 807,4	11 674,9	10 817,1	11 086,3	1 113,3	1 831,5	8 141,0	
Sept.	22 920,4	5 495,2	3 854,5	1 719,9	1 811,8	11 758,9	10 896,8	11 308,2	1 158,1	1 873,1	8 276,6	
<b>Wachstumsraten<sup>1)</sup></b>												
2025 Febr.	4,8	3,7	7,0	7,0	3,5	4,9	4,8	0,0	-2,1	-0,6	0,3	
März	4,4	2,8	7,3	7,2	3,3	4,4	4,3	-0,1	-1,8	-0,8	0,2	
April	4,3	1,8	7,8	8,5	2,3	4,8	4,7	-0,1	-1,8	-0,4	0,1	
Mai	4,7	3,5	7,7	7,7	3,6	4,6	4,5	-0,1	-1,5	-0,3	0,1	
Juni	5,2	4,6	9,1	10,4	3,5	4,5	4,5	-0,2	-0,7	-0,7	0,0	
Juli	5,4	4,8	8,9	9,8	4,3	4,8	4,8	-0,1	-0,5	-0,6	0,1	
Aug.	5,4	5,5	8,9	9,8	3,8	4,6	4,5	0,0	-0,3	-0,7	0,1	
Sept.	5,2	4,3	8,9	9,6	3,6	4,7	4,7	0,0	0,9	-0,7	0,0	

Quelle: EZB.

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

## 4 Finanzmarktentwicklungen

### 4.8 Effektive Wechselkurse<sup>1)</sup>

(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	84,2	63,9	82,2	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	97,8	88,8	67,0	85,9	121,8	94,7
2024	98,4	94,4	97,9	89,5	67,2	86,9	124,1	95,0
2024 Q4	97,6	93,6	97,0	88,9	65,7	86,3	123,6	94,2
2025 Q1	97,1	93,3	96,4	88,3	63,2	85,6	122,9	93,5
Q2	100,6	96,5	101,2	92,0	65,1	88,9	127,7	96,8
Q3	102,3	98,1	103,6	-	-	-	130,1	98,5
2025 April	100,5	96,5	100,7	-	-	-	127,7	96,9
Mai	100,1	96,0	100,8	-	-	-	127,0	96,2
Juni	101,3	97,1	102,1	-	-	-	128,5	97,3
Juli	102,3	98,1	103,4	-	-	-	129,9	98,4
Aug.	102,2	98,0	103,6	-	-	-	129,9	98,3
Sept.	102,4	98,2	103,9	-	-	-	130,5	98,7
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>							
2025 Sept.	0,2	0,2	0,4	-	-	-	0,4	0,3
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2025 Sept.	3,7	3,7	5,7	-	-	-	4,2	3,3

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 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
Q3	8,360	24,498	7,464	395,800	172,286	4,258	0,866	5,0703	11,121	0,935	1,168
2025 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
Juli	8,375	24,625	7,463	399,192	171,531	4,254	0,865	5,0716	11,199	0,932	1,168
Aug.	8,344	24,517	7,464	396,454	171,790	4,261	0,865	5,0651	11,161	0,939	1,163
Sept.	8,359	24,347	7,464	391,630	173,549	4,259	0,869	5,0740	11,000	0,935	1,173
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>										
2025 Sept.	0,2	-0,7	0,0	-1,2	1,0	-0,1	0,4	0,2	-1,4	-0,4	0,9
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>										
2025 Sept.	6,3	-3,0	0,1	-0,8	9,1	-0,4	3,4	2,0	-3,1	-0,7	5,6

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 <sup>1)</sup>			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
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>												
2024 Q3	34 799,4	33 379,6	1 419,8	12 322,2	9 633,2	13 983,3	15 946,6	8,2	7 165,9	7 799,8	1 319,7	16 660,7
Q4	36 033,2	34 180,5	1 852,7	12 734,9	9 946,1	14 749,7	16 509,1	-2,1	7 155,8	7 725,4	1 394,8	16 712,7
2025 Q1	36 245,3	34 558,7	1 686,6	12 701,6	9 910,1	14 448,6	16 539,6	36,6	7 547,4	8 109,0	1 511,0	16 994,8
Q2	35 846,4	34 411,9	1 434,5	12 383,7	9 659,4	14 516,3	16 720,0	19,3	7 465,1	8 032,5	1 462,1	16 900,6
<b>Bestände in % des BIP</b>												
2025 Q2	231,1	221,9	9,2	79,8	62,3	93,6	107,8	0,1	48,1	51,8	9,4	109,0
<b>Transaktionen</b>												
2024 Q3	403,8	260,6	143,3	-12,8	-25,7	190,5	197,5	-6,9	237,0	88,7	-4,0	-
Q4	68,2	-23,1	91,3	56,8	55,1	239,9	178,9	9,7	-242,0	-257,2	3,7	-
2025 Q1	811,7	714,1	97,6	138,2	45,9	213,8	202,1	-8,3	468,8	466,1	-0,8	-
Q2	284,5	192,0	92,5	-66,0	-76,7	200,3	168,5	-2,4	143,8	100,2	8,8	-
2025 März	97,7	61,6	36,1	25,7	-15,8	65,8	56,2	-15,7	22,4	21,2	-0,5	-
April	98,8	79,2	19,5	6,5	15,7	28,4	-36,5	-13,2	72,0	100,0	5,1	-
Mai	67,5	31,5	36,1	-34,8	-54,7	59,8	76,2	11,1	29,1	10,0	2,3	-
Juni	118,2	81,3	36,9	-37,7	-37,7	112,1	128,8	-0,3	42,7	-9,8	1,4	-
Juli	23,2	20,6	2,5	28,4	23,2	51,0	55,1	-2,9	-53,5	-57,6	0,1	-
Aug.	125,1	150,4	-25,2	-1,2	15,1	55,8	55,7	5,4	64,0	79,5	1,2	-
<b>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</b>												
2025 Aug.	1 484,8	1 181,1	303,7	132,6	61,8	846,3	752,3	1,4	489,4	367,0	15,1	-
<b>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</b>												
2025 Aug.	9,6	7,6	2,0	0,9	0,4	5,5	4,9	0,0	3,2	2,4	0,1	-

Quelle: EZB.

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

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

### 5.1 Geldmengenaggregate<sup>1)</sup>

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

	M3											Insgesamt
	M1			M2			Zusammen	M3-M2				
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Zusammen		Repoge- schäfte	Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Zusammen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Bestände</b>												
2022	1 538,9	9 758,1	11 297,0	1 366,9	2 565,3	3 932,2	15 229,2	122,4	646,6	50,0	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	183,7	740,0	71,6	995,3	16 095,5
2024	1 556,9	9 021,4	10 578,2	2 531,0	2 469,1	5 000,1	15 578,3	254,1	886,5	35,3	1 175,9	16 754,2
2024 Q4	1 556,9	9 021,4	10 578,2	2 531,0	2 469,1	5 000,1	15 578,3	254,1	886,5	35,3	1 175,9	16 754,2
2025 Q1	1 564,3	9 120,0	10 684,3	2 486,5	2 491,0	4 977,6	15 661,9	240,0	909,5	42,7	1 192,2	16 854,0
Q2	1 562,3	9 246,7	10 809,1	2 395,1	2 513,7	4 908,8	15 717,9	257,5	921,3	28,4	1 207,2	16 925,2
Q3 <sup>(p)</sup>	1 574,7	9 308,3	10 883,0	2 369,4	2 541,9	4 911,3	15 794,3	260,1	927,8	8,2	1 196,1	16 990,4
2025 April	1 559,6	9 196,0	10 755,6	2 450,8	2 494,4	4 945,2	15 700,7	255,2	896,9	42,4	1 194,5	16 895,2
Mai	1 559,8	9 232,3	10 792,1	2 446,0	2 503,1	4 949,1	15 741,2	247,6	908,9	35,8	1 192,2	16 933,4
Juni	1 562,3	9 246,7	10 809,1	2 395,1	2 513,7	4 908,8	15 717,9	257,5	921,3	28,4	1 207,2	16 925,2
Juli	1 565,3	9 242,6	10 807,9	2 405,9	2 519,8	4 925,7	15 733,6	243,1	916,4	26,7	1 186,2	16 919,8
Aug.	1 569,7	9 255,3	10 825,0	2 393,6	2 525,9	4 919,5	15 744,5	237,1	911,3	16,4	1 164,8	16 909,3
Sept. <sup>(p)</sup>	1 574,7	9 308,3	10 883,0	2 369,4	2 541,9	4 911,3	15 794,3	260,1	927,8	8,2	1 196,1	16 990,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2022	69,9	-57,3	12,6	425,5	55,6	481,1	493,7	3,4	2,5	76,9	82,8	576,5
2023	-4,1	-969,2	-973,3	920,6	-99,5	821,2	-152,1	39,9	93,8	23,9	157,6	5,5
2024	21,3	167,6	188,9	203,5	9,0	212,5	401,4	75,7	136,0	-36,0	175,7	577,1
2024 Q4	15,2	162,6	177,7	-73,3	44,0	-29,2	148,5	16,9	24,8	-16,8	24,9	173,4
2025 Q1	7,5	117,3	124,8	-39,1	15,0	-24,2	100,6	-12,7	19,8	9,8	17,0	117,6
Q2	-2,0	149,6	147,6	-81,2	22,3	-58,9	88,7	20,3	9,6	-14,2	15,7	104,4
Q3 <sup>(p)</sup>	12,4	65,1	77,5	-25,0	28,2	3,2	80,7	2,8	3,8	-17,7	-11,1	69,7
2025 April	-4,8	90,1	85,3	-29,2	2,9	-26,3	58,9	16,9	-13,2	-0,8	2,8	61,8
Mai	0,2	35,9	36,1	-5,4	8,6	3,2	39,3	-7,9	11,1	-5,3	-2,1	37,2
Juni	2,6	23,7	26,3	-46,6	10,8	-35,8	-9,6	11,3	11,7	-8,0	15,0	5,5
Juli	2,9	-7,9	-5,0	8,2	6,1	14,3	9,4	-15,2	-5,8	-0,6	-21,6	-12,2
Aug.	4,5	17,9	22,4	-10,0	6,1	-3,9	18,4	-5,2	-6,1	-9,5	-20,8	-2,4
Sept. <sup>(p)</sup>	5,0	55,1	60,1	-23,2	16,0	-7,2	52,9	23,3	15,7	-7,7	31,3	84,2
<b>Wachstumsraten</b>												
2022	4,8	-0,6	0,1	45,9	2,2	14,0	3,4	2,8	0,4	457,2	11,1	3,7
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,0	-3,9	20,9	-1,0	32,6	14,5	45,3	19,3	0,0
2024	1,4	1,9	1,8	8,9	0,4	4,5	2,7	41,6	18,3	-52,9	17,7	3,6
2024 Q4	1,4	1,9	1,8	8,9	0,4	4,5	2,7	41,6	18,3	-52,9	17,7	3,6
2025 Q1	2,5	4,1	3,9	0,8	2,3	1,6	3,1	25,2	13,9	-43,1	12,0	3,7
Q2	1,9	5,1	4,7	-5,3	3,4	-1,0	2,8	26,2	11,4	-54,9	10,4	3,3
Q3 <sup>(p)</sup>	2,1	5,6	5,1	-8,4	4,5	-2,2	2,7	11,5	6,7	-80,9	4,0	2,8
2025 April	1,8	5,3	4,8	-1,2	2,5	0,6	3,4	27,5	11,1	-45,5	10,2	3,9
Mai	1,9	5,6	5,1	-2,9	2,9	0,0	3,4	21,4	13,0	-48,0	10,6	3,9
Juni	1,9	5,1	4,7	-5,3	3,4	-1,0	2,8	26,2	11,4	-54,9	10,4	3,3
Juli	1,9	5,6	5,0	-5,2	3,7	-0,8	3,1	8,7	9,4	-51,5	6,1	3,3
Aug.	2,0	5,6	5,0	-6,3	3,9	-1,3	3,0	-0,3	7,2	-66,1	2,2	2,9
Sept. <sup>(p)</sup>	2,1	5,6	5,1	-8,4	4,5	-2,2	2,7	11,5	6,7	-80,9	4,0	2,8

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

### 5.2 In M3 enthaltene Einlagen<sup>1)</sup>

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>					Private Haushalte <sup>3)</sup>					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen <sup>2)</sup>	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte <sup>4)</sup>
	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
<b>Bestände</b>													
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	1 282,3	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	1 222,8	227,0	542,3
2024	3 438,2	2 500,7	792,7	133,7	11,1	8 759,0	5 199,1	1 256,9	2 301,5	1,5	1 298,0	232,1	548,2
2024 Q4	3 438,2	2 500,7	792,7	133,7	11,1	8 759,0	5 199,1	1 256,9	2 301,5	1,5	1 298,0	232,1	548,2
2025 Q1	3 413,4	2 475,3	787,4	140,2	10,6	8 792,4	5 256,0	1 219,6	2 315,7	1,1	1 363,4	229,0	539,3
Q2	3 421,2	2 494,7	772,6	144,5	9,3	8 842,1	5 334,0	1 173,0	2 333,9	1,2	1 367,5	236,6	545,7
Q3 <sup>(p)</sup>	3 465,9	2 534,8	775,1	144,8	11,2	8 900,9	5 393,3	1 144,6	2 362,0	1,0	1 347,3	228,2	537,4
2025 April	3 430,7	2 482,9	794,9	141,4	11,5	8 808,0	5 288,2	1 200,0	2 318,9	0,9	1 378,8	243,5	535,4
Mai	3 444,5	2 500,7	791,6	142,7	9,5	8 832,7	5 316,7	1 188,5	2 326,5	1,0	1 380,2	230,3	541,2
Juni	3 421,2	2 494,7	772,6	144,5	9,3	8 842,1	5 334,0	1 173,0	2 333,9	1,2	1 367,5	236,6	545,7
Juli	3 444,5	2 509,8	780,6	144,3	9,8	8 870,0	5 355,6	1 172,9	2 340,6	0,9	1 328,6	219,3	549,1
Aug.	3 448,8	2 514,0	781,1	144,4	9,3	8 878,6	5 364,8	1 166,1	2 346,7	1,0	1 311,1	224,0	549,5
Sept. <sup>(p)</sup>	3 465,9	2 534,8	775,1	144,8	11,2	8 900,9	5 393,3	1 144,6	2 362,0	1,0	1 347,3	228,2	537,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2022	122,9	-89,2	207,7	5,9	-1,5	295,8	166,8	74,9	54,0	0,1	-10,4	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	-64,6	-3,0	-27,8
2024	94,9	75,8	16,1	2,9	0,2	300,1	55,7	236,1	8,2	0,1	53,6	4,0	3,2
2024 Q4	61,8	88,8	-34,6	8,1	-0,5	133,8	106,8	-8,7	35,2	0,5	-42,6	0,7	-3,4
2025 Q1	-18,0	-20,7	-3,3	6,2	-0,2	34,8	64,3	-36,6	7,5	-0,4	75,1	-2,2	-9,3
Q2	21,3	27,3	-9,6	4,4	-0,8	54,3	81,2	-44,7	17,6	0,1	20,1	9,0	6,4
Q3 <sup>(p)</sup>	45,4	40,0	2,9	0,7	1,8	59,5	59,7	-28,1	28,1	-0,2	-17,1	-8,4	-8,3
2025 April	24,3	11,9	9,8	1,3	1,3	18,6	34,7	-18,4	2,6	-0,2	26,3	15,4	-4,0
Mai	13,1	17,4	-3,5	1,3	-2,0	24,5	28,3	-11,5	7,6	0,2	1,2	-13,4	5,9
Juni	-16,0	-2,0	-15,9	1,8	0,0	11,1	18,3	-14,7	7,4	0,1	-7,3	7,0	4,4
Juli	20,2	12,9	6,8	0,2	0,4	27,1	21,1	-0,5	6,7	-0,2	-41,8	-17,7	3,4
Aug.	7,2	6,1	1,5	0,0	-0,4	9,7	9,8	-6,3	6,1	0,1	-13,6	5,0	0,5
Sept. <sup>(p)</sup>	18,0	21,0	-5,4	0,5	1,9	22,8	28,8	-21,3	15,3	0,0	38,3	4,3	-12,1
<b>Wachstumsraten</b>													
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	3,6	1,1	23,2	0,4	6,1	4,4	1,8	0,6
2024 Q4	2,8	3,1	2,1	2,2	2,0	3,6	1,1	23,2	0,4	6,1	4,4	1,8	0,6
2025 Q1	2,2	4,0	-3,9	9,7	-2,8	3,6	3,4	7,4	1,9	5,4	8,3	2,9	-0,8
Q2	1,6	3,9	-6,7	13,4	-9,4	3,3	4,9	-2,6	2,9	-7,9	7,2	7,6	1,9
Q3 <sup>(p)</sup>	3,3	5,6	-5,4	15,5	4,0	3,3	6,1	-9,3	3,9	0,4	2,6	-0,4	-2,6
2025 April	2,6	4,3	-3,8	11,2	7,0	3,5	4,0	3,5	2,2	-9,2	10,2	16,0	0,6
Mai	2,7	4,8	-4,9	12,2	7,3	3,6	4,8	0,4	2,5	4,3	8,8	7,1	2,3
Juni	1,6	3,9	-6,7	13,4	-9,4	3,3	4,9	-2,6	2,9	-7,9	7,2	7,6	1,9
Juli	2,7	4,9	-5,5	14,1	5,1	3,4	5,4	-4,6	3,1	-0,1	6,1	2,5	1,4
Aug.	2,8	5,1	-5,7	14,7	-2,3	3,4	5,6	-5,6	3,3	5,7	1,9	3,3	0,8
Sept. <sup>(p)</sup>	3,3	5,6	-5,4	15,5	4,0	3,3	6,1	-9,3	3,9	0,4	2,6	-0,4	-2,6

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 Euroraum<sup>1)</sup>

(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 <sup>3)</sup>	An private Haushalte <sup>4)</sup>	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen <sup>3)</sup>			An Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen
					Insgesamt	Bereinigte Kredite <sup>2)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Bestände</b>												
2022	6 352,0	1 001,3	5 325,7	15 389,8	12 987,5	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	6 257,4	988,5	5 243,0	15 782,4	13 247,6	13 503,0	5 182,3	6 677,2	1 248,7	139,4	1 581,4	953,4
2024 Q4	6 257,4	988,5	5 243,0	15 782,4	13 247,6	13 503,0	5 182,3	6 677,2	1 248,7	139,4	1 581,4	953,4
2025 Q1	6 267,0	995,5	5 245,5	15 876,9	13 338,1	13 594,9	5 204,0	6 720,8	1 276,5	136,8	1 562,5	976,3
Q2	6 264,2	1 007,4	5 230,8	15 955,7	13 411,3	13 686,5	5 211,2	6 767,6	1 287,0	145,4	1 572,2	972,3
Q3 <sup>(p)</sup>	6 284,7	1 015,7	5 243,0	16 029,5	13 453,1	13 710,1	5 247,4	6 811,6	1 258,7	135,4	1 570,0	1 006,4
2025 April	6 306,2	994,7	5 285,5	15 890,6	13 369,1	13 629,5	5 208,3	6 740,1	1 284,7	136,0	1 564,4	957,1
Mai	6 290,6	1 008,0	5 256,5	15 902,4	13 378,6	13 634,9	5 208,1	6 754,7	1 277,5	138,2	1 558,5	965,4
Juni	6 264,2	1 007,4	5 230,8	15 955,7	13 411,3	13 686,5	5 211,2	6 767,6	1 287,0	145,4	1 572,2	972,3
Juli	6 281,2	1 011,6	5 243,5	15 977,1	13 417,8	13 685,7	5 220,6	6 780,3	1 280,2	136,7	1 571,3	988,0
Aug.	6 255,8	1 012,6	5 217,1	15 996,0	13 419,4	13 691,4	5 240,8	6 795,9	1 247,1	135,7	1 576,4	1 000,1
Sept.	6 284,7	1 015,7	5 243,0	16 029,5	13 453,1	13 710,1	5 247,4	6 811,6	1 258,7	135,4	1 570,0	1 006,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
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	-64,4	-1,4	-63,5	288,9	229,8	272,1	76,9	44,8	107,0	1,1	11,4	47,6
2024 Q4	4,6	11,0	-6,5	140,8	101,4	126,3	44,1	22,3	28,7	6,3	14,3	25,1
2025 Q1	31,9	6,6	25,2	116,0	112,9	113,4	35,1	48,4	32,1	-2,7	-17,0	20,1
Q2	-27,7	11,7	-39,4	97,2	92,4	107,8	22,1	47,8	13,4	9,1	12,0	-7,2
Q3 <sup>(p)</sup>	26,7	7,6	19,0	75,2	50,6	31,6	40,3	47,4	-27,1	-10,0	-4,5	29,0
2025 April	11,9	-1,2	13,1	25,6	41,7	44,2	11,2	16,5	14,4	-0,5	2,7	-18,7
Mai	-16,8	13,3	-30,3	7,6	9,8	5,8	1,2	15,5	-9,1	2,2	-5,8	3,7
Juni	-22,8	-0,4	-22,2	63,9	40,9	57,7	9,7	15,8	8,1	7,3	15,2	7,8
Juli	21,6	4,3	17,3	16,5	3,9	-3,0	8,4	13,5	-9,2	-8,8	-2,1	14,7
Aug.	-19,3	1,0	-20,3	23,6	7,9	10,6	22,8	16,7	-30,7	-0,9	4,5	11,2
Sept.	24,4	2,4	22,0	35,1	38,8	24,0	9,1	17,2	12,8	-0,3	-6,8	3,1
<b>Wachstumsraten</b>												
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	2,1	1,5	0,7	9,5	0,8	0,7	5,3
2024 Q4	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,1	1,5	0,7	9,5	0,8	0,7	5,3
2025 Q1	0,5	1,7	0,2	2,2	2,4	2,6	2,2	1,4	8,8	-0,7	-0,9	4,9
Q2	0,1	2,7	-0,4	2,7	2,8	3,0	2,3	2,1	7,8	11,3	0,8	4,6
Q3 <sup>(p)</sup>	0,6	3,8	0,0	2,7	2,7	2,8	2,8	2,5	3,9	1,9	0,3	7,2
2025 April	0,5	1,9	0,2	2,4	2,6	2,8	2,5	1,7	8,6	-0,2	0,0	3,4
Mai	0,6	3,3	0,1	2,5	2,6	2,8	2,4	1,9	7,5	5,7	0,4	3,7
Juni	0,1	2,7	-0,4	2,7	2,8	3,0	2,3	2,1	7,8	11,3	0,8	4,6
Juli	0,6	3,6	0,0	2,7	2,6	2,8	2,5	2,3	4,8	3,5	1,3	5,7
Aug.	0,1	3,4	-0,5	2,7	2,5	2,8	2,7	2,4	3,1	1,8	1,0	7,1
Sept.	0,6	3,8	0,0	2,7	2,7	2,8	2,8	2,5	3,9	1,9	0,3	7,2

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

### 5.4 Kredite der MFIs an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte im Euroraum<sup>1)</sup>

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>					Private Haushalte <sup>3)</sup>				
	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 <sup>4)</sup>				Insgesamt	Bereinigte Kredite <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Bestände</b>										
2022	5 126,5	5 126,4	960,0	1 076,9	3 089,6	6 631,8	6 832,5	715,1	5 213,4	703,3
2023	5 123,2	5 138,3	907,2	1 090,3	3 125,8	6 648,1	6 866,2	731,3	5 227,9	688,9
2024	5 182,3	5 203,1	922,4	1 098,0	3 161,9	6 677,2	6 928,7	745,0	5 254,1	678,1
2024 Q4	5 182,3	5 203,1	922,4	1 098,0	3 161,9	6 677,2	6 928,7	745,0	5 254,1	678,1
2025 Q1	5 204,0	5 227,6	922,9	1 114,7	3 166,4	6 720,8	6 973,1	750,8	5 291,9	678,1
Q2	5 211,2	5 253,0	928,1	1 116,1	3 167,0	6 767,6	7 016,4	757,3	5 333,6	676,7
Q3	5 247,4	5 282,2	935,2	1 124,0	3 188,3	6 811,6	7 061,2	765,8	5 373,3	672,5
2025 April	5 208,3	5 231,0	927,0	1 109,3	3 171,9	6 740,1	6 990,9	753,6	5 309,0	677,6
Mai	5 208,1	5 229,1	925,9	1 108,9	3 173,3	6 754,7	7 002,0	754,2	5 322,9	677,6
Juni	5 211,2	5 253,0	928,1	1 116,1	3 167,0	6 767,6	7 016,4	757,3	5 333,6	676,7
Juli	5 220,6	5 258,5	922,7	1 122,4	3 175,5	6 780,3	7 030,4	760,1	5 345,7	674,6
Aug.	5 240,8	5 271,1	934,8	1 122,2	3 183,8	6 795,9	7 045,0	763,8	5 359,4	672,8
Sept.	5 247,4	5 282,2	935,2	1 124,0	3 188,3	6 811,6	7 061,2	765,8	5 373,3	672,5
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
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	10,0	-21,2
2024	76,9	88,1	21,9	14,1	40,9	44,8	77,0	26,6	28,0	-9,9
2024 Q4	44,1	45,5	7,7	10,8	25,6	22,3	36,3	10,7	10,5	1,1
2025 Q1	35,1	35,9	2,3	21,6	11,1	48,4	50,4	8,9	39,2	0,3
Q2	22,1	36,0	11,2	7,0	4,0	47,8	45,8	6,0	40,1	1,7
Q3	40,3	32,5	8,7	9,1	22,5	47,4	48,1	10,2	40,2	-3,0
2025 April	11,2	9,2	7,3	-2,1	6,1	16,5	15,6	2,8	14,2	-0,4
Mai	1,2	-1,3	-1,0	0,1	2,1	15,5	12,6	1,1	14,0	0,3
Juni	9,7	28,1	4,9	9,0	-4,1	15,8	17,6	2,1	11,9	1,8
Juli	8,4	5,2	-5,9	5,4	9,0	13,5	14,6	3,4	12,0	-1,9
Aug.	22,8	14,3	13,2	1,2	8,4	16,7	15,5	4,1	14,0	-1,4
Sept.	9,1	13,0	1,4	2,5	5,2	17,2	18,0	2,7	14,2	0,3
<b>Wachstumsraten</b>										
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	-1,4
2024 Q4	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,4
2025 Q1	2,2	2,4	4,6	3,4	1,2	1,4	1,7	3,7	1,4	-0,7
Q2	2,3	2,7	3,9	4,1	1,3	2,1	2,2	4,5	2,1	-0,3
Q3	2,8	2,9	3,3	4,5	2,0	2,5	2,6	4,9	2,5	0,0
2025 April	2,5	2,6	5,8	3,3	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
Juni	2,3	2,7	3,9	4,1	1,3	2,1	2,2	4,5	2,1	-0,3
Juli	2,5	2,8	3,2	4,6	1,6	2,3	2,4	4,6	2,2	0,1
Aug.	2,7	3,0	3,9	4,7	1,7	2,4	2,5	4,8	2,3	0,0
Sept.	2,8	2,9	3,3	4,5	2,0	2,5	2,6	4,9	2,5	0,0

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)<sup>1)</sup>

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

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände <sup>2)</sup>	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 <sup>3)</sup>	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten <sup>3)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Bestände</b>										
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	7 837,7	1 843,2	116,5	2 588,8	3 289,2	2 678,3	251,6	140,4	135,9
2024 Q4	377,9	7 837,7	1 843,2	116,5	2 588,8	3 289,2	2 678,3	251,6	140,4	135,9
2025 Q1	366,8	7 939,7	1 834,3	121,1	2 573,6	3 410,6	2 791,4	225,2	183,5	161,3
Q2	410,9	7 905,9	1 833,6	129,7	2 563,0	3 379,6	2 828,8	193,1	177,9	165,9
Q3 <sup>(p)</sup>	432,6	8 092,8	1 843,2	133,5	2 593,4	3 522,6	3 051,9	149,7	168,3	169,9
2025 April	447,0	7 912,6	1 830,1	123,4	2 537,1	3 422,0	2 830,7	227,4	195,4	173,4
Mai	471,6	7 958,1	1 829,8	125,9	2 572,8	3 429,6	2 914,1	256,0	181,4	177,6
Juni	410,9	7 905,9	1 833,6	129,7	2 563,0	3 379,6	2 828,8	193,1	177,9	165,9
Juli	398,9	7 953,5	1 834,5	133,2	2 584,4	3 401,5	2 860,1	153,7	173,5	166,9
Aug.	400,3	7 963,8	1 839,5	133,5	2 575,5	3 415,3	2 871,5	150,1	206,3	179,4
Sept. <sup>(p)</sup>	432,6	8 092,8	1 843,2	133,5	2 593,4	3 522,6	3 051,9	149,7	168,3	169,9
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2022	-93,4	52,7	-88,8	-4,6	13,2	132,9	-68,9	-205,4	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	278,1	15,6	26,2	164,2	72,1	541,1	20,6	-11,7	-16,7
2024 Q4	-25,4	68,0	4,8	2,2	5,6	55,4	86,7	-16,2	-44,5	-52,6
2025 Q1	-10,7	25,4	-5,7	5,7	10,7	14,7	7,3	-22,8	43,1	25,3
Q2	44,2	26,9	4,8	8,6	40,2	-26,7	129,6	-23,6	-5,6	4,7
Q3 <sup>(p)</sup>	20,2	37,4	10,0	3,8	33,8	-10,2	62,0	-36,6	-9,6	4,0
2025 April	80,3	-16,1	-0,8	2,4	-5,0	-12,6	70,5	18,0	11,9	12,2
Mai	24,6	32,5	-0,6	2,5	33,2	-2,6	66,9	36,5	-13,9	4,2
Juni	-60,8	10,5	6,1	3,8	12,0	-11,5	-7,8	-78,1	-3,6	-11,7
Juli	-13,6	7,7	-0,5	3,5	10,9	-6,2	-9,4	-46,8	-4,4	1,0
Aug.	1,4	10,2	6,2	0,3	0,8	2,8	4,6	0,4	32,8	12,4
Sept. <sup>(p)</sup>	32,3	19,5	4,3	0,0	22,1	-6,8	66,9	9,7	-38,0	-9,5
<b>Wachstumsraten</b>										
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	3,8	0,9	29,1	6,8	2,2	-	-	-7,7	-10,9
2024 Q4	-15,5	3,8	0,9	29,1	6,8	2,2	-	-	-7,7	-10,9
2025 Q1	-7,1	2,5	0,3	17,6	3,5	2,6	-	-	3,1	-7,4
Q2	0,1	2,3	0,6	19,1	3,8	1,6	-	-	-2,6	-6,0
Q3 <sup>(p)</sup>	7,0	2,0	0,8	17,9	3,6	1,1	-	-	-9,0	-9,9
2025 April	1,8	2,1	0,4	16,8	2,4	2,5	-	-	19,4	-2,3
Mai	6,8	2,4	0,5	17,1	3,5	2,2	-	-	14,0	7,6
Juni	0,1	2,3	0,6	19,1	3,8	1,6	-	-	-2,6	-6,0
Juli	-1,9	2,4	0,9	20,5	4,0	1,3	-	-	4,0	7,8
Aug.	-4,9	2,2	1,1	19,6	3,2	1,4	-	-	6,8	5,1
Sept. <sup>(p)</sup>	7,0	2,0	0,8	17,9	3,6	1,1	-	-	-9,0	-9,9

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Nicht saisonbereinigt.

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

### 6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Finanzierungssaldo					Nachrichtlich: Primärsaldo
	Insgesamt	Zentralstaat	Länder	Gemeinden	Sozialversicherung	
	1	2	3	4	5	6
2021	-5,1	-5,1	0,0	0,0	0,0	-3,7
2022	-3,4	-3,7	0,0	0,0	0,3	-1,7
2023	-3,5	-3,5	-0,2	-0,2	0,4	-1,8
2024	-3,1	-2,7	-0,2	-0,3	0,1	-1,2
2024 Q3	-3,2	.	.	.	.	-1,4
Q4	-3,1	.	.	.	.	-1,2
2025 Q1	-3,0	.	.	.	.	-1,0
Q2	-2,8	.	.	.	.	-0,9

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	46,1	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	45,7	13,3	12,9	14,6	0,8	49,9	44,7	9,8	5,9	1,7	22,4	5,2
2023	45,9	45,0	13,1	12,4	14,5	0,9	49,4	44,0	9,8	5,9	1,7	22,2	5,3
2024	46,4	45,6	13,3	12,4	14,7	0,8	49,5	44,5	9,9	6,0	1,9	22,8	5,0
2024 Q3	46,3	45,4	13,3	12,3	14,7	0,9	49,5	44,4	9,9	5,9	1,9	22,7	5,2
Q4	46,4	45,6	13,3	12,4	14,7	0,8	49,5	44,5	9,9	6,0	1,9	22,8	5,0
2025 Q1	46,6	45,8	13,3	12,4	14,8	0,8	49,5	44,6	10,0	6,0	1,9	22,9	5,0
Q2	46,7	45,9	13,3	12,4	14,9	0,8	49,5	44,6	10,0	6,0	1,9	22,9	5,0

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

### 6.3 Verschuldung

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

	Insge- samt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld- verschrei- bungen	Gebietsansässige		Gebiets- fremde	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder Euro- Vorgänger- währungen	Andere Währungen
					Ins- gesamt	MFIs								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2021	93,8	2,9	13,8	77,1	54,5	40,9	39,3	9,8	84,0	17,3	29,8	46,8	92,4	1,4
2022	89,3	2,6	13,1	73,5	52,4	39,5	36,9	8,6	80,7	16,0	28,3	45,1	88,4	0,9
2023	87,0	2,4	12,1	72,5	49,1	35,7	37,8	7,8	79,2	14,9	27,9	44,1	86,2	0,8
2024	87,1	2,2	11,8	73,1	46,7	33,7	40,4	7,7	79,4	14,4	28,2	44,5	86,3	0,8
2024 Q3	87,7	2,2	11,7	73,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	87,1	2,2	11,8	73,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2025 Q1	87,7	2,3	11,6	73,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	88,2	2,2	11,7	74,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

### 6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren<sup>1)</sup>

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Veränderung der Schuldenquote <sup>2)</sup>	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	-4,5	1,7	-0,1	-0,2	-0,7	0,3	0,1	0,1	0,6	-0,5	-6,1	2,7
2023	-2,4	1,8	-0,3	-0,4	-0,5	-0,1	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,8	2,6
2024	0,1	1,2	0,3	0,0	-0,4	0,1	0,2	0,1	0,3	0,0	-1,4	3,1
2024 Q3	-0,3	1,4	0,0	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,3	-0,1	-1,7	2,9
Q4	0,1	1,2	0,3	0,0	-0,4	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	-1,4	3,1
2025 Q1	0,3	1,0	0,6	0,3	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	-1,3	3,3
Q2	0,5	0,9	0,9	0,7	0,4	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-1,3	3,5

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

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

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

### 6.5 Staatliche Schuldverschreibungen<sup>1)</sup>

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

	Schuldendienst – Fälligkeit bis zu 1 Jahr <sup>2)</sup>					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren <sup>3)</sup>	Nominale Durchschnittsrenditen <sup>4)</sup>						
	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
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12
2022	12,8	11,6	4,1	1,2	0,3	8,1	1,6	1,2	0,4	1,9	2,0	1,1	0,5
2023	12,8	11,5	4,1	1,3	0,3	8,1	2,0	1,3	2,1	2,0	1,7	3,6	2,0
2024	12,4	11,0	4,1	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	2,9
2024 Q4	12,4	11,0	4,1	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	2,9
2025 Q1	12,4	10,9	3,7	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	2,0	2,2	1,9	3,3	2,9
Q2	12,9	11,4	3,2	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,6	2,2	2,1	3,1	2,8
Q3	13,3	11,7	3,7	1,5	0,4	8,2	2,2	1,3	1,6	2,2	2,0	2,9	2,6
2025 April	13,0	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	1,8	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	1,6	2,2	2,1	3,1	2,8
Juli	12,9	11,4	3,6	1,5	0,4	8,3	2,1	1,3	1,6	2,2	2,0	3,0	2,7
Aug.	13,1	11,6	3,8	1,5	0,4	8,2	2,1	1,3	1,4	2,2	2,0	2,9	2,7
Sept.	13,3	11,7	3,7	1,5	0,4	8,2	2,2	1,3	1,6	2,2	2,0	2,9	2,6

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
<b>Finanzierungssaldo</b>										
2021	-5,4	-3,2	-2,5	-1,3	-7,2	-6,7	-6,6	-2,6	-8,9	-1,6
2022	-3,6	-1,9	-1,0	1,6	-2,6	-4,6	-4,7	0,1	-8,1	2,7
2023	-4,0	-2,5	-2,7	1,4	-1,4	-3,3	-5,4	-0,8	-7,2	1,7
2024	-4,4	-2,7	-1,7	4,0	1,2	-3,2	-5,8	-1,9	-3,4	4,1
2024 Q3	-4,3	-2,8	-2,7	4,3	0,8	-2,8	-5,7	-2,1	-5,2	3,6
Q4	-4,4	-2,7	-1,7	4,0	1,2	-3,2	-5,8	-1,9	-3,4	4,1
2025 Q1	-4,6	-2,4	-1,2	4,0	2,5	-3,2	-5,7	-2,6	-3,4	4,2
Q2	-4,7	-2,2	-0,9	3,7	2,2	-3,2	-5,6	-3,0	-2,9	4,4
<b>Verschuldung</b>										
2021	108,7	67,9	18,4	52,4	197,3	115,7	112,8	78,2	145,8	96,5
2022	103,4	64,4	19,2	42,9	177,8	109,3	111,4	68,5	138,4	80,3
2023	102,4	62,3	20,2	41,8	164,3	105,2	109,8	60,9	133,9	71,1
2024	103,9	62,2	23,5	38,3	154,2	101,6	113,2	57,4	134,9	62,8
2024 Q3	104,8	62,0	23,8	40,0	158,3	104,2	113,7	59,2	135,6	66,7
Q4	103,9	62,2	23,5	38,3	153,6	101,6	113,2	57,4	134,9	62,8
2025 Q1	106,0	62,0	23,9	34,5	152,4	103,4	114,1	58,3	137,4	62,1
Q2	106,2	62,4	23,2	33,3	151,2	103,4	115,8	57,5	138,3	61,2
	Lettland 11	Litauen 12	Luxemburg 13	Malta 14	Niederlande 15	Österreich 16	Portugal 17	Slowenien 18	Slowakei 19	Finnland 20
<b>Finanzierungssaldo</b>										
2021	-7,2	-1,1	1,1	-7,0	-2,3	-5,7	-2,8	-4,6	-5,1	-2,7
2022	-4,9	-0,7	0,2	-5,3	0,0	-3,4	-0,3	-3,0	-1,6	-0,2
2023	-2,4	-0,7	-0,7	-4,4	-0,4	-2,6	1,3	-2,6	-5,3	-2,9
2024	-1,8	-1,3	0,9	-3,5	-0,9	-4,7	0,5	-0,9	-5,5	-4,4
2024 Q3	-1,7	-1,4	0,5	-3,0	-0,3	-3,9	0,6	-1,7	-5,2	-4,2
Q4	-1,8	-1,3	0,9	-3,5	-0,9	-4,7	0,5	-0,9	-5,5	-4,4
2025 Q1	-1,2	-1,3	0,5	-3,1	-1,3	-4,9	0,7	-1,6	-5,3	-4,2
Q2	-1,7	-1,8	-0,4	-4,0	-1,4	-4,9	0,5	-1,8	-4,8	-3,9
<b>Verschuldung</b>										
2021	45,9	43,3	24,2	49,8	50,5	82,4	123,9	74,8	60,2	73,1
2022	44,4	38,3	24,9	50,3	48,4	78,1	111,2	72,8	57,8	74,0
2023	44,4	37,1	24,7	47,0	45,8	77,8	96,9	68,3	55,8	77,1
2024	46,6	38,0	26,3	46,2	43,7	79,9	93,6	66,6	59,7	82,5
2024 Q3	47,4	38,0	25,6	44,9	42,6	81,6	95,9	66,3	60,1	82,2
Q4	46,6	38,0	26,3	46,2	43,7	79,9	93,6	66,6	59,7	82,5
2025 Q1	45,4	40,4	26,1	46,7	43,2	83,1	95,0	69,5	63,2	84,2
Q2	48,0	39,1	25,1	46,9	42,7	82,3	96,8	69,4	62,9	88,4

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2025

Postanschrift 60640 Frankfurt am Main, Deutschland  
Telefon +49 69 1344 0  
Internet [www.ecb.europa.eu](http://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 29. Oktober 2025.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)  
EU-Katalognummer QB-01-25-043-DE-N (Online-Version)