



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 3 / 2026



Inhalt

Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen	3
Zusammenfassung	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	8
2 Konjunktorentwicklung	14
3 Preise und Kosten	24
4 Finanzmarktentwicklungen	33
5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung	37
Kästen	46
1 Beurteilung der grenzüberschreitenden Integration der Aktienmärkte im Euroraum: Erkenntnisse aus einem Gravitationsmodell	46
2 Auswirkungen des industriellen Aufstiegs Chinas auf den Euroraum	53
3 Unterschiede zwischen dem Wachstum des realen BIP in den einzelnen Ländern des Euroraums: Entwicklungen und Bestimmungsfaktoren	62
4 Energiesparen angesagt: Wie sich der Krieg im Nahen Osten auf die Ersparnisse der privaten Haushalte und die Wirtschaft auswirken könnte	68
5 Welche Faktoren bestimmen die Entwicklung der Erwerbstätigkeit älterer Arbeitskräfte?	75
6 Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen	80
7 Was ist neu im HVPI? Die Aktualisierung der Klassifikation im Jahr 2026 und ihre Auswirkungen auf die Inflationsanalyse	86
Aufsätze	93
1 Zölle und Direktinvestitionen – eine vielschichtige Beziehung	93
2 Welche Faktoren beeinflussen die Entwicklung der Erwerbsbevölkerung im Euroraum?	117
Statistik	144

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. April 2026, die drei Leitzinssätze unverändert zu belassen. Die neu verfügbaren Daten stehen zwar weitgehend im Einklang mit seiner bisherigen Einschätzung der Inflationsaussichten, die Aufwärtsrisiken für die Inflation und die Abwärtsrisiken für das Wachstum haben sich jedoch erhöht. Der EZB-Rat ist fest entschlossen, seine Geldpolitik so auszurichten, dass sich die Inflation mittelfristig beim Zielwert von 2 % stabilisiert.

Durch den Krieg im Nahen Osten sind die Energiepreise kräftig gestiegen, was die Inflation in die Höhe treibt und das Konjunkturklima belastet. Die Folgen des Krieges für die mittelfristige Inflation und die Wirtschaftstätigkeit werden von der Intensität und der Dauer des Energiepreisschocks sowie vom Ausmaß seiner indirekten Auswirkungen und Zweitrundeneffekte abhängen. Je länger der Krieg anhält und je länger die Energiepreise auf hohem Niveau bleiben, desto stärker wird sich dies voraussichtlich auf die allgemeine Inflation und die Wirtschaft auswirken.

Der EZB-Rat ist weiterhin gut gerüstet, um die aktuelle Unsicherheit zu bewältigen. Als der Euroraum in die Phase stark steigender Energiepreise eintrat, lag die Inflationsrate in der Nähe des Zielwerts von 2 %. Die Wirtschaft hat sich in den letzten Quartalen als widerstandsfähig erwiesen. Die längerfristigen Inflationserwartungen sind nach wie vor fest verankert. Allerdings sind die Inflationserwartungen über kürzere Zeithorizonte erheblich gestiegen.

Der EZB-Rat wird die Lage genau beobachten und bei der Festlegung des angemessenen geldpolitischen Kurses einen datengestützten Ansatz verfolgen und von Sitzung zu Sitzung entscheiden. So werden seine Zinsbeschlüsse auf seiner Beurteilung der Inflationsaussichten und der damit verbundenen Risiken – vor dem Hintergrund aktueller Wirtschafts- und Finanzdaten – sowie der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission basieren. Der EZB-Rat legt sich nicht im Voraus auf einen bestimmten Zinspfad fest.

Konjunkturentwicklung

Die Wirtschaft des Euroraums hatte gerade etwas Fahrt aufgenommen, als die aktuellen Turbulenzen einsetzten. Der vorläufigen Schnellschätzung von Eurostat zufolge erhöhte sich das reale BIP im ersten Quartal 2026 um 0,1 %. Die Binnennachfrage ist nach wie vor der wichtigste Wachstumstreiber. Sie wird durch einen robusten Arbeitsmarkt gestützt. Die Konjunkturaussichten sind jedoch mit hoher Unsicherheit behaftet. Sie werden davon abhängen, wie lange der Krieg im

Nahen Osten anhält und wie stark er die Märkte für Energie und andere Rohstoffe sowie die globalen Lieferketten beeinträchtigt.

Die aktuellen Daten deuten darauf hin, dass der Konflikt die Konjunktur belastet. Umfrageergebnisse signalisieren eine Wachstumsverlangsamung, und Verbraucher und Unternehmen blicken seit Beginn des Krieges weniger zuversichtlich in die Zukunft. Längere Lieferzeiten und steigende Vorleistungspreise lassen darauf schließen, dass die Lieferketten allmählich unter Druck geraten.

Perspektivisch dürften hohe Energiekosten die Realeinkommen weiterhin belasten und dazu führen, dass private Haushalte und Unternehmen zögerlicher konsumieren und investieren. Die Arbeitslosenquote blieb zwar im März 2026 mit 6,2 % in der Nähe ihrer historischen Tiefstände, die Nachfrage nach Arbeitskräften ging aber weiter zurück. Zugleich ist die Finanzlage der privaten Haushalte nach wie vor solide. Die Investitionen dürften weiterhin von den höheren Staatsausgaben für Verteidigung und Infrastruktur sowie von Unternehmen, die zunehmend in neue digitale Technologien investieren, gestützt werden. Diese günstige Ausgangslage bietet einen gewissen Puffer gegenüber den Auswirkungen des Krieges.

Der EZB-Rat hob hervor, dass es dringend notwendig ist, die Wirtschaft im Euroraum zu stärken und zugleich solide Staatsfinanzen zu gewährleisten. Finanzpolitische Reaktionen auf den Energiepreisschock sollten zeitlich befristet, zielgerichtet und auf die jeweilige Situation zugeschnitten sein. Reformen, die darauf abzielen, das Wachstumspotenzial des Euroraums zu erhöhen und die Energiewende zu beschleunigen, um die Abhängigkeit von fossilen Energieträgern zu reduzieren, sind wichtiger denn je. Die Vollendung der Spar- und Investitionsunion ist entscheidend für die Finanzierung von Innovationen, die Förderung des ökologischen und digitalen Wandels und die Steigerung der Produktivität. Der digitale Euro und tokenisiertes Zentralbankgeld für Finanzmarkttransaktionen werden die strategische Autonomie, Wettbewerbsfähigkeit und finanzielle Integration Europas stärken und Innovationen im Zahlungsverkehr vorantreiben. Daher ist es besonders wichtig, die Verordnung zur Einführung des digitalen Euro rasch zu verabschieden. Die Vereinfachung und Harmonisierung von Vorschriften im gesamten EU-Binnenmarkt werden zu einem schnelleren Wachstum europäischer Unternehmen beitragen.

Inflation

Die Inflation stieg im April 2026 auf 3,0 % (nach 2,6 % im März und 1,9 % im Februar). Verantwortlich für den Anstieg waren die stark anziehenden Energiepreise, die auf den Krieg im Nahen Osten zurückzuführen sind. Die Teuerungsrate für Energie erhöhte sich im April sprunghaft auf 10,9 %. Im März hatte sie bei 5,1 % gelegen. Der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln stieg geringfügig auf 2,5 %. Die Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel ging von 2,3 % im März auf 2,2 % zurück. Darin spiegelt sich ein Rückgang der Teuerung bei Dienstleistungen von 3,2 % im März auf 3,0 % wider. Der Preisauftrieb bei Waren legte unterdessen von 0,5 % auf 0,8 % zu.

Die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation haben sich in den letzten Monaten kaum verändert. Der EZB-Indikator für die Lohnentwicklung (Wage Tracker) und die Umfragen zu den Lohnerwartungen deuten bislang weiterhin auf sinkende Arbeitskosten im Lauf des Jahres 2026 hin. Zugleich lassen Umfrageergebnisse auf einen Anstieg bei anderen Kostenkomponenten und bei den Verkaufspreiserwartungen schließen. Die Inflationserwartungen sind über die kürzeren Zeithorizonte erheblich gestiegen. Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen bei rund 2 %. Dies begünstigt, dass sich die Inflation auf mittlere Sicht in der Nähe des Zielwerts stabilisiert.

Aufgrund des Energiepreisanstiegs wird die Inflation auf kurze Frist bei deutlich über 2 % bleiben. Je länger die Energiepreise hoch bleiben, desto stärker dürften indirekte Auswirkungen und Zweitrundeneffekte auf die allgemeine Inflation durchschlagen. Der EZB-Rat wird daher den Umfang und die Dauer des starken Energiepreisanstiegs und seine Auswirkungen auf die Preis- und Lohnentwicklung, die Inflationserwartungen und die gesamtwirtschaftliche Dynamik genau beobachten.

Risikobewertung

Die Risiken für die Wachstumsaussichten sind abwärtsgerichtet. Der Krieg im Nahen Osten stellt für die Wirtschaft im Euroraum weiterhin ein Abwärtsrisiko dar und verschärft das volatile weltweite Politikumfeld. Eine anhaltende Störung der Energieversorgung könnte die Energiepreise stärker und länger ansteigen lassen als derzeit erwartet. All dies zusammengenommen würde die Einkommen schmälern und dazu führen, dass sich Unternehmen und private Haushalte bei Investitionen und Ausgaben zurückhaltender zeigten. Der bremsende Effekt auf das Wachstum würde sich verstärken, wenn die Blockade wichtiger Seewege zu akuten Engpässen bei zentralen Vorleistungen führte und Unternehmen im Euroraum dadurch gezwungen wären, die Produktion zu drosseln. Eine Eintrübung der Stimmung an den globalen Finanzmärkten könnte die Nachfrage weiter dämpfen. Zusätzliche Friktionen im Welthandel könnten Störungen bei den Lieferketten verschärfen, einen Rückgang der Exporte verursachen sowie den Konsum und die Investitionen schwächen. Andere geopolitische Spannungen, insbesondere der ungerechtfertigte Krieg Russlands gegen die Ukraine, sind nach wie vor ein großer Unsicherheitsfaktor. Das Wachstum könnte hingegen höher ausfallen, wenn die Wirtschaft sich hinsichtlich der durch den Krieg im Nahen Osten verursachten Störungen als anpassungsfähiger erweise oder der Konflikt rascher beigelegt würde als derzeit erwartet. Zudem könnten die geplanten Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur, Reformen zur Steigerung der Produktivität sowie der Einsatz neuer Technologien durch die Unternehmen im Euroraum das Wachstum stärker als erwartet ankurbeln. Neue Handelsabkommen und eine tiefere Integration des Binnenmarkts könnten ihrerseits das Wachstum deutlicher beleben, als es derzeit erwartet wird.

Die Risiken für die Inflationsaussichten sind aufwärtsgerichtet. Wenn die Energiepreise stärker und länger als derzeit erwartet anstiegen, nähme die Inflation im Euroraum weiter zu. Dies könnte verstärkt werden und länger anhalten, wenn

sich die höheren Energiepreise deutlicher als angenommen auf andere Preise und die Löhne auswirkten, wenn sich in der Folge die längerfristigen Inflationserwartungen erhöhten oder wenn es zu breiter angelegten Störungen der globalen Lieferketten käme. Anhaltende handelspolitische Spannungen könnten zu stärker fragmentierten globalen Lieferketten führen, die Versorgung mit kritischen Rohstoffen beeinträchtigen und Kapazitätsengpässe in der Wirtschaft des Euroraums verstärken. Die Inflation könnte hingegen niedriger ausfallen, wenn die wirtschaftlichen Folgen des Krieges im Nahen Osten von kürzerer Dauer wären als gegenwärtig erwartet oder sich die indirekten Auswirkungen und Zweitrundeneffekte als weniger ausgeprägt erwiesen. Mehr Volatilität und eine größere Risikoaversion an den Finanzmärkten könnten die Nachfrage belasten und die Inflation dadurch ebenfalls senken.

Finanzielle und monetäre Bedingungen

Der Krieg im Nahen Osten hat für erhebliche Volatilität an den globalen Finanzmärkten gesorgt. Die allgemeinen Finanzierungsbedingungen sind weiterhin restriktiver als vor dem Krieg.

Die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung stiegen von 3,5 % im Februar auf 3,9 % im März. Basierend auf vor dem Krieg erhobenen Daten sanken die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen im Februar geringfügig auf 3,5 %, während die Zinsen für Hypothekarkredite unverändert bei 3,4 % lagen.

Das jährliche Wachstum der Bankkreditvergabe an Unternehmen erhöhte sich von 3,0 % im Februar auf 3,2 % im März. Die Wachstumsrate der Emission von Unternehmensanleihen ging indessen von 4,5 % auf 3,9 % zurück. Die Richtlinien für Unternehmenskredite wurden im ersten Quartal 2026 verschärft. Dies geht aus der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom April hervor. Diese Verschärfung war darauf zurückzuführen, dass den Banken die wirtschaftlichen Risiken ihrer Kunden zunehmend Sorgen bereiteten. Die Kreditnachfrage der Unternehmen, insbesondere für Anlageinvestitionen, nahm im ersten Quartal leicht ab.

Vor dem Hintergrund einer leichten Verschärfung der Kreditrichtlinien und einer unveränderten Nachfrage erhöhte sich die Vergabe von Hypothekarkrediten im März gegenüber dem Vorjahr um 3,0 %, verglichen mit 3,1 % im Februar.

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. April 2026, die drei Leitzinssätze unverändert zu belassen. Er ist fest entschlossen, seine Geldpolitik so auszurichten, dass sich die Inflation mittelfristig beim Zielwert von 2 % stabilisiert. Die Festlegung des angemessenen geldpolitischen Kurses wird von der Datenlage abhängen und von Sitzung zu Sitzung erfolgen. So werden die Zinsbeschlüsse des EZB-Rats auf seiner Beurteilung der Inflationsaussichten und der damit verbundenen Risiken – vor dem Hintergrund aktueller Wirtschafts- und Finanzdaten – sowie der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission basieren. Der EZB-Rat legt sich nicht im Voraus auf einen bestimmten Zinspfad fest.

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

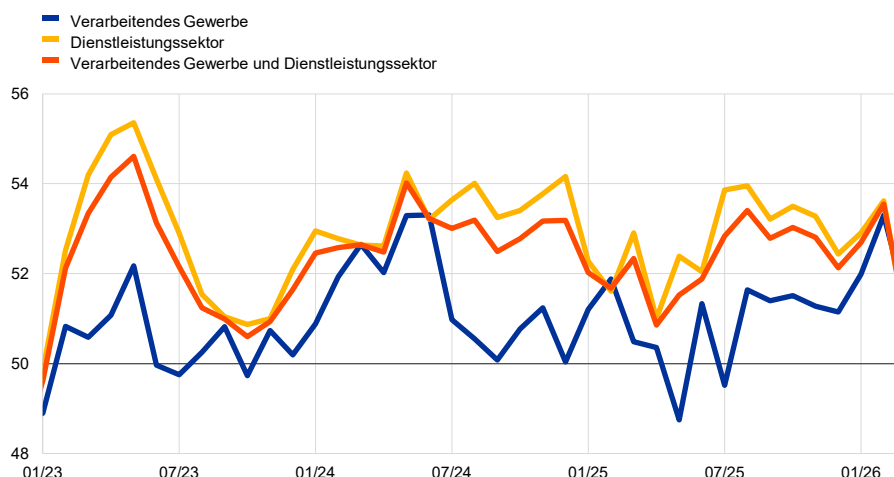
Die Weltwirtschaft erweist sich nach wie vor als recht robust, doch ist eine allmähliche Abschwächung zu erkennen. Hintergrund sind die negativen Folgen des Krieges im Nahen Osten, die sich an den Energiemärkten, beim Vertrauen und bei den kurzfristigen Wachstumsaussichten zeigen. Die Verteuerung von Öl und Gas infolge verringerter Lieferungen aus der Golfregion belastet diejenigen Länder, die Importeure von Energie sind. Besonders betroffen sind Japan, Südkorea und Indien. Die globale Inflation stabilisierte sich im Februar 2026, doch erwächst aus den steigenden Preisen für Energie erneut Aufwärtsdruck. Die unmittelbaren Auswirkungen auf den Welthandel sind, vom Energiesektor abgesehen, bislang begrenzt. Die Störung des Seetransports von Nicht-Energieprodukten hält sich in Grenzen, wenngleich die Energietransporte durch die Straße von Hormus spannungsbedingt beeinträchtigt sind. Allerdings könnten noch indirekte Auswirkungen auftreten, da die Golfstaaten zwar nur wenige Güter exportieren, die keine Energieprodukte sind, die Lieferunterbrechungen bei wichtigen Vorleistungsgütern wie etwa Helium und Methanol aber Wirtschaftszweige wie die Mikrochipindustrie und die Luft- und Raumfahrt in Mitleidenschaft ziehen könnten.

Die Weltwirtschaft erweist sich nach wie vor als robust, doch sind erste Anzeichen einer Abschwächung zu erkennen. Da sich der Krieg im Nahen Osten negativ auf die Energiemärkte, das Vertrauen und die kurzfristigen Wachstumsaussichten auswirkt, ging der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euroraum) von 53,5 Punkten im Februar auf 50,9 Punkte im März 2026 zurück; er liegt damit aber noch immer oberhalb der Wachstumsschwelle (siehe Abbildung 1). Dem EMI zufolge kühlte sich die Konjunktur im März in den Schwellenländern Asiens, darunter auch in China, sowie in den Vereinigten Staaten stärker ab. Die steigenden Energiepreise scheinen auch die privaten Konsumausgaben zu dämpfen. So schwächten sich die EMIs in den verbrauchernahen Sektoren am stärksten ab. Zugleich deuten Umfragen zum Verbrauchervertrauen auf eine moderate Stimmungseintrübung bei den privaten Haushalten hin, jedoch in einem weitaus geringeren Ausmaß als während des Energiepreisschocks im Jahr 2022. Angesichts der Tatsache, dass der Energiepreisschock weiter auf die Wirtschaft durchschlägt, dürfte sich seine Bremswirkung auf die Konjunktur in den kommenden Quartalen verstärken.

Abbildung 1

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

(Diffusionsindizes)



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

Anmerkung: Die horizontale Linie auf der Höhe von 50 Indexpunkten stellt die Wachstumsschwelle dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2026.

Die Energiepreise weisen nach den Unterbrechungen der Schifffahrtswege durch die Straße von Hormus weiterhin eine sehr volatile Entwicklung auf.

Die Notierungen für Rohöl der Sorte Brent stiegen um 9 % auf 120 USD je Barrel, da die andauernde Blockade der Meerenge das Ausmaß des Ölangebotsschocks verstärkt hat. Die Preise zeigten sich weiterhin äußerst volatil, denn die Stimmung am Markt schwankte zwischen Optimismus hinsichtlich einer möglichen Öffnung der Straße von Hormus – vor allem nach der Ankündigung der Waffenruhe zwischen den Vereinigten Staaten und dem Iran Anfang April – und Pessimismus, sobald die Spannungen wieder zunahmen (etwa durch Angriffe auf Öltanker). Insgesamt liegen die Ölpreise 67 % über dem Niveau vor Ausbruch des Konflikts. Demgegenüber sanken die Preise für Gas nach der Ankündigung der Waffenruhe um 14 %, sie sind aber noch 47 % höher als vor dem Konflikt. Ein Großteil des Anstiegs ist im Fall Europas vor allem durch eine vorsichtsgetriebene Nachfrage bestimmt, die mit Bedenken in Bezug auf künftige Versorgungsengpässe zusammenhängt. Ein tatsächlicher Rückgang der Importvolumina spielt hingegen eine untergeordnete Rolle. Dies zeigt sich an einem merklich verringerten Rückgriff auf die Gasvorräte, was darauf hindeutet, dass Versorgungslücken bisher vermieden werden konnten. Die relative Widerstandsfähigkeit ist dadurch bedingt, dass sich erstens die Lieferunterbrechungen bei Flüssiggas (LNG) aus Katar mit einer gewissen Verzögerung auf die Einfuhren in Europa auswirken und zweitens Europa alles in allem nur in einem begrenzten Umfang auf LNG-Exporte aus dem Nahen Osten angewiesen ist. Eine schwächere Nachfrage nach Flüssiggas aus China, die mit der mildereren Witterung zusammenhängt, spielt ebenfalls eine Rolle. Trotz der Verteuerung von Düngemitteln sind die Preise für Nahrungsmittel bislang recht stabil geblieben. Dies gilt insbesondere im Vergleich zu dem 2022 beobachteten Preisdruck. Im Gegensatz zum aktuellen Schock fielen bei der Krise im Jahr 2022 ein Energiepreisschock und ein erheblicher Angebotsschock bei Nahrungsmitteln zusammen, da die Ukraine und Russland bedeutende Exportnationen für Getreide

sind. Dies ist in der aktuellen Lage nicht der Fall. Außerdem sind die Getreidevorräte nach wie vor hoch. Damit bilden sie einen Puffer gegenüber Angebotsschwankungen, die sich aus geringeren Ernteerträgen ergeben könnten. Ferner werden Düngemittel in vielen Ländern stark subventioniert. Ihre Endverwendung ist dadurch weniger reagibel gegenüber Preisänderungen. Die Metallpreise haben sich unterdessen um 7 % erhöht. Dabei ließen die Lieferstörungen im Nahen Osten die Notierungen von Aluminium ansteigen.

Der Krieg im Nahen Osten belastet Länder, die Importeure von Energie sind. Auf breiterer Front sind jedoch bislang nur begrenzte Auswirkungen auf den Welthandel zu beobachten.

Eine Verringerung der Energieexporte aus der Golfregion wirkt sich auf die energieintensiven Branchen der Wirtschaft aus. Besonders betroffen sind Japan, Südkorea und Indien. Wenngleich Energiereserven dies kurzzeitig abfedern können, werden erste Anzeichen einer Anspannung sichtbar. Diese zeigen sich unter anderem in längeren Lieferzeiten und einem Aufwärtsdruck auf die Preise. Die Beeinträchtigung des Handels mit Nicht-Energieprodukten hält sich indes in Grenzen. Auf den Schiffsverkehr durch die Straße von Hormus entfällt nur ein geringer Teil der weltweiten Seefrachtkapazitäten. Zudem war der Seehandel über den Suezkanal aufgrund der schon zuvor aufgetretenen Risiken bereits umgeleitet worden. Die Frachtkosten für Nicht-Energieprodukte sind dementsprechend weitgehend stabil geblieben. Die EMIs für den Auftragseingang im Exportgeschäft lassen auf eine robuste Handelsdynamik zu Beginn des laufenden Jahres schließen. Allerdings deutet ihr Rückgang im März auf eine mögliche Eintrübung der Lage hin. Indikatoren der Vorratsveränderungen geben keine Hinweise auf einen Aufbau von Lagerbeständen. Aus kurzfristigen Schätzungen lässt sich ablesen, dass das vierteljährliche Wachstum des Welthandels von rund 1,2 % Anfang 2026 auf rund 0,6 % im zweiten Quartal sinken könnte. Zwar könnte der Krieg die Lieferketten über die Ausfuhr von Nicht-Energieprodukten aus der Golfregion trotzdem beeinflussen, doch ist das Risiko nach wie vor begrenzt. Diese Exporte haben in den meisten Ländern einen Anteil von weniger als 1 % an den Importen und machen bezogen auf den gesamten Welthandel etwa 1 % aus. Damit dürften die Auswirkungen geringer sein als bei früheren Störungen in Ostasien. Die Risiken beziehen sich vor allem auf bestimmte Produkte wie Helium und Methanol, bei denen die Golfstaaten über große Marktanteile verfügen. Hieraus könnten sich Folgewirkungen für einzelne Wirtschaftszweige wie die Mikrochipindustrie und die Luft- und Raumfahrt ergeben.

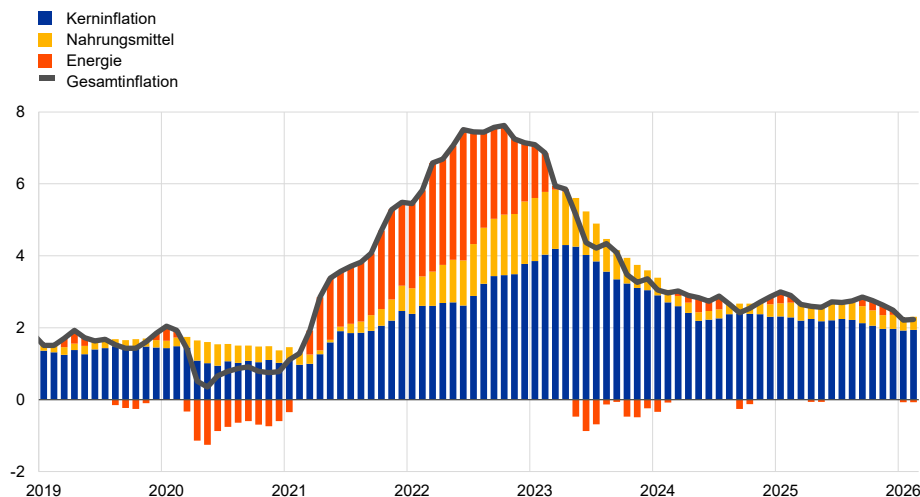
Die Gesamtinflation hatte sich im Februar 2026 bei 2,2 % stabilisiert; danach eskalierte allerdings der Krieg im Nahen Osten, und der anschließende Energiepreisanstieg sorgte erneut für Aufwärtsdruck.

Die Kerninflation nahm leicht von 2,5 % im Januar auf 2,6 % im Februar zu, lag damit aber noch immer deutlich unter den 2022 verbuchten Höchstständen (siehe Abbildung 2). Die steigenden Energiepreise wirken jedoch allmählich auf die Weltwirtschaft durch. Im März wurden sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in China höhere energiebezogene Preissteigerungen ausgewiesen. Die globalen EMIs für die Einkaufs- und Verkaufspreise zogen kräftig an. Der Anstieg dieser Indikatoren auf den höchsten Stand seit 2022 deutet darauf hin, dass sich auf den vorgelagerten Stufen erneut Preisdruck aufbaut.

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 Februar 2026.

Der vom aktuellen Energiepreisschock ausgehende Inflationsdruck könnte schwächer ausfallen als in der Krise 2022.

Die globale Nachfrage ist verhaltener als in der Zeit nach der Covid-19-Pandemie, und die Geldpolitik in den Industrieländern ist inzwischen weitgehend neutral bis restriktiv. Die Anspannung am Arbeitsmarkt hat sich ebenfalls abgeschwächt, was sich in einem geringeren Verhältnis der offenen Stellen zur Arbeitslosigkeit und einem nachlassenden Nominallohnwachstum widerspiegelt. Dadurch hat sich das Risiko einer ausgeprägten Lohn-Preis-Dynamik verringert. Insgesamt deuten diese Faktoren darauf hin, dass steigende Energiepreise geringere Effekte auf die Kerninflation haben werden. Zugleich könnten die Inflationserwartungen angesichts der in vielen Ländern noch nicht sehr lange zurückliegenden Phase der erhöhten Inflation stärker auf erneute Energiepreisschocks reagieren, und die Unternehmen könnten ihre Preise schneller anpassen.

In den Vereinigten Staaten kühlte sich die Konjunktur Anfang 2026 ab, und der Inflationsdruck verstärkte sich.

Das Wachstum der privaten Konsumausgaben verlangsamte sich von Dezember 2025 bis Februar 2026 spürbar. Verantwortlich hierfür war ein rückläufiger Warenkonsum. Der Dienstleistungskonsum schwächte sich zwar ab, blieb aber relativ robust. Diese Entwicklung steht mit einem schwächeren Wachstum des verfügbaren Einkommens im Einklang, das auf eine geringere Beschäftigungs- und Lohndynamik zurückzuführen ist. Auch das sehr niedrige Verbrauchervertrauen spielt hier eine Rolle. Das Wachstum des realen BIP im vierten Quartal 2025 wurde signifikant nach unten revidiert, und zwar von einer ersten Schätzung von 0,4 % auf 0,1 % gegenüber dem Vorquartal. Damit verlangsamte sich das Wachstum deutlich gegenüber dem dritten Quartal 2025. Grund hierfür waren vor allem geringere Staatsausgaben angesichts des Verwaltungsstillstands. Im ersten Quartal 2026 sollte das Wachstum im Zuge der

Normalisierung der Staatstätigkeit wieder gestiegen sein. Allerdings liegen für März immer noch kaum Daten vor. Außerdem werden darin die Auswirkungen des Krieges noch nicht vollständig erfasst. Die Arbeitsmarktdaten zeichnen ein gemischtes Bild. Die Zahl der Beschäftigten außerhalb der Landwirtschaft nahm im März stark zu. Der Zuwachs um 178 000 Personen war unter anderem auf Personaleinstellungen im Gesundheitswesen zurückzuführen. Die Beschäftigung im öffentlichen Sektor ging indes weiter zurück. Aufgrund einer geringeren Erwerbsbeteiligung verringerte sich die Arbeitslosenquote leicht auf 4,3 %. Das Lohnwachstum schwächte sich etwas ab, und die Einstellungsquoten sanken auf den niedrigsten Stand seit April 2020. Die Inflation stieg kräftig an. So lag die am VPI gemessene Gesamtinflation im März bei 3,3 % gegenüber dem Vorjahr, was vor allem auf die Entwicklung der Energiepreise zurückzuführen war. Die Kerninflation erhöhte sich leicht auf 2,6 %, wobei der zugrunde liegende Druck, auch durch die Weitergabe der Zölle, jedoch anhält. Die Inflation dürfte weiter steigen, da die Risiken aufwärtsgerichtet sind, wodurch die Erwartungen einer kurzfristigen geldpolitischen Lockerung sinken.

China verzeichnete Anfang 2026 ein etwas höheres Wachstum, das durch eine Erholung der Investitionen und kräftige Inlandsausgaben gestützt wurde.

Das vierteljährliche BIP-Wachstum erhöhte sich leicht von 1,2 % im vierten Quartal 2025 auf 1,3 % im ersten Quartal 2026 und fiel damit etwas höher als die Markterwartungen aus. Die Aktivität in der Industrie nahm infolge einer allmählichen Erholung der zuvor rückläufigen Anlageinvestitionen zu. Die Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor lag nach wie vor unter den historischen Werten, während sich die Einzelhandelsumsätze und die Dienstleistungsproduktion dank der Ausgaben für das chinesische Neujahrsfest verbesserten. Die Exporte entwickelten sich im ersten Quartal 2026 abermals dynamisch, trugen aber nur geringfügig zum Wachstum insgesamt bei, da auch die Importe einen Anstieg verzeichneten. Die Binnennachfrage bleibt noch immer hinter den Erwartungen zurück, und der Immobiliensektor stellt eine anhaltende Belastung dar. Die Inflation entwickelte sich uneinheitlich. Während sich die VPI-Inflation im März 2026 abschwächte, da die Energiepreisobergrenzen die Weitergabe der Verteuerung von Energie begrenzten, kehrte sich die Änderungsrate der Erzeugerpreise aufgrund der Energiekosten erstmals seit 2022 ins Positive. China ist im Vergleich zu anderen asiatischen Volkswirtschaften in relativ begrenztem Umfang von Energiepreisschocks betroffen. Chinas Energiemix ist weniger von Öl und Gas abhängig, da Kohle weiterhin eine wichtige Rolle spielt und ein rascher Ausbau erneuerbarer Energien erfolgt. Diversifizierte Bezugsquellen und umfangreiche Ölvorräte bieten einen zusätzlichen Puffer, auch wenn China bis zu einem gewissen Grad auf den Transport durch die Straße von Hormus angewiesen ist. Zugleich belastet die schwächere regionale Nachfrage das Wachstum Chinas. In den asiatischen Volkswirtschaften dürften steigende Rohstoffpreise die Inflation erhöhen und das Wachstum dämpfen, was die Auslandsnachfrage weiter verringern würde. Die höheren Energiekosten haben auch negative Auswirkungen auf die Leistungsbilanz der Nettoimporteure von Energie, da sich die Handelsbilanz verschlechtert. Dies könnte wiederum Abwärtsdruck auf die Wechselkurse ausüben.

Im Vereinigten Königreich dürfte das Wachstum des realen BIP im ersten Quartal 2026 moderat geblieben sein.

Nach einem schwachen Zuwachs von

0,1 % im vierten Quartal 2025 deuten die Hochfrequenzindikatoren nur auf einen moderaten Anstieg hin. Die EMI-Daten verbesserten sich im Januar und Februar 2026, bevor sie im März stark zurückgingen, und die Verbraucherstimmung verschlechterte sich deutlich. Ursächlich hierfür dürften die Auswirkungen des Krieges im Nahen Osten sein. Die Gesamtinflation erhöhte sich im März 2026 auf 3,3 %, wohingegen die Kerninflation leicht von 3,2 % auf 3,1 % sank. Vor dem Hintergrund des steigenden Inflationsdrucks beließ die Bank of England den Leitzins auf der Sitzung ihres geldpolitischen Ausschusses im März unverändert bei 3,75 %.

2 Konjunktorentwicklung

Nachdem das reale BIP im Jahr 2025 stetig gewachsen war, stieg es im ersten Quartal 2026 weiter moderat an. Wichtigster Wachstumstreiber war nach wie vor die Binnennachfrage, gestützt durch einen robusten Arbeitsmarkt. Die Dynamik schwächte sich allerdings nach dem Ausbruch des Krieges im Nahen Osten ab. In der Folge kam es ab März – insbesondere unter den Verbraucherinnen und Verbrauchern sowie im Einzelhandel – zu einem deutlichen Vertrauensverlust. Dementsprechend deuten die aktuellen Umfrageergebnisse darauf hin, dass sich der Konflikt allmählich negativ auf die Konjunktur auswirkt. Zwar gaben die befragten Unternehmen an, dass die derzeitige Lage weitgehend beherrschbar sei, doch fiel der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor des Euroraums der Schnellschätzung zufolge im April in den kontraktiven Bereich, was vor allem auf die Entwicklung im Dienstleistungssektor zurückzuführen war. Auch der EMI für die Geschäftserwartungen ging deutlich zurück. Längere Lieferzeiten und höhere Vorleistungspreise lassen darauf schließen, dass die Lieferketten erneut unter Druck geraten sind. Die Konjunkturaussichten sind mit hoher Unsicherheit behaftet und abhängig davon, wie lange der Krieg im Nahen Osten noch andauert und wie stark er die Märkte für Energie und andere Rohstoffe sowie die globalen Lieferketten beeinträchtigt. Mit Blick auf die Zukunft dürften die hohen Energiekosten die Realeinkommen weiter belasten. Infolgedessen könnten private Haushalte und Unternehmen bei ihren Konsum- und Investitionsausgaben größere Zurückhaltung üben. Die Arbeitslosenquote blieb zwar im März in der Nähe ihres historischen Tiefstands, doch die Nachfrage nach Arbeitskräften kühlte sich weiter ab. Allerdings könnten die soliden Bilanzen der privaten Haushalte und die sinkende Energieabhängigkeit die Auswirkungen teilweise abmildern. Die Unternehmensinvestitionen dürften das Wachstum auch zukünftig eher stützen, denn die Staatsausgaben für Verteidigung und Infrastruktur sind gestiegen und die Unternehmen investieren zunehmend in neue digitale Technologien. Diese günstige Ausgangslage bietet einen gewissen Puffer gegenüber den Folgen des Krieges.

Im Euroraum schwächte sich das BIP-Wachstum im ersten Quartal 2026 ab.

Laut der vorläufigen Schnellschätzung von Eurostat erhöhte sich das reale BIP im ersten Quartal leicht um 0,1 %, nachdem es im vierten Quartal 2025 noch um 0,2 % gewachsen war (siehe Abbildung 3).¹ Betrachtet man die größten Volkswirtschaften des Euroraums, so stieg das BIP in Spanien im Quartalsvergleich um 0,6 %, in Deutschland um 0,3 %, in Italien um 0,2 % und in den Niederlanden um 0,1 %. In Frankreich blieb es dagegen unverändert. Die Streuung der Wachstumsraten des realen BIP im Euroraum (ohne Irland) war in den letzten Quartalen rückläufig und ist im historischen Vergleich relativ gering. Die Divergenz der Wachstumsdynamik zwischen den einzelnen Ländern dürfte also begrenzt sein. Voneinander abweichende Wachstumsraten scheinen eher mit dem demografischen Wandel und der Entwicklung am Arbeitsmarkt verknüpft zu sein als mit einem divergierendem Produktivitätswachstum (siehe Kasten 3). Zwar ist die Aufschlüsselung nach

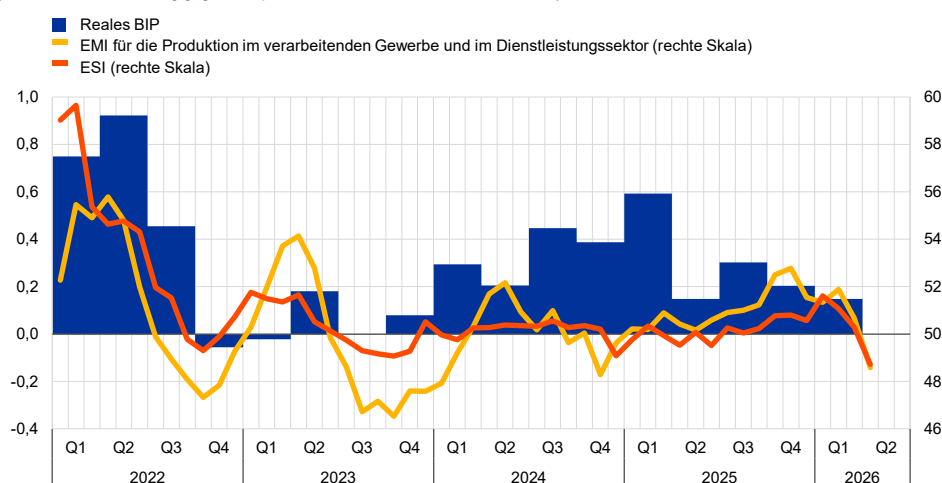
¹ Die vorläufige Schnellschätzung des vierteljährlichen BIP für den Euroraum wurde am 30. April 2026 veröffentlicht, also einen Tag nach dem Stichtag für die im vorliegenden Wirtschaftsbericht enthaltenen Daten.

Verwendungskomponenten noch nicht verfügbar, doch weisen Konjunkturindikatoren und vorliegende Länderdaten darauf hin, dass sich der Wachstumsbeitrag der Binnennachfrage im ersten Quartal 2026 abgeschwächt hat. Die Produktionsdaten legen eine nachlassende Dynamik im Dienstleistungssektor und eine schwache Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe nahe. Im Durchschnitt lag die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) im Januar und Februar 1,0 % unter dem Niveau des vierten Quartals 2025, während die Einzelhandelsumsätze unverändert blieben. Die Dienstleistungsproduktion stieg im Januar 2026 gegenüber Dezember 2025 leicht an.

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 und S&P Global.

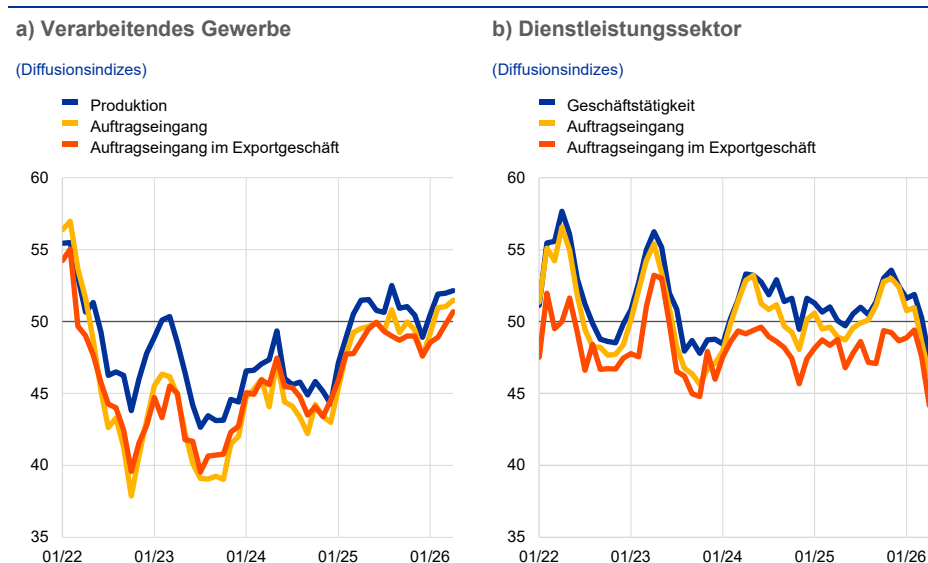
Anmerkung: Die beiden Linien stellen die monatliche Entwicklung dar, die Balken Quartalswerte. Beim EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor stellt die horizontale Linie von 50 Punkten die Wachstumsschwelle dar, also die Trennlinie zwischen einer Expansion und einer Kontraktion. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte ESI wurde standardisiert und reskaliert, um denselben Mittelwert und dieselbe Standardabweichung wie für den EMI zu erhalten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2026 (reales BIP) bzw. April 2026 (EMI und ESI).

Das Vertrauen hat nach dem Ausbruch des Krieges im Nahen Osten deutlich abgenommen, und die Umfrageindikatoren lassen auf eine Abschwächung der Wachstumsdynamik im zweiten Quartal 2026 und darüber hinaus schließen.

Der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor des Euroraums war sowohl im März als auch im April rückläufig und fiel unter die Schwelle von 50 Punkten. Die Verschlechterung war ausschließlich auf die Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor zurückzuführen, die in den jüngsten Quartalen alleiniger Wachstumsmotor gewesen war (siehe Abbildung 4). Die Aktivität im verarbeitenden Gewerbe blieb indessen im positiven Bereich. Dazu dürften unter anderem die Verteidigungsausgaben und vorgezogene Käufe in Erwartung zukünftiger Ölpreissteigerungen oder Versorgungsengpässe beigetragen haben. Auch der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung sank sowohl im März als auch im April deutlich, wobei der Rückgang bei den Verbraucherinnen und Verbrauchern sowie im Dienstleistungs- und Einzelhandelssektor besonders stark ausfiel. Zugleich haben

sich die Lieferkettenstörungen merklich verschärft. So verschlechterte sich der EMI für die Lieferzeiten der Zulieferer im März und April drastisch und in ähnlichem Umfang wie im April 2022. Der EMI für die Vorleistungspreise im verarbeitenden Gewerbe – ein ergänzender Indikator von Lieferengpässen – stieg ebenfalls kräftig an. Aus dem Dialog mit Unternehmen geht hervor, dass es zu weiter reichenden Lieferkettenstörungen kommen könnte, sollte der Konflikt bis in die Monate Mai und Juni hinein andauern – insbesondere aufgrund möglicher Engpässe bei Rohöl und rohölbasierten Erzeugnissen, die für Prozesse im verarbeitenden Gewerbe zwingend benötigt werden. Die befragten Unternehmen rechnen generell aber mit weniger gravierenden Störungen als während der Pandemie (siehe Kasten 6).

Abbildung 4
Einkaufsmanagerindex (EMI) für einzelne Sektoren



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

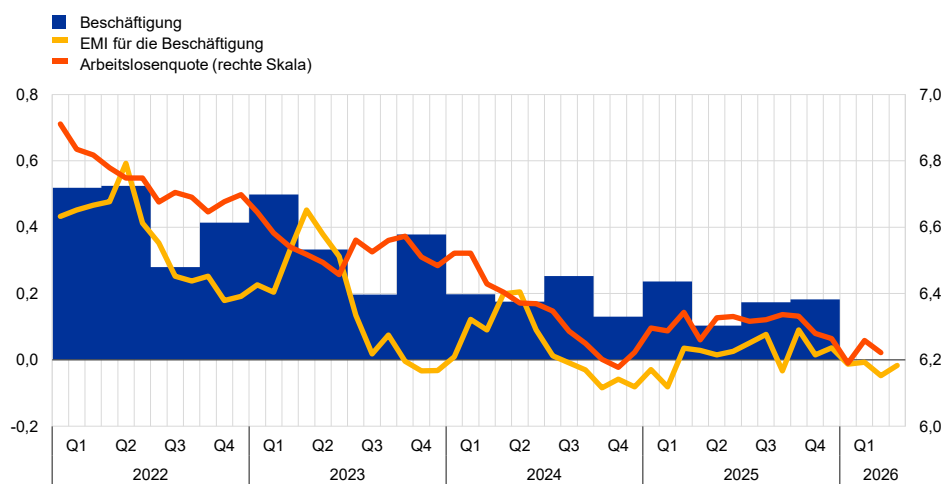
Auch die zukunftsgerichteten Indikatoren haben sich seit Ausbruch des Krieges deutlich eingetrübt. Der EMI für den Auftragseingang im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor war im März und April stark rückläufig, wofür ausschließlich der Dienstleistungssektor verantwortlich war. Auch der EMI für die Geschäftserwartungen in den nächsten zwölf Monaten ging merklich zurück und lag im April deutlich unter seinem historischen Durchschnitt. Dabei wurden sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor erhebliche Rückgänge verzeichnet. Insgesamt deuten diese Entwicklungen auf einen wachsenden Pessimismus hin: Die Unternehmen gehen zunehmend davon aus, dass der Konflikt die Konjunktur in den kommenden Monaten spürbarer belasten wird.

Die Arbeitsmarktlage ist nach wie vor insgesamt stabil, allerdings kühlt sich die Nachfrage nach Arbeitskräften allmählich ab. Die Beschäftigung und die Zahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden stiegen im vierten Quartal 2025 um 0,2 % bzw. 0,6 % (siehe Abbildung 5). Die anhaltende Abschwächung des Beschäftigungswachstums spiegelt zum Teil eine kontinuierlich nachlassende Arbeitskräftenachfrage wider. Die Vakanzquote stabilisierte sich im vierten Quartal

bei 2,2 % und blieb damit das zweite Quartal in Folge unter dem im vierten Quartal 2019 verzeichneten Vorpandemiestand. Die Tendenz älterer Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer, später in den Ruhestand zu gehen als frühere Generationen, hat in den vergangenen Jahren positiv zur Beschäftigungsquote der Bevölkerung im Euroraum beigetragen (siehe Kasten 5). Die Erwerbsbevölkerung wuchs auch im vierten Quartal 2025, und zwar um 0,9 % gegenüber dem Vorjahr. Die jüngsten Monatsdaten signalisieren jedoch eine Abschwächung des Wachstums. Unterdessen lag die Arbeitslosenquote im März bei 6,2 % nach 6,3 % im Februar und damit weiterhin in der Nähe ihres historischen Tiefstands.

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

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



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

Anmerkung: Die beiden Linien stellen die monatliche Entwicklung dar, die Balken Quartalswerte. Der EMI ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 dargestellt, um das vierteljährliche Beschäftigungswachstum zu erfassen. Die Zeitreihe zur Arbeitslosenquote umfasst nun auch Bulgarien, wodurch sich das Niveau des Euroraum-Aggregats um rund 0,1 Prozentpunkte nach unten verschoben hat. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2025 (Beschäftigung), April 2026 (EMI für die Beschäftigung) bzw. März 2026 (Arbeitslosenquote).

Die kurzfristigen Arbeitsmarktindikatoren lassen auf ein verhaltenes Beschäftigungswachstum im ersten Quartal 2026 schließen.

Laut der Schnellschätzung lag der monatliche EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor im April bei 49,8 Punkten und damit leicht über den im März verzeichneten 49,5 Punkten. Die Beschäftigung dürfte also weitgehend stagniert haben. Im verarbeitenden Gewerbe fiel der Indikator weiter in den kontraktiven Bereich, wohingegen er im Dienstleistungssektor anstieg und knapp über der Schwelle von 50 Punkten blieb.

Die privaten Konsumausgaben dürften sich im ersten Quartal 2026 abgeschwächt haben, und die kurzfristigen Aussichten werden durch die Auswirkungen des Krieges im Nahen Osten belastet.

Nach der hohen Dynamik Ende 2025 scheinen sich die Ausgaben der privaten Haushalte Anfang 2026 moderater entwickelt zu haben. Eine gewisse Abschwächung könnte aber auch schon vor Ausbruch des Konflikts eingesetzt haben. Dementsprechend blieb das Umsatzvolumen im Einzelhandel im ersten Quartal 2026 (Durchschnittswert Januar-Februar) gegenüber dem vierten Quartal 2025 weitgehend unverändert.

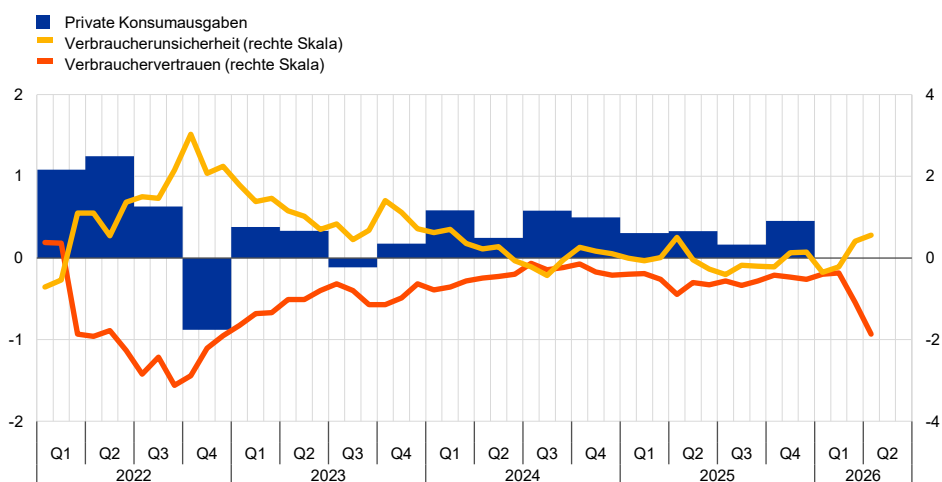
Umfragedaten deuten zudem darauf hin, dass sich die Konsumdynamik angesichts der erhöhten geopolitischen Unsicherheit verlangsamt. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Verbraucher ging im März zurück, was vor allem auf die niedrigeren Erwartungen zur allgemeinen Wirtschaftslage vor dem Hintergrund der geopolitischen Spannungen im Nahen Osten zurückzuführen war (siehe Abbildung 6, Grafik a). Im April sank er weiter auf den niedrigsten Stand seit Ende 2022. Zugleich nahm die Unsicherheit der Verbraucherinnen und Verbraucher zu, was ein zurückhaltenderes Ausgabeverhalten der Haushalte nahelegt. Dennoch ist der Rückgang der Erwartungen der privaten Haushalte immer noch deutlich geringer als nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine (siehe Abbildung 6, Grafik b). Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte konsumgewichtete Indikator für die Geschäftserwartungen – ein auf den Erwartungen zur Geschäftstätigkeit in den nächsten drei Monaten basierender aggregierter Index – gab im März weiter nach und näherte sich seinem langfristigen Durchschnittswert. Zudem geht aus der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen hervor, dass sich die Erwartungen hinsichtlich der Ausgaben für Urlaubsreisen im März weiter eingetrübt haben. Mit Blick auf die Zukunft dürften die privaten Konsumausgaben durch ein ungünstiges Umfeld belastet werden, wenngleich einige mildernde Faktoren nach wie vor Bestand haben. Höhere Energiepreise könnten das Wachstum der Realeinkommen schmälern und die Ausgaben der privaten Haushalte dämpfen. Gleichzeitig greifen die privaten Haushalte womöglich auf ihre Ersparnisse zurück, um die Auswirkungen des Energieschocks abzufedern. Die erhöhte Unsicherheit könnte sie aber auch dazu veranlassen, ihre Ersparnisse aus Vorsichtsgründen unangetastet zu lassen oder sogar auszubauen. Ein derartiges Verhalten würde sich ungünstig auf die privaten Konsumausgaben auswirken (siehe Kasten 4).

Abbildung 6

Private Konsumausgaben und Erwartungen der privaten Haushalte

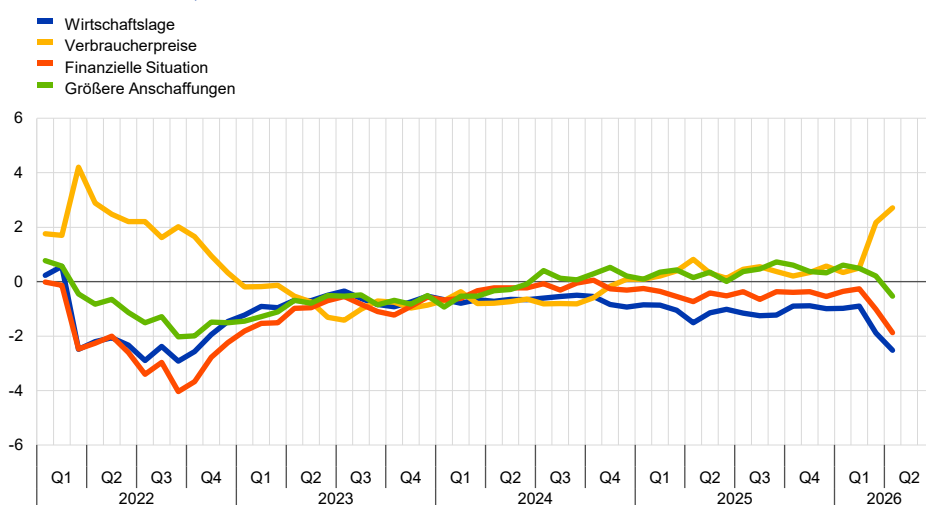
a) Reale private Konsumausgaben, Verbrauchervertrauen und Verbraucherunsicherheit

(Veränderung gegen Vorquartal in %; standardisierte Salden in %)



b) Erwartungen der privaten Haushalte

(standardisierte Salden in %)



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „Verbraucherunsicherheit“ bezieht sich auf den von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikator für die wirtschaftliche Unsicherheit der Verbraucherinnen und Verbraucher. Alle Datenreihen der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission sind für den gesamten Beobachtungszeitraum ab Januar 1999 standardisiert, mit Ausnahme der Verbraucherunsicherheit, die aufgrund der Datenverfügbarkeit für den gesamten Beobachtungszeitraum ab April 2019 standardisiert ist. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2025 (private Konsumausgaben) bzw. April 2026 (alle anderen Variablen).

Die Unternehmensinvestitionen dürften im ersten Quartal 2026 weiter

gestiegen sein. Ein länger andauernder Krieg im Nahen Osten könnte jedoch in der zweiten Jahreshälfte zu Abwärtsrisiken führen. Vor dem Krieg im Nahen

Osten waren die Bestimmungsfaktoren für Investitionen solide geblieben. So stiegen die Unternehmensgewinne, die Bilanzen waren solide, und es herrschte eine hohe Nachfrage nach digitalen Technologien. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für den Investitionsgütersektor verbesserte sich im ersten Quartal 2026 bis März – trotz des Ausbruchs des Konflikts. Im Sektor der immateriellen Dienstleistungen blieb das Vertrauen in diesem Zeitraum ungeachtet

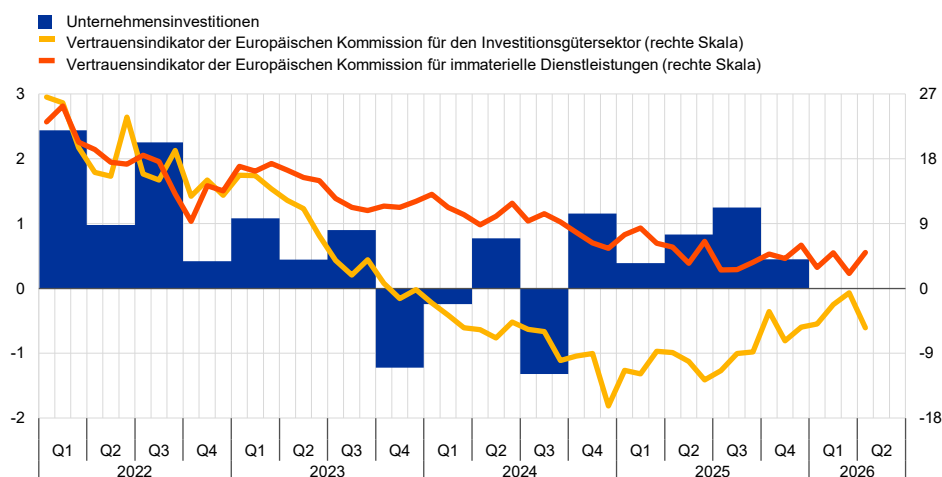
einer leichten Abschwächung positiv (siehe Abbildung 7, Grafik a). Insgesamt deuten die Daten auf einen Anstieg der Investitionen zu Beginn des Jahres 2026 hin. Mit dem Ausbruch des Krieges im Nahen Osten änderte sich jedoch die Lage: Die Unsicherheit stieg ebenso wie der Ölpreis, und der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für den Investitionsgütersektor ging im April zurück. Für den restlichen Jahresverlauf wird mit einem verhaltenen Wachstum der Unternehmensinvestitionen gerechnet. Sollte der Krieg im Nahen Osten andauern und die Unsicherheit hoch bleiben, bestehen für die zweite Jahreshälfte Abwärtsrisiken (siehe Kasten 6). Industrieunternehmen könnten gravierendere Störungen der globalen Lieferketten zu spüren bekommen, denn die höheren Energiepreise wirken auf Aluminium, Stahl und andere Komponenten durch. Störungen bei der Lieferung kritischer Vorleistungen könnten die Investitionen im Digitalsektor beeinträchtigen. Dies betrifft insbesondere die Halbleiterversorgung und den Bau von Rechenzentren. Mit Blick auf die Zukunft dürften die Nachfrage nach Digitalisierungs- und Verteidigungsausgaben sowie die noch verfügbaren Mittel aus dem Programm „Next Generation EU“ die negativen Auswirkungen dieser Faktoren auf die Unternehmensinvestitionen abmildern.

Abbildung 7

Entwicklung der realen Investitionen und Umfrageergebnisse

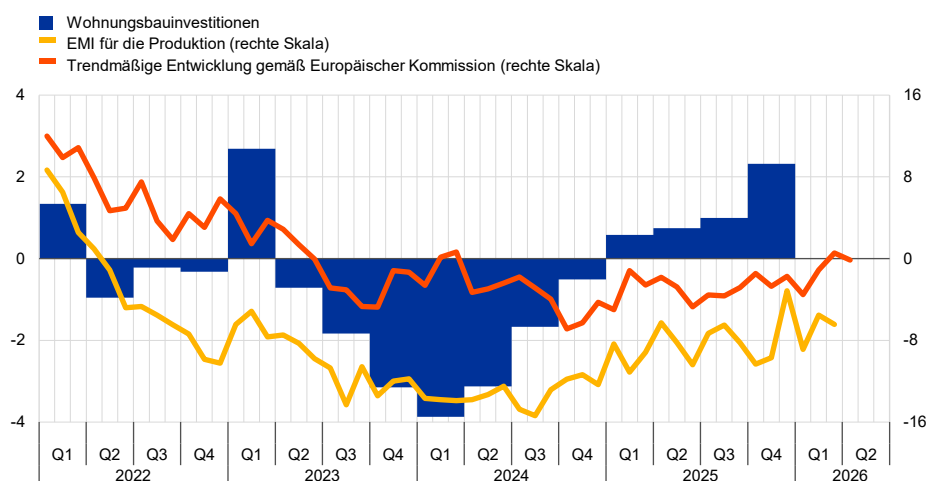
a) Unternehmensinvestitionen

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Salden in %)



b) Wohnungsbauinvestitionen

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



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

Anmerkung: Die Linien stellen die monatliche Entwicklung dar, die Balken Quartalswerte. In Grafik a werden die Unternehmensinvestitionen anhand der Investitionen ohne Bauten gemessen (unter Ausschluss der immateriellen Investitionen in Irland). Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für immaterielle Dienstleistungen basiert auf einem gewichteten Durchschnitt der Bereiche Verlagswesen (J58), Erbringung von Dienstleistungen der Informationstechnologie (J62) sowie Informationsdienstleistungen (J63). In Grafik b ist der EMI als Abweichung von 50 Indexpunkten dargestellt. Die Linie für den von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikator der trendmäßigen Entwicklung stellt die Einschätzung des konjunkturellen Trends der vorangegangenen 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 vierte Quartal 2025 (Investitionen), März 2026 (EMI für die Produktion) bzw. April 2026 (von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikatoren).

Die Wohnungsbauinvestitionen scheinen sich im ersten Quartal 2026 weiter erholt zu haben. Grund hierfür waren vor allem Ausbaurbeiten. Der insgesamt positive Trend bei den Wohnungsbauinvestitionen (siehe Abbildung 7, Grafik b) wurde weiterhin von den Ausbaurbeiten (spezialisierte Bautätigkeiten) getragen, zu denen auch Renovierungsarbeiten an Bestandsgebäuden zählen. Diese entwickelten sich sowohl im Euroraum insgesamt als auch in den größten Ländern des Euroraums weiterhin besser als der Neubau. Die Kurzfristindikatoren waren

zuletzt rückläufig, aber die trendmäßige Entwicklung bleibt weitgehend positiv. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der jüngsten trendmäßigen Entwicklung in den Sektoren Hochbau und spezialisierte Bautätigkeiten ging im April zurück, lag jedoch weiterhin in der Nähe seines seit dem ersten Quartal 2024 beobachteten Höchststands. Der EMI für die Produktion im Wohnungsbau gab indes leicht nach, blieb aber über dem Wert vom Januar. Laut der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen ist der Anteil der Befragten, die Wohnimmobilien als gute Wertanlage betrachten, weiterhin hoch. Dies lässt auf eine robuste zugrunde liegende Nachfrage schließen. Zugleich stiegen die Erwartungen der privaten Haushalte in Bezug auf die Hypothekenzinsen im März an, was auf Abwärtsrisiken für die anhaltende Erholung der Nachfrage nach Wohnimmobilien hindeutet. So könnten sich im Gefolge des energiepreisbedingten Preisschocks und des konfliktbedingten Vertrauensverlusts die Finanzierungsbedingungen verschärfen.

Die Ausfuhren aus dem Euroraum werden nach wie vor durch die von der US-Regierung erhobenen Zölle und den Wettbewerb aus China belastet. Das Volumen der Warenausfuhren sank im Februar 2026 im Dreimonatsvergleich um 3,4 %, nachdem es bereits im Januar zurückgegangen war. Die Exporte in die Vereinigten Staaten und in die übrige Welt waren rückläufig. Für Exportunternehmen aus dem Eurogebiet gestaltet sich die Lage somit nach wie vor schwierig. Den Umfrageergebnissen zufolge dürfte sich der Auftragseingang im Exportgeschäft auch im März weiter verringert haben. Mit Blick auf die Zukunft dürften die Herausforderungen für europäische Exportunternehmen in Bezug auf die Wettbewerbsfähigkeit angesichts der anhaltenden Turbulenzen auf den Energie- und Rohstoffmärkten zunehmen, da Öl und Gas weiterhin maßgeblich den Energiemix im Euroraum bestimmen. Dadurch ist das Eurogebiet globalen Preisschocks besonders stark ausgesetzt. Insgesamt stehen Exporteure im Euroraum vor drei Herausforderungen: den US-Zöllen, dem Wettbewerb aus China und steigenden Energiepreisen. Die Besorgnis hinsichtlich eines möglichen Kerosinmangels wächst. Dieser könnte zu Störungen im Flugverkehr und steigenden Flugpreisen führen und damit die Nachfrage im Tourismussektor dämpfen. Allerdings könnte eine gewisse Verlagerung der Touristenströme hin zu europäischen Reisezielen die negativen Effekte auf die Nachfrage teilweise ausgleichen. Zwar zeigen sich bislang keine Auswirkungen auf die hochfrequenten Indikatoren für die Passagierzahlen, doch deuten die Umfrageergebnisse darauf hin, dass sich die Nachfrage nach Tourismusdienstleistungen angesichts der erhöhten Unsicherheit abschwächt. Das Einfuhrvolumen sank im Februar im Dreimonatsvergleich um 1,5 %. Diese Entwicklung war vor allem auf einen deutlichen Rückgang der Einfuhren von chemischen (einschließlich pharmazeutischen) Erzeugnissen aus den Vereinigten Staaten zurückzuführen. Die Importe aus China nahmen dagegen weiter zu. Unterdessen setzten die Einfuhrpreise ihren Abwärtstrend fort und waren im Januar gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum um 3,5 % rückläufig. Der Rückgang spiegelt noch immer die Auswirkungen der Aufwertung des Euro seit dem Frühjahr 2025 sowie den von China ausgehenden anhaltenden Abwärtsdruck auf die Preise wider.

Insgesamt sind die Konjunkturaussichten nach wie vor mit hoher Unsicherheit behaftet und hängen von der Dauer des Krieges und dessen Auswirkungen auf den Energiesektor, andere Rohstoffmärkte und die globalen Lieferketten ab.

Allerdings sollten die soliden Bilanzen der privaten Haushalte in Verbindung mit höheren Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur sowie anhaltenden Investitionen in digitale Technologien dazu beitragen, die Auswirkungen abzufedern.

3 Preise und Kosten

Die jährliche Gesamtinflation im Euroraum erhöhte sich im April 2026 auf 3,0 % nach 2,6 % im März.² Zurückzuführen ist dies auf den sprunghaften Anstieg der Energiepreise infolge des Krieges im Nahen Osten. Auch die Teuerung bei Nahrungsmitteln nahm zu, während die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel leicht zurückging. Die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation sind in den letzten Monaten weitgehend stabil geblieben. Im vierten Quartal 2025 schwächte sich die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer auf 3,7 % ab, nachdem sie im Vorquartal 3,9 % betragen hatte. Das Wachstum der Tarifverdienste sowie zukunftsgerichtete Indikatoren wie der EZB-Indikator für die Lohnentwicklung (Wage Tracker) und die Umfragen zu den Lohnerwartungen deuten bislang weiterhin auf einen nachlassenden Arbeitskostendruck im Jahresverlauf 2026 hin. Die Inflationserwartungen sind über kürzere Zeithorizonte erheblich gestiegen. Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen bei rund 2 %. Dies begünstigt, dass sich die Inflation auf mittlere Sicht in der Nähe des Zielwerts stabilisiert.

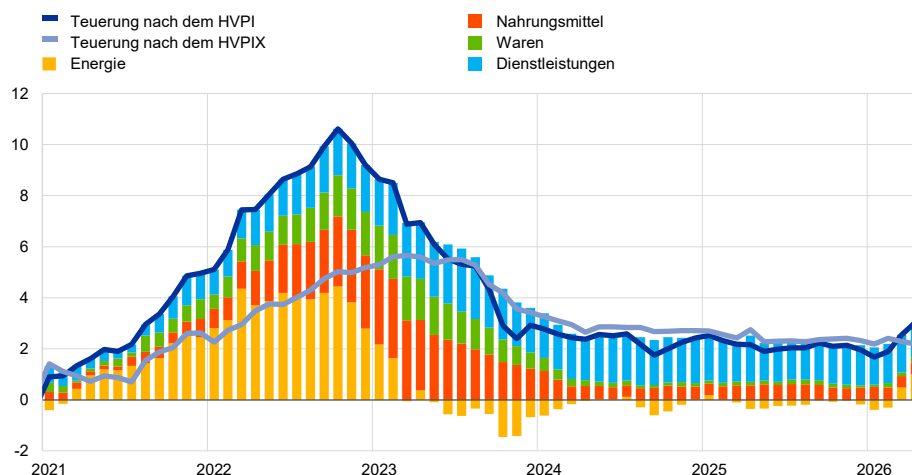
Die am HVPI gemessene jährliche Gesamtinflation im Euroraum erhöhte sich von 2,6 % im März auf 3,0 % im April 2026 (siehe Abbildung 8). Dies spiegelt einen weiteren Anstieg des Preisauftriebs bei Energie und eine moderate Zunahme der Teuerung bei Nahrungsmitteln wider, was nur teilweise durch einen leichten Rückgang der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) ausgeglichen wurde. Im ersten Quartal 2026 lag die Gesamtinflation im Euroraum bei 2,0 % und damit 0,1 Prozentpunkte unter dem in den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom März 2026 enthaltenen Wert.

² Die Angaben beinhalten ausnahmsweise auch die von Eurostat am 30. April 2026 veröffentlichte Schnellschätzung der Inflationsdaten für April, auch wenn der Stichtag für die in dieser Ausgabe des Wirtschaftsberichts enthaltenen Daten der 29. April 2026 war.

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 April 2026 (Schnellschätzung).

Die Teuerungsrate für Energie stieg im April sprunghaft auf 10,9 %, nachdem sie im März noch 5,1 % betragen hatte. Zurückzuführen war diese Zunahme in erster Linie auf einen kräftigen Anstieg der Energiepreise gegenüber dem Vormonat (3,0 %) sowie auf einen aufwärtsgerichteten Basiseffekt (rund 2,7 Prozentpunkte). Die bis März verfügbaren Daten zeigen einen Anstieg der Jahresänderungsraten bei den wichtigsten Energie-Teilkomponenten, vor allem in den Bereichen Verkehr und Heizöl. Die HVPI-Inflation ohne Energie ging von 2,3 % im März auf 2,2 % im April zurück.

Der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln erhöhte sich im April auf 2,5 % nach 2,4 % im März. Ausschlaggebend für diesen Anstieg war eine Zunahme der Teuerung bei unverarbeiteten Nahrungsmitteln von 4,2 % im März auf 4,7 % im April, während die Preissteigerungsrate für verarbeitete Nahrungsmittel unverändert bei 1,7 % lag. In den kommenden Monaten könnten die indirekten Effekte der jüngsten sprunghaften Zunahme der Energiekosten allmählich zu einem Anstieg der Teuerung bei Nahrungsmitteln führen.

Die HVPIX-Inflation verringerte sich im April leicht auf 2,2 % nach 2,3 % im März. Diese Entwicklung spiegelt einen Rückgang der jährlichen Teuerungsrate für Dienstleistungen (von 3,2 % im März auf 3,0 % im April) wider, der nur teilweise durch einen Anstieg des Preisauftriebs bei Industrieerzeugnissen ohne Energie (von 0,5 % im März auf 0,8 % im April) ausgeglichen wurde. Den bis März verfügbaren Daten zufolge war die langsamere Zunahme der Preissteigerung bei Dienstleistungen vor allem auf die rückläufige Jahreswachstumsrate der Freizeit- und Erholungsdienstleistungen zurückzuführen. Ursächlich hierfür waren hauptsächlich die niedrigeren Beiträge der Beherbergungsdienstleistungen und in geringerem Maße auch der Gaststättendienstleistungen. Der verhaltene Preisanstieg bei Industrieerzeugnissen ohne Energie im März war in erster Linie dem anhaltend

schwachen Preisdruck bei Gebrauchsgütern mit mittlerer Lebensdauer und langlebigen Gebrauchsgütern zuzuschreiben.

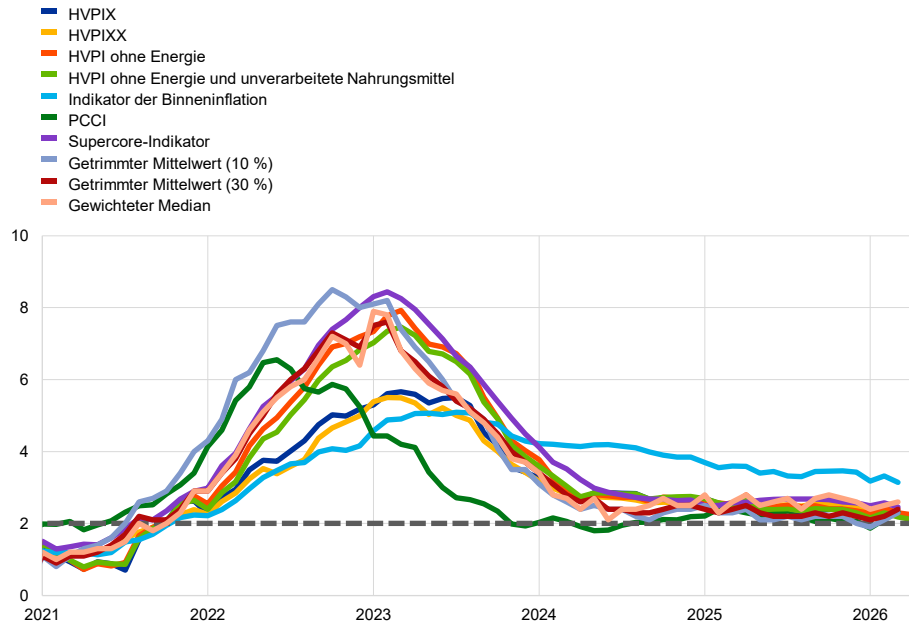
Von den Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation gingen im März verglichen mit dem Vormonat uneinheitliche Signale aus (siehe Abbildung 9).

Im März bewegten sich die Werte dieser Indikatoren in einer Spanne von 2,2 % bis 2,6 %. Unter den ausschlussbasierten Messgrößen blieb die HVPI-Inflation ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe (HVPIXX) unverändert, während sich die getrimmten Mittelwerte um 0,2 Prozentpunkte erhöhten. Die übrigen Indikatoren sanken um 0,1 Prozentpunkte. Was die modellbasierten Indikatoren betrifft, so stieg die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) von 2,1 % im Februar auf 2,3 % im März. Dagegen verringerte sich der Supercore-Indikator, der konjunkturereagible HVPI-Komponenten umfasst, leicht von 2,6 % auf 2,5 %.³ Der Indikator der Binneninflation, der Positionen mit niedrigem Importgehalt umfasst, fiel im März ebenfalls, und zwar auf 3,1 %, verglichen mit 3,3 % im Februar. Die für April bereits vorliegenden Daten zeigen, dass die meisten ausschlussbasierten Messgrößen gegenüber März um 0,1 Prozentpunkte zurückgingen. Insgesamt deuteten die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation nach wie vor darauf hin, dass sich der zugrunde liegende Preisdruck weitgehend stabilisiert.

³ Der Supercore-Indikator wurde einer umfangreichen Revision unterzogen. Während ein Teil der Veränderung durch die Umstellung auf die Klassifikation ECOICOP Version 2 bedingt ist, lässt sich der größte Effekt auf eine Anpassung der Schätzmethode zurückführen, die parallel zur Änderung der Klassifikation vorgenommen wurde. Siehe Kasten 7 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Abbildung 9 Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

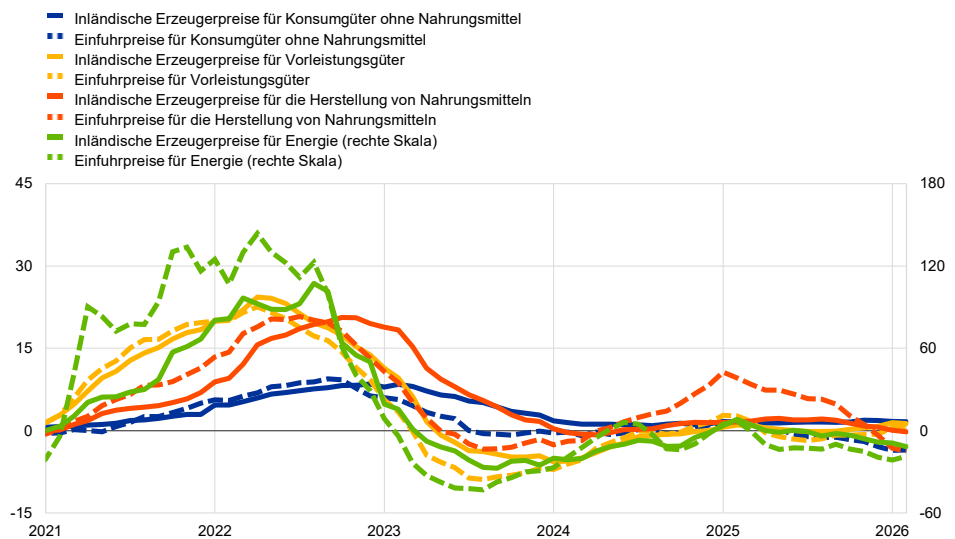
Anmerkung: HVPIX steht für den HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel, HVPIXX für den HVPIX ohne Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe. PCCI steht für die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation. Die gestrichelte graue Linie stellt das mittelfristige Inflationsziel des EZB-Rats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

Vor Ausbruch des Krieges im Nahen Osten ließen die Indikatoren des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette einen verhaltenen Inflationsdruck bei Waren und Nahrungsmitteln erkennen (siehe Abbildung 10). Auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette blieb der Druck auf die Vorleistungsgüterpreise moderat. Die Änderungsrate der inländischen Erzeugerpreise verringerte sich im Februar geringfügig (1,3 %), während die entsprechende Rate der Einfuhrpreise leicht zunahm (0,6 %). Auf den nachgelagerten Stufen war der Preisdruck bei Konsumgütern ohne Nahrungsmittel im Februar weitgehend unverändert. Die Wachstumsrate der inländischen Erzeugerpreise lag stabil bei 1,6 %, und jene der Einfuhrpreise war mit -3,5 % weiterhin negativ. Zugleich kehrte sich die Steigerungsrate der Erzeugerpreise für verarbeitete Nahrungsmittel im Februar erstmals seit Mai 2024 ins Negative (-0,2 %). Die Änderungsrate der Einfuhrpreise für verarbeitete Nahrungsmittel sank im Februar auf -3,7 %, womit sich ihr Rückgang weiter fortsetzte. Insgesamt spiegelt diese Dynamik die zurückliegende Aufwertung des Euro und möglicherweise höhere Exporte aus China in den Euroraum wider. Die Angaben stammen aus der Zeit vor Beginn des Krieges im Nahen Osten. Aus diesem Grund wird die weitere Entwicklung der Erzeugerpreise und der Einfuhrpreise genau beobachtet.

Abbildung 10

Indikatoren des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



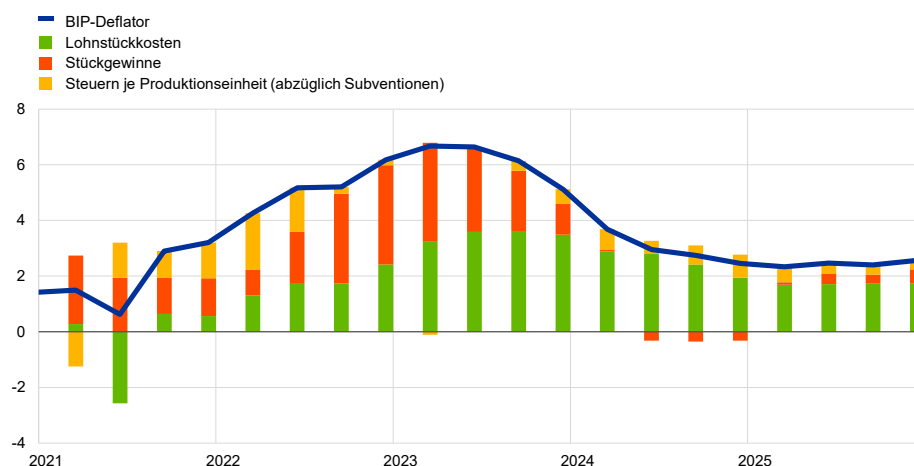
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2026.

Der am Wachstum des BIP-Deflators gemessene inländische Kostendruck erhöhte sich im vierten Quartal 2025 auf 2,6 %, nachdem er zuvor bis Anfang 2025 kontinuierlich zurückgegangen war (siehe Abbildung 11). Verantwortlich für den Anstieg ist ein höherer Beitrag der Stückgewinne, denn die Beiträge der Lohnstückkosten und der Steuern je Produktionseinheit waren unverändert. Die Wachstumsrate der Lohnstückkosten verharrte im vierten Quartal 2025 bei 3,1 %, was auf einen Rückgang der Jahresänderungsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer von 3,9 % auf 3,7 % zurückzuführen war. Kompensiert wurde dies

zum Teil dadurch, dass sich auch das Wachstum der Arbeitsproduktivität verringerte, und zwar von 0,8 % auf 0,5 %. Die Abschwächung der Jahresänderungsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer war die Folge eines rückläufigen Beitrags der Lohndrift. Dieser sank von 1,9 Prozentpunkten im Vorquartal auf nunmehr 0,4 Prozentpunkte. Dadurch wurde der Anstieg der Wachstumsrate der Tarifverdienste von 1,9 % auf 3,0 % teilweise kompensiert. Mit Blick auf die Zukunft lässt der Wage Tracker, der Daten zu Tarifabschlüssen bis Mitte April 2026 berücksichtigt, darauf schließen, dass sich der von den Tarifabschlüssen ausgehende Druck 2026 bei 2,6 % stabilisieren wird, nach zuvor 3,0 % im Jahr 2025.⁴ Die aktuellen umfragebasierten Indikatoren zum Lohnwachstum – z. B. aus der Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen (Corporate Telephone Survey – CTS) – bestätigen die Abschwächung. Laut der Telefonumfrage wird davon ausgegangen, dass das Lohnwachstum von 3,5 % im Jahr 2025 auf 2,9 % im Jahr 2026 und 2,8 % im Jahr 2027 sinken wird.⁵

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 vierte Quartal 2025.

Die kürzerfristigen Inflationserwartungen der professionellen Prognostiker, der geldpolitischen Analysten und der Verbraucher haben sich im März 2026 erhöht.

Der in der EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts – SMA) vom April 2026 ermittelte Median der längerfristigen Inflationserwartungen und jener aus dem Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB für das zweite Quartal 2026 lagen unverändert bei 2 % (siehe Abbildung 12, Grafik a). Die kurzfristigen Inflationserwartungen wurden indes nach oben revidiert und lagen bei 2,8 % (SMA-Umfrage) bzw. 2,7 % (SPF-Umfrage) für das Jahr 2026. Für 2027 wurde dann wieder ein Rückgang auf 2,2 % (SMA-Umfrage) bzw. 2,1 % (SPF-Umfrage) erwartet. Mit Blick auf die kurzfristige Inflationswahrnehmung der Verbraucher und ihre kurzfristigen Inflationserwartungen ergab die Umfrage der EZB

⁴ Weitere Einzelheiten finden sich in EZB, [Neue Datenveröffentlichung: Wage Tracker der EZB deutet auf stabilen Lohndruck bei den Tarifverdiensten im Jahr 2026 hin](#), Pressemitteilung vom 6. Mai 2026.

⁵ Siehe Kasten 6 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

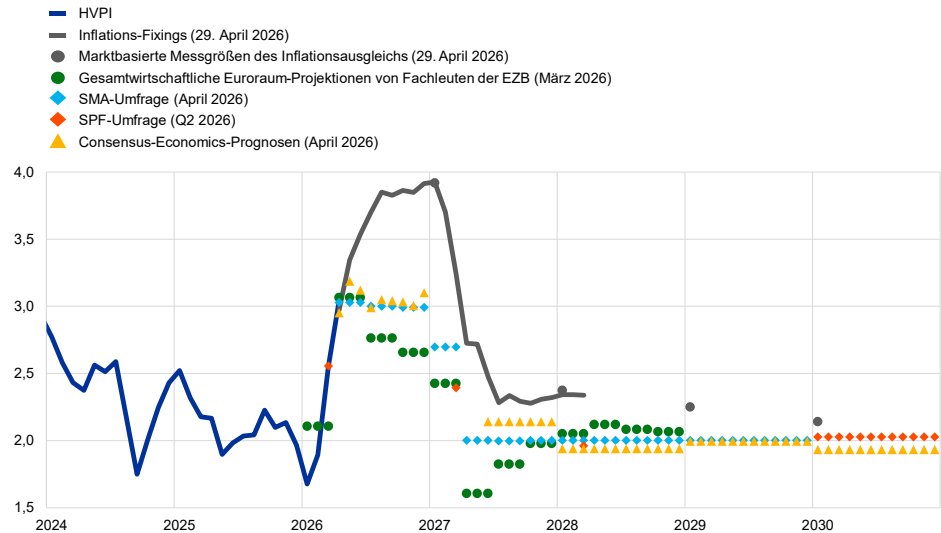
zu den Verbrauchererwartungen vom März 2026 (siehe Abbildung 12, Grafik b), dass die in den vergangenen zwölf Monaten wahrgenommene Inflation im Median auf 3,5 % gestiegen war, verglichen mit 3,0 % im Februar. Der Median der Inflationserwartungen für die kommenden zwölf Monate und jener der Erwartungen bezüglich der Inflation in drei Jahren erhöhten sich von jeweils 2,5 % im Februar auf zuletzt 4,0 % bzw. 3,0 %, während der Median der Erwartungen für die Inflation in fünf Jahren leicht von 2,3 % auf 2,4 % anstieg.

Abbildung 12

Gesamtinflation, Inflationsprojektionen und -erwartungen

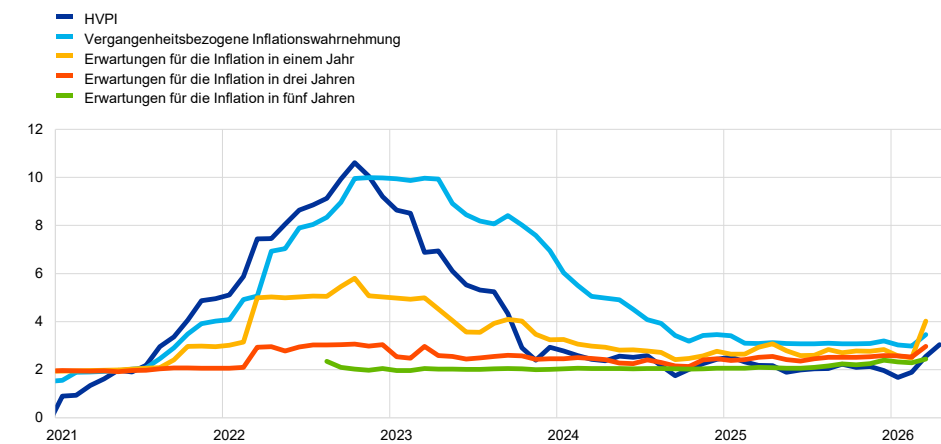
a) Gesamtinflation, marktbasierete Messgrößen des Inflationsausgleichs, Inflationsprojektionen und umfragebasierte Indikatoren der Inflationserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



b) Gesamtinflation und EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, London Stock Exchange Group (LSEG), Consensus Economics, EZB (SMA-Umfrage, SPF-Umfrage und Umfrage zu den Verbrauchererwartungen), *Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom März 2026* und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: In Grafik a) basiert die Zeitreihe der marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs auf dem einjährigen Kassasatz inflationsindexierter Swaps, dem einjährigen Terminalsatz in einem Jahr, dem einjährigen Terminalsatz in zwei Jahren, dem einjährigen Terminalsatz in drei Jahren und dem einjährigen Terminalsatz in vier Jahren. Die jüngsten Angaben zu den Zeitreihen der marktbasieren Indikatoren des Inflationsausgleichs und zu den Fixings beziehen sich auf den 29. April 2026. 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 zweite Quartal 2026 wurde vom 31. März bis zum 8. April 2026 durchgeführt. Die SMA-Umfrage für April 2026 wurde vom 13. bis zum 15. April 2026 durchgeführt. Stichtag für die Prognosen von Consensus Economics war der 16. April 2026. Die gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom März 2026 wurden am 13. März 2026 fertiggestellt. Stichtag für die technischen Annahmen war der 11. März 2026. In Grafik b) stellen bei der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen die Linien den Median dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2026 (Schnellschätzung des HVPI) bzw. März 2026 (übrige Messgrößen).

Im Berichtszeitraum vom 19. März bis zum 29. April stiegen die kurzfristigen marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs an, während die längerfristigen Erwartungen weiterhin fest verankert waren (siehe [Abbildung 12, Grafik a\)](#). Der Krieg im Nahen Osten führte zu starken Ausschlägen bei den Energiepreisen und somit zu Schwankungen bei der Bewertung der

Inflationsaussichten. Die Inflations-Fixings (Swap-Kontrakte, die an die HVPI-Inflationsrate ohne Tabakwaren im Euroraum gekoppelt sind) haben sich über alle Zeithorizonte erhöht. Sie lassen derzeit den Schluss zu, dass die Inflation den Erwartungen der Anleger zufolge im Verlauf des kommenden Jahres noch erhöht sein wird und erst Mitte 2027 wieder auf ein Niveau in der Nähe des vom EZB-Rat angestrebten Zielwerts zurückgehen wird. Über die kurze Frist hinaus betrachtet erhöhte sich der einjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in einem Jahr um 26 Basispunkte und lag damit am Ende des Berichtszeitraums bei rund 2,4 %. Bereinigt um die Inflationsrisikoprämien waren die längerfristigen marktbasieren Inflationserwartungen auf Grundlage des fünfjährigen inflationsindexierten Termin-Swapsatzes in fünf Jahren nach wie vor fest bei rund 2 % verankert. Dies begünstigt, dass sich die Inflation auf mittlere Sicht in der Nähe des Zielwerts des EZB-Rats stabilisiert.

4 Finanzmarktentwicklungen

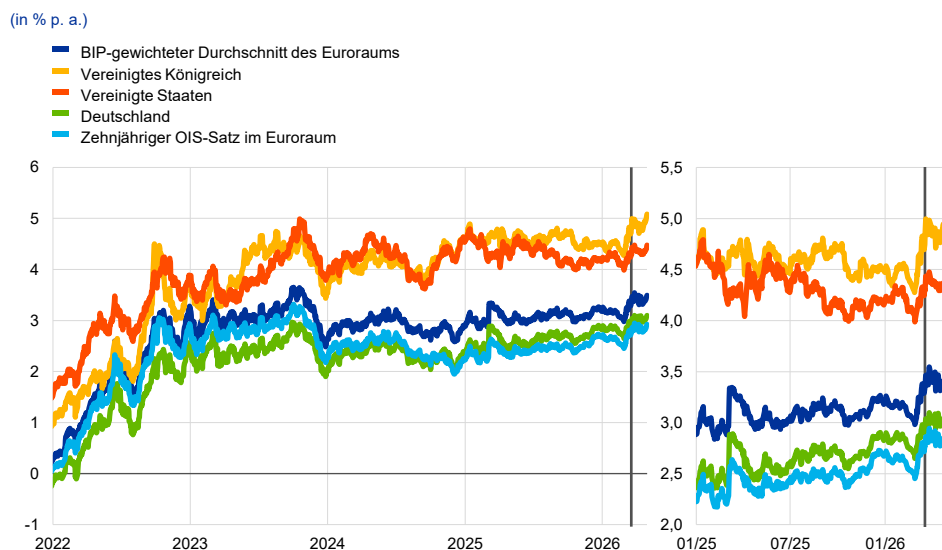
Die Finanzmärkte im Euroraum waren im Berichtszeitraum (19. März bis 29. April 2026) durch eine ausgeprägte Volatilität gekennzeichnet: Die Unsicherheit wegen des Krieges im Nahen Osten löste zunächst eine Neubewertung aufgrund einer höheren Risikoscheu aus. Darauf folgte eine breit angelegte Erholung nach der Ankündigung einer Waffenruhe und schließlich eine erneute Volatilität in den letzten Tagen des betrachteten Zeitraums. In Phasen, in denen sich der Konflikt verschärfte, kam es zu steigenden Energiepreisen und Zinsen, einer weitverbreiteten Stimmungseintrübung unter den Anlegern und zum Abverkauf risikoreicher Anlagen, während sich dieses Muster in Deeskalationsphasen umkehrte. Am Ende des Berichtszeitraums signalisierte die risikofreie Terminzinskurve, dass die Märkte kumulierte Zinsanhebungen von 83 Basispunkten bis zum Jahresende einpreisten. Die längerfristigen risikofreien Zinssätze stiegen im Berichtszeitraum, während die Renditeabstände von Staatsanleihen weitgehend unverändert blieben. Trotz des Gegenwinds, der sich aus der geopolitischen Unsicherheit und den höheren Zinsen ergab, behaupteten sich risikoreiche Anlagen insgesamt sehr gut. Die Aktien des Euroraums notierten am Ende des Berichtszeitraums höher, und die Renditeabstände von Unternehmensanleihen im Investment-Grade-Segment kehrten wieder auf ihr Vorkriegsniveau zurück. An den Devisenmärkten wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar auf (+1,9 %) und war in handelsgewichteter Rechnung weitgehend stabil (+0,6 %).

Die kurz- und langfristigen risikofreien Zinssätze im Euroraum stiegen im Berichtszeitraum an, wodurch die Terminzinskurve deutlich über dem Niveau blieb, das vor Kriegsbeginn im Nahen Osten verzeichnet worden war. Der Referenzzinssatz €STR (Euro Short-Term Rate) lag am Ende des Berichtszeitraums bei 1,93 %, nachdem der EZB-Rat auf seiner Sitzung am 19. März 2026 beschlossen hatte, die drei Leitzinssätze unverändert zu belassen. Die Überschussliquidität sank um etwa 101 Mrd. € auf 2 263 Mrd. €. Dies war vor allem darauf zurückzuführen, dass sich der Bestand an für geldpolitische Zwecke gehaltenen Wertpapieren weiter verringerte. Als nach der Ankündigung einer Waffenruhe am 8. April die Besorgnis über einen länger andauernden Konflikt nachließ, gingen die kurzfristigen Terminalsätze merklich zurück. Durch Schwankungen in der letzten Phase des Berichtszeitraums kehrte sich dieser Rückgang jedoch wieder um. Hierdurch verschob sich die €STR-Terminzinskurve gegenüber dem Beginn des Berichtszeitraums nach oben; sie lag damit noch weiter über ihrem Vorkriegsniveau. Am Ende des Zeitraums signalisierte die €STR-Terminzinskurve, dass die Märkte kumulierte Zinsanhebungen von 83 Basispunkten bis zum Jahresende einpreisten (verglichen mit eingepreisten 71 Basispunkten zu Beginn des Zeitraums am 19. März). Auch bei einem Zeithorizont über das Jahr 2026 hinaus verschob sich die Terminzinskurve merklich nach oben. Der zehnjährige nominale Zinssatz für Tagesgeldsatz-Swaps (OIS-Satz) stieg insgesamt um 15 Basispunkte auf rund 2,9 % am Ende des Berichtszeitraums.

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen stiegen im Berichtszeitraum weitgehend analog zu den risikofreien Zinssätzen, wobei die Renditeabstände im Großen und Ganzen unverändert blieben (siehe Abbildung 13).

Die Staatsanleihen aus dem Euroraum verzeichneten zu Beginn des Krieges im Nahen Osten eine deutliche Neubewertung. Angesichts der Inflationssorgen wegen höherer Energiepreise stiegen die Renditen kräftig an. Diese Aufwärtsdynamik setzte sich bis in den Berichtszeitraum fort, schwächte sich aber nach Ankündigung einer Waffenruhe am 8. April teilweise wieder ab. Der leichte Anstieg in den letzten Tagen des Berichtszeitraums entsprach weitgehend der Neubewertung der risikofreien Zinssätze. Die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsschuldtitel im Eurogebiet erhöhte sich im Berichtszeitraum insgesamt um 13 Basispunkte auf rund 3,5 %. Bei gleicher Laufzeit verengte sich damit ihr Abstand gegenüber dem OIS-Satz geringfügig. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen stieg im Berichtszeitraum um 18 Basispunkte auf rund 4,5 % und die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Vereinigten Königreich um 23 Basispunkte auf rund 5,1 %.

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 19. März 2026. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 29. April 2026.

Die Aktienmärkte im Euroraum erholten sich im Berichtszeitraum etwas, aber die Aktienkurse verharrten unter dem vor Kriegsbeginn verzeichneten Niveau.

Die Ankündigung einer Waffenruhe im Nahen Osten stärkte die Aktien des Euroraums. Sie konnten ihre durch den Kriegsausbruch bedingten Verluste zunächst vollständig wettmachen, dies jedoch nicht bis zum Ende des Berichtszeitraums halten. Der marktweite Aktienindex des Euroraums stieg um 4,3 %. Die Aktien des Finanzsektors legten dabei um 7,5 % zu und der Teilindex für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften um 2,6 %. In den Vereinigten Staaten stieg der S&P 500 im Berichtszeitraum um 7,7 %; die Indizes für nichtfinanzielle und finanzielle Kapitalgesellschaften erhöhten sich um 8,1 % bzw. 5,6 %. Diese Erholung der Aktienmärkte beiderseits des Atlantiks lässt darauf schließen, dass die globalen

Aktienbewertungen durch gemeinsame Faktoren gestützt wurden, insbesondere durch erste Anzeichen einer zunehmenden Risikoneigung trotz der anhaltenden geopolitischen Unsicherheit, sowie durch eine Erholung von Aktien aus dem KI-Bereich. Gleichzeitig schnitten die Aktien im Euroraum – insbesondere jene der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften – im Vergleich schlechter ab, da sie stärker von dem Konflikt im Nahen Osten betroffen sind.

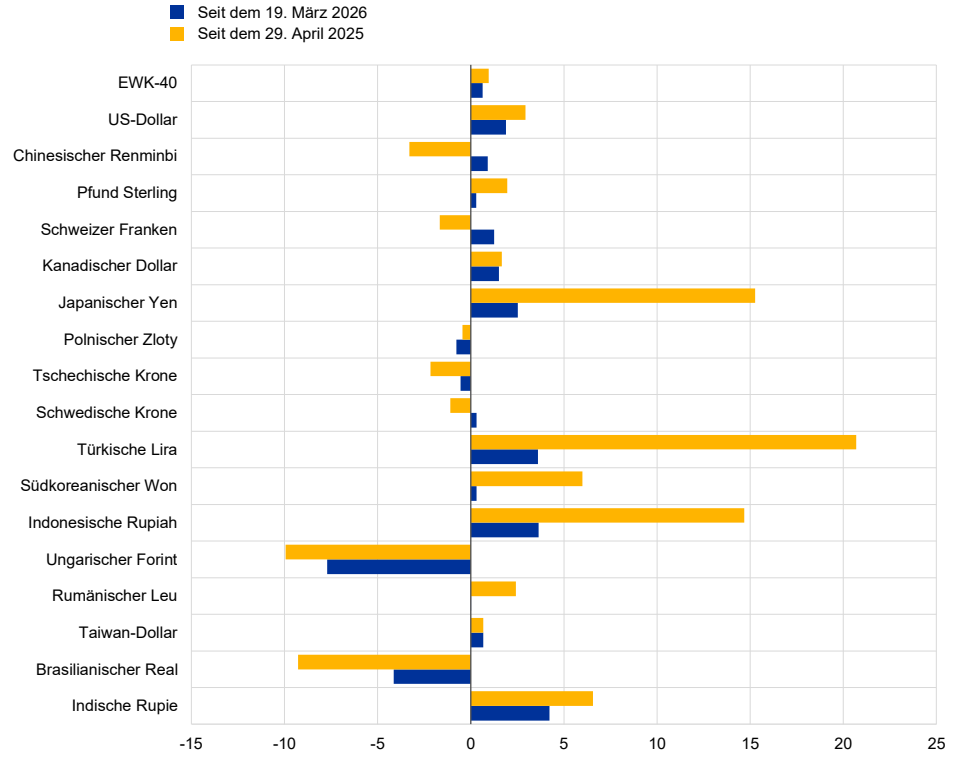
Die fragile Verbesserung der Risikostimmung zeigte sich auch an den Märkten für Unternehmensanleihen aus dem Euroraum, wo sich die Renditeabstände im Berichtszeitraum verengten. Durch die Ankündigung einer Waffenruhe im Nahen Osten am 8. April verringerte sich die geopolitische Unsicherheit, und die Ausweitung der Renditeabstände von Unternehmensanleihen infolge des Kriegsausbruchs kehrte sich um. Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen im Investment-Grade-Segment verengten sich im Berichtszeitraum um 9 Basispunkte zurück auf ihr Vorkriegsniveau. Im Hochzinssegment verringerten sich die Renditeabstände dagegen um 28 Basispunkte, blieben aber etwa 6 Basispunkte über ihrem Vorkriegsniveau.

An den Devisenmärkten wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar auf und blieb in handelsgewichteter Rechnung weitgehend stabil (siehe Abbildung 14). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 40 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, stieg im Berichtszeitraum geringfügig um 0,6 %. Diese relative Stabilität spiegelte im Großen und Ganzen gegenläufige Bewegungen gegenüber einigen dieser Währungen wider. So verbuchte der Euro gegenüber dem US-Dollar nach den Waffenstillstandsverhandlungen zwischen den Vereinigten Staaten und Iran ein Plus von 1,9 % und erreichte sein Vorkriegsniveau von 1,18 US-Dollar je Euro. Auch gegenüber dem chinesischen Renminbi, der eng an den US-Dollar gekoppelt ist, gewann der Euro an Wert (+0,9 %), ebenso gegenüber dem Schweizer Franken (+1,3 %), dem japanischen Yen (+2,5 %) und der türkischen Lira (+3,6 %). In Relation zum Pfund Sterling zeigte er sich recht stabil (+0,3 %). Er verlor indes gegenüber dem ungarischen Forint nach den Parlamentswahlen in Ungarn an Boden (-7,7 %) und wertete auch gegenüber dem brasilianischen Real (-4,1 %) ab.

Abbildung 14

Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

(Veränderung in %)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „EWK-40“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 40 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums. Eine positive Veränderung entspricht einer Aufwertung des Euro, eine negative Veränderung einer Abwertung. Stichtag für die Berechnung der prozentualen Veränderungen war der 29. April 2026.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

Die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und private Haushalte waren bis Februar 2026 im Wesentlichen stabil. Seit dem Ausbruch des Krieges im Nahen Osten haben sie sich jedoch verschärft. Im Februar sanken die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen geringfügig auf 3,5 %. Der durchschnittliche Zinssatz für neue Hypothekarkredite verharrte bei 3,4 %. Im Berichtszeitraum vom 19. März bis zum 29. April 2026 blieben die Kosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften für die marktbasierende Fremdfinanzierung trotz höherer risikofreier Zinssätze nahezu unverändert. Derweil erhöhten sich die Kosten der Finanzierung über Eigenkapital, und auch die Renditen von Bankanleihen stiegen an. Im März nahm das Wachstum der Unternehmenskredite zu, während das Wachstum der Kredite an private Haushalte stabil blieb. Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 stieg marginal auf 3,2 %. Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom April 2026 verschärften die Banken im ersten Quartal 2026 abermals ihre Vergaberichtlinien für Unternehmenskredite. Die Nachfrage nach neuen Unternehmenskrediten ging etwas zurück. Die Richtlinien für Wohnungsbaukredite wurden leicht verschärft, und die Richtlinien für Konsumentenkredite wurden abermals restriktiver gestaltet. Die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten blieb unverändert, wohingegen die Nachfrage nach Konsumentenkrediten deutlich zurückging. In der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) für das erste Quartal 2026 meldeten die Unternehmen, dass sich die Zinssätze der Banken erhöht und die sonstigen Kreditvergabebedingungen erneut verschärft hätten.

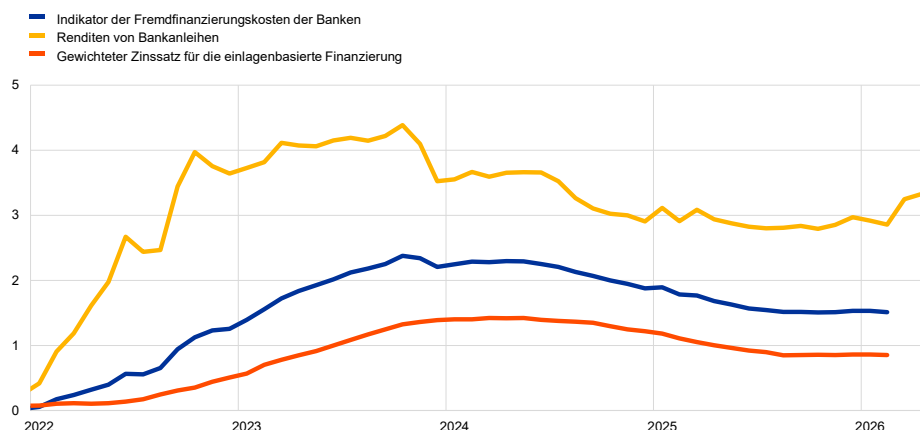
Die Finanzierungskosten der Banken blieben bis Februar 2026 weitgehend stabil. Im März erhöhten sich die Renditen von Bankanleihen jedoch deutlich.

Der Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum lag im Februar bei 1,5 % und damit weiterhin auf dem seit Juli 2025 verzeichneten Niveau (siehe Abbildung 15). Die Renditen von Bankanleihen waren zunächst stabil. Seit Anfang 2025 bewegten sie sich um einen Wert von 3 %. Nach dem Ausbruch des Krieges im Nahen Osten am 28. Februar stiegen sie jedoch merklich an, was vor allem auf höhere mittel- bis langfristige risikofreie Zinssätze zurückzuführen war (siehe Abschnitt 4, „Finanzmarktentwicklungen“). Der gewichtete Einlagenzins blieb im Februar mit 0,9 % unverändert. Die Zinsen für täglich fällige Einlagen und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist veränderten sich ebenso wie die Interbankenzinssätze kaum. Die Zinsen auf Sparkonten sanken unterdessen geringfügig.

Abbildung 15

Indikator der Finanzierungskosten der Banken im Euroraum

(in % p. a.)



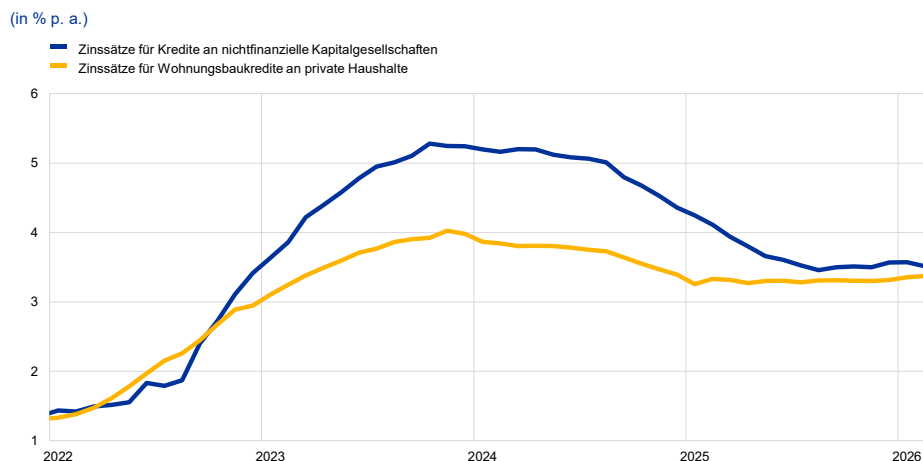
Quellen: EZB, S&P Dow Jones Indices LLC und/oder verbundene Unternehmen sowie EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken entspricht dem Durchschnitt aus den Kosten des Neugeschäfts mit täglich fälligen Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist, Termineinlagen und Anleihen sowie der Kreditaufnahme am Interbankenmarkt (gewichtet mit den jeweiligen Bestandsgrößen). Der in den Indikator eingehende gewichtete Zinssatz für die einlagenbasierte Finanzierung entspricht dem Durchschnitt aus den Neugeschäftszinssätzen für täglich fällige Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist (gewichtet mit den jeweiligen Bestandsgrößen). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2026 (Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken und gewichteter Zinssatz für die einlagenbasierte Finanzierung) bzw. den 29. April 2026 (Renditen von Bankanleihen).

Die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen gingen im Februar leicht zurück, während jene für Bankkredite an private Haushalte stabil blieben (siehe Abbildung 16). Die Kosten für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften sanken von 3,6 % im Januar auf 3,5 % im Februar und lagen damit rund 1,8 Prozentpunkte unter ihrem Höchststand vom Oktober 2023. Dies war den rückläufigen Zinssätzen für kurzfristige Kredite (bis zu einem Jahr) geschuldet. Die Zinssätze für mittel- und längerfristige Kredite (mehr als ein Jahr) nahmen hingegen zu. Der Abstand zwischen den Zinssätzen für kleine und große Unternehmenskredite vergrößerte sich im Februar etwas. Dies war im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass die Zinsen für große Kredite sanken und für kleine Kredite stiegen. Die Kosten für Wohnungsbaukredite an private Haushalte lagen im Februar unverändert bei 3,4 % und damit rund 70 Basispunkte unter ihrem Höchststand vom November 2023. Mit Blick auf die Zinsbindungsfristen bei den Hypothekarkrediten zeigte sich ein uneinheitliches Bild: Die Zinssätze für Kredite mit längeren Zinsbindungsfristen (mehr als fünf Jahre) erhöhten sich, für Kredite mit einer mittelfristigen Zinsbindung (mehr als ein Jahr und bis zu fünf Jahren) blieben sie unverändert und für kürzerfristige Kredite (weniger als ein Jahr) sanken sie.

Abbildung 16

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



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

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

Während des Berichtszeitraums vom 19. März bis zum 29. April 2026 blieben die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung der Unternehmen unverändert, während sich die Finanzierung über Beteiligungskapital verteuerte. Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen

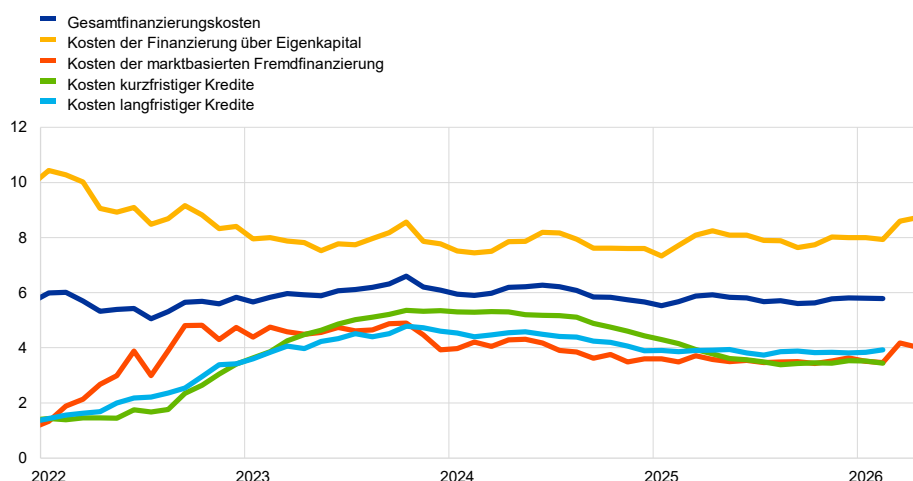
Kapitalgesellschaften (d. h. die Kosten der Bankkreditaufnahme, der marktbasierter Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital) blieben im Februar mit 5,8 % den vierten Monat in Folge unverändert (siehe Abbildung 17).⁶ Dabei wurde ein Anstieg der Kosten langfristiger Bankkredite um 10 Basispunkte durch einen leichten Rückgang bei allen anderen Komponenten der Gesamtfinanzierungskosten ausgeglichen. Aus den Tagesdaten für den Berichtszeitraum geht hervor, dass sich die Eigenkapitalfinanzierung verteuerte und die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung nahezu gleich blieben. Die Verteuerung der Eigenkapitalfinanzierung spiegelte fast ausschließlich eine höhere Aktienrisikoprämie wider. Die stabilen Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung waren darauf zurückzuführen, dass sich die Renditeabstände von Unternehmensanleihen insbesondere im Hochzinssegment verkleinerten, wodurch der leichte Anstieg der langfristigen risikofreien Zinssätze kompensiert wurde.

⁶ Aufgrund der zeitverzögerten Verfügbarkeit von Daten zu den Kosten der Bankkreditaufnahme liegen Angaben zu den Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nur bis Februar 2026 vor.

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.

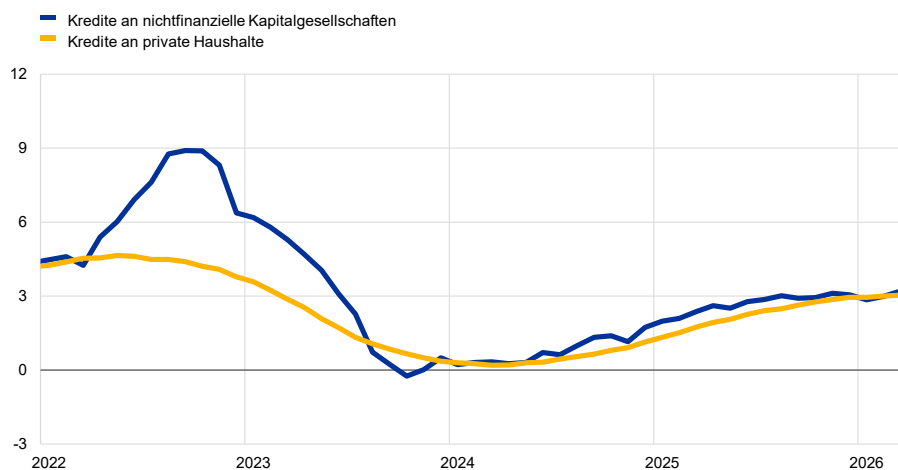
Anmerkung: Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften beruhen auf Monatswerten und werden berechnet als Durchschnitt der Kosten lang- und kurzfristiger Bankkredite (Monatsdurchschnittswerte) sowie der Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung (Monatsendwerte) und der Finanzierung über Eigenkapital (Monatsendwerte), gewichtet anhand ihrer jeweiligen Bestandsgrößen. Bei den Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung und den Kosten der Finanzierung über Eigenkapital beziehen sich die jüngsten Angaben auf den 29. April 2026 (Tageswerte) und bei den Gesamtfinanzierungskosten und den Kosten von Bankkrediten auf Februar 2026 (Monatswerte).

Das Wachstum der Unternehmenskredite beschleunigte sich im März, während jenes der Kredite an private Haushalte unverändert blieb (siehe Abbildung 18).

Die jährliche Zuwachsrate der Bankkreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen erhöhte sich von 3,0 % im Februar auf 3,2 % im März. Sie lag aber weiterhin deutlich unter dem historischen Durchschnitt von 4,3 %, der seit Beginn der Zeitreihe im Jahr 1999 verzeichnet wurde. Die Emission von Schuldverschreibungen durch Unternehmen verlangsamte sich von 4,5 % auf 3,9 %, da die Emissionskosten nach Ausbruch des Krieges im Nahen Osten zunächst sprunghaft anstiegen. Dadurch blieb die Jahreswachstumsrate der Fremdfinanzierung der Unternehmen im März mit 3,4 % weitgehend stabil. Das Wachstum der längerfristigen Kredite schwächte sich aufgrund der gedämpften Nachfrage nach Krediten zu Investitionszwecken ab. Das jährliche Wachstum der Kreditvergabe an private Haushalte lag im März stabil bei 3,0 % und blieb damit ebenfalls deutlich unter seinem historischen Durchschnitt von 4,1 %. Gestützt wurde es vor allem durch einen Zuwachs bei den Konsumentenkrediten und – in geringerem Maße – den Hypothekarkrediten. Dagegen war die Vergabe sonstiger Kredite an private Haushalte (darunter auch an Einzelunternehmen) nach wie vor schwach. Laut der von der EZB durchgeführten [Umfrage zu den Verbrauchererwartungen](#) vom März 2026 hat der Krieg im Nahen Osten die Erwartungen der privaten Haushalte in Bezug auf den Kreditzugang beeinträchtigt. Die Befragten gehen davon aus, dass sich ihr Zugang zu Krediten in der kommenden Zeit so schwierig gestalten wird wie zuletzt auf dem Höhepunkt des letzten Straffungszyklus im Dezember 2023.

Abbildung 18
MFI-Kredite im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

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

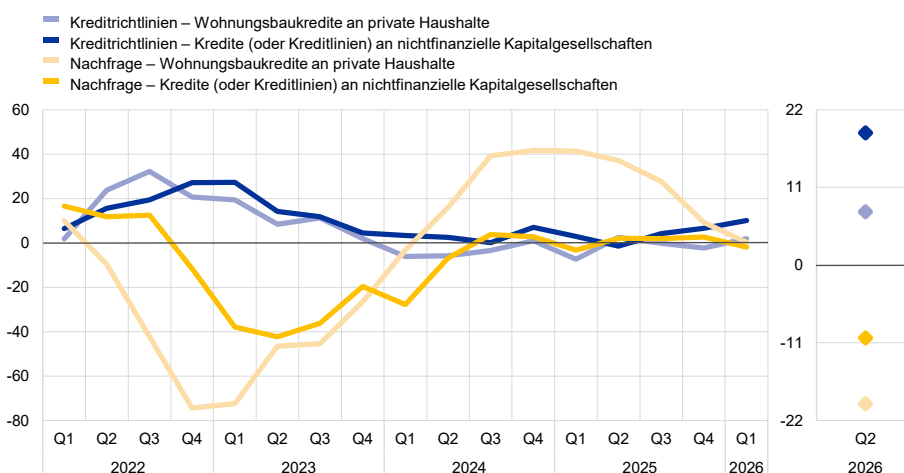
Gemäß der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom April 2026 haben die Banken ihre Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten im ersten Quartal 2026 abermals verschärft. Die Richtlinien für Wohnungsbaukredite wurden ebenfalls etwas restriktiver ausgestaltet (siehe Abbildung 19). Die Richtlinien für Kredite (einschließlich Kreditlinien) an

Unternehmen im Euroraum wurden deutlicher gestrafft als von den Banken zuvor erwartet. Die Straffung fiel stärker aus als im historischen Durchschnitt und war die deutlichste Verschärfung seit dem dritten Quartal 2023. Damit setzte sich der kontinuierliche Verschärfungstrend fort, der seit Mitte 2025 zu beobachten ist. Verantwortlich dafür waren vor allem höhere wahrgenommene Risiken für die Konjunkturaussichten und eine geringere Risikotoleranz seitens der Banken. Einige Banken gaben an, ihre Kreditrichtlinien aufgrund ihrer Engagements in energieintensiven Unternehmen und im Nahen Osten zusätzlich verschärft zu haben. Die Richtlinien für Wohnungsbaukredite wurden im ersten Quartal 2026 etwas verschärft und jene für Konsumentenkredite erneut restriktiver ausgestaltet. Bei den Wohnungsbaukrediten hatte die Risikoeinschätzung einen verschärfenden Effekt auf die Kreditrichtlinien, während sich die Wettbewerbssituation leicht lockernd auswirkte. Haupttriebfedern für die Verschärfung bei den Konsumentenkrediten waren die geringere Risikotoleranz und höhere Risikoeinschätzung der Banken. Für das zweite Quartal 2026 rechnen die Banken im Euroraum mit deutlich restriktiveren Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten und einer weiteren Verschärfung der Vergaberichtlinien für Wohnungsbaukredite und Konsumentenkredite.

Abbildung 19

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

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



Quelle: EZB (Umfrage zum Kreditgeschäft).

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

Die Nachfrage nach Unternehmenskrediten ging den Banken zufolge im ersten Quartal 2026 geringfügig zurück. Dagegen blieb die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten unverändert, während Konsumentenkredite deutlich weniger nachgefragt wurden. Der Nachfragerückgang bei Unternehmenskrediten kam unerwartet: Die Banken hatten in der vorherigen Umfragerunde noch mit einem moderaten Anstieg gerechnet, wie er auch in den vorangegangenen drei Quartalen verzeichnet worden war. Dass die Nachfrage stattdessen zurückging, war vor allem auf einen gesunkenen Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen zurückzuführen. Dem stand ein höherer Finanzierungsbedarf für Lagerhaltung und Betriebsmittel gegenüber, der insbesondere bei kleinen und mittleren Unternehmen (KMUs) zu beobachten war und teilweise ausgleichend wirkte. Während die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten unverändert blieb, ging die Nachfrage nach Konsumentenkrediten erheblich zurück. In beiden Kategorien hatten die Banken in der vorangegangenen Umfrage mit einer stärkeren Nachfrage gerechnet. Die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten wurde durch das nachlassende Verbrauchervertrauen und die Zinsentwicklung belastet. Bei den Konsumentenkrediten waren gesunkenen Ausgaben für Gebrauchsgüter, ein geringeres Verbrauchervertrauen und das allgemeine Zinsniveau für die schwache Nachfrage verantwortlich. Für das zweite Quartal 2026 erwarten die Banken unter dem Strich einen etwas ausgeprägteren Nachfragerückgang bei den Unternehmenskrediten und eine weiter sinkende Nachfrage nach Wohnungsbau- und Konsumentenkrediten.

Laut den Antworten der Banken auf die Zusatzfragen der Umfrage verschlechterte sich ihr Finanzierungszugang erneut. Unterdessen wirkten sich auch die Risiken für die Kreditqualität verschärfend auf die Kreditrichtlinien aus.

Im ersten Quartal 2026 verschlechterte sich der Zugang der Banken zu Schuldverschreibungen, zu den Geldmärkten und zu Verbriefungen, während der Zugang zur Retail-Refinanzierung weitgehend unverändert blieb. Für die kommenden drei Monate erwarten die Banken, dass sich ihr Zugang zu Schuldverschreibungen, Geldmarktfinanzierungen und Verbriefungsmärkten weiter verschlechtern wird. Der Zugang zur Retail-Refinanzierung dürfte sich diesem Trend anpassen. Den Banken zufolge wirkten sich die Quote notleidender Kredite (NPL-Quote) und andere Indikatoren der Kreditqualität im ersten Quartal 2026 per saldo verschärfend auf ihre Richtlinien für Unternehmens- und Konsumentenkredite aus. Die Richtlinien für Wohnungsbaukredite blieben hiervon jedoch weitgehend unberührt. Laut der Umfrage trugen eine höhere Risikoeinschätzung, eine geringere Risikotoleranz, der mit aufsichtlichen oder regulatorischen Anforderungen verbundene Druck und die Kosten im Zusammenhang mit der Bilanzbereinigung zu der unter dem Strich verzeichneten Verschärfung bei. Für das zweite Quartal 2026 gehen die Banken davon aus, dass sich die Kreditqualität weiter verschärfend auf ihre Richtlinien für Unternehmenskredite und – noch stärker – auf jene für Konsumentenkredite auswirken wird. Auf eine neue Frage zur Verbriefungstätigkeit der Banken und deren Einfluss auf das Kreditgeschäft hin gab fast die Hälfte der Befragten an, entweder traditionelle oder synthetische Verbriefungen zu nutzen. Als wichtigsten Grund für Kreditverbriefungen nannten sie die Freisetzung von Kapital, um neue Kredite zu vergeben. Weitere Gründe waren die Verbesserung ihrer Liquiditätsposition, die Steuerung von Kreditrisiken, die Verbesserung des Zugangs zu Finanzmitteln sowie die Erfüllung regulatorischer oder aufsichtlicher Anforderungen.

In der jüngsten Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE), die vom 19. Februar bis zum 1. April 2026 durchgeführt wurde, meldeten die Unternehmen eine Verschärfung der Kreditvergabebedingungen vor dem Hintergrund steigender Kreditzinsen.

Im ersten Quartal 2026 gaben 26 % (Nettoanteil) der Unternehmen an, dass die Bankzinsen gestiegen seien, verglichen mit 12 % im Quartal zuvor. Die Angaben von KMUs und Großunternehmen hinsichtlich ihrer Einschätzung des Zinsanstiegs ähnelten sich hierbei. Darüber hinaus gaben die Unternehmen an, dass sich die sonstigen Kreditbedingungen insgesamt weiter verschärft hätten. Insbesondere seien die sonstigen Finanzierungskosten wie Entgelte, Gebühren und Provisionen sowie die Sicherheitenerfordernisse gestiegen.

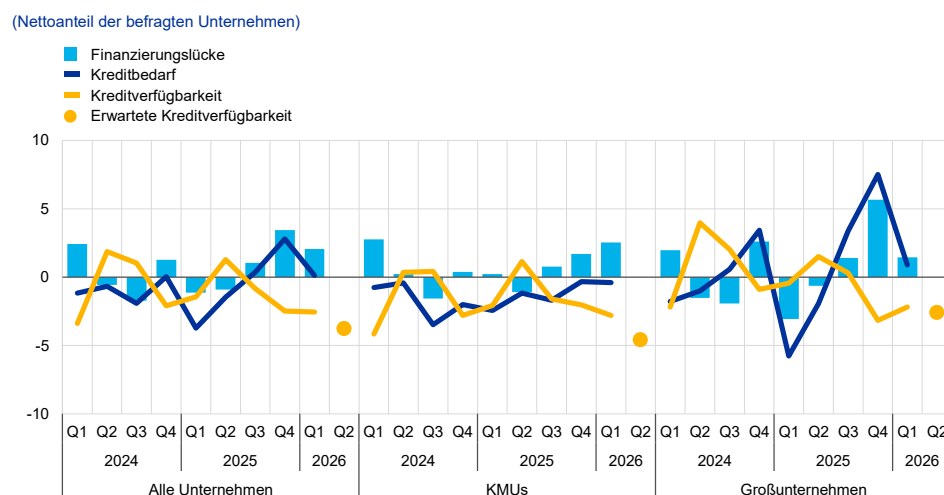
Die befragten Unternehmen berichteten außerdem, dass ihr Bedarf an Bankkrediten unverändert geblieben sei, sich deren Verfügbarkeit aber minimal verschlechtert habe (siehe Abbildung 20).

Im ersten Quartal 2026 meldeten die Unternehmen einen unveränderten Bedarf an Bankkrediten. Allerdings berichteten 3 % (Nettoanteil) von einer schlechteren Verfügbarkeit (im Vorquartal waren es noch 2 % gewesen). Auch hier fielen die Antworten von KMUs und Großunternehmen ähnlich aus. Dadurch blieb die Finanzierungslücke bei Bankkrediten – also die Differenz zwischen der Veränderung des wahrgenommenen

Bedarfs an Bankkrediten und der wahrgenommenen Verfügbarkeit – für einen Nettoanteil von 2 % der Unternehmen positiv. Wenngleich diese Zahl im vorangegangenen Quartal noch etwas höher gewesen war und bei 3 % gelegen hatte, wird deutlich, dass der Bedarf weiterhin über der Verfügbarkeit liegt. Mit Blick auf die nächsten drei Monate gingen die Unternehmen davon aus, dass sich die Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln etwas verschlechtern wird. Dies deutet darauf hin, dass sich die Aussichten gegenüber der vorangegangenen Umfragerunde eingetrübt haben. Unabhängig davon, ob die Unternehmen vor oder nach Ausbruch des Krieges im Nahen Osten befragt wurden, äußerten sie ähnliche Erwartungen in Bezug auf die Verfügbarkeit von Bankkrediten in den kommenden drei Monaten. Allerdings waren die Erwartungen hinsichtlich der Verfügbarkeit von Bankkrediten in den kommenden sechs Monaten bei den Firmen, die nach Ausbruch des Krieges befragt wurden, deutlich niedriger als bei den vor Kriegsausbruch Befragten.

Abbildung 20

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



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

Anmerkung: Der Nettoanteil ist die Differenz zwischen dem Anteil der Unternehmen, die in den vergangenen drei Monaten einen Anstieg des Kreditbedarfs bzw. der tatsächlichen oder der erwarteten Verfügbarkeit von Bankkrediten meldeten, und dem Anteil der Unternehmen, die einen entsprechenden Rückgang angaben. Der Indikator der wahrgenommenen Veränderung der Finanzierungslücke nimmt einen Wert von 1 (-1) an, wenn der Kreditbedarf steigt (sinkt) und sich zugleich die Verfügbarkeit von Bankkrediten verringert (erhöht). Wenn die Unternehmen nur eine einseitige Zunahme (Abnahme) der Finanzierungslücke wahrnehmen, erhält die Variable den Wert 0,5 (-0,5). Ein positiver Indikatorwert deutet auf eine Vergrößerung der Finanzierungslücke hin. Zur Ermittlung der gewichteten 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 Umfragerunden 30 (Januar bis März 2024) bis 38 (Oktober bis Dezember 2026).

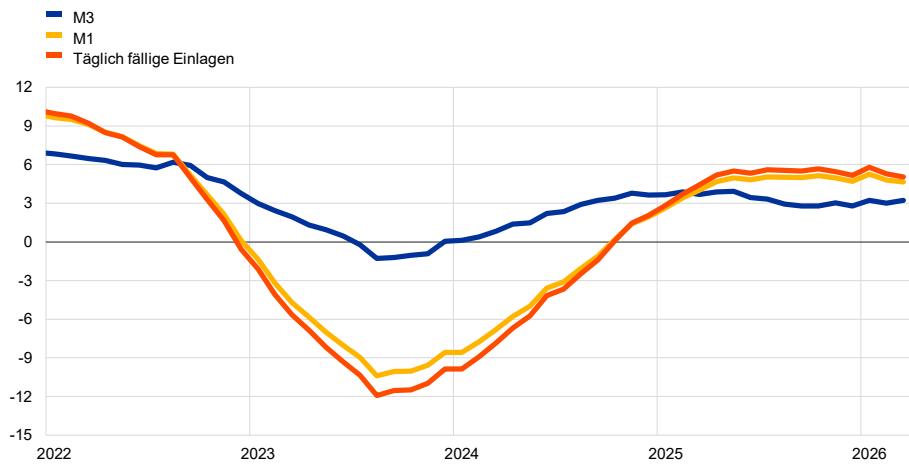
Die Jahreswachstumsrate des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 erhöhte sich angesichts kräftiger Nettozuflüsse aus dem Ausland in den Euroraum im März marginal (siehe Abbildung 21).

Die jährliche Wachstumsrate von M3 erhöhte sich von 3,0 % im Februar auf 3,2 % im März. Sie lag aber weiterhin deutlich unter dem historischen Durchschnitt von 5,2 %, der seit Beginn der Zeitreihe im Jahr 1999 verzeichnet wurde. Gestützt wurde der Anstieg des weit gefassten Geldmengenaggregats durch Zuflüsse bei den marktfähigen Finanzinstrumenten und eine stärkere Präferenz für liquide Aktiva, die insbesondere bei Nichtbank-Finanzintermediären zu beobachten war. Die Jahreswachstumsrate des eng gefassten Geldmengenaggregats M1, das die liquidesten Instrumente

(Bargeldumlauf und täglich fällige Einlagen) umfasst, verringerte sich indessen von 4,8 % im Februar auf 4,6 % im März. Grund hierfür war ein starker Rückgang der Einlagen privater Haushalte. Bei den Gegenposten trugen in erster Linie die kräftigen Nettozuflüsse aus dem Ausland in den Euroraum und der Erwerb (kürzerfristiger) Staatsanleihen durch die Banken zu der verstärkten Geldschöpfung bei. Gedämpft wurde das M3-Wachstum dagegen weiterhin durch die Bilanzverkürzung des Eurosystems, da die Tilgungsbeträge fällig werdender Wertpapiere aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten und aus dem Pandemie-Notfallankaufprogramm nicht mehr reinvestiert werden.

Abbildung 21
M3, M1 und täglich fällige Einlagen

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



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

Kästen

1 Beurteilung der grenzüberschreitenden Integration der Aktienmärkte im Euroraum: Erkenntnisse aus einem Gravitationsmodell

Pablo Anaya Longaric, Lisa Bellinghausen, Laura Parisi, Lucia Quaglietti und Fons van Overbeek

Trotz gewisser Fortschritte bei der Integration sind die Finanzmärkte im Euroraum nach wie vor fragmentiert. Die Spar- und Investitionsunion der EU zielt darauf ab, Hindernisse für grenzüberschreitende Kapitalströme zu beseitigen, Investitionen zu mobilisieren, die Kapitalkosten zu senken und die Widerstandsfähigkeit zu stärken. Allerdings lässt sich das Ausmaß der verbleibenden Friktionen nur schwer quantifizieren. Im vorliegenden Kasten wird diesem Umstand nachgegangen. Dabei wird ein strukturelles Gravitationsmodell auf die bilateralen Aktienbestände im Euroraum angewandt, um die Veränderungen der finanziellen Friktionen an den Aktienmärkten im letzten Jahrzehnt zu schätzen.

Beschreibende Indikatoren lassen auf eine anhaltende Fragmentierung der Aktienmärkte im Euroraum schließen. So deuten Preisindikatoren darauf hin, dass die Marktintegration nach wie vor unter ihrem Höchststand von 2018 liegt, der bereits niedriger war als die zehn Jahre zuvor erreichten historischen Höchstwerte (Europäische Zentralbank (EZB), 2026) (siehe Abbildung A, Grafik a).¹ Da die Aktienbewertungen parallel dazu gestiegen sind, ist es naheliegend, dass eine stärkere Marktentwicklung keine stärkere finanzielle Integration bewirkt hat. Zugleich deuten mengenbasierte Indikatoren auf einen moderaten Anstieg der grenzüberschreitenden Investitionen innerhalb des Euroraums hin, wenngleich diese weniger stark zugenommen haben als die Bestände an US-Aktien, die von Anlegern aus dem Euroraum gehalten werden (siehe Abbildung A, Grafik b).

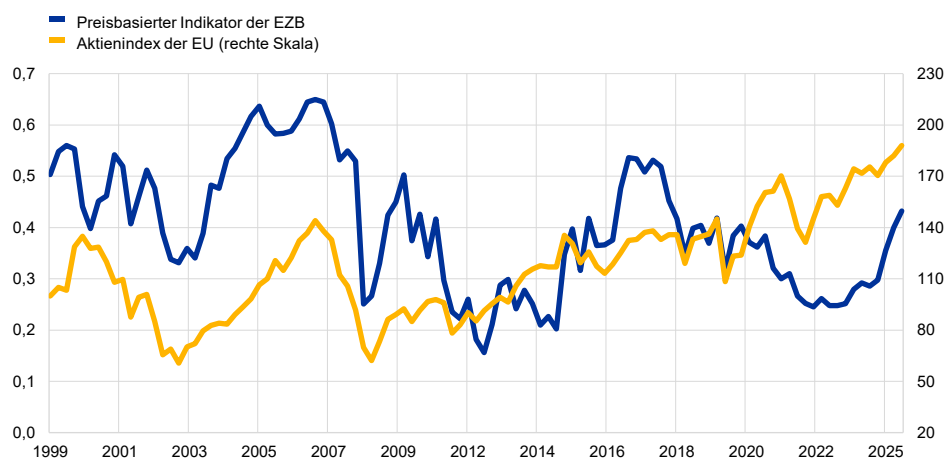
¹ Preisindikatoren erfassen die Konvergenz der Vermögenspreise, Erträge oder Renditen, bereinigt um Risiko und Liquidität. Mengenindikatoren konzentrieren sich auf das Ausmaß grenzüberschreitender Finanzaktivitäten und stützen sich auf Daten zu Beständen, Portfolioströmen oder Engagement. Siehe auch EZB (2026).

Abbildung A

Messgrößen für die Integration der Aktienmärkte im Euroraum

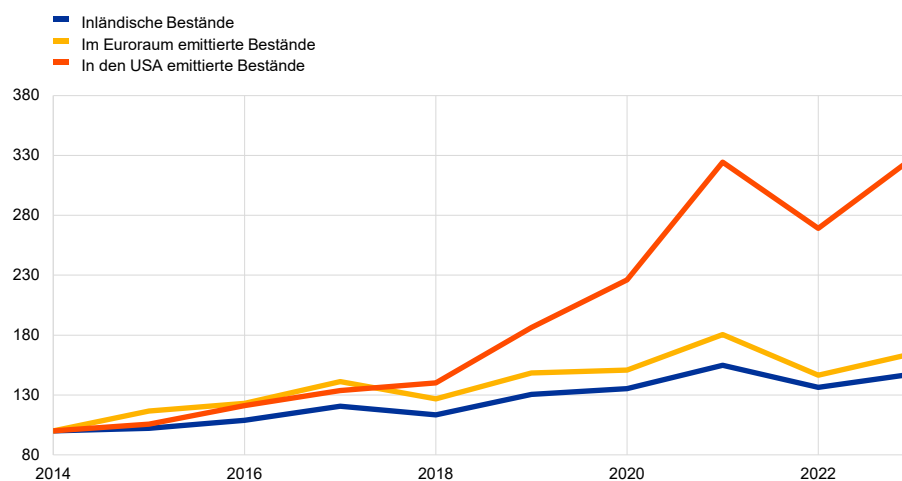
a) Preisbasierter Indikator der EZB für die Integration der Aktienmärkte

(linke Skala: preisbasierter Indikator; rechte Skala: Index: 1999 = 100)



b) Jüngste Veränderungen der Aktienbestände nach Emittenten

(Index: 2014 = 100)



Quellen: EZB (2026), London Stock Exchange Group (LSEG), Beck et al. (2026) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a: Die blaue Linie entspricht dem Aktienmarkt-Teilindex des preisbasierten Gesamtindikators der EZB für die Finanzmarktintegration (0 = keine Integration; 1 = vollständige Integration), der auf der Preisstreuung basiert. Die gelbe Linie zeigt die Veränderungen eines Aktienindex der EU im Vergleich zu 1999. Grafik b: „Inländische Bestände“ bezieht sich auf Positionen, bei denen sich Halter und Emittent im selben Euro-Land befinden. „Im Euroraum emittierte Bestände“ sind Wertpapiere, die in einem anderen Euro-Land ausgegeben wurden als dem Wohnsitzland des Halters. „In den USA emittierte Bestände“ bezieht sich auf Wertpapiere, die von Anlegern aus dem Euroraum gehalten werden, aber in den Vereinigten Staaten ausgegeben wurden. Untersucht wurden börsennotierte Aktien und Investmentfondsanteile. Diese werden nach der Nationalität des Emittenten mit genauer Aufschlüsselung der Bestände von Investmentfonds klassifiziert.

Gravitationsmodelle können die beschreibenden Indikatoren ergänzen. Diese liefern zwar nützliche Momentaufnahmen der finanziellen Integration, erfassen jedoch die strukturellen Faktoren, die die grenzüberschreitenden Aktienströme beeinflussen, nicht vollständig. Gravitationsmodelle bieten einen strukturellen modellbasierten Rahmen, der länderspezifischen Faktoren und zeitinvarianten bilateralen Friktionen Rechnung trägt. Ihr Hauptvorteil liegt darin, dass sie strukturelle Friktionen anhand von Fundamentaldaten isolieren. In Bezug auf Markteffizienz oder Risikobewertung könnten sie hingegen weniger aussagekräftig

sein als preisbasierte Indikatoren. Gravitationsmodellen zufolge verstärken sich bilaterale wirtschaftliche Interaktionen mit zunehmender wirtschaftlicher Größe, während sie mit zunehmender geografischer Distanz sowie aufgrund weiterer Faktoren abnehmen. Auch wenn solche Modelle ursprünglich für den internationalen Handel entwickelt wurden, lässt sich diese Erkenntnis auch auf die Finanzmärkte übertragen: Grenzüberschreitende Investitionen fallen zwischen wirtschaftlich bedeutenden Ländern und Ländern mit niedrigeren informationellen, institutionellen oder geografischen Barrieren höher aus.² Aus empirischen Daten geht hervor, dass geografische Nähe, Handelsbeziehungen und gemeinsame Regulierungsrahmen die grenzüberschreitenden Finanzströme fördern. Anhaltende Friktionen hingegen führen zu einer Bevorzugung heimischer Anlagen.³

Gravitationsmodelle ermöglichen die strukturelle Quantifizierung der aggregierten Barrieren für grenzüberschreitende Aktienengagements. Mit ihnen lässt sich beurteilen, wie sich die Integration innerhalb des Euroraums im Vergleich zu den Verflechtungen mit Ländern außerhalb des Euroraums entwickelt hat. Zudem geben sie Aufschluss darüber, inwieweit grenzüberschreitende Portfolios weiterhin durch Friktionen belastet werden.⁴ Die Analyse stützt sich auf angepasste Daten zu den Wertpapieranlagen von Euro-Ländern, entsprechend dem Datensatz von Beck et al. (2026).⁵ Die geschätzten Friktionen werden als „Steueräquivalente“ ausgedrückt, d. h. als Steuersatz, der denselben Effekt wie die festgestellten Friktionen hätte. So werden Vergleiche zwischen Ländern und im Zeitverlauf sowie zwischen Euro-Ländern und den Vereinigten Staaten ermöglicht.⁶ Da die Datenreihe 2014 beginnt, werden Veränderungen des Integrationsgrads im Verhältnis zum besagten Jahr ausgedrückt.

Die Friktionen innerhalb des Euroraums haben weniger stark abgenommen als jene zwischen dem Euroraum und den Vereinigten Staaten. Abbildung B zeigt, dass sich die Friktionen innerhalb des Euroraums seit 2014 insgesamt um ein Steueräquivalent von rund 12 Prozentpunkten verringert haben. Die Friktionen, welche die Aktienbestände zwischen dem Euroraum und den Vereinigten Staaten beeinträchtigen, sind stärker zurückgegangen, und zwar um rund 25 Prozentpunkte. Diese Differenz deutet darauf hin, dass die Integration der Aktienmärkte im

² Geografische Distanz kann mit Informationsasymmetrien, höheren Überwachungs- und Transaktionskosten sowie unzureichenden Kenntnissen über ausländische Märkte verbunden sein, was grenzüberschreitende Investitionen hemmen kann.

³ Siehe hierzu Portes und Rey (2005); Lane und Milesi-Ferretti (2008); Okawa und van Wincoop (2012).

⁴ Wir schätzen ein Gravitationsmodell der bilateralen Aktienbestände und bewerten die Rolle von Standardfaktoren wie Distanz, gemeinsame Sprache und rechtlicher Ursprung. Dabei berücksichtigen wir Ländermerkmale, die relativen Aktienmarktbewertungen und Handelsströme. Zudem integrieren wir Dummy-Variablen, um die Integration innerhalb des Euroraums und zwischen dem Euroraum und den Vereinigten Staaten im Zeitverlauf zu vergleichen. Die Stichprobe deckt den Zeitraum von 2014 bis 2023 ab und erfasst Veränderungen der grenzüberschreitenden Friktionen am Aktienmarkt im Vergleich zu inländischen Beständen. Bei der Schätzung wird der Pseudo-Maximum-Likelihood-Schätzer nach Poisson verwendet, entsprechend der aktuellen Fachliteratur zu Gravitationsmodellen. Siehe Larch, Shikher und Yotov (2025).

⁵ Dieser Datensatz enthält geschätzte Anpassungen der Daten der „Coordinated Portfolio Investment Survey“ des IWF für Euro-Länder, basierend auf der Statistik der EZB über Wertpapierbestände. Untersucht werden die Investmentfondsbestände von Anlegern aus dem Euroraum, wobei jedes Wertpapier dem Land der obersten Muttergesellschaft seines Emittenten zugeordnet wird. Dabei erfolgt eine Bereinigung um Bestände, die Ansässige außerhalb des Euroraums über Investmentfonds aus dem Euroraum halten. Die Daten wurden von www.globalcapitalallocation.com abgerufen.

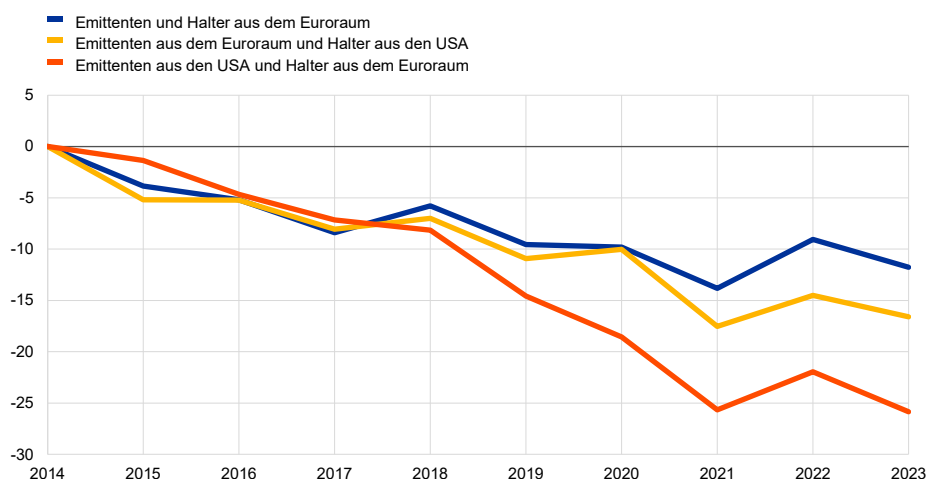
⁶ Siehe Head und Mayer (2021).

Euroraum mit jenen der Vereinigten Staaten in diesem Zeitraum schneller voranschritt. Auf Basis von Steueräquivalenten legen die Schätzungen nahe, dass die Friktionen, denen Halter aus dem Euroraum mit Blick auf US-Aktien ausgesetzt sind, deutlich schneller abgenommen haben als die Friktionen, mit denen Anleger bei grenzüberschreitenden Beständen innerhalb des Euroraums konfrontiert sind. Obwohl die Schätzungen keinen Aufschluss über den Grad der Integration vor 2014 geben können, kommen die Europäische Kommission und die Fachliteratur einhellig zu dem Schluss, dass die Kapitalmärkte der EU nach wie vor fragmentiert und die Fortschritte bei der Integration nur begrenzt sind.⁷

Abbildung B

Geschätzte Veränderungen der Friktionen bei der Integration der Aktienmärkte im Euroraum

(Veränderung in %)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung basiert auf einer Gravitationsschätzung und zeigt die Veränderungen der Friktionen zwischen Emittenten und Haltern für drei Gruppen im Zeitverlauf: Emittenten und Halter aus verschiedenen Euro-Ländern, Emittenten aus dem Euroraum und Halter aus den USA sowie Emittenten aus den USA und Halter aus dem Euroraum. Die Regressionskoeffizienten werden mithilfe einer Elastizität von -3,86 nach Head und Mayer (2021) in Steueräquivalente umgerechnet. Jeder Punkt ergibt sich aus der Differenz gegenüber den inländischen Aktienbeständen im Jahr 2014. Die Schätzungen sind auf einem Niveau von 95 % statistisch signifikant.

Die Ergebnisse auf Länderebene bestätigen, dass die Integration der Aktienmärkte des Euroraums und der Vereinigten Staaten stärker vorangeschritten ist als innerhalb des Euroraums selbst.

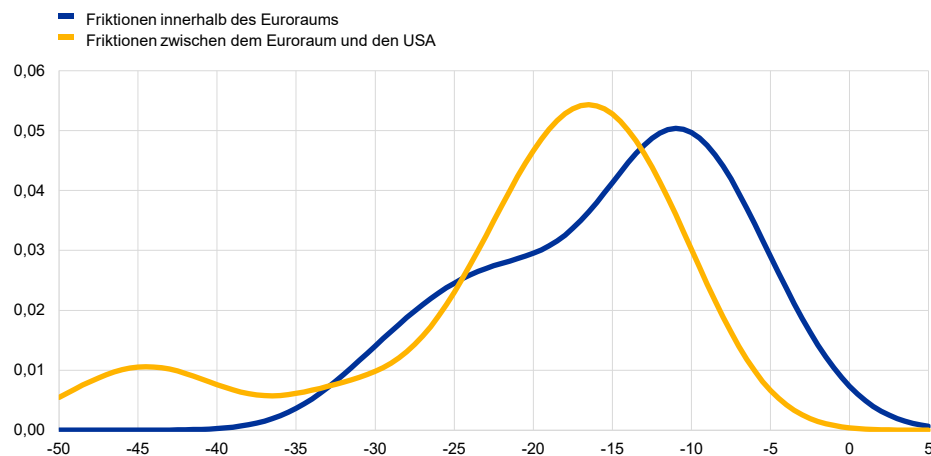
Die Verteilung der Veränderungen der Friktionen in den Euro-Ländern im Zeitraum von 2014 bis 2023 zeigt, dass sich die Hemmnisse in Bezug auf die Aktienbestände zwischen dem Euroraum und den USA im Schnitt deutlich stärker verringert haben als jene innerhalb des Euroraums. Zudem waren die Rückgänge bei der Integration der Märkte des Euroraums und jenen der USA breiter gestreut, wobei ein ausgeprägter linker Randbereich darauf hindeutet, dass eine Teilgruppe von Ländern eine deutlich stärkere Integration außerhalb des Euroraums erreicht hat (siehe Abbildung C). Der Kontrast zwischen den beiden Verteilungen belegt das verhältnismäßig schwache Abschneiden der Integration innerhalb des Euroraums.

⁷ Siehe Europäische Kommission (2025); Draghi (2024); Arampatzi et al. (2025).

Abbildung C

Verteilung der Veränderungen der Friktionen am Aktienmarkt in den Euro-Ländern

(Dichte)



Quelle: EZB-Berechnungen.

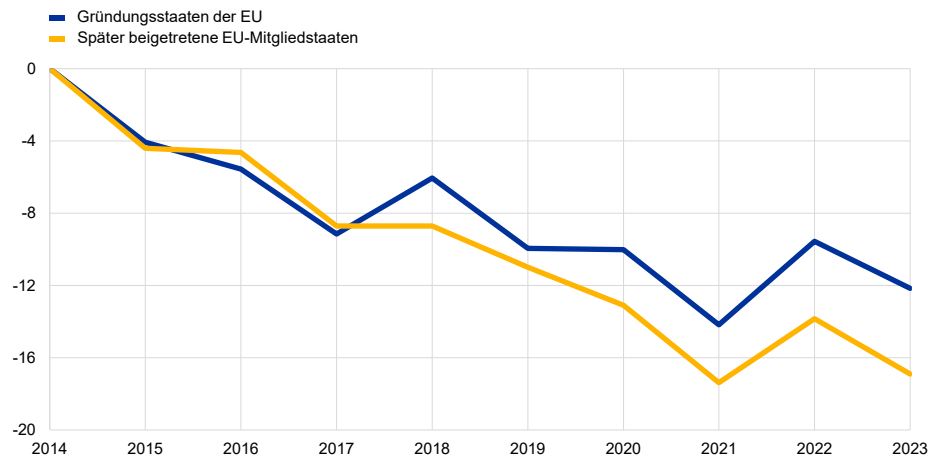
Anmerkung: Die Abbildung zeigt Kerndichteschätzungen der Veränderungen der Friktionen am Aktienmarkt in den Euro-Ländern, ausgedrückt in Steueräquivalenten. Jede Kurve stellt die Verteilung der Veränderungen auf Länderebene im Zeitraum von 2014 bis 2023 dar, wobei stärker negative Werte auf größere Rückgänge der Friktionen hindeuten. Die horizontale Achse zeigt das Ausmaß der Veränderungen und die vertikale Achse die geschätzte Dichte (die Fläche unter jeder Kurve ergibt in der Summe 1). Eine Verschiebung nach links deutet auf stärkere Rückgänge insgesamt (d. h. eine höhere Integration) hin, während eine breitere Streuung oder ausgeprägtere Randbereiche größere Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern widerspiegeln.

In Ländern, die der EU später beitraten, sind die Friktionen innerhalb des Euroraums in den letzten Jahren stärker zurückgegangen. Eine Aufschlüsselung nach Ländergruppen zeigt, dass später beigetretene EU-Mitgliedstaaten größere, wenngleich volatilere Rückgänge der Friktionen verzeichnet haben. In den sechs Gründungsstaaten der EU fiel die Verringerung dagegen moderater aus (siehe Abbildung D). Der stärkere Rückgang in Ländern mit späterem Beitritt, insbesondere in der Zeit nach der Corona-Pandemie, könnte eine Kombination aus einem Aufholprozess und strukturellen Veränderungen widerspiegeln. Denkbar ist, dass die Friktionen in diesen Ländern anfangs stärker ausgeprägt waren und dementsprechend mehr Spielraum für eine Annäherung bestand, während die sechs Gründungsstaaten möglicherweise bereits vor 2014 eine höhere Integration erreicht hatten. Hinzu kommt, dass das Umfeld nach der Pandemie, das von einer verstärkten Digitalisierung von Finanzdienstleistungen und politischer Unterstützung auf EU-Ebene geprägt war, möglicherweise dazu beigetragen hat, informationelle und transaktionsbezogene Hemmnisse abzubauen.

Abbildung D

Geschätzte Veränderungen der Friktionen bei der Integration der Aktienmärkte im Euroraum für bestimmte Gruppen von Euro-Ländern

(Veränderung in %)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung basiert auf einer Gravitationsschätzung und zeigt die Veränderungen der Friktionen für verschiedene Gruppen von Euro-Ländern, d. h. den sechs Gründungsstaaten der EU und Ländern, die der EU später beitraten. Die Regressionskoeffizienten werden mithilfe einer Elastizität von -3,86 nach Head und Mayer (2021) in Steueräquivalente umgerechnet. Jeder Punkt ergibt sich aus der Differenz gegenüber den inländischen Aktienbeständen im Jahr 2014.

Insgesamt belegen diese Feststellungen, dass die Integration der europäischen Aktienmärkte kaum vorangeschritten ist. Um die Ziele der Spar- und Investitionsunion zu erreichen, sind weitere Anstrengungen zur Verringerung der Fragmentierung erforderlich. Hierzu zählen eine stärkere aufsichtliche und regulatorische Harmonisierung sowie eine tiefere Integration der Handels- und Nachhandelsinfrastrukturen, um die Liquidität zu erhöhen, grenzüberschreitende Investitionen zu fördern und Europas Kapazitäten zur Finanzierung strategischer Investitionen zu stärken.

Literaturangaben

Arampatzi, A., Christie, R., Evrard, J., Parisi, L., Rouveyrol, C., van Overbeek, F. (2025), [Capital markets union: a deep dive – Five measures to foster a single market for capital](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 369, überarbeitet im Mai 2025.

Beck, R., Coppola, A., Lewis, A., Maggiori, M., Schmitz, M. und Schreger, J. (2026), [The Geography of Capital Allocation in the Euro Area](#), Working Paper.

Draghi, M. (2024), [The future of European Competitiveness](#), September.

Europäische Kommission (2025), [Spar- und Investitionsunion – Eine Strategie zur Förderung von Wohlstand und wirtschaftlicher Wettbewerbsfähigkeit in der EU](#), Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Europäischen Rat, den Rat, die Europäische Zentralbank, den europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, COM(2025) 124 final, Brüssel, 19. März.

Europäische Zentralbank (EZB) (2026), [Financial integration and structure in the euro area – statistical annex](#), April.

Head, K. und Mayer, T. (2021), [The United States of Europe: A Gravity Model Evaluation of the Four Freedoms](#), Journal of Economic Perspectives, Bd. 35, Nr. 2, Frühjahr, S. 23-48.

Lane, P. R. und Milesi-Ferretti, G. M. (2008), [International Investment Patterns](#), The Review of Economics and Statistics, Bd. 90, Nr. 3, August, S. 538-549.

Larch, M., Shikher, S. und Yotov, Y. V. (2025), Estimating Gravity Equations: Theory Implications, Econometric Developments, and Practical Recommendations, Working Papers, 2025001, Center for Global Policy Analysis, LeBow College of Business, Drexel University.

Okawa, Y. und van Wincoop, E. (2012), [Gravity in International Finance](#), Journal of International Economics, Bd. 87, Nr. 2, Juli, S. 205-215.

Portes, R. und Rey, H. (2005), [The determinants of cross-border equity flows](#), Journal of International Economics, Bd. 65, Nr. 2, März, S. 269-296.

2 Auswirkungen des industriellen Aufstiegs Chinas auf den Euroraum

Alessandra Amicucci, Nicolò Gnocato, Vanessa Gunnella, Clara Lindemann, Alfonso Merendino und Carlos Montes-Galdón

Der industrielle Aufstieg Chinas wirkt sich als externer Faktor maßgeblich auf den Handel, die Produktion und die Preise im Euroraum aus, indem er Kosten senkt und zugleich den Wettbewerbsdruck auf die Produzenten im Euroraum erhöht. Der jüngste Anstieg der chinesischen Ausfuhren spiegelt

Produktivitätszuwächse und technologische Fortschritte wider, die die Rolle Chinas in der wertschöpfungsintensiveren Fertigung stärken; zugleich spielen aber auch andere Faktoren eine Rolle, darunter eine abgeschwächte Importnachfrage Chinas.¹ Für die Produzenten im Euroraum kann die Importdurchdringung durch chinesische Anbieter einerseits über niedrigere Vorleistungskosten und Preise expansive Effekte entfalten, andererseits jedoch im Zuge des intensiveren Wettbewerbs zu Produktionsverlagerungen führen.

Die zunehmende Präsenz chinesischer Unternehmen stellt den Euroraum vor erhebliche Herausforderungen im Hinblick auf seine Wettbewerbsfähigkeit. Dies schlägt sich immer stärker in der binnen- und außenwirtschaftlichen Entwicklung nieder. Insbesondere seit 2020 sind Verluste an Marktanteilen in jenen Segmenten zu verzeichnen, in denen die Produzenten im Euroraum im Wettbewerb mit chinesischen Anbietern stehen. Die Importdurchdringung aus China hat – vor allem in Mittel- und Hochtechnologiebranchen – auf dem europäischen Markt deutlich zugenommen und übt damit Wettbewerbsdruck auf die europäischen Produzenten aus.

Die aktuellen Herausforderungen unterscheiden sich teilweise von jenen des ersten „China-Schocks“ zu Beginn der 2000er-Jahre.² Im Vergleich zu diesem Zeitraum sind die Importe des Euroraums aus China zuletzt in technologisch fortschrittlichen Industriesektoren (wie der Elektronik- und Automobilindustrie) stärker gewachsen als die Importe in traditionellen Sektoren (wie der Textil- und Möbelindustrie). Darüber hinaus hat sich die Zusammensetzung der Einfuhren aus China in Richtung Vorleistungsgüter verlagert (siehe Abbildung A). Anders als im ersten Jahrzehnt dieses Jahrhunderts geht der jüngste Anstieg der chinesischen Exporte in den Euroraum nicht mit einer entsprechenden Zunahme der Exporte des Euroraums nach China einher; vielmehr sind die chinesischen Einfuhren aus dem Euroraum seit 2021 rückläufig.

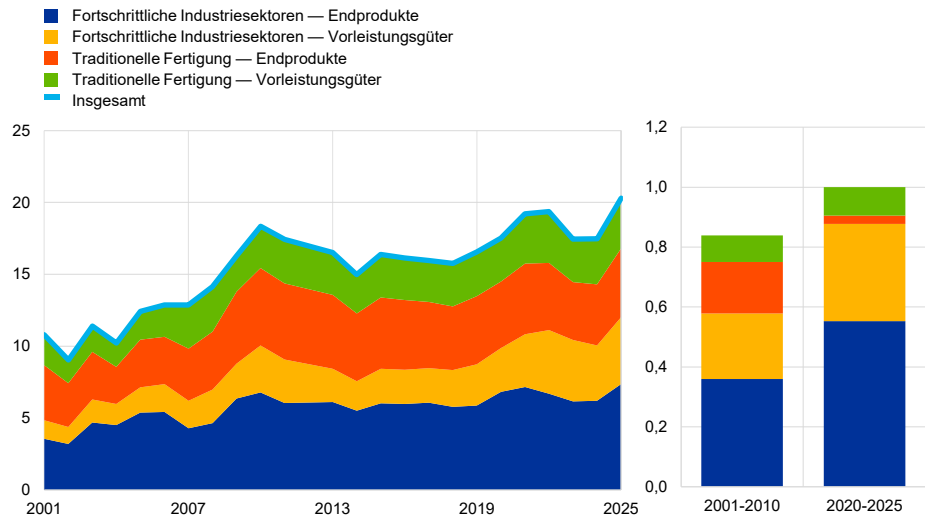
¹ Siehe Al-Haschimi et al. (2025).

² Der erste China-Schock wird als der Zeitraum von 2001 bis 2010 definiert. Dies steht im Einklang mit der Fachliteratur, die dieses Jahrzehnt mit einem raschen chinesischen Importwachstum in Verbindung bringt (Autor et al., 2021).

Abbildung A

Anteil Chinas an den Einfuhren in den Euroraum nach Technologieintensität und Verwendung

(linke Skala: in %; rechte Skala: durchschnittliche Jahreswachstumsrate im jeweiligen Zeitraum)

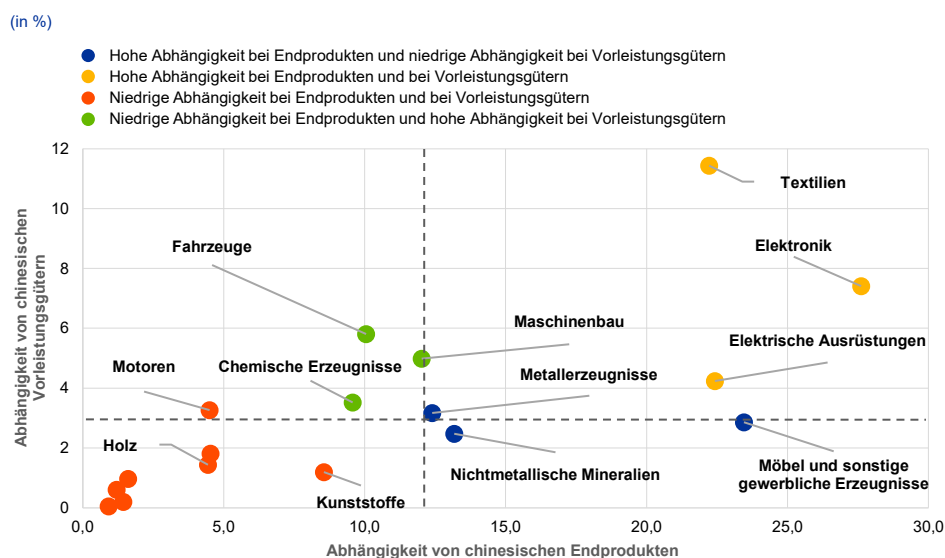


Quellen: Trade Data Monitor und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Importmarktanteile werden wertmäßig ausgewiesen und beziehen sich ausschließlich auf Waren. Zur Berechnung der sektoralen Gewichtung werden Daten von Trade Data Monitor verwendet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2025.

In den vergangenen Jahren hat sich die Importdurchdringung mit Blick auf Vorleistungsgüter und Endprodukte aus China je nach Sektor unterschiedlich stark verändert. Dies deutet darauf hin, dass auch die Auswirkungen auf die Produktion sektoral unterschiedlich ausfallen dürften. Während Sektoren wie die Möbel- und die Metallindustrie hauptsächlich über den Wettbewerb bei Endprodukten betroffen sind (siehe Abbildung B, blaue Punkte), sehen sich andere Branchen, wie etwa die Elektronikindustrie, sowohl deutlichen Kostenrückgängen als auch einem intensiven Wettbewerb auf den Gütermärkten gegenüber (siehe gelbe Punkte).

Abbildung B
Abhängigkeit von China nach Sektoren



Quellen: Trade Data Monitor und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die Abhängigkeiten sind als durchschnittliche jährliche Veränderung der Importanteile Chinas in den einzelnen Wirtschaftssektoren des Euroraums im Zeitraum von 2001 bis 2022 dargestellt.

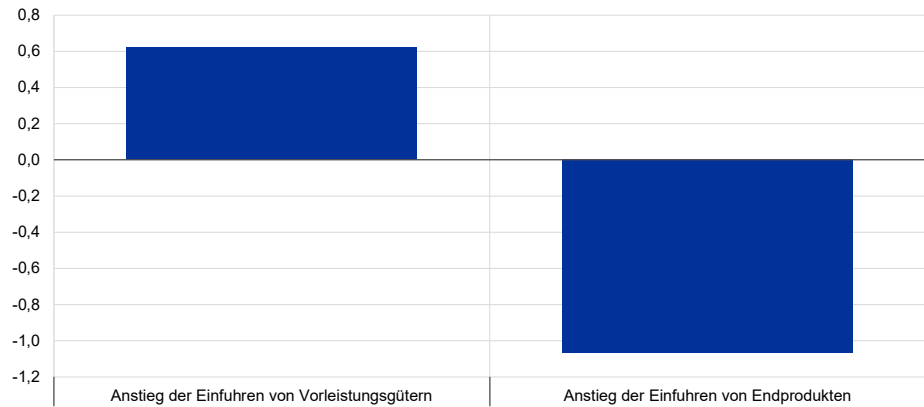
Eine ökonometrische Analyse zeigt eine ausgeprägte Asymmetrie zwischen einem Vorleistungskostenkanal und einem Wettbewerbskanal der Importdurchdringung aus China auf. Auf Basis eines Panels auf Länder-Sektor-Ebene für den Zeitraum von 2000 bis 2022 wird der Zusammenhang zwischen Veränderungen der sektoralen Importanteile Chinas und dem Wachstum der Industrieproduktion in der EU untersucht, wobei zwischen Importen von Endprodukten und von Vorleistungsgütern unterschieden wird.³ In Abbildung C werden die Schätzkoeffizienten in Effekte auf die Produktion übertragen. Darin zeigt sich, dass in den Sektoren, in denen die Einfuhren jährlich im Durchschnitt zunahm, eine stärkere Abhängigkeit von Vorleistungsgüterimporten aus China mit einem Anstieg des Wachstums der Industrieproduktion um 0,6 Prozentpunkte einherging. Demgegenüber hatte ein durchschnittlicher jährlicher Anstieg der Einfuhren von Endprodukten einen dämpfenden Effekt auf die Produktion von rund 1 Prozentpunkt.

³ Die abhängige Variable ist das jährliche Wachstum der Industrieproduktion auf Länder-Sektor-Ebene. Die Abhängigkeiten von China werden als Veränderungen des chinesischen Importanteils bei Vorleistungsgütern und Endprodukten gegenüber dem Vorjahr dargestellt. Zur Berücksichtigung der Endogenität wird ein Shift-Share-Instrument nach Bartik verwendet, das auf sektoralen Basisgewichten der Importe sowie auf Veränderungen der chinesischen Exporte in andere Industrieländer basiert (in Anlehnung an Friesenbichler et al. (2023) und Autor et al. (2013)). Die Regressionen umfassen länder- und sektorspezifische sowie länder- und zeitspezifische fixe Effekte wie auch sektorspezifische Trends; die Identifikation beruht auf Unterschieden bei der sektoralen Abhängigkeit von China innerhalb eines bestimmten Landes und Jahres.

Abbildung C

Auswirkungen der Abhängigkeit von chinesischen Einfuhren auf das Wachstum der sektorspezifischen Industrieproduktion in der EU

(Veränderung in Prozentpunkten)



Quellen: Trade Data Monitor, TIVA-Datenbank (Version 2025) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt das Produktionswachstum als Reaktion auf den durchschnittlichen jährlichen Anstieg des Importanteils Chinas im Zeitraum von 2000 bis 2022.

Zur Analyse der gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen von Produktivitätssteigerungen in China auf die EU wird ein dynamisch-stochastisches allgemeines Gleichgewichtsmodell (DSGE-Modell) für mehrere Länder und Sektoren herangezogen, das Handelsbeziehungen und globale Produktionsnetzwerke einbezieht.⁴ Die modellbasierten Simulationen erfassen den zunehmenden Wettbewerbsdruck aus China anhand separater sektorspezifischer Produktivitätsschocks – zum einen auf die traditionelle Fertigung und zum anderen auf die fortschrittlichen Industriesektoren Chinas –, die endogen zu einem Rückgang der chinesischen Grenzkosten und Exportpreise führen. Ein wesentlicher Unterschied zwischen diesen beiden Sektoren besteht darin, dass es sich bei Importen aus dem traditionellen Fertigungssektor Chinas überwiegend um Endprodukte handelt, während die Importe aus fortschrittlichen Industriesektoren in stärkerem Maße als Vorleistungsgüter verwendet werden (siehe Abbildung D, Grafik a).

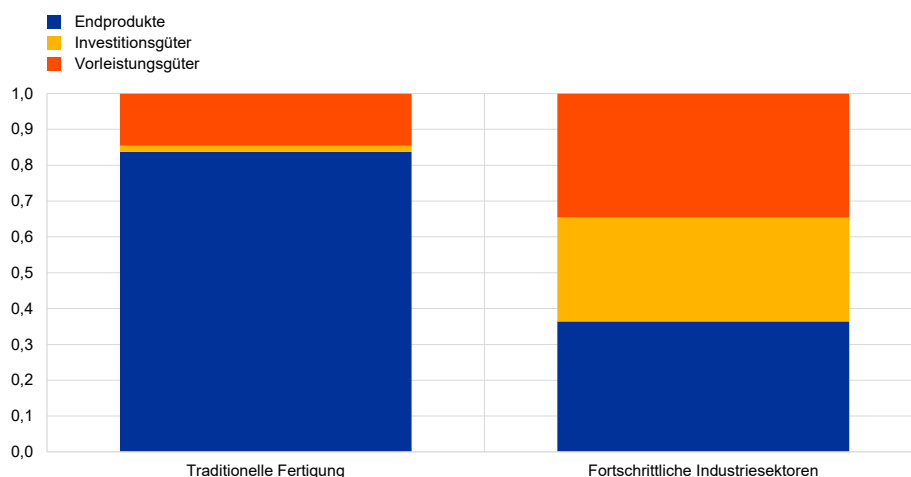
⁴ Das Modell ist eine auf vier Regionen erweiterte Version von Gnocato et al. (2025). Bei den vier Regionen handelt es sich um die EU, die Vereinigten Staaten, China und die übrige Welt.

Abbildung D

Simulierte Auswirkungen einer anhaltenden Steigerung der chinesischen Produktivität auf die sektorspezifische Produktion in der EU

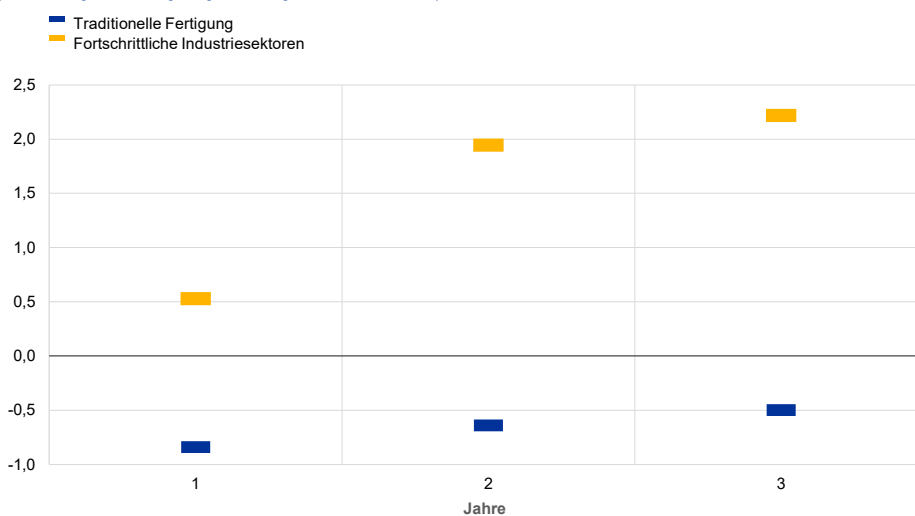
a) Zusammensetzung der Einfuhren in die EU aus China

(in % des langfristigen Gleichgewichtszustands)



b) Sektorspezifische Produktion in der EU

(Abweichungen vom langfristigen Gleichgewichtszustand in %)



Quelle: EZB-Berechnungen auf Grundlage eines Mehrländer-DSGE-Modells, das globale Produktionsnetzwerke und Handelsbeziehungen berücksichtigt (basierend auf Gnoco et al., 2025).

Anmerkung: In Grafik a zeigen die Balken die kalibrierten Anteile im langfristigen Gleichgewichtszustand. In Grafik b sind die Schocks so skaliert, dass sie bis zum zweiten Jahr zu einem gleich starken Anstieg der Importe von Produkten aus dem traditionellen Fertigungssektor und den fortschrittlichen Industriesektoren Chinas führen (Anstieg um 10 Prozentpunkte im Verhältnis zu den Gesamtimporten aus China im langfristigen Gleichgewichtszustand).

Positive Produktivitätsschocks in China stützen das BIP in der EU über Einkommenseffekte und günstigere importierte Vorleistungen, wenngleich die Auswirkungen sektoral unterschiedlich ausfallen. Aus Sicht der EU zeigt sich

der primäre Effekt von Schocks im traditionellen Fertigungssektor bzw. in den fortschrittlichen Industriesektoren Chinas in einem relativen Rückgang der Importpreise des jeweiligen Sektors sowie in einem Anstieg der Importe aus China. Die Auswirkungen auf die Produktion in der EU variieren je nach Sektor und sind von der Verwendung der importierten Waren abhängig. Werden Einfuhren überwiegend

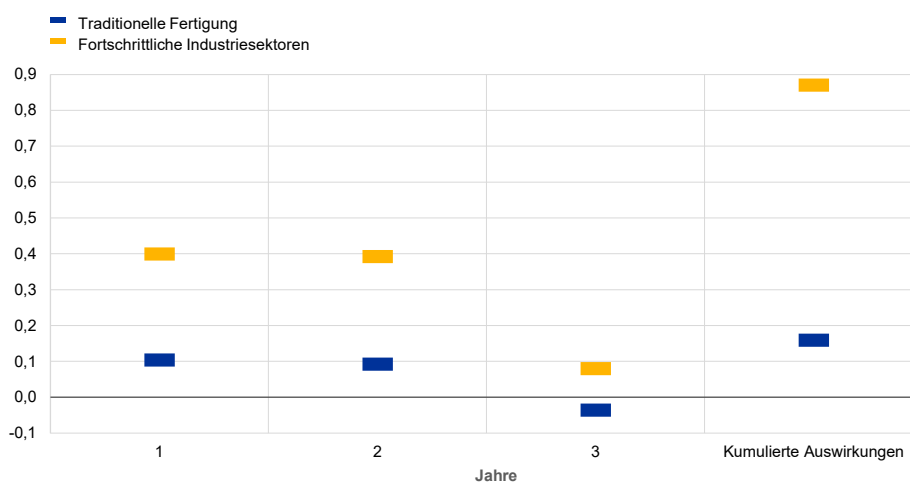
als Vorleistungen eingesetzt (wie es in den fortschrittlichen Industriesektoren der Fall ist), tragen sie zur Kostensenkung bei und stützen die inländische Produktion. Handelt es sich hingegen überwiegend um Endprodukte (wie in der traditionellen Fertigung), verlagern europäische Konsumenten ihre Nachfrage aufgrund der relativ niedrigeren Preise recht problemlos hin zu chinesischen Importen. Dies erhöht den Wettbewerbsdruck auf europäische Produzenten und führt zu einem Rückgang der Nachfrage nach ihren Waren, was die Produktion dieser Sektoren in der EU dämpft (siehe Abbildung D, Grafik b). Gleichzeitig ermöglicht die Verfügbarkeit günstigerer Importwaren den privaten Haushalten eine Erhöhung ihrer Ausgaben. Dadurch steigt die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, was letztlich das BIP in der EU stützt (siehe Abbildung E, Grafik b).

Abbildung E

Simulierte Auswirkungen einer anhaltenden Steigerung der chinesischen Produktivität auf das BIP und die Inflation in der EU

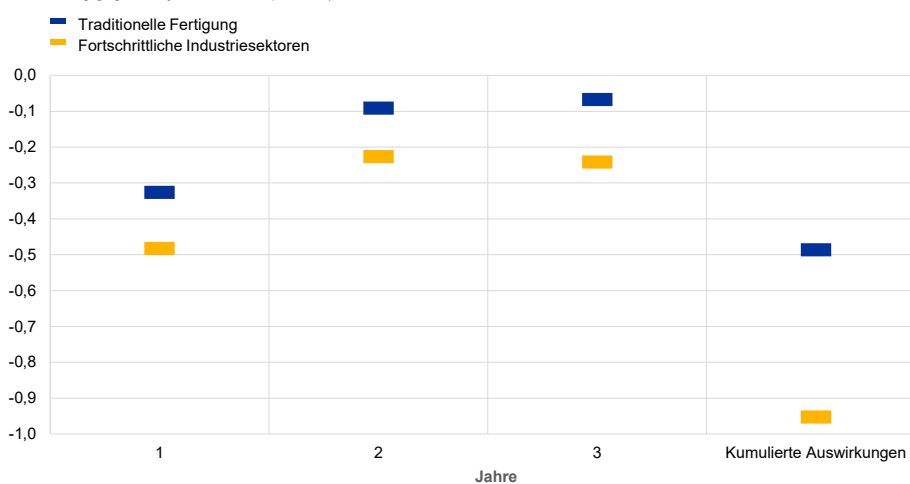
a) BIP in der EU

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



b) Inflation in der EU

(Veränderung gegen Vorjahr in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen auf Grundlage eines Mehrländer-DSGE-Modells, das globale Produktionsnetzwerke und Handelsbeziehungen berücksichtigt (basierend auf Gnocato et al., 2025).

Anmerkung: Die Schocks sind so skaliert, dass sie bis zum zweiten Jahr zu einem gleich starken Anstieg der Importe von Produkten aus dem traditionellen Fertigungssektor und den fortschrittlichen Industriesektoren Chinas führen (Anstieg um 10 Prozentpunkte im Verhältnis zu den Gesamtimporten aus China im langfristigen Gleichgewichtszustand).

Günstigere chinesische Waren sorgen über unterschiedliche sektorale Kanäle für einen Disinflationdruck in der EU. Im Gefolge von Schocks auf die traditionelle Fertigung bzw. die fortschrittlichen Industriesektoren Chinas entsteht in der EU durch die Einfuhr vergleichsweise günstigerer chinesischer Waren ein erheblicher disinflationärer Druck (siehe Abbildung E, Grafik b). Dieser inflationsdämpfende Effekt fällt stärker aus, wenn der Schock die fortschrittlichen Industriesektoren in China betrifft. Dann wirkt er überwiegend indirekt, da er über die Produktionsverflechtung kostensenkend weitergegeben wird. Betrifft der Schock stattdessen die traditionelle Fertigung, dann fließen die Importe unmittelbar in den

Warenkorb der Privathaushalte in Europa ein. In diesem Fall fällt ergibt sich der disinflationäre Effekt stärker aus dem direkten Einfluss der niedrigeren Preise für Importe aus China.

Eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit Chinas auf den Weltmärkten, die von Subventionszahlungen für die Produktion herrührt, hätte ähnliche Effekte auf die Wirtschaft der EU. Hierzu wird ein alternatives Szenario betrachtet, in dem nicht Produktivitätsschocks, sondern Produktionssubventionen die zugrunde liegende Triebfeder der gestiegenen Wettbewerbsfähigkeit chinesischer Unternehmen sind. Es werden sektorale Produktionssubventionen eingeführt, die die Preisaufschläge verringern und die Erzeugerpreise sinken lassen. Trotz der unterschiedlichen Ursachen für die gestiegene Wettbewerbsfähigkeit ergeben sich für die europäische Wirtschaft weitgehend ähnliche Auswirkungen. Auch hier gilt: Günstigere Importe von Erzeugnissen der fortschrittlichen Industriesektoren erweisen sich als vorteilhaft für die Produktion in diesem Bereich in der EU sowie für das BIP in der EU insgesamt. Im traditionellen verarbeitenden Gewerbe der EU geht die Produktion auch in diesem Szenario zurück. Zugleich fallen die BIP-Zuwächse etwas verhaltener aus, da die Einkommenseffekte die Produktionsverluste nicht vollständig kompensieren.

Blickt man über die modellbasierte Analyse hinaus, zeigt sich bei der Gesamtbewertung der Auswirkungen des industriellen Aufstiegs Chinas auf den Euroraum ein differenzierteres Bild. Chinas jüngste industrielle Expansion bringt zwar kurzfristig positive gesamtwirtschaftliche Effekte für die Wirtschaft in der EU mit sich, sie geht aber mit einer schwachen Importnachfrage in China und Marktanteilsverlusten für Exporteure aus der EU einher. Darüber hinaus spiegeln die positiven Auswirkungen auf das BIP der EU lediglich die kurzfristigen Wirkungsmechanismen wider. Längerfristige Risiken wie die potenziellen Langzeitfolgen von Produktionsverlagerungen sowie strukturelle Risiken und strategische Anfälligkeiten bleiben dabei unberücksichtigt.

Literaturverzeichnis

Al-Haschimi, A., Dvořáková, N., Le Roux, J. und Spital, T. (2025), [Chinas steigender Handelsbilanzüberschuss: Ursachen für Exportboom und stagnierende Importe](#), EZB, Wirtschaftsbericht 7/2025.

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

Autor, D., Dorn, D. und Hanson, G. (2021), On the persistence of the China shock, *National Bureau of Economic Research*, Nr. w29401.

Friesenbichler, K. S., Kügler, A. und Reinstaller, A. (2023), The impact of import competition from China on firm-level productivity growth in the European Union, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Bd. 86(2), S. 236-256.

Gnocato, N., Montes-Galdón, C. und Stamato, G. (2025), [Tariffs across the supply chain](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 3081.

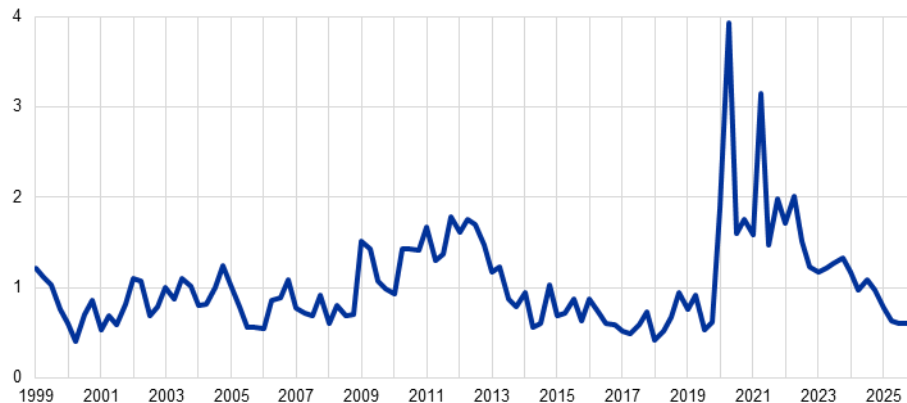
3 Unterschiede zwischen dem Wachstum des realen BIP in den einzelnen Ländern des Euroraums: Entwicklungen und Bestimmungsfaktoren

Niccolò Battistini, Johannes Gareis und Richard Morris

Die Streuung der Wachstumsraten des realen BIP im Euroraum hat sich zuletzt verringert und liegt im historischen Vergleich auf einem recht niedrigen Niveau. Das länderübergreifende Wachstumsgefälle im Euroraum – gemessen als das BIP-gewichtete Summenmaß der absoluten Abweichungen der vierteljährlichen Jahreswachstumsraten jedes Landes vom aggregierten Wert des Euroraums (ohne Irland) – ist derzeit vergleichsweise gering.¹ Ein solches Niveau ist normalerweise in „ruhigen“ Phasen zu beobachten, unter anderem in der Zeit vor der globalen Finanzkrise (1999-2007) sowie im Zeitraum nach der Staatsschuldenkrise im Euroraum bis zur Corona-Pandemie (2015-2019) (siehe Abbildung A). Die Unterschiede beim Wachstum des realen BIP sind jedoch erst in jüngster Zeit von den erhöhten Ständen gesunken, die während der Pandemie und nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine verzeichnet wurden.

Abbildung A
Streuung der Jahreswachstumsraten des realen BIP

(Summe der BIP-gewichteten absoluten Abweichungen, in Prozentpunkten)



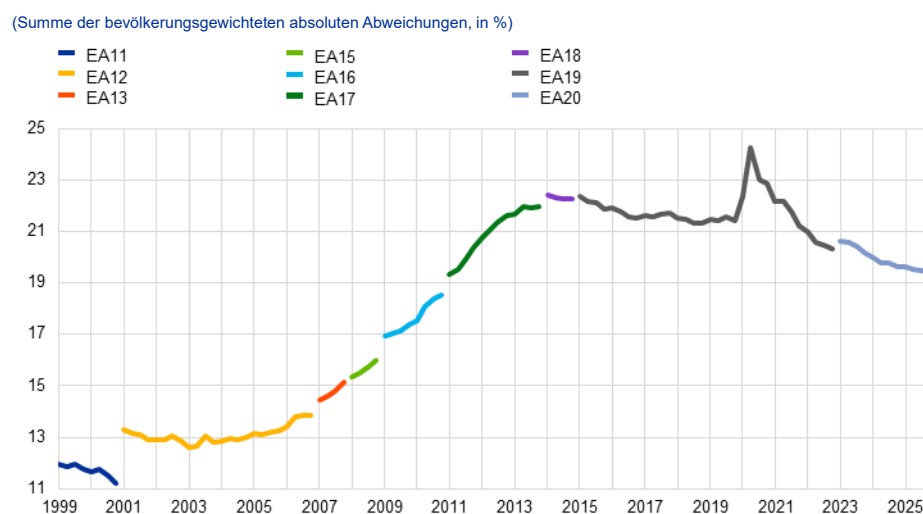
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf die jeweilige Zusammensetzung des Euroraums (ohne Irland). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2025.

In den letzten Jahren gingen die Unterschiede beim Wachstum des realen BIP im Euroraum mit einer Konvergenz des realen BIP pro Kopf einher. Gemessen als die Summe der bevölkerungsgewichteten absoluten Abweichungen des realen BIP pro Kopf jedes Landes (in Prozent) vom aggregierten Wert des Euroraums (ohne Irland) hat sich die Streuung des realen BIP pro Kopf zwischen 1999 und 2014 erhöht (siehe Abbildung B). Bis 2007 war dies überwiegend auf die Erweiterung des

¹ Die Analyse im vorliegenden Kasten basiert auf Daten für den Euroraum ohne Irland, um Verzerrungen durch multinationale Unternehmen zu vermeiden, die zu einer extremen Volatilität des irischen BIP beitragen.

Euroraums und danach auf die negativen Folgen der makroökonomischen Ungleichgewichte zurückzuführen, die sich vor der globalen Finanzkrise aufgebaut hatten. Seit 2015 sind die Unterschiede beim realen BIP pro Kopf im Allgemeinen tendenziell rückläufig, wenngleich diese Entwicklung durch die Pandemie im Jahr 2020 unterbrochen wurde. Der seit der Pandemie beobachtete allmähliche Rückgang der Wachstumsunterschiede steht im Einklang mit diesem neuerlichen Konvergenzpfad.

Abbildung B
Streuung des realen BIP pro Kopf



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Abkürzungen „EA11, EA12, ... EA20“ beziehen sich auf die jeweilige Zusammensetzung des Euroraums (ohne Irland). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2025.

In Krisenzeiten vergrößern sich die Wachstumsunterschiede normalerweise in bestimmten Sektoren. Um die sektoralen Unterschiede zwischen den Ländern des Euroraums zu messen, werden für sechs große Wirtschaftssektoren (nach NACE) die nach Bruttowertschöpfung gewichteten absoluten Abweichungen des Wachstums in jedem Land vom jeweiligen aggregierten Wachstum des Euroraums berechnet und aufsummiert (siehe Abbildung C).² Jede Reihe wird zusätzlich mit dem Anteil des jeweiligen Sektors am BIP des Euroraums gewichtet, um näherungsweise seinen Beitrag zur Gesamtabweichung des BIP-Wachstums zu bestimmen. Während der globalen Finanzkrise waren insbesondere im verarbeitenden Gewerbe größere Unterschiede beim Wachstum festzustellen. So waren der Rückgang des Wachstums und die anschließende Erholung in Deutschland und Italien deutlich ausgeprägter als in Frankreich und Spanien. In der Pandemie nahmen die Wachstumsunterschiede auf breiter Basis zu, konzentrierten sich jedoch auf den kontaktintensiveren Sektor der verbrauchernahen Dienstleistungen. Dies spiegelte Abweichungen im zeitlichen Verlauf und im Ausmaß der Pandemiewellen in den einzelnen Ländern sowie den Rückgang im Tourismus wider, der insbesondere die Mittelmeerländer traf. Im Lauf des Jahres 2022 erhöhten

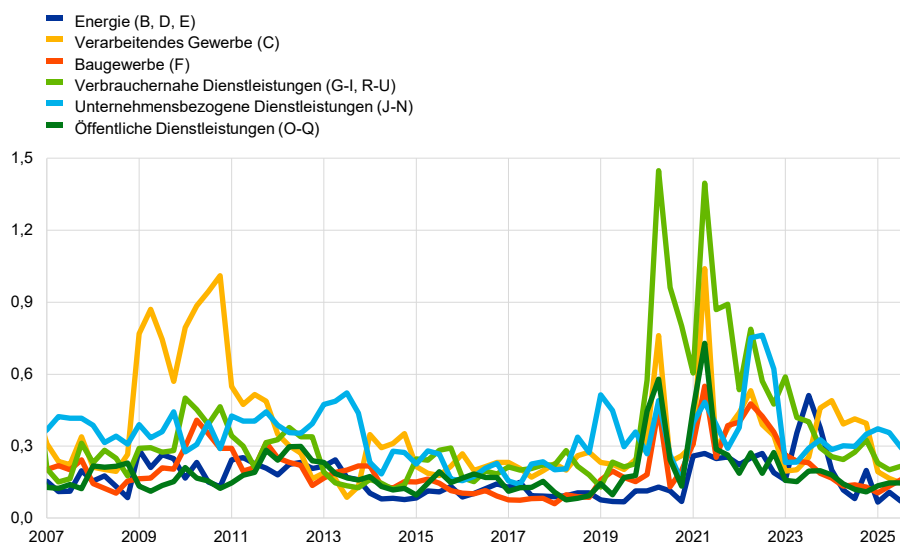
² NACE bezieht sich auf die „Statistische Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft“. Für die Zwecke dieser Analyse beziehen sich „verbrauchernahe Dienstleistungen“ auf die NACE-Abschnitte G bis I und R bis U, „unternehmensbezogene Dienstleistungen“ auf die NACE-Abschnitte J bis N und „öffentliche Dienstleistungen“ auf die NACE-Abschnitte O bis Q.

sich dann auch die Unterschiede bei den unternehmensbezogenen Dienstleistungen erheblich, wobei sich das Wachstum nun von Deutschland nach Spanien und Italien verlagerte. Dies könnte auf die Chancen zurückzuführen sein, die sich aus der zunehmenden Nutzung und Akzeptanz des mobilen Arbeitens ergaben. Dieser Faktor könnte auch – zusammen mit demografischen Entwicklungen und steuerlichen Anreizen für Gebäudesanierungen in Italien – die größeren Unterschiede in der Bautätigkeit in diesem Zeitraum erklären. Nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine erhöhten sich zeitweise die Wachstumsunterschiede im Energiesektor, als die Stromerzeugung aus Kernenergie in Frankreich nach dem Abschluss von Wartungsarbeiten hochgefahren wurde, sowie im verarbeitenden Gewerbe, wobei hier Frankreich und Spanien zulasten von Deutschland profitierten.

Abbildung C

Streuung der Jahreswachstumsraten der realen Bruttowertschöpfung in großen NACE-Sektoren

(Summe der anhand der Bruttowertschöpfung gewichteten absoluten Abweichungen, in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf eine feste Zusammensetzung des Euroraums (die aktuelle Zusammensetzung, ohne Irland). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2025.

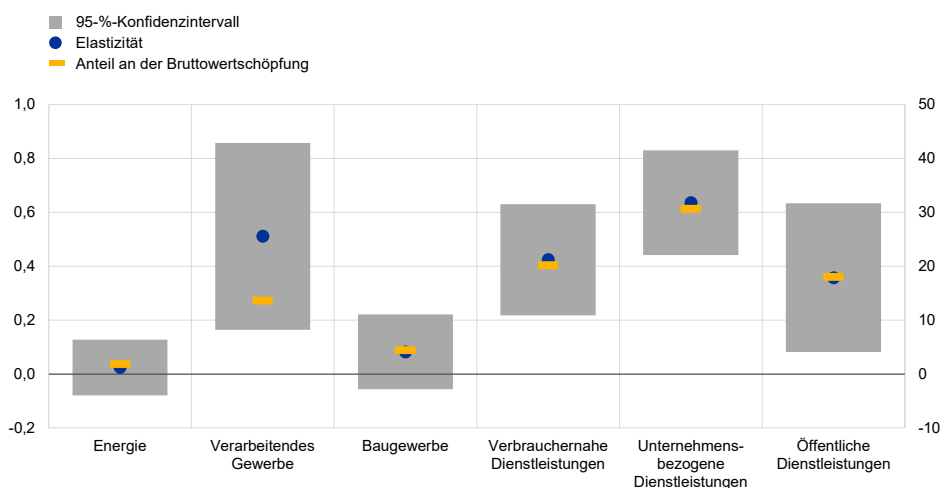
In jüngerer Zeit waren die Wachstumsunterschiede weniger stark konzentriert und breiter gestreut.

Als Näherungsmaß für die sektoralen Treiber der Wachstumsunterschiede wird das Wachstum des realen BIP im Jahr 2025 für jeden Sektor einzeln auf das Wachstum der realen Bruttowertschöpfung in den Ländern des Euroraums regressiert, wobei die Angaben der einzelnen Länder mit ihrem Anteil am gesamten BIP des Euroraums gewichtet werden. Die positiven und signifikanten Elastizitäten deuten darauf hin, dass die jüngsten Wachstumsdifferenzen signifikant mit den Entwicklungen sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor korrelieren (siehe Abbildung D). Bei den verbrauchernahen, unternehmensbezogenen und öffentlichen Dienstleistungen entsprechen die geschätzten Elastizitäten weitgehend ihrem jeweiligen Anteil an der Bruttowertschöpfung. Im verarbeitenden Gewerbe ist die Elastizität allerdings größer, was darauf hinweist, dass die Bedeutung dieses Sektors über dessen Anteil an der Bruttowertschöpfung hinausgeht.

Abbildung D

Elastizität des Wachstums des realen BIP im Jahr 2025 in Bezug auf sektorale Trends

(linke Skala: Elastizitäten; rechte Skala: Anteil an der Bruttowertschöpfung, in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Elastizitäten entsprechen den geschätzten Steigungskoeffizienten univariater Kleinste-Quadrate-Regressionen (OLS-Regressionen) des jährlichen Wachstums des realen BIP im Jahr 2025 auf das Jahreswachstum der realen Bruttowertschöpfung eines bestimmten Sektors im Jahr 2025 in den Ländern des Euroraums (ohne Irland). Die Angaben zu den einzelnen Ländern werden dabei mit ihrem jeweiligen Anteil am gesamten BIP des Euroraums gewichtet.

Die jüngsten Unterschiede zwischen dem BIP-Wachstum der einzelnen Länder des Euroraums sind eher auf demografische Entwicklungen und Trends am Arbeitsmarkt als auf Unterschiede im Produktivitätswachstum zurückzuführen.

Um die Bestimmungsfaktoren für diese Unterschiede zu bewerten, lässt sich das BIP-Wachstum mit den folgenden Größen in Beziehung setzen:

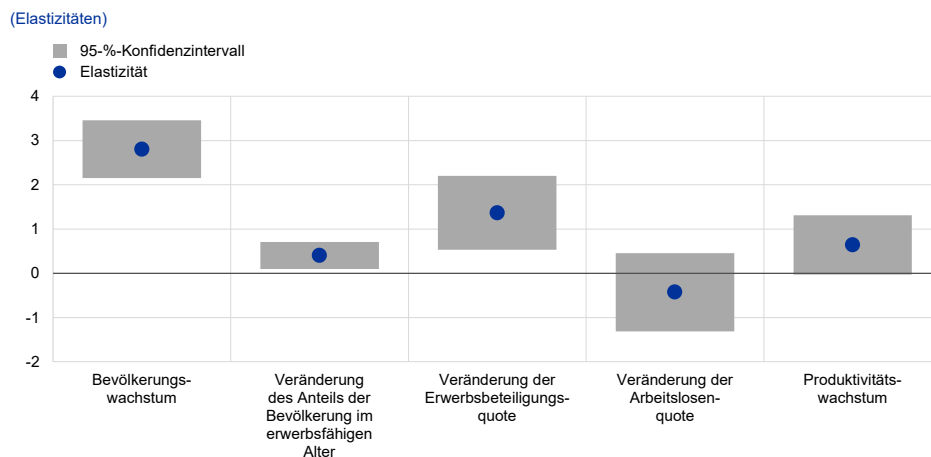
- Bevölkerungswachstum,
 - Veränderung des Anteils der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter³ an der Gesamtbevölkerung,
 - Veränderung der Erwerbsbeteiligungsquote,
 - Veränderung der Arbeitslosenquote und
 - Produktivitätswachstum.
- Ähnlich wie in der obigen Analyse wird das BIP-Wachstum im Jahr 2025 für die einzelnen Länder jeweils auf eine dieser Variablen regressiert, wobei jede Länderbeobachtung mit ihrem Anteil am gesamten BIP des Euroraums gewichtet wird. Die geschätzten Elastizitäten deuten darauf hin, dass die nationalen Wachstumsunterschiede auf unterschiedliche Entwicklungstrends bei der Bevölkerung, Altersstruktur und Erwerbsbeteiligung zurückzuführen sind (siehe Abbildung E). Dagegen sind die Elastizitäten für das Produktivitätswachstum und für die Veränderungen der Arbeitslosenquote geringer und statistisch weniger signifikant.⁴

³ Für die Zwecke der Analyse in diesem Kasten bezieht sich „Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter“ auf Menschen im Alter von 15 bis 74 Jahren.

⁴ Die Regressionen sind univariat und berücksichtigen keine potenziellen Korrelationen zwischen erklärenden Variablen. Die geschätzten Elastizitäten sollten daher lediglich als Anhaltspunkte verstanden werden.

Abbildung E

Elastizität des Wachstums des realen BIP im Jahr 2025 in Bezug auf demografische Entwicklungen und Arbeitsmarkttrends



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Elastizitäten entsprechen den geschätzten Steigungskoeffizienten univariater Kleinste-Quadrate-Regressionen (OLS-Regressionen) des jährlichen Wachstums des realen BIP im Jahr 2025 auf das Jahreswachstum bzw. die Veränderung eines bestimmten demografischen oder arbeitsmarktbezogenen Indikators in den einzelnen Ländern (ohne Irland). Die Angaben zu den einzelnen Ländern werden dabei mit dem jeweiligen Anteil an der gesamten Wirtschaftsleistung des Euroraums gewichtet. Die Zahl der Erwerbspersonen wird anhand der Beschäftigungsquote laut den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen sowie anhand der Arbeitslosenquote gemäß der Arbeitskräfteerhebung der EU ermittelt.

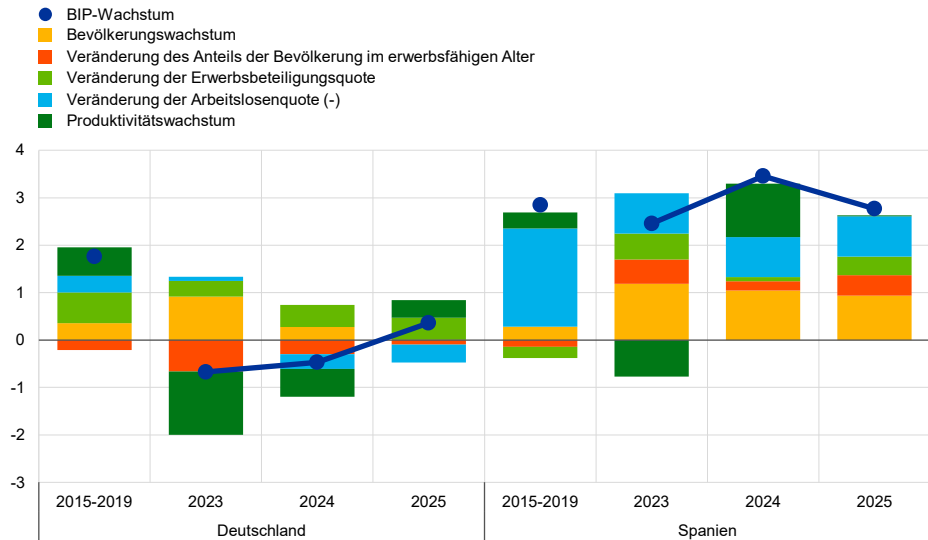
Am Beispiel Deutschlands und Spaniens zeigt sich, dass demografische Entwicklungen und Arbeitsmarkttrends derzeit maßgeblich zu den Wachstumsunterschieden beitragen.

Im Jahr 2025 entfielen rund 60 % der Unterschiede beim Wachstum des realen BIP im Euroraum auf Deutschland und Spanien. In Abbildung F wird das Wachstum des realen BIP in beiden Ländern nach den Beiträgen aus den oben genannten demografischen Entwicklungen und Arbeitsmarkttrends aufgeschlüsselt. In Deutschland hat sich das Bevölkerungswachstum abgeflacht, während der Anteil der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter an der Gesamtbevölkerung rückläufig ist. Darin zeigen sich die Bevölkerungsalterung und eine nachlassende Zuwanderung. Die Erwerbsbeteiligungsquote in Deutschland ist zwar gestiegen, was aber teilweise durch einen Anstieg der Arbeitslosenquote aufgezehrt wurde. In Spanien dagegen fiel das zuletzt starke BIP-Wachstum mit einer deutlichen Zunahme der Bevölkerung und des Anteils der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter zusammen – beides Folgen einer starken Zuwanderung. Hinzu kamen eine steigende Erwerbsbeteiligungsquote und ein anhaltender Rückgang der zuvor sehr hohen Arbeitslosenquote. In beiden Ländern hat die Arbeitsproduktivität in den letzten Jahren relativ wenig zum Wachstum des realen BIP beigetragen. Jedoch hat die steigende Arbeitslosigkeit in Deutschland und die rückläufige Arbeitslosigkeit in Spanien für eine Konvergenz des realen BIP pro Kopf gesorgt.

Abbildung F

Aufschlüsselung des Wachstums des realen BIP in Deutschland und Spanien

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Zahl der Erwerbspersonen wird anhand der Beschäftigungsquote laut den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen sowie anhand der Arbeitslosenquote gemäß der Arbeitskräfteerhebung der EU ermittelt. Die Verwendung dieser unterschiedlichen Datenquellen führt zu einigen geringfügigen Abweichungen zwischen dem Wachstum des realen BIP und dessen Zerlegung.

Perspektivisch könnte der Krieg im Nahen Osten zu einer erneuten Zunahme der nationalen Wachstumsunterschiede führen, ähnlich wie dies nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine zu beobachten war. Störungen des Schiffsverkehrs in der Straße von Hormus und Angriffe auf die Öl- und Gasinfrastruktur treiben die Öl- und Gaspreise deutlich in die Höhe und sind mit dem Risiko verbunden, dass sich einige der oben beschriebenen asymmetrischen sektoralen Entwicklungen wieder verstärken könnten. Der Energieschock dürfte die nationalen Wachstumsunterschiede im verarbeitenden Gewerbe und in energieintensiven Branchen vergrößern, da die Abhängigkeiten in den einzelnen Ländern des Euroraums sehr unterschiedlich sind.

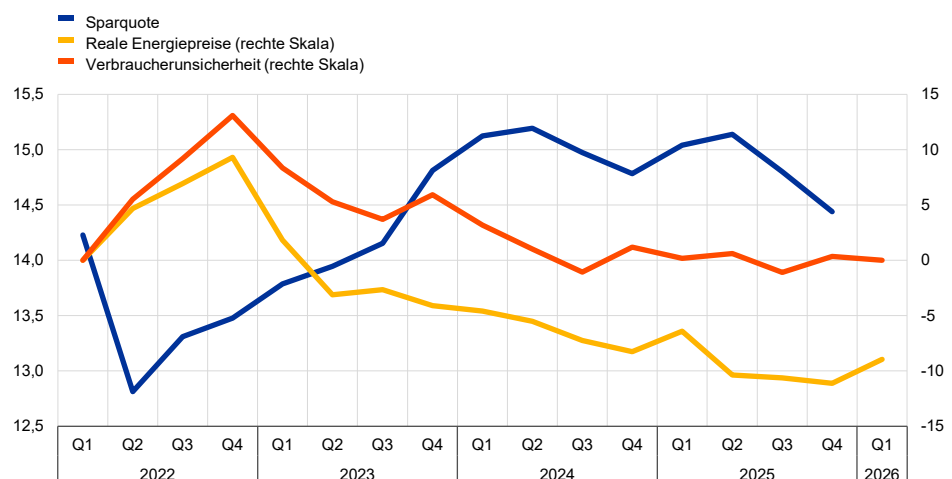
Energiesparen angesagt: Wie sich der Krieg im Nahen Osten auf die Ersparnisse der privaten Haushalte und die Wirtschaft auswirken könnte

Niccolò Battistini, Alina Bobasu, Rodolfo Dinis Rigato und Hanno Kase

Steigende Energiepreise und die erhöhte Verbraucherunsicherheit im Zusammenhang mit dem Krieg im Nahen Osten bergen neuerliche Risiken für die Entwicklung der Sparquote der privaten Haushalte. Nachdem die Sparquote nach der Pandemie ihren Höchststand erreicht hatte, sank sie wieder, stieg aber 2022 und 2023 rasch an. Seit 2024 liegt sie auf einem erhöhten Niveau und über ihrem höchsten Stand vor der Pandemie (siehe Abbildung A). Diese Entwicklung der Sparquote war vor allem auf das kräftige Wachstum der Realeinkommen und die verhaltene Binnennachfrage zurückzuführen. Sie war vor dem Hintergrund zu sehen, dass sich die realen Energiepreise und die Unsicherheit nach dem hohen Stand, der durch den Einmarsch Russlands in die Ukraine bedingt war, wieder verringerten. Im Zuge der wirtschaftlichen Folgen des Krieges im Nahen Osten könnte sich die jüngste Entwicklung der Energiepreise und der Unsicherheit jedoch wieder umkehren, was wiederum Auswirkungen auf die Sparquote hätte. Im vorliegenden Kasten wird vor diesem Hintergrund untersucht, wie sich alternative Pfade bei den Terms of Trade (die sich ähnlich wie die realen Energiepreise entwickeln) und bei der Verbraucherunsicherheit auf die Sparquote auswirken könnten. Dabei werden auch die entsprechenden Verteilungseffekte und Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft in den Blick genommen.

Abbildung A
Sparquote, reale Energiepreise und Verbraucherunsicherheit

(Veränderung seit dem vierten Quartal 2021 in % und in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die realen Energiepreise sind der Quotient aus der HVPI-Energiekomponente und dem HVPI insgesamt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2025 (Sparquote) bzw. das erste Quartal 2026 (reale Energiepreise und Verbraucherunsicherheit).

Negative Entwicklungen bei den Terms of Trade und der Verbraucherunsicherheit haben auf kurze Sicht in der Regel gegenläufige Effekte auf die Sparquote der privaten Haushalte.

Die Terms of Trade werden mit dem Quotienten aus BIP-Deflator und Deflator der Konsumausgaben approximiert. Bei Nettoimporteuren von Energie wie dem Euroraum sinken die Terms of Trade typischerweise, wenn die Energiepreise steigen.¹ Daher weisen niedrigere Terms of Trade üblicherweise auf Verluste beim real verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte hin, die sowohl direkt – durch höhere Einfuhrpreise für Energieerzeugnisse – als auch indirekt – durch niedrigere Reallöhne und geringere Gewinnausschüttungen der Unternehmen – zum Tragen kommen.² Infolge der Einkommensverluste sinken tendenziell die Ausgaben und in stärkerem Maße die Ersparnisse. Das zeigt sich an dem positiven Zusammenhang zwischen den Terms of Trade und der Sparquote (siehe Abbildung B, Grafik a). Im Gegensatz dazu führt eine höhere Verbraucherunsicherheit – häufig ausgelöst durch denselben zugrunde liegenden Schock, wie etwa Energiepreissteigerungen – zu verstärktem Vorsichtssparen: Der Konsum geht zurück und die Sparquote steigt, wie die positive Korrelation zwischen Unsicherheit und Sparquote zeigt (siehe Abbildung B, Grafik b). Während der Pandemie reagierte die Sparquote besonders sensibel auf Veränderungen der Terms of Trade und der Verbraucherunsicherheit. Diese starken Elastizitäten, die sehr wahrscheinlich durch die Reaktionen der privaten Haushalte auf die Mobilitätseinschränkungen verstärkt wurden, haben sich jedoch seit der Pandemie wieder normalisiert.³

¹ Siehe auch Bokan et al. (2018) und Battistini et al. (2023).

² Siehe beispielsweise Battistini et al. (2022) und Bobasu et al. (2025).

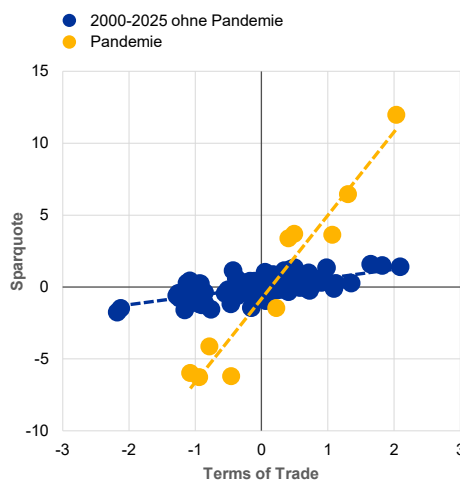
³ Siehe Dossche et al. (2021). Um die zu Beginn der Pandemie beobachteten Korrelationen zu relativieren, werden die Beobachtungen in den vier Quartalen des Jahres 2020 bei der Schätzung des empirischen Modells mittels eines Anpassungsfaktors geringer gewichtet. Dadurch wird der Heteroskedastizität der Daten Rechnung getragen.

Abbildung B

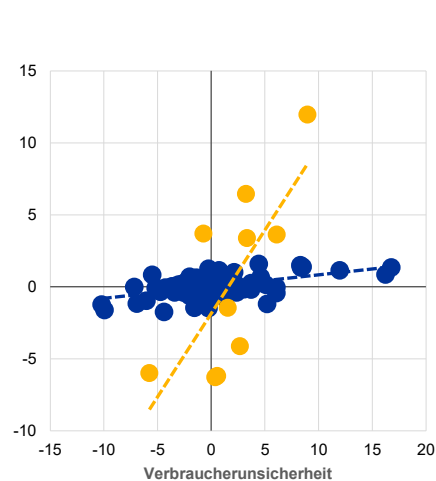
Sparquote, Terms of Trade und Verbraucherunsicherheit

(x-Achse: Veränderung gegen Vorjahr in % und in Prozentpunkten; y-Achse: Veränderung gegen Vorjahr in Prozentpunkten)

a) Sparquote und Terms of Trade



b) Sparquote und Verbraucherunsicherheit



Quellen: Eurostat, Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In Grafik a sind die Terms of Trade anhand des Quotienten aus BIP-Deflator und Deflator der privaten Konsumausgaben approximiert. In Grafik b weist die Verbraucherunsicherheit einen Vorlauf von vier Quartalen auf, was weitgehend mit dem maximalen Schockeffekt der Verbraucherunsicherheit auf die Sparquote im nachfolgend beschriebenen empirischen Modell übereinstimmt. „Pandemie“ bezieht sich auf den Zeitraum vom ersten Quartal 2020 bis zum zweiten Quartal 2023.

Mit einem empirischen Modell wird geschätzt, wie die Sparquote reagiert, wenn große Schocks auf die Terms of Trade und die Verbraucherunsicherheit wirken. Dabei kommt ein strukturelles bayesianisches Vektorautoregressionsmodell (BVAR-Modell) zum Einsatz, das Daten für den Euroraum vom ersten Quartal 1999 bis zum vierten Quartal 2025 verwendet.⁴ Es quantifiziert die Auswirkungen unerwarteter Veränderungen der Terms of Trade und der Verbraucherunsicherheit sowie von Schocks auf die Binnennachfrage, das inländische Einkommen und den Zinssatz.⁵ Um die Auswirkungen negativer Entwicklungen bei den Terms of Trade und der Verbraucherunsicherheit zu beurteilen, werden zwei Szenarios für die Sparquote auf Basis der geschätzten Modellelastizitäten betrachtet (siehe Abbildung C). Das erste Szenario geht davon aus, dass ein negativer Terms-of-Trade-Schock (in ähnlicher Größenordnung wie bei der Verschlechterung der Terms of Trade im Jahr 2022) zu einem Rückgang der Sparquote um 0,3 Prozentpunkte auf ihren tiefsten Stand Anfang 2027 führt. Im zweiten Szenario wird unterstellt, dass eine Zunahme der Unsicherheit (in ähnlichem Maße wie zu Beginn des Einmarschs

⁴ Das Modell umfasst die realen privaten Konsumausgaben, die Terms of Trade, die Sparquote, den risikofreien Zinssatz und die Verbraucherunsicherheit. Die Daten zur Verbraucherunsicherheit, die erst ab April 2019 verfügbar sind, werden zurückgerechnet. Hierfür wird der Anteil der im Rahmen der Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission erhobenen neutralen Antworten der Befragten auf die Frage zu den Erwartungen bezüglich der eigenen finanziellen Lage in den nächsten zwölf Monaten mit der Verbraucherunsicherheit verknüpft.

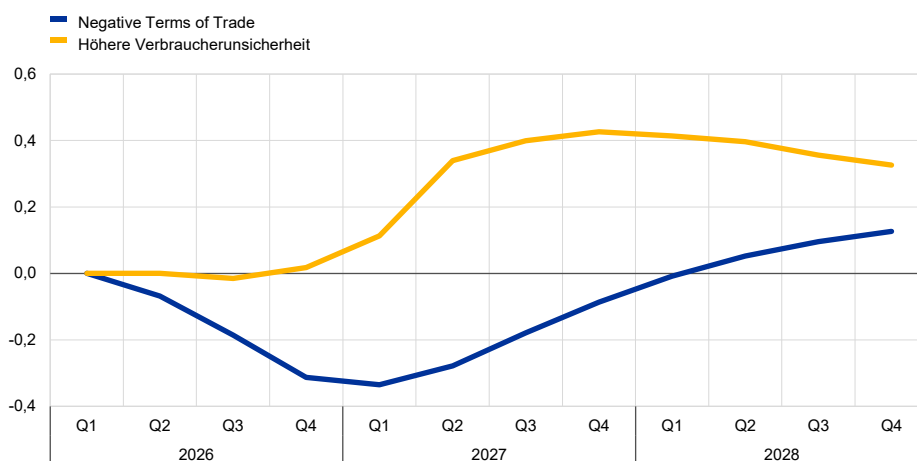
⁵ Die Schocks werden anhand von Vorzeichen- und Nullrestriktionen zum Wirkungszeitpunkt bestimmt. Es wird angenommen, dass Terms-of-Trade-Schocks dazu führen, dass sich die privaten Konsumausgaben, die Terms of Trade und die Sparquote in dieselbe Richtung entwickeln. Schocks auf die Verbraucherunsicherheit führen dazu, dass sich die Verbraucherunsicherheit in dieselbe Richtung bewegt, andere Variablen hingegen nicht. Bei inländischen Nachfrageschocks entwickeln sich die privaten Konsumausgaben gegenläufig zu den Terms of Trade und der Sparquote. Bei Einkommensschocks entwickeln sich die privaten Konsumausgaben und die Sparquote gegenläufig zu den Terms of Trade. Bei Zinsschocks entwickeln sich die Zinsen im Gegensatz zu den anderen Variablen mit Ausnahme der Verbraucherunsicherheit in dieselbe Richtung.

Russlands in die Ukraine) die Sparquote um 0,4 Prozentpunkte auf ihren höchsten Stand Ende 2027 ansteigen lässt.

Abbildung C

Alternative Entwicklungen der Sparquote nach großen Schocks auf die Terms of Trade und die Verbraucherunsicherheit

(Abweichung von der Basislinie in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Entwicklung wird anhand der vom Modell implizierten Elastizitäten der Sparquote gegenüber Schocks auf die Terms of Trade und der Verbraucherunsicherheit berechnet.

Anhand zweier makroökonomischer Modelle werden die Auswirkungen alternativer Entwicklungen der Sparquote beurteilt, die sich durch einen negativen Schock auf die Terms of Trade und die Verbraucherunsicherheit ergeben könnten. Die aggregierten gesamtwirtschaftlichen Effekte werden anhand des ECB-BASE-Modells (Angelini et al., 2019) bewertet, einem semistrukturellen Modell für den Euroraum. Darüber hinaus können Terms-of-Trade-Schocks, insbesondere wenn sie auf die Entwicklung der Energiepreise zurückzuführen sind, starke Umverteilungseffekte nach sich ziehen.⁶ Steigen die Preise für importierte Waren, dann können private Haushalte mit hohem Einkommen ihren Konsum dadurch glätten, dass sie auf ihre Ersparnisse zurückgreifen. Private Haushalte mit niedrigem Einkommen müssen hingegen ihre Konsumausgaben möglicherweise stärker verringern. Diese Verteilungseffekte werden mit dem Modell von Kase und Rigato (2025) beurteilt, einem neuklassischen Modell mit heterogenen Haushalten (Heterogeneous-Agent New Keynesian model – HANK-Modell). Das Modell wurde an eine offene Volkswirtschaft angepasst, ergänzt um Handel und Energieimporte. Im ECB-BASE-Modell werden strukturelle Schocks so kalibriert, dass sie die in Abbildung C dargestellten Sparquoten erzeugen. Das heißt, im Terms-of-Trade-Szenario handelt es sich um einen Energiepreisschock und im Szenario zur Verbraucherunsicherheit um einen direkten Schock auf die Konsumausgaben. Im HANK-Modell wird eine standardisierte Änderung der Sparquote um 1 Prozentpunkt simuliert. Damit soll der Verteilungseffekt quantifiziert

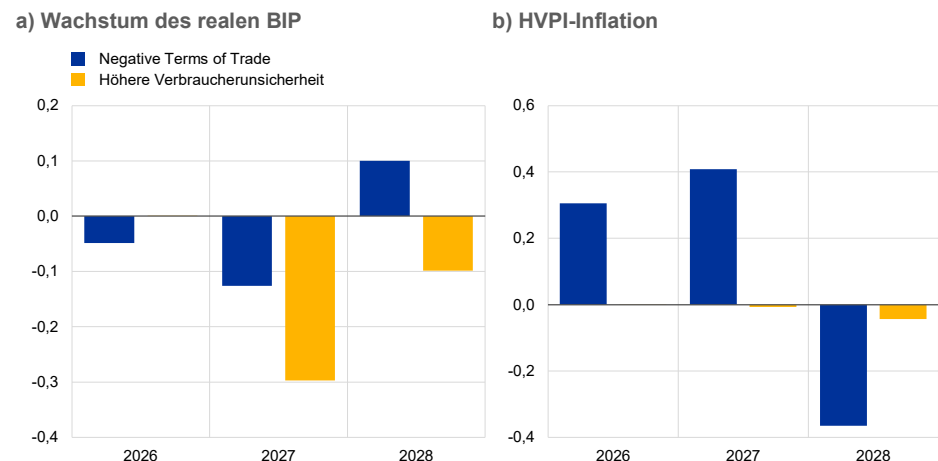
⁶ Siehe Auclert et al. (2024a) und Auclert et al. (2024b).

werden, der sich aus den Veränderungen bei den Ersparnissen der privaten Haushalte aufgrund des jeweiligen Schocks ergibt.

Das ECB-BASE-Modell zeigt, dass negative Schocks, die sich auf die Terms of Trade und die Verbraucherunsicherheit auswirken, zu einem Wachstumsrückgang des realen BIP führen; auf die HVPI-Inflation haben sie den gegenteiligen Effekt (siehe Abbildung D). Eine Verschlechterung der Terms of Trade schmälert das Realeinkommen, da die Preise für Energieimporte steigen, während sich die Nominallöhne nur langsam anpassen. Dies beeinträchtigt den Konsum. Durch diese Entwicklungen erhöht sich die Inflation 2027 um 0,4 Prozentpunkte, wobei der Anstieg fast ausschließlich der Energiekomponente geschuldet ist. Das Wachstum verringert sich zugleich um 0,1 Prozentpunkte. Diese Effekte kehren sich 2028 zum Teil wieder um. Eine höhere Verbraucherunsicherheit führt hingegen zu einem stärkeren Vorsorgeverhalten und einer geringeren Nachfrage der privaten Haushalte. Das Wachstum sinkt in diesem Fall im Jahr 2027 um 0,3 Prozentpunkte. Die Auswirkungen auf die Inflation sind vernachlässigbar.

Abbildung D
Auswirkungen auf das Wachstum des realen BIP und die HVPI-Inflation

(Abweichung von der Basislinie in Prozentpunkten)



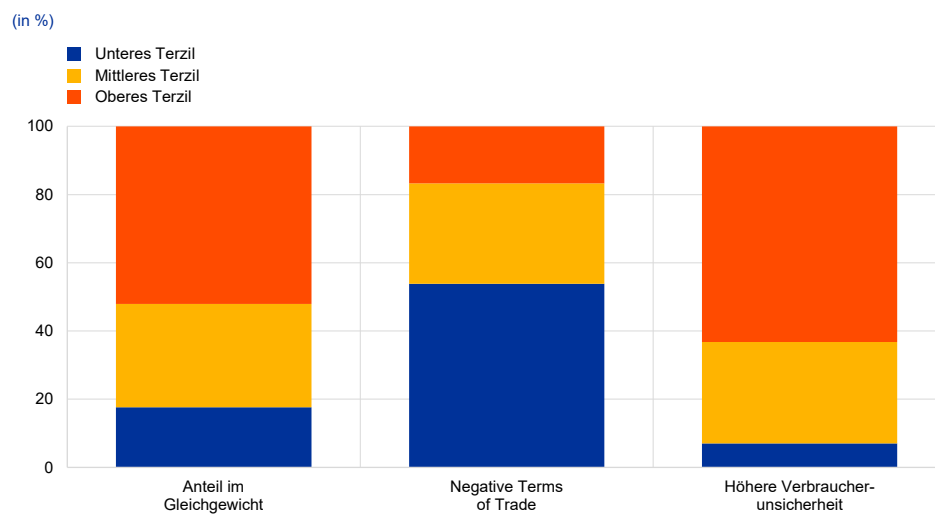
Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von ECB-BASE-Simulationen.

Anmerkung: Das Szenario „Höhere Verbraucherunsicherheit“ wird als Konsumschock und das Szenario „Negative Terms of Trade“ als Preisschock bei Energieimporten modelliert. Alle Simulationen gehen von einer exogenen Geldpolitik aus.

Das HANK-Modell deutet darauf hin, dass negative Terms-of-Trade-Schocks regressiv wirken, wobei private Haushalte mit niedrigem Einkommen einen stärkeren Konsumrückgang verzeichnen; Schocks, die die Verbraucherunsicherheit beeinflussen, weisen indes gegenläufige Effekte auf (siehe Abbildung E). Nach einem negativen Terms-of-Trade-Schock entfällt mehr als die Hälfte des Konsumrückgangs (54 %) auf private Haushalte im unteren Einkommensterzil (und damit mehr als ihr Anteil an den aggregierten Konsumausgaben im Modell im Gleichgewicht von 18 %). Sie verfügen nämlich über keine großen Liquiditätspuffer, um Verluste des realen Arbeitseinkommens abzufedern. Bei einer höheren Verbraucherunsicherheit ist dagegen ein Großteil des Konsumrückgangs bei den privaten Haushalten im oberen Terzil zu verzeichnen (63 %). Dies ist auf ihren höheren Anteil am Gesamtverbrauch (52 % in der

Basislinie) zurückzuführen. Bei den Ersparnissen entfallen die größten Anpassungen nach beiden Schocks auf die privaten Haushalte im oberen Terzil. Dies steht im Einklang damit, dass sie über höhere Vermögensbestände verfügen.

Abbildung E
Verteilungseffekte auf die Konsumausgaben nach Einkommensterzilen



Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von HANK-Modellsimulationen.
Anmerkung: Die linke Säule zeigt den Anteil jedes Einkommensterzils an den aggregierten Konsumausgaben im Gleichgewicht. Die mittlere und die rechte Säule zeigen den Beitrag der verschiedenen Einkommensterzile zur kumulierten Veränderung des Konsums nach einem entsprechenden Schock.

Treten gleichzeitig Schocks auf die Terms of Trade und die Verbraucherunsicherheit auf, die die Sparquote der privaten Haushalte maßgeblich beeinflussen, so kann es zu erheblichen Risiken für das Wachstum und die Inflation kommen. Schocks auf die Terms of Trade und die Verbraucherunsicherheit wirken – zumindest kurzfristig – gegenläufig auf die Sparquote. Treten diese gleichzeitig als Reaktion auf die erhöhten geopolitischen Spannungen aufgrund des Krieges im Nahen Osten auf, könnten sie sich durch ihre weiter reichenden Auswirkungen auf die Binnennachfrage, das Einkommen und die Energiekosten gegenseitig verstärken. In diesem Fall könnte der kombinierte Effekt dieser Schocks das Wachstum erheblich bremsen, auch wenn die Sparquote weitgehend stabil bliebe. Trotz ihrer gegenläufigen Effekte auf die Inflation würden die Terms of Trade und die Verbraucherunsicherheit zudem per saldo zu einem Aufwärtsdruck auf die Inflation führen.

Literaturverzeichnis

Angelini, E., Bokan, N., Christoffel, K., Ciccarelli, M. und Zimic, S. (2019), [Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2315, September.

Auclert, A., Rognlie, M., Souchier, M. und Straub, L. (2024a), Exchange Rates and Monetary Policy with Heterogeneous Agents: Sizing up the Real Income Channel, Working Paper des NBER, Nr. 28872, August.

Auclert, A., Monnery, H., Rognlie, M. und Straub, L. (2024b), Managing an energy shock: fiscal and monetary policy, in: Bauducco, S., Fernández, A. und Violante, G. L. (Hrsg.), Heterogeneity in Macroeconomics: Implications for Monetary Policy, Banco Central de Chile, Santiago, S. 39-108.

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

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

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

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

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

Dossche, M., Krustev, G. und Zlatanov, S. (2021), [Höhere Ersparnisbildung der privaten Haushalte infolge von Covid-19: eine aktualisierte Analyse](#), Kasten 4, EZB, Wirtschaftsbericht 5/2021.

Kase, H. und Dinis Rigato, R. (2025), [Beyond averages: heterogeneous effects of monetary policy in a HANK model for the euro area](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 3086, August.

Welche Faktoren bestimmen die Entwicklung der Erwerbstätigkeit älterer Arbeitskräfte?

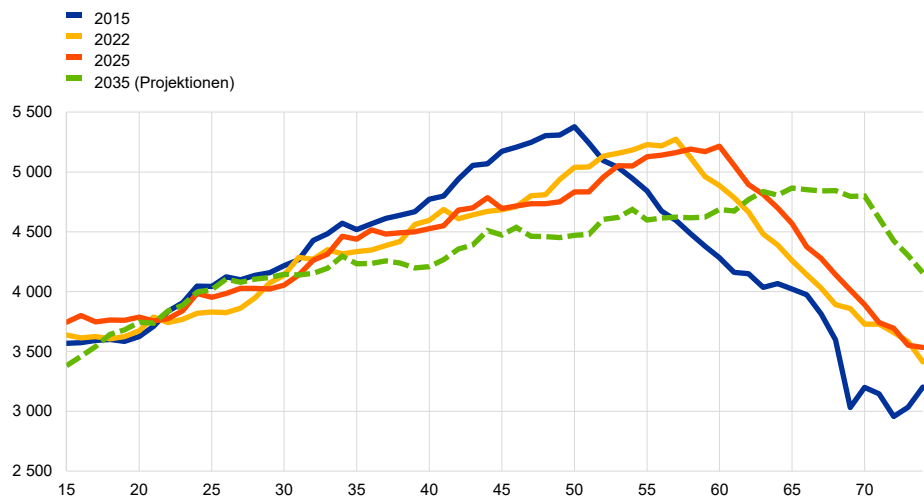
Nina Furbach und Afonso S. Moura

Im Euroraum vollzieht sich ein tiefgreifender demografischer Wandel. Dieser ist sogar über kürzere Horizonte erkennbar und wirkt sich erheblich auf die Beschäftigungsentwicklung aus. Die demografischen Veränderungen haben nicht nur langfristige Implikationen für die Wirtschaft, sondern können auch die kurzfristige Arbeitsmarktentwicklung beeinflussen. Die Bevölkerungsalterung kann auch in relativ kurzer Zeit zu spürbaren Veränderungen der Altersverteilung führen (siehe Abbildung A). Die Beschäftigungsquote variiert je nach Altersgruppe und ist bei älteren Menschen im Durchschnitt niedriger. Wenn sich also in einer alternden Volkswirtschaft die Zusammensetzung der Bevölkerung im Erwerbsalter verschiebt, dann wirkt sich dies automatisch auf die aggregierten Beschäftigungsquoten aus.¹ Zugleich verstärkt sich durch Veränderungen des gesetzlichen Rentenalters, eine steigende Lebenserwartung und eine bessere Gesundheit in späteren Lebensphasen die Bindung an den Arbeitsmarkt.²

Abbildung A

Bevölkerung im Erwerbsalter (15-74 Jahre) im Euroraum nach Alter und Jahr

(in Tsd. Personen)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Projektionen für 2035 basieren auf den EUROPOP2023.

Ältere Arbeitskräfte haben in den letzten Jahren erheblich zum Beschäftigungswachstum beigetragen, wobei der negative Kompositionseffekt der Alterung an sich gering war. Die Gesamtbeschäftigungsquote im Euroraum hat sich von 60,3 % im ersten Quartal 2022 auf rund 62 % im vierten Quartal 2025 erhöht, was einer Zunahme um 1,7 Prozentpunkte entspricht. Inwieweit ältere

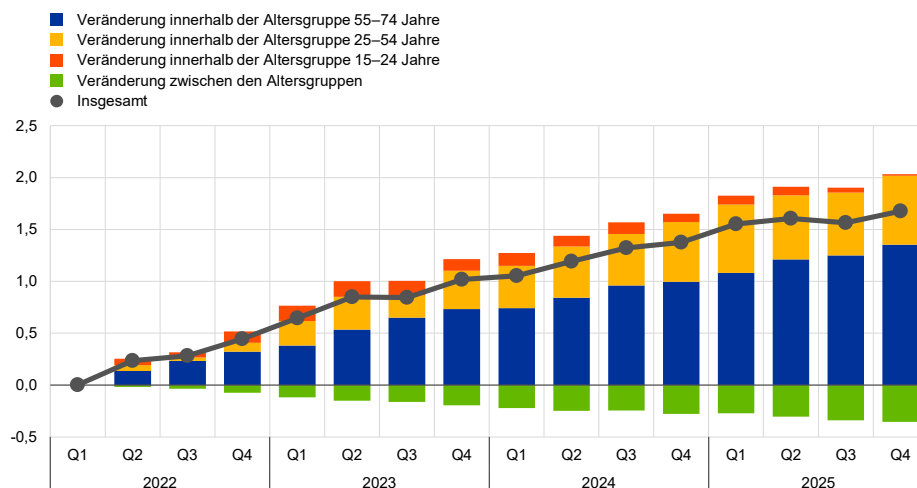
¹ Die Beschäftigungsquote ist definiert als der Anteil der Erwerbstätigen an der Gesamtbevölkerung.

² Siehe beispielsweise Arce und Sondermann (2026); Berson und Botelho (2023); Consolo et al. (2026).

Arbeitskräfte zu diesem Wachstum beigetragen haben, lässt sich durch eine Aufschlüsselung der Gesamtveränderung in verschiedene Beiträge feststellen. Um die Beiträge der verschiedenen Altersgruppen zur Veränderung der Beschäftigungsquote zu isolieren, werden jeweils die tatsächlichen Beschäftigungsquoten der einzelnen Altersgruppen betrachtet und dabei die Bevölkerungsanteile und Beschäftigungsquoten der übrigen Gruppen auf dem Niveau des ersten Quartals 2022 konstant gehalten (siehe die blauen, orangefarbenen und roten Balken in Abbildung B). Um die Auswirkungen von Veränderungen der Alterszusammensetzung zu erfassen, werden Veränderungen der Bevölkerungsgewichte (d. h. der Größe der Altersgruppen im Verhältnis zur Gesamtbevölkerung) zugelassen und dabei die Beschäftigungsquoten der einzelnen Gruppen konstant gehalten (siehe die grünen Balken in Abbildung B). Die Analyse ergibt, dass Personen im Alter von 55–74 Jahren 2022 zwar nur 34 % der Bevölkerung im Erwerbsalter ausmachten, aber 1,4 Prozentpunkte zum Anstieg der Gesamtbeschäftigungsquote beisteuerten. Im Vergleich dazu leisteten Personen im Alter von 15–24 Jahren einen Beitrag von null und jene im Alter von 25–54 Jahren einen Beitrag von nur 0,7 Prozentpunkten. Darüber hinaus zeigen die Ergebnisse, dass der reine Kompositionseffekt der Alterung vom ersten Quartal 2022 bis Ende 2025 relativ moderat war und die Gesamtbeschäftigungsquote lediglich um 0,4 Prozentpunkte dämpfte.

Abbildung B
Kumulierte Veränderung der Beschäftigungsquote im Euroraum

(in %; in Prozentpunkten)



Quellen: Arbeitskräfteerhebung der EU und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Verschiebungen zwischen den Gruppen werden ermittelt, indem die Beschäftigungsquoten für jede Altersgruppe konstant gehalten, aber Veränderungen der Bevölkerungsgewichte zugelassen werden. Zur Ermittlung der Veränderungen innerhalb der einzelnen Altersgruppen werden sowohl die Bevölkerungsgewichte als auch die Beschäftigungsquoten der jeweils übrigen Gruppen konstant gehalten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2025.

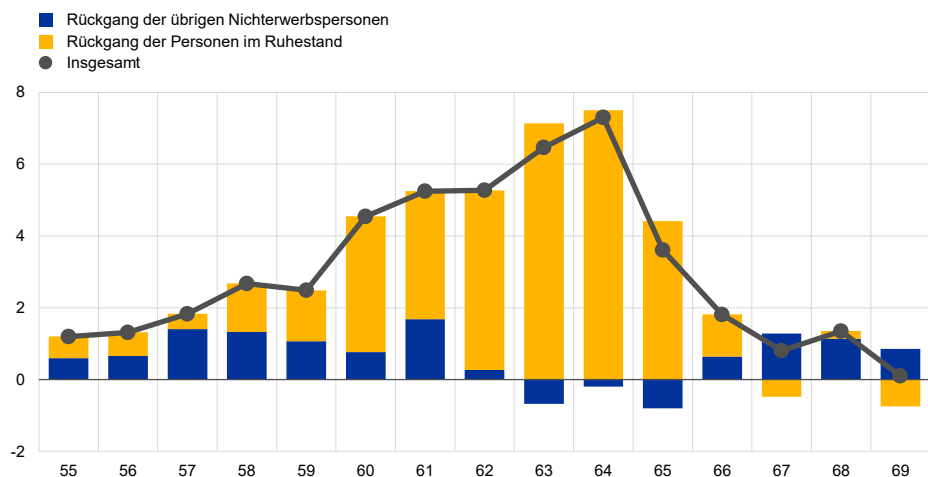
Der derzeitige Trend zu einem späteren Renteneintritt als in früheren Generationen hat sich als wesentlicher Treiber des Beschäftigungswachstums erwiesen. Die Zunahme der Beschäftigungsquote älterer Arbeitskräfte war zu mehr als 90 % auf die steigende Erwerbsquote dieser Altersgruppe zurückzuführen und

nicht auf einen höheren Anteil der tatsächlich erwerbstätigen Personen.³ Anhand von Mikrodaten aus der EU-Arbeitskräfteerhebung lassen sich die Veränderungen der Erwerbsquote nach dem jeweiligen Grund der Nichterwerbstätigkeit aufschlüsseln. Der jüngste Anstieg der Erwerbsbeteiligung spiegelt einen Rückgang des Anteils der Personen im Ruhestand wider, vor allem bei den 60- bis 65-Jährigen (siehe Abbildung C). Aus der EU-Arbeitskräfteerhebung und der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen geht in Bezug auf die Beschäftigungsübergänge hervor, dass der gesunkene Anteil der Personen im Ruhestand nicht darauf zurückzuführen war, dass mehr Menschen aus der Nichterwerbstätigkeit wieder in eine Beschäftigung wechselten, sondern vielmehr darauf, dass weniger Menschen in den Ruhestand eintraten.

Abbildung C

Veränderung der Erwerbsquote im Euroraum vom vierten Quartal 2021 bis zum vierten Quartal 2024

(in %; in Prozentpunkten)



Quellen: Arbeitskräfteerhebung der EU und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Griechenland, Irland, die Niederlande, Österreich und die Slowakei sind hier nicht berücksichtigt, weil für diese Länder keine entsprechenden Daten vorliegen.

Die jüngsten Veränderungen des tatsächlichen Renteneintrittsalters lassen sich nur zum Teil durch Änderungen des gesetzlichen Rentenalters erklären.

Das durchschnittliche Alter, in dem Menschen tatsächlich aus dem Arbeitsmarkt ausscheiden, erhöhte sich von 2022 bis 2024 in fast allen Ländern des Euroraums beträchtlich – und zwar im Schnitt um rund ein halbes Jahr. In den meisten Volkswirtschaften des Euroraums stieg das tatsächliche Renteneintrittsalter damit stärker als das gesetzliche Rentenalter (siehe Abbildung D). So ging eine Erhöhung des tatsächlichen Renteneintrittsalters um ein Jahr lediglich mit einem Anstieg des gesetzlichen Rentenalters um 0,1 Jahre einher (Steigung der Regressionsgeraden in Abbildung D), der statistisch nicht signifikant ist.⁴ Die jüngsten Veränderungen des

³ Die Beschäftigungsquote lässt sich zerlegen in die Erwerbsquote (Anteil der Erwerbspersonen, d. h. der Erwerbstätigen und der aktiv Arbeitssuchenden, an der Gesamtbevölkerung) und den Anteil der Erwerbstätigen an den Erwerbspersonen.

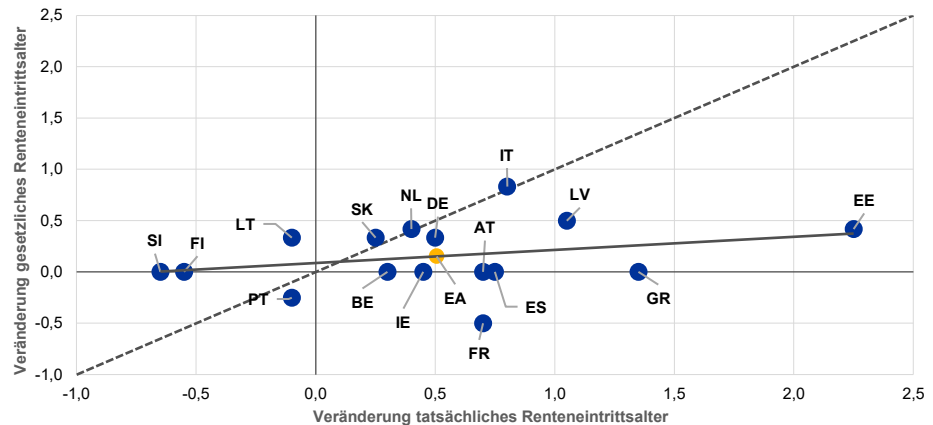
⁴ Eine Analyse der Daten von 2000 bis 2019 zeigt, dass sich der Steigungskoeffizient in diesem Zeitraum auf rund 0,5 erhöhte, was auf dem 5%-Niveau statistisch signifikant ist. Auch auf längere Sicht scheint sich der Anstieg des tatsächlichen Renteneintrittsalters nur zum Teil durch die Anhebungen des gesetzlichen Rentenalters erklären zu lassen.

gesetzlichen Rentenalters dürften also für die Erhöhung des tatsächlichen Renteneintrittsalters nur eine begrenzte Rolle gespielt haben.

Abbildung D

Veränderung des tatsächlichen und gesetzlichen Renteneintrittsalters in den einzelnen Ländern von 2022 bis 2024

(in Jahren)



Quellen: OECD (2023), OECD (2025) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Das tatsächliche Renteneintrittsalter ist definiert als das durchschnittliche Alter, in dem Erwerbspersonen aus dem Arbeitsmarkt ausscheiden. Das gesetzliche Renteneintrittsalter ist definiert als das durchschnittliche Alter, in dem Erwerbspersonen, die mit 22 Jahren in den Arbeitsmarkt eintraten, nach einem vollen Erwerbsleben in den Ruhestand gehen. Der gelbe Punkt markiert den ungewichteten Durchschnitt der Länder des Euroraums. Für Bulgarien, Kroatien, Luxemburg, Malta und Zypern liegen keine entsprechenden Daten vor.

Das Beschäftigungswachstum dürfte in den kommenden Jahren weiterhin dadurch gestützt werden, dass Menschen immer später in Rente gehen.

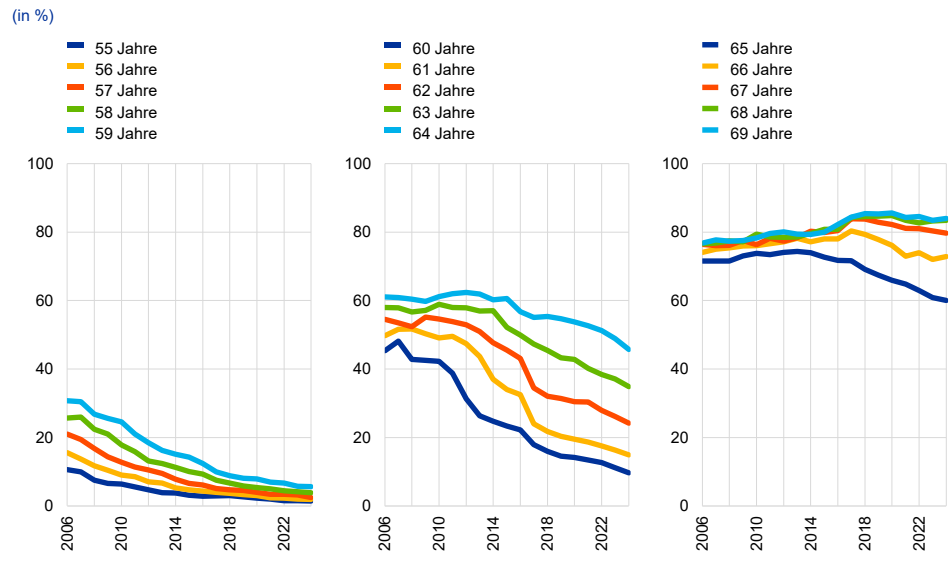
Es scheint sich hierbei um einen strukturellen, langfristigen Trend zu handeln.⁵ Der Anteil der Personen im Ruhestand an der Gesamtbevölkerung weist zwar nur eine geringe Reagibilität gegenüber dem Konjunkturzyklus auf, nahm aber von 2006 bis 2024 stetig ab (siehe Abbildung E). Die zeitliche Gestaltung dieses Rückgangs war in den einzelnen Altersgruppen unterschiedlich. Bei den 55- bis 59-Jährigen sank der Anteil der Renteneintritte Anfang der 2000er-Jahre stark und scheint sich inzwischen bei unter 10 % stabilisiert zu haben. Bei den 60- bis 65-Jährigen setzte der Rückgang später ein und hält noch immer an; aktuell liegt die Renteneintrittsquote hier im Durchschnitt aber nach wie vor bei rund 40 %. Ein Vergleich mit anderen Industrieländern legt nahe, dass es bei älteren Arbeitskräften tatsächlich Spielraum für einen weiteren Anstieg der Beschäftigungsquote gibt. So betrug die Beschäftigungsquote 2024 in Japan, das mit einer äußerst starken Bevölkerungsalterung konfrontiert ist, bei den 60- bis 64-Jährigen rund 74 % und bei den 65- bis 69-Jährigen etwa 54 %. Im Euroraum waren die entsprechenden Quoten mit 53 % bzw. 19 % deutlich niedriger. Mit Blick auf die Zukunft lässt dies den Schluss zu, dass das Rentenalter im Euroraum im Einklang mit den Projektionen im Bericht der Europäischen Kommission über die Bevölkerungsalterung 2024 insgesamt weiter steigen wird. Wie schnell dies geschieht, wird jedoch von den

⁵ Siehe Bodnár und Nerlich (2020).

Anpassungen des gesetzlichen Rentenalters und von der gesundheitlichen Entwicklung abhängen.

Abbildung E

Anteil der Personen im Ruhestand im Euroraum nach Alter



Quellen: Arbeitskräfteerhebung der EU und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Deutschland (bis 2016), Griechenland, Irland, die Niederlande, Österreich und die Slowakei sind hier nicht berücksichtigt, weil für diese Länder keine entsprechenden Daten vorliegen. Die Anteile der Personen im Ruhestand sind im Verhältnis zur Bevölkerung der entsprechenden Altersgruppe angegeben. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2024.

Literaturverzeichnis

Arce, Ó. und Sondermann, D. (2026), [Low unemployment, plenty of labour: what does it imply for wage pressures?](#), Der EZB-Blog, 9. März.

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

Bodnár, K. und Nerlich, C. (2020), [Bestimmungsfaktoren der steigenden Erwerbsbeteiligung – die Bedeutung von Reformen der Alterssicherung](#), EZB, Wirtschaftsbericht 5/2020.

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

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

OECD (2023), [Pensions at a Glance 2023](#), 13. Dezember.

OECD (2025), [Pensions at a Glance 2025](#), 27. November.

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

Catherine Elding, Friderike Kuik, Aidan Meyler und Richard Morris

Im vorliegenden Kasten werden die wichtigsten Ergebnisse zusammengefasst, die die EZB aus dem jüngsten Dialog mit Vertreterinnen und Vertretern von 67 führenden nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum gewonnen hat. Die Umfrage fand überwiegend im Zeitraum vom 23. März bis zum 1. April 2026 statt.¹

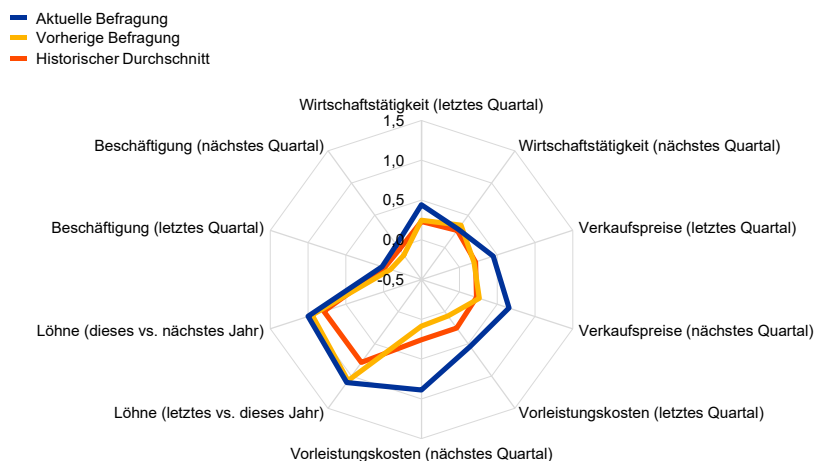
Die befragten Unternehmen meldeten für das erste Quartal eine gute Geschäftstätigkeit. Es gab bislang nur wenige Anzeichen dafür, dass die Nachfrage auf den Krieg im Nahen Osten reagiert. Einige wenige Unternehmen meldeten, dass der Jahresauftakt verhalten gewesen sei. Generell entwickelte sich die Wirtschaftstätigkeit den befragten Unternehmen zufolge jedoch im ersten Quartal gut oder besser als zuvor. Dies entsprach weitgehend früheren Erwartungen oder übertraf diese sogar. Das Wachstum wurde nach wie vor hauptsächlich von den Dienstleistungen getragen. Aber auch die Auftragslage und die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Baugewerbe nahmen stetig zu. Abgesehen von Störungen in bestimmten Bereichen, die unmittelbar mit der Entwicklung im Nahen Osten zusammenhängen (d. h. Unternehmensabsätze in der Region sowie Ein-, Aus- und Durchreisen), ließen die Auftragseingänge bis Ende März noch nicht auf eine dadurch bedingte Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit schließen.

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

Abbildung A

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

(Durchschnitt der von den Fachleuten der EZB vergebenen Werte)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Werte spiegeln wider, wie die Fachleute der EZB die Antworten der befragten Unternehmen zur vierteljährlichen Entwicklung der Wirtschaftstätigkeit (Umsatz, Produktion, Auftragslage), der Vorleistungskosten (Material-, Energie-, Transportkosten usw.) und der Verkaufspreise sowie die Antworten zur jährlichen Lohnentwicklung durchschnittlich einschätzen. Die Skala reicht von -2 (deutlicher Rückgang) bis +2 (deutlicher Anstieg). Ein Wert von 0 bedeutet keine Veränderung. Bei der aktuellen Befragung bezieht sich die Bezeichnung „letztes Quartal“ auf das erste und „nächstes Quartal“ auf das zweite Quartal 2026. Bei der vorherigen Befragung bezogen sich die Begriffe auf das vierte Quartal 2025 und das erste Quartal 2026. Im Hinblick auf die Lohnentwicklung werden die Unternehmen im Januar und im März/April in der Regel danach gefragt, wie sie die Aussichten für das laufende Jahr im Vergleich zum Vorjahr einschätzen. Im Juni/Juli sowie im September/Oktober liegt der Schwerpunkt dann auf den Aussichten für das nächste Jahr im Vergleich zum laufenden Jahr. Der historische Durchschnitt wird mithilfe von Zusammenfassungen vergangener Dialogrunden (bis ins Jahr 2008 zurückreichend) ermittelt.

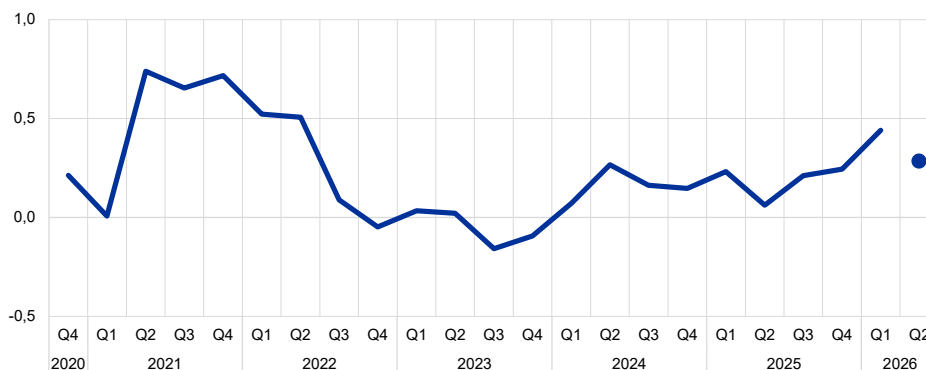
Die privaten Konsumausgaben wuchsen zwar stabil weiter, das Wachstum dürfte sich aber in den kommenden Monaten abschwächen.

In einem Umfeld intensiven Wettbewerbs meldeten die Konsumgüterproduzenten und Einzelhändler ein moderates Wachstum. Lebensmitteleinzelhändler und ihre Zulieferer teilten mit, dass sich angesichts der immer noch hohen Nahrungsmittelpreise die Nachfrage weiterhin verschiebe und die Verbraucherinnen und Verbraucher zunehmend Discounter gegenüber Supermärkten mit Vollsortiment bevorzugten. Die Wirtschaftstätigkeit im Bekleidungseinzelhandel entwickelte sich im ersten Quartal den Unternehmen zufolge zwar gut, schwächte sich nach dem Winterschlussverkauf jedoch etwas ab. Dies ist möglicherweise darauf zurückzuführen, dass die Verbraucherinnen und Verbraucher wegen der Lage im Nahen Osten erneut Vorsicht walten ließen. Der Markt für Haushaltsgeräte und Unterhaltungselektronik blieb aufgrund des moderaten Wachstums und der zunehmenden Konkurrenz durch chinesische Hersteller schwierig. Diese Konkurrenz betraf nicht nur den Markt für preisgünstigere Geräte, sondern zuletzt auch das Premium-/Luxussegment, das verstärkt von innovativen robotergestützten Produkten aus China durchdrungen wurde. Bei den verbrauchernahen Dienstleistungen meldeten die befragten Unternehmen im Telekommunikationssektor eine kontinuierlich steigende Nachfrage nach Mobil- und Internetdiensten. Auch bei Flugreisen und der Hotelauslastung wurde in den ersten Monaten des Jahres ein gutes Wachstum verzeichnet. Es gab jedoch Meldungen über rückläufige Buchungen im März sowie Bedenken, dass es insbesondere im Sommer zu einem ausbleibenden Einreiseverkehr aus asiatischen Ländern und dem Nahen Osten kommen könnte.

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.

Unter Zugrundelegung der Auftragseingänge verbesserten sich die

Investitionsaussichten weiter.

In der Technologiebranche war eine kräftig steigende Nachfrage zu verzeichnen, die dadurch bedingt war, dass KI die Nachfrage nach entsprechenden Software- und Cloud-Diensten erhöhte sowie den Bau von Rechenzentren vorantrieb. Der Bau solcher Zentren befindet sich in Europa noch in einem frühen Stadium, dürfte aber angesichts zunehmender Sorgen über die digitale Souveränität in den nächsten ein bis zwei Jahren deutlich an Fahrt gewinnen. Auch die Investitionen in Verteidigungsgüter stiegen sehr rasch an. Die in diesem Sektor tätigen Unternehmen äußerten sich ausgesprochen positiv darüber, wie die Staatsausgaben den Auftragseingang beeinflussten. Was die Bautätigkeit betrifft, so wirkte sich die angekündigte Anhebung der Infrastrukturausgaben durch die deutsche Bundesregierung noch nicht auf die Tätigkeit im Baugewerbe aus. Dennoch stützten Infrastrukturprojekte in den Bereichen Verkehr, erneuerbare Energien, gewerbliche Bauten und Krankenhäuser das Wachstum in der Baubranche. Den befragten Unternehmen zufolge dürften sich überdies die Wohnungsbauinvestitionen in Mittel- und Nordeuropa langsam erholen (wenngleich die hohen Baukosten dem nicht zuträglich sind) und in Südeuropa kräftig zulegen. Die Nachfrage nach Ausrüstungsgütern war nach wie vor schwach, hat aber den Unternehmen zufolge alles in allem die Talsohle erreicht.

Die Beschäftigung war recht stabil, und im Vergleich zu den vorherigen

Umfragerunden gab es gewisse Anzeichen einer Verbesserung.

Den befragten Unternehmen zufolge nahm die Beschäftigung in den meisten Bereichen des Dienstleistungssektors leicht zu. In der Industrie ging sie hingegen größtenteils weiter zurück, wenngleich es Anzeichen dafür gab, dass sich der Rückgang allmählich abschwächte. Entsprechend meldeten die Personalagenturen, dass ihre Vermittlungstätigkeit nach mehreren rückläufigen Quartalen eine Talsohle erreicht habe. Allerdings war dies zum Zeitpunkt der Umfrage lediglich durch eine leichte Belebung bei befristeten Arbeitsverhältnissen bedingt und nicht durch unbefristete Einstellungen. Viele Unternehmen, darunter auch die Personalagenturen selbst,

berichteten abermals von einer KI-gestützten Prozessoptimierung, die zu einem geringeren und differenzierten Personalbedarf führte.

Vor dem Ausbruch des Krieges im Nahen Osten war das Wachstum der Verkaufspreise nach wie vor moderat. Insbesondere im verarbeitenden Gewerbe und im Einzelhandel ohne Nahrungsmittel wurden die Preise durch die noch immer relativ geringe Nachfrage der Verbraucherinnen und Verbraucher und der Industrie sowie den intensiven Wettbewerb, vor allem durch chinesische Importe, begrenzt. Deutliche Preisanstiege waren nur in relativ wenigen Sektoren zu beobachten, beispielsweise im Tourismus, bei KI-bezogenen Dienstleistungen, bei Halbleitern, in der Luft- und Raumfahrt und in der Verteidigungsindustrie. Alle diese Bereiche verzeichneten einen starken Nachfrageanstieg. In der Stahlindustrie zogen die Preise ebenfalls kräftig an, hier jedoch hauptsächlich aufgrund der bevorstehenden Einführung neuer EU-Importquoten und -zölle und teilweise aufgrund des CO₂-Grenzausgleichsmechanismus. Bei den Preisen für Nahrungsmittel war das Bild uneinheitlich. Extremwetterereignisse übten weiterhin tendenziell Aufwärtsdruck auf die Obst- und Gemüsepreise aus. Dagegen schätzen die befragten Unternehmen die Preise für Fleisch, Kaffee, Kakao und verarbeitete Nahrungsmittel als stagnierend oder leicht sinkend ein.

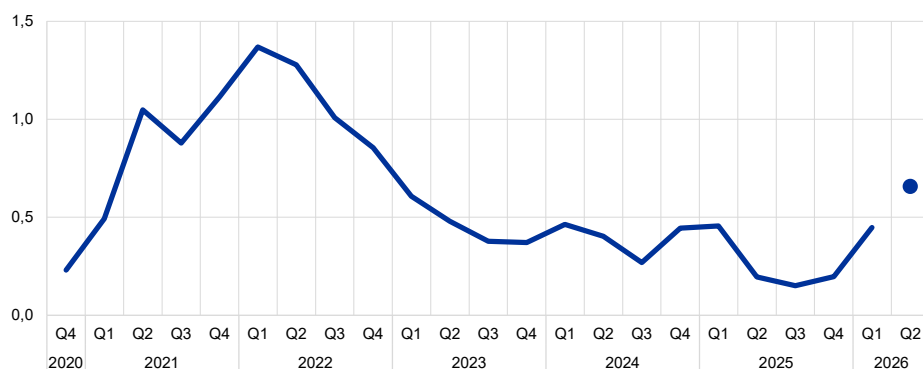
Der sprunghafte Anstieg der Ölpreise im März wirkte rasch auf die Verkaufspreise der Waren und Dienstleistungen durch, die am stärksten vom Erdöl abhängen. Die breitere Preisweitergabe könnte allerdings langsamer ausfallen als in der Vergangenheit. Laut den Befragten aus der Luftfahrt-, Logistik-, Chemie-, Kunststoff- und Verpackungsbranche wurden die (oft zweistelligen) Preiserhöhungen bereits im März umgesetzt oder für das zweite Quartal angekündigt. Ermöglicht wurde dies zum Teil durch Vertragsbestimmungen, die automatische Anpassungen bei steigenden Energiepreisen vorsahen. Solche Klauseln sind inzwischen häufiger in Verträgen zu finden als noch zum Zeitpunkt des russischen Einmarschs in die Ukraine, da die Unternehmen aus dieser Erfahrung gelernt haben. Zugleich waren zumindest die großen Unternehmen tendenziell besser gegen Schwankungen der Energiepreise abgesichert als 2022. Diese Absicherung dürfte die Auswirkungen kurzfristig etwas begrenzen, denn die Weitergabe höherer Energiepreise erfolgte bei diesen Unternehmen weniger direkt und wirkte hauptsächlich oder ausschließlich über kleinere, nicht abgesicherte Zulieferer, die höhere Inputpreise verlangten.

Sollte der Krieg im Nahen Osten jedoch nicht bald beendet werden, wird es den Unternehmen zufolge wahrscheinlich zu Lieferkettenstörungen kommen, die für zusätzlichen erheblichen Aufwärtsdruck bei den Preisen sorgen und die Nachfrage dämpfen könnten. Ein Konflikt, der nicht nur Wochen, sondern Monate andauert – mit einer weiterhin blockierten Straße von Hormus und/oder erneuten Angriffen auf die Öl- und Gasinfrastruktur –, würde nicht nur zu einer globalen Verknappung von Kraftstoffen, sondern auch von vielen anderen Produkten führen, für deren Herstellung Ölderivate benötigt werden. Besondere Bedenken bestanden in Bezug auf potenzielle Engpässe bei Wasserstoff, der bei der Herstellung von Düngemitteln zum Einsatz kommt, sowie Helium, das zur Kühlung in der Halbleiterproduktion sowie in vielen Hochtechnologiebranchen zum Schweißen von

Kupfer und Nickel verwendet wird. Derartige Versorgungsengpässe könnten einen Preisauftrieb ähnlichen Ausmaßes wie während der Corona-Pandemie auslösen. Allerdings gibt es in der aktuellen Situation einige risikomindernde Faktoren: Erstens schätzten die Unternehmen (anders als während der Pandemie) die globale Nachfrage als schwach ein, insbesondere angesichts der gedämpften Binnennachfrage in China. Zweitens dürfte es ihrer Auffassung nach keine abrupten Verschiebungen zwischen Waren- und Dienstleistungskonsum geben. Drittens dürfte die Unterstützung durch die Finanzpolitik geringer ausfallen. Und schließlich sind die Lieferketten nach zahlreichen Schocks in den letzten Jahren nun widerstandsfähiger und anpassungsfähiger. Hauptsorge der meisten befragten Unternehmen waren die Auswirkungen des Krieges auf das Verbrauchervertrauen und damit auf die Endnachfrage.

Abbildung C Einschätzungen der aktuellen und zukünftigen Preisentwicklung

(Durchschnitt der von den Fachleuten der EZB vergebenen Werte)



Quelle: EZB.

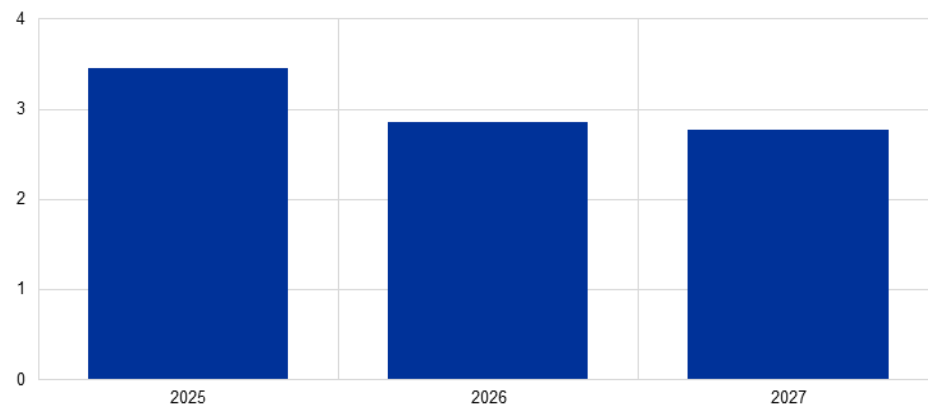
Anmerkung: Die Werte spiegeln wider, wie die Fachleute der EZB die Antworten der befragten Unternehmen zur vierteljährlichen Entwicklung der Verkaufspreise durchschnittlich einschätzen. Die Skala reicht von -2 (deutlicher Rückgang) bis +2 (deutlicher Anstieg). Ein Wert von 0 bedeutet keine Veränderung.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

Die befragten Unternehmen rechnen weiterhin mit einem moderateren Lohnwachstum. Wie aus ihren quantitativen Angaben hervorgeht, rechnen sie im Schnitt damit, dass sich das Lohnwachstum von 3,5 % im Jahr 2025 auf 2,9 % im Jahr 2026 und 2,8 % im Jahr 2027 verlangsamen wird. Diese Einschätzungen und Erwartungen sind etwas höher als in der vorangegangenen Umfragerunde, was zum Teil auf eine veränderte Zusammensetzung des Panels und nicht unbedingt auf eine veränderte Einschätzung der Aussichten zurückzuführen sein dürfte. Angesichts des Krieges im Nahen Osten haben einige Unternehmen (rund 10 %) ihre Erwartungen für das Lohnwachstum für 2027 bereits leicht nach oben korrigiert. Eine noch größere Zahl an Unternehmen (etwa 30 %) war der Auffassung, dass der Krieg ein Aufwärtsrisiko für das Lohnwachstum darstellt.

Abbildung D

Quantitative Einschätzung des Lohnwachstums

(in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Durchschnittswerte des wahrgenommenen Lohnwachstums im eigenen Sektor im Jahr 2025 und Erwartungen für die Jahre 2026 und 2027. Die Durchschnittswerte für 2025, 2026 und 2027 basieren auf den Angaben von 60, 61 bzw. 42 befragten Unternehmen.

Literaturverzeichnis

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

Was ist neu im HVPI? Die Aktualisierung der Klassifikation im Jahr 2026 und ihre Auswirkungen auf die Inflationsanalyse

Martin Eiglsperger, Katalin Bodnár, Rania Bouhaouita Haddad und Elisabeth Wieland

Mit der Veröffentlichung des HVPI für Januar 2026 wurde eine wesentliche Änderung bei der Klassifikation der Konsumgüter eingeführt. Der HVPI, den die EZB als ihre wichtigste Messgröße der Inflation im Euroraum nutzt, dient als Maßstab für die Beurteilung der Preisstabilität. Deren Gewährleistung ist das vorrangige Ziel der Geldpolitik der EZB. Ein wesentliches Merkmal des HVPI ist die Verfügbarkeit detaillierter Preisindizes nach Produkten, wobei diese nach dem jeweiligen Verwendungszweck ihres Verbrauchs klassifiziert sind. Ferner werden mit dem HVPI bestimmte aggregierte Indizes veröffentlicht, beispielsweise für (verarbeitete und unverarbeitete) Nahrungsmittel, Energie, Industrieerzeugnisse ohne Energie und Dienstleistungen. Die HVPI-Klassifikation basiert auf der Klassifikation der Verwendungszwecke des Individualverbrauchs (COICOP), die 1999 eingeführt und später auf europäischer Ebene in Form des Europäischen COICOP (ECOICOP) verfeinert wurde.¹ Der HVPI wurde zum Januar 2026 umfassend aktualisiert. Dabei wurde die europäische Klassifikation mit dem internationalen Standard COICOP 2018 in Einklang gebracht, wodurch ECOICOP Version 2 geschaffen wurde. Darüber hinaus wurde das Index-Referenzjahr für den HVPI von 2015=100 auf 2025=100 umgestellt. Das Aggregat des Euroraums wurde zudem um Bulgarien erweitert, nachdem das Land dem Euroraum am 1. Januar 2026 beigetreten war.²

Ein wesentliches Ziel der neuen Klassifikation von HVPI-Positionen bestand darin, Waren und Dienstleistungen klarer voneinander zu trennen. Die neue HVPI-Klassifikation ermöglicht eine feinere Abgrenzung von Dienstleistungen, von denen einige bislang unter Waren aufgeführt wurden. So waren Zustellgebühren vorher im Gesamtpreis der gelieferten Waren enthalten. Jetzt werden sie separat als Dienstleistung klassifiziert. Separat berechnete Zustellgebühren für Waren werden fortan der Kategorie „Lieferung von Waren“ zugeordnet.³ Für Online-Käufe, die von einem eigenständigen Kurier- oder Paketzustelldienst geliefert werden, gibt es auch eine Kategorie „Kurier-, Express- und Paketdienstleistungen“.⁴ Reparatur-, Wartungs-, Vermietungs- und Installationsdienstleistungen werden nun separat aufgeführt, und der Bereich „IT-Hard- und Software“ wird nicht mehr unter „Freizeit-

¹ Die Klassifikation der Vereinten Nationen nach Verwendungszwecken, die im Jahr 1999 in den HVPIs eingeführt und 2018 aktualisiert wurde, stellt die internationale Referenzklassifikation für die privaten Konsumausgaben dar. Weitere Angaben zu Änderungen der Klassifikation finden sich bei Eurostat (2026).

² Bulgarien hat 2026 im HVPI für den Euroraum ein Gewicht von rund 0,9 %. Die Aufnahme Bulgariens in den HVPI-Gesamtindex für den Euroraum hatte daher keine signifikanten Auswirkungen.

³ Die Kategorie „Lieferung von Waren“ hat 2026 im HVPI für den Euroraum ein Gewicht von rund 0,15 %.

⁴ Die Kategorie „Kurier-, Express- und Paketdienstleistungen“ hat 2026 im HVPI für den Euroraum ein Gewicht von rund 0,7 %.

und Kulturdienstleistungen“, sondern nun unter „Information und Telekommunikation“ aufgeführt. Versicherungs- und Finanzdienstleistungen werden jetzt getrennt von sonstigen persönlichen Dienstleistungen aufgeführt. Die neue HVPI-Klassifikation wurde darüber hinaus an internationale Standards angepasst, und Glücksspiele (wie Lotterien, Wetten und weitere auch online verfügbare Glücksspielangebote) werden als neue Position eingeführt.⁵

Die neue Klassifikation hat sich nicht auf die Gesamtinflation ausgewirkt und auch nicht zu größeren Veränderungen der wichtigsten Aggregate im HVPI geführt. An sich hätten die Neuberechnungen anhand von ECOICOP Version 2 zwar zu Anpassungen der Gesamtinflationen geführt, doch wurden die Raten für die HVPI-Gesamtinflation von den europäischen Statistikämtern nicht geändert.⁶ Bei den Jahresänderungsraten im HVPI-Gesamtindex für den Euroraum gab es indes geringfügige Unterschiede von maximal 0,1 Prozentpunkten. Allerdings spiegeln diese Unterschiede lediglich den Einfluss von Rundungen wider, die im Zuge der Umstellung des Index-Referenzjahrs von 2015 auf 2025 vorgenommen wurden.⁷ Auf der Ebene der Teilkomponenten waren infolge der Neuberechnung der historischen Daten anhand der neuen Klassifikation einige Änderungen der Preisindizes und Gewichte zu verzeichnen. Der größte Effekt zeigte sich bei den Aggregaten von Nahrungsmittel-Positionen. Im Bereich der Nahrungsmittel werden bestimmte gekühlte und gefrorene Nahrungsmittel nun als unverarbeitete und nicht mehr als verarbeitete Nahrungsmittel eingestuft. Infolgedessen weist die auf der neuen Klassifikation basierende Teuerung bei den unverarbeiteten Nahrungsmitteln nun eine etwas geringere Volatilität auf (siehe Abbildung A, Grafik a). Die maximale absolut gemessene Revision bei den monatlichen Jahresänderungsraten belief sich bei den unverarbeiteten Nahrungsmitteln auf rund 1,2 Prozentpunkte und bei den verarbeiteten Nahrungsmitteln auf 0,3 Prozentpunkte. Für die sonstigen Komponenten (Energie, Industrieerzeugnisse ohne Energie und Dienstleistungen) lagen die maximalen absolut gemessenen Revisionen nur zwischen 0,1 und 0,2 Prozentpunkten (siehe Abbildung A, Grafik b).

⁵ Siehe [Delegierte Verordnung \(EU\) 2024/3159 der Kommission](#) vom 2. September 2024 zur Änderung der Verordnung (EU) 2016/792 des Europäischen Parlaments und des Rates über harmonisierte Verbraucherpreisindizes und den Häuserpreisindex im Hinblick auf die Klassifizierung des Konsums und die Einbeziehung von Glücksspielen. Auf Glücksspiele entfällt im Jahr 2026 ein Gewicht von rund 1 % im HVPI für den Euroraum, wobei sich das Gewicht in den einzelnen Euro-Ländern in einer Spanne von 0,01 % (Irland) bis 3,12 % (Zypern) bewegt. Gemäß der vorläufigen Einschätzung auf Basis von HVPI-Daten für Januar bis März 2026 sind die Auswirkungen von Glücksspielen auf den HVPI für Dienstleistungen vernachlässigbar. Die Kosten für selbst genutztes Wohneigentum wurden noch nicht in die neue HVPI-Klassifikation aufgenommen. Die europäischen Statistikämter arbeiten an verschiedenen Ansätzen zur statistischen Erfassung dieser Kosten in den Verbraucherpreisindizes. Siehe EZB (2025).

⁶ Um die HVPI-Gesamtinflation stabil zu halten, wurden etwaige Unterschiede, die sich aus der Bottom-up-Aggregation auf Grundlage von ECOICOP Version 2 ergaben, auf die Komponenten verteilt.

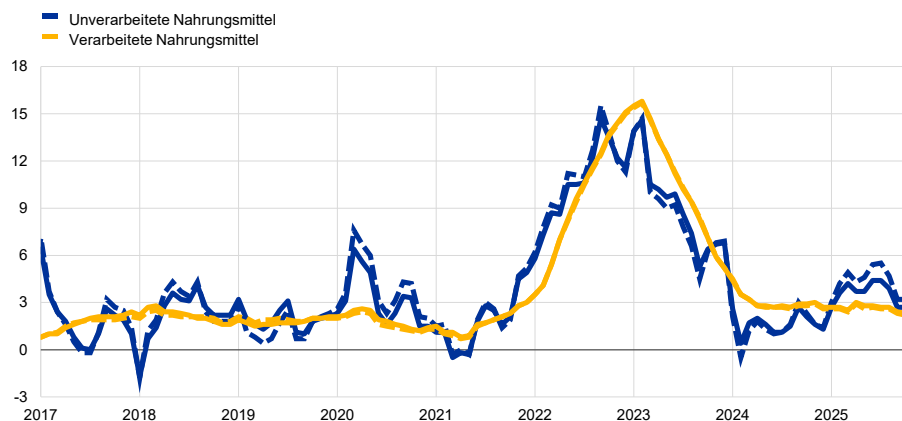
⁷ Die HVPI-Gesamtinflationen blieben zwar von der Rückrechnung gemäß der neuen Klassifikation unberührt, aber die Umstellung des Basisjahrs von 2015 auf 2025 in Verbindung mit den Rundungsregeln im HVPI brachten einige geringfügige Änderungen der historischen Daten beim HVPI-Gesamtindex mit sich. Auch im Jahresverlauf 2026 könnte es noch zu leichten Korrekturen an den historischen Zeitreihen kommen.

Abbildung A

Gegenüberstellung von ECOICOP Version 1 und ECOICOP Version 2: Revisionen nach HVPI-Hauptkomponenten

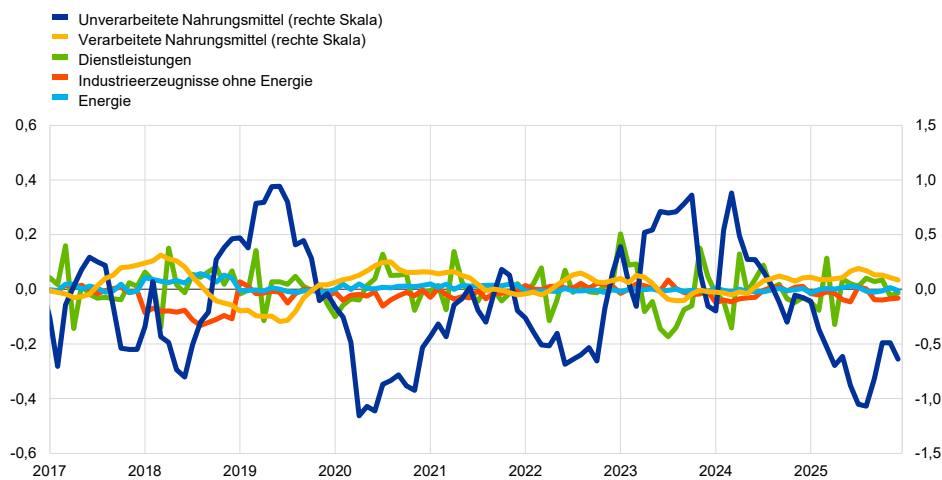
a) Jahresänderungsraten der HVPI-Teuerungsrate für Nahrungsmittel gemäß ECOICOP Version 1 und ECOICOP Version 2

(in %)



b) Revisionen der HVPI-Jahresänderungsraten gemäß ECOICOP Version 2 nach HVPI-Komponenten

(in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a: Die durchgezogenen Linien beziehen sich auf ECOICOP Version 2 und die gestrichelten Linien auf ECOICOP Version 1. Grafik a und b: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2025.

Die Änderungen der HVPI-Klassifikation haben auch Einfluss auf die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation. Sie führen zu geringen Revisionen bei den auf permanentem und temporärem Ausschluss basierenden Indikatoren, lassen aber deren allgemeine Entwicklung weitgehend unberührt. Die EZB überwacht eine Vielzahl an Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation; die Bandbreite erstreckt sich von Indikatoren, die auf permanentem und temporärem Ausschluss basieren, bis hin zu modellbasierten Messgrößen.⁸ Insgesamt gingen von der Neuberechnung anhand der neuen Klassifikation nur geringe Effekte auf die auf permanentem und temporärem Ausschluss basierenden Indikatoren aus. So gab es kaum Änderungen bei den historischen Daten für den HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX), den HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Luftreiseverkehr, Bekleidung und Schuhe (HVPIXX) und den Indikatoren, die getrimmte Mittelwerte anzeigen.⁹ Bei diesen Indikatoren lagen die maximalen absolut gemessenen Revisionen der monatlichen Jahreswachstumsraten bei rund 0,2 Prozentpunkten. Im Gegensatz dazu wies der gewichtete Median etwas umfangreichere Revisionen auf, die in einigen Monaten bis zu 0,4 Prozentpunkte betragen. Die entsprechende Bandbreite der ausschlussbasierten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation wird von der Neuberechnung der historischen Daten kaum beeinflusst (siehe Abbildung B, Grafik a).

⁸ Siehe Bańbura et al. (2023).

⁹ Der Vergleich der Indikatoren erstreckt sich von 2001 bis zum letzten verfügbaren Datenpunkt.

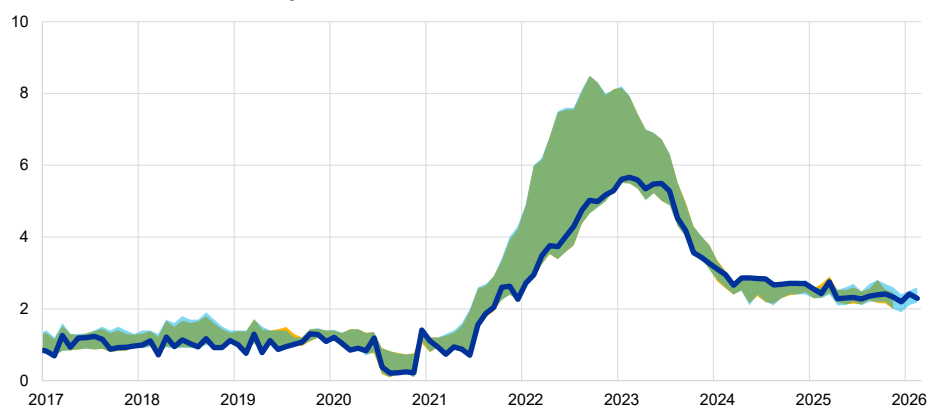
Abbildung B

Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation

a) Bandbreite der ausschussbasierten Messgrößen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

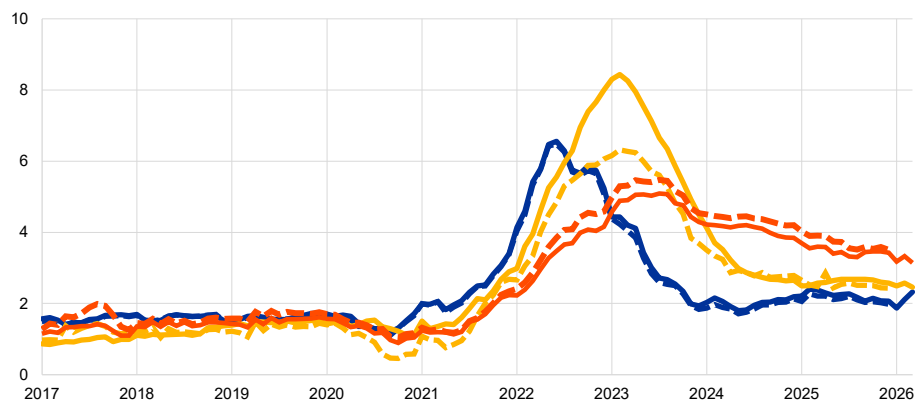
- HVPIX
- Bandbreite bei ECOICOP Version 1
- Bandbreite bei ECOICOP Version 2
- Bandbreite der Überschneidungen von ECOICOP Version 1 und 2



b) Persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI), Supercore-Indikator und Indikator der Binneninflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

- PCCI
- Supercore-Indikator
- Indikator der Binneninflation



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Bandbreite der ausschussbasierten Messgrößen umfasst die folgenden Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation: HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel, HVPI ohne Energie, HVPI ohne Energie, HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Luftreiseverkehr sowie Bekleidung und Schuhe, getrimmter Mittelwert (10 %), getrimmter Mittelwert (30 %) und gewichteter Median. Grafik b: Die durchgezogenen Linien beziehen sich auf ECOICOP Version 2 und die gestrichelten Linien auf ECOICOP Version 1. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2025 (ECOICOP Version 1) bzw. März 2026 (ECOICOP Version 2).

Die PCCI und der Indikator der Binneninflation haben sich durch die neue Klassifikation kaum verändert, während die umfassenderen Revisionen beim Supercore-Indikator vor allem eine Anpassung der zugrunde liegenden Methodik widerspiegeln (siehe Abbildung B, Grafik b). Die PCCI erfasst die gemeinsamen und persistenten Komponenten auf der vierstelligen ECOICOP-Gliederungsebene der HVPI-Positionen aus zwölf Euro-Ländern.¹⁰ Die Einführung

¹⁰ Siehe Bańbura und Bobeica (2020).

von ECOICOP Version 2 hat die PCCI nicht wesentlich beeinflusst, auch wenn ihrer Berechnung nun mehr Komponenten zugrunde liegen. Der Indikator der Binneninflation erfasst HVPIX-Positionen mit geringem Importgehalt. Er wurde zudem über die Reklassifikation hinaus aktualisiert, sodass er nun auch Informationen jüngerer Datums zu den Importanteilen enthält. Durch diese beiden Änderungen ergibt sich nun ein anderer Schwellenwert für die Einbeziehung. Die Revisionen des Indikators für die vergangenen Jahre waren jedoch moderat. Im Gegensatz dazu wurde der Supercore-Indikator – ein Näherungswert für die zyklische Inflation – stärker revidiert. Während ein Teil der Veränderung des Indikators durch die Umstellung auf ECOICOP Version 2 bedingt ist, lässt sich der größte Effekt auf eine Anpassung der Schätzmethode zurückführen, die parallel zur Änderung der Klassifikation vorgenommen wurde.¹¹ Bisher wurden konjunkturreaktive Positionen mittels eines prognosegestützten Rahmens anhand der Produktionslücke identifiziert.¹² Im überarbeiteten Ansatz werden konjunkturreaktive Positionen anhand des Vorzeichens und der statistischen Signifikanz des Koeffizienten der Konjunkturphase in Phillips-Kurven-Regressionen bestimmt. Die Schätzungen erfolgen anhand der Arbeitslosigkeitslücke im Stichprobenzeitraum vor der Covid-19-Pandemie. Grundlagen der Schätzungen sind HVPIX-Positionen gemäß ECOICOP Version 2. Während sich die Gesamtdynamik nicht wesentlich verändert hat (z. B. werden in beiden Versionen die Höchststände zur selben Zeit erreicht), weist der aktualisierte und neu bewertete Supercore-Indikator in Zeiten angespannter Arbeitsmärkte etwas höhere Höchststände aus als in seiner vorherigen Version.

Insgesamt kommt die Einführung von ECOICOP Version 2 der Inflationsüberwachung und -prognose zugute. Der verbesserte HVPI bildet die Entwicklung der Verbraucherpreise genauer ab und berücksichtigt auch jüngere Veränderungen des Konsumverhaltens und der Marktstrukturen. Durch eine klarere Trennung von Waren und Dienstleistungen können Faktoren, die die Inflation in die Höhe treiben, leichter ermittelt werden. Ferner lassen sich die Konsumausgaben anteilig genauer erfassen, etwa die Ausgaben für Lieferkosten und Glücksspiele. Die meisten Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation wurden von den Änderungen der Klassifikation nur geringfügig beeinflusst. Ihre Gesamtdynamik bleibt weitgehend unverändert.

¹¹ Die überarbeitete Methodik für den Indikator der Binneninflation und den Supercore-Indikator wird in Kürze veröffentlicht (Bodnár et al., 2026). Der bisherige Indikator der Binneninflation enthielt 29 von insgesamt 94 HVPIX-Positionen, während der aktualisierte Indikator nun 53 von insgesamt 118 HVPIX-Positionen umfasst. Er basiert zudem auf einer konstanten Zusammensetzung. Dies steht im Gegensatz zum bisherigen Verfahren, bei dem sich die Zusammensetzung von Jahr zu Jahr ändern konnte, falls sich die Importanteile änderten. Beim Supercore-Indikator wurden im bisherigen Ansatz 47 konjunkturreaktive Positionen von insgesamt 72 HVPIX-Positionen auf der vierstelligen COICOP-Ebene identifiziert. Im überarbeiteten Ansatz umfasst der Indikator von insgesamt 118 im HVPIX enthaltenen Positionen nun 29 konjunkturreaktive Positionen. Da durch ECOICOP Version 2 eine detailliertere Klassifikation der HVPI-Positionen eingeführt und damit die Dynamik einiger Zeitreihen verändert wird, wäre ein einfacher Vergleich zwischen den auf Basis der alten Klassifikation und den anhand der neuen Klassifikation identifizierten konjunkturreaktiven Positionen nicht aussagekräftig.

¹² Siehe O'Brien (2018).

Literaturverzeichnis

Bañbura, M. und Bobeica, E. (2020), [PCCI – a data-rich measure of underlying inflation in the euro area](#), Statistics Paper Series, Nr. 38, EZB, Oktober.

Bañbura, M., Bobeica, E., Bodnár, K., Fagandini, B., Healy, P. und Paredes, J. (2023), [Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation – ein analytischer Leitfaden für den Euroraum](#), Kasten 5, EZB, Wirtschaftsbericht 5/2023.

Bodnár, K., Höynck, C., Fagandini, B., Healy, P. und Rousseau, F. (2026), Domestic and cyclical inflation in the euro area, Statistics Paper Series, EZB, im Erscheinen.

Europäische Zentralbank (EZB) (2025), [An overview of the ECB's monetary policy strategy – 2025](#), Juni.

Eurostat (2026), [Fragen und Antworten zu den Verbesserungen beim harmonisierten Verbraucherpreisindex \(HVPI\) ab Januar 2026](#), Luxemburg, 25. Februar 2026.

O'Brien, D. (2018), [Die als „Supercore“ bezeichnete Messgröße der zugrunde liegenden Inflation](#), Aufsatz 3, Kasten 2, EZB, Wirtschaftsbericht 4/2018.

Aufsätze

1 Zölle und Direktinvestitionen – eine vielschichtige Beziehung

Isabella Moder, Tajda Spital, Virginia Di Nino, Lorenz Emter und Michael Fidora

Aufgrund von zunehmendem Protektionismus sind Zölle wieder zu einem wichtigen Instrument der Politik geworden. Dies hat Diskussionen über ihre Auswirkungen auf die Direktinvestitionen entfacht. In der Regel stehen Zölle mit Handelseinschränkungen und dem Schutz der heimischen Industrie in Zusammenhang; doch zuletzt haben einige Länder, darunter die Vereinigten Staaten, Zölle im Rahmen einer breiter angelegten Industriestrategie eingesetzt.¹ Solche strategischen Maßnahmen zielen darauf ab, die weltweiten Produktionsstrukturen umzugestalten, die wirtschaftliche Resilienz zu stärken und der geopolitischen Fragmentierung zu begegnen, indem man versucht, Direktinvestitionen in das Land zu lenken, das die Zölle erhebt.² Doch die uneinheitlichen Belege in der empirischen Literatur zeigen, dass es nach wie vor fraglich ist, ob Zölle ein wirksames Instrument sind, um Direktinvestitionen anzuziehen, insbesondere im verarbeitenden Gewerbe.

Die Beziehung zwischen Zöllen und Direktinvestitionen ist nicht eindeutig und hängt stark von der Art der Direktinvestitionen ab. Zölle können Anreize für das sogenannte „Tariff Jumping“ setzen, also für Direktinvestitionen zur Vermeidung von Handelshemmnissen. Sie erhöhen aber möglicherweise auch die Produktionskosten für Unternehmen, die von grenzüberschreitenden Lieferketten abhängig sind, und können diese Unternehmen so von Investitionen abhalten. Welcher dieser beiden Effekte eintritt, hängt davon ab, ob die Direktinvestitionen getätigt werden, um die lokalen Märkte zu bedienen oder um Kosteneffizienzen durch globale Wertschöpfungsketten zu nutzen. Ein Verständnis dieses Zusammenspiels ist für die Beurteilung der Auswirkungen einer zollgesteuerten Politik entscheidend.

¹ Beispielsweise verfolgten Brasilien und Indien von den 1950er- bis zu den 1980er-Jahren eine Strategie der Importsubstitution und errichteten dafür hohe Handelsbarrieren, und in den 1990er- und 2000er-Jahren setzte China sektorspezifische Maßnahmen zum Schutz der Märkte mit entsprechenden hohen Barrieren um. Die Handelsmaßnahmen der Vereinigten Staaten, darunter freiwillige Exportbeschränkungen in den 1980er-Jahren und die 2018 eingeführten Zölle gemäß Abschnitt 232 und 301 des US-Handelsgesetzes, dienten dazu, ausländische Unternehmen zur Produktion vor Ort in den USA zu bewegen.

² Jüngsten Belegen zufolge führt die wachsende geopolitische Fragmentierung zu einer immer deutlicheren Umgestaltung der globalen Verlaufsmuster der Direktinvestitionen, denn Unternehmen lenken ihre Investitionen nun verstärkt in geopolitisch nahestehende Länder. Siehe auch Boeckelmann et al. (2024).

Der vorliegende Aufsatz untersucht die Auswirkungen von Zöllen auf Greenfield-Direktinvestitionen und analysiert die Implikationen für den Euroraum.³

Die Analyse in Abschnitt 1 konzentriert sich auf empirische Belege aus dem Zeitraum von 2016 bis 2023 und beurteilt, wie unterschiedliche Zollintensitäten neu angekündigte Greenfield-Direktinvestitionen beeinflussen, insbesondere im verarbeitenden Gewerbe.⁴ Da keine Daten zu den tatsächlichen bilateralen Greenfield-Direktinvestitionsströmen vorliegen, wurden für die Analyse Daten zu angekündigten Greenfield-Direktinvestitionsprojekten herangezogen. Zwischen den angekündigten und den tatsächlichen Projekten besteht eine hohe Korrelation. Allerdings gibt es zwei gravierende Einschränkungen. Erstens werden nur die angekündigten Projekte erfasst, ihre tatsächliche Umsetzung wird nicht nachverfolgt. Zwar vermitteln die Daten zu den angekündigten Greenfield-Direktinvestitionsprojekten einen ziemlich genauen Einblick in die zukunftsorientierten Investitionsentscheidungen von Unternehmen, doch möglicherweise überzeichnen diese Daten die Zahl der Greenfield-Direktinvestitionsprojekte, die tatsächlich umgesetzt werden. Dies könnte der Fall sein, wenn Unternehmen die damit zusammenhängenden handelspolitischen Entscheidungen als vorübergehend einstufen oder nicht ausschließen, dass sie wieder aufgehoben werden (siehe auch Abschnitt 2). Zweitens lassen sich aus dem entsprechenden Datensatz keine Informationen zu möglichen Desinvestitionen gewinnen, die eine entscheidende Reaktion auf höhere Handelshemmnisse sein könnten. Abschnitt 2 dieses Aufsatzes analysiert die Direktinvestitionszuflüsse und –abflüsse in die und aus den Vereinigten Staaten nach den Zollankündigungen des Jahres 2025 während der zweiten Amtszeit von US-Präsident Donald Trump. Dadurch soll herausgearbeitet werden, wie die jüngste zollorientierte Politik die Direktinvestitionsströme beeinflussen könnte. Die höheren Handelshemmnisse, die in den USA mit dem ausdrücklichen Ziel eingeführt wurden, die heimische Produktion und die Investitionen im Inland zu verstärken, schaffen konkrete Risiken für den Euroraum, denn Direktinvestitionen im Ausland können Investitionen im Inland verdrängen und den bilateralen Handel reduzieren. In diesem Zusammenhang stellt Kasten 1 dar, wie Greenfield-Direktinvestitionsprojekte mit größeren und weiter entfernten Partnern als Substitute für Exporte dienen können. Kasten 2 beschreibt Phasen in der Vergangenheit, in denen Direktinvestitionen im Ausland inländische Investitionen im Eurogebiet verdrängt haben.

³ Greenfield-Direktinvestitionen bezeichnen Investitionen von Unternehmen im Ausland mit dem Ziel, neue Produktionskapazitäten aufzubauen oder bestehende zu erweitern. Daher dürften sie die Komponente sein, die am engsten mit realwirtschaftlichen Entwicklungen verknüpft ist, und sind somit für die Politik von besonderem Interesse. Dagegen sind grenzüberschreitende Fusionen und Übernahmen mit Änderungen der Eigentumsverhältnisse verbunden, beispielsweise aufgrund von Zukäufen, Veräußerungen und Unternehmensumstrukturierungen. Ihre direkten wirtschaftlichen Auswirkungen sind geringer.

⁴ Die Analyse beruht vorrangig auf einem von fDi Markets bereitgestellten Datensatz. Die Daten stammen überwiegend aus öffentlich verfügbaren Quellen (z. B. Medien, Industrieverbänden und Wirtschaftsinformationsdiensten zur Investitionsförderung). Sie liefern Informationen zu einzelnen Direktinvestitionen für mehr als 300 000 angekündigte Greenfield-Projekte in 186 Ländern im Zeitraum ab Januar 2003.

1 Auswirkungen von Zollerhöhungen auf Greenfield-Direktinvestitionen

Zölle zielen darauf ab, den Handel zwischen Ländern einzuschränken. Ihre Auswirkungen auf Greenfield-Direktinvestitionen sind hingegen unklar und hängen auch von den Wechselwirkungen zwischen dieser Art von Investitionen und dem Außenhandel ab. Aufgrund von Faktoren wie Transportkosten, Handelshemmnissen, Marktstabilität und Produktionseffizienzen müssen Unternehmen möglicherweise entscheiden, ob sie lieber exportieren oder im Ausland investieren wollen. Bei moderaten Kosten und unsicherer Nachfrage wählen sie oft den Export, wohingegen im Fall großer, stabiler Märkte mit hohen Handelshemmnissen häufig Direktinvestitionen die bevorzugte strategische Wahl sind. Doch in Fällen, in denen Skaleneffekte für eine geografische Konzentration bestimmter Produktionsstufen sprechen und der Prozess durch Grenzen fragmentiert wird, können Handel und Direktinvestitionen komplementär wirken, sich also ergänzen, anstatt einander zu ersetzen. Dies fördert vernetzte globale Lieferketten.

Zölle können Greenfield-Direktinvestitionsströme verstärken oder unterdrücken, je nachdem, ob die Direktinvestitionen darauf abzielen, die lokalen Märkte zu bedienen (horizontale Direktinvestitionen) oder Kostenvorteile zu nutzen (vertikale Direktinvestitionen). Wenn Unternehmen ihre Produktion international dezentralisieren, um von Kosteneffizienzen oder spezifischem Fachwissen zu profitieren, dann stellen Greenfield-Direktinvestitionen tendenziell eine Ergänzung zum Handel dar, denn der grenzüberschreitende Handel mit Vorleistungsgütern nimmt zu.⁵ Zölle dürften sich jedoch eher negativ auf Greenfield-Direktinvestitionen auswirken, denn der grenzüberschreitende Handel mit Vorleistungsgütern wird dadurch teurer. Wenn Unternehmen dagegen vor allem im Ausland investieren, um die lokale Nachfrage zu bedienen, Handelshemmnisse zu umgehen oder Transportkosten zu senken, dann führen höhere Zölle tendenziell zu verstärkten Greenfield-Direktinvestitionen, mit denen Exporte ersetzt werden sollen (Cole und Davies, 2011).

Die Auswirkungen von Zollerhöhungen auf Greenfield-Direktinvestitionsprojekte werden mithilfe eines Gravitationsmodells empirisch untersucht. Dieses ist in der Literatur das bevorzugte Standardmodell für die Untersuchung der Bestimmungsfaktoren von Direktinvestitionen. Zur Analyse der Auswirkungen von Zollerhöhungen auf neue Greenfield-Direktinvestitionsprojekte werden bilaterale Gravitationsgleichungen für eine globale Stichprobe von 36 218 Länderpaaren (d. h. 182 Ursprungsländer multipliziert mit 199 Zielländern) im Zeitraum von 2016 bis 2023 geschätzt.⁶ Der Fokus liegt dabei ausschließlich auf Bruttozollerhöhungen, wobei mögliche

⁵ Siehe Brainard, S. Lael (1997), An Empirical Assessment of the Proximity-Concentration Trade-off Between Multinational Sales and Trade, *American Economic Review*, Bd. 87, Nr. 4, S. 520-544. Siehe Markusen, James R. (1995), The Boundaries of Multinational Enterprises and the Theory of International Trade, *Journal of Economic Perspectives*, Bd. 9, Nr. 2, S. 169-189. Siehe Markusen, James R. und Keith E. Maskus (2002), Discriminating Among Alternative Theories of the Multinational Enterprise, *Review of International Economics*, Bd. 10, Nr. 4, S. 694-707.

⁶ Technische Einzelheiten der Regressionen finden sich in Moder und Spital (2025).

gleichzeitig erfolgte Zollliberalisierungen außer Acht gelassen werden. Diese Wahl trägt der Erwartung einer asymmetrischen Reaktion der Direktinvestitionen Rechnung: Zollerhöhungen könnten zwar zu Direktinvestitionen führen, um Handelshemmnisse zu vermeiden, und Zollliberalisierungen könnten die Zahl neuer Greenfield-Direktinvestitionsprojekte zu einem gewissen Grad verringern, doch die Auswirkungen dürften kaum gleich stark sein. Neben Zollerhöhungen berücksichtigen die Regressionen auch Messgrößen für nachteilige nichttarifäre Handelsmaßnahmen sowie Dummy-Variablen für präferenzielle Handelsabkommen und Direktinvestitionen innerhalb der EU.⁷

Zur Ermittlung von Zollerhöhungen und zur Berücksichtigung möglicher Asymmetrien wird zwischen Zollerhöhungen geringer, mittlerer und hoher Intensität unterschieden. Bilaterale handelspolitische Daten auf Produktebene aus der Datenbank „Global Trade Alert“ dienen zur Messung von Zollerhöhungen.⁸ Sie sind sehr ungleich verteilt: In mehr als 90 % der Beobachtungen wurden in einem bestimmten Jahr überhaupt keine Zollerhöhungen vorgenommen. Tatsächliche Zollerhöhungen werden ausgehend von ihrer Verteilung in drei Kategorien eingestuft. Bis zum 95. Perzentil der Verteilung (eine bis drei Zollerhöhungen auf Produktebene innerhalb eines Jahres) liegt eine Zollerhöhung geringer Intensität vor. Eine Zollerhöhung mittlerer Intensität entspricht dem 96. bis 99. Perzentil der Verteilung (vier bis 1 541 Zollerhöhungen auf Produktebene innerhalb eines Jahres). Bilaterale Zollerhöhungen auf Produktebene im 100. Perzentil (mehr als 1 541 in einem bestimmten Jahr) werden als Zollerhöhungen hoher Intensität eingestuft. Im Stichprobenzeitraum erreichte die Zahl der Zollmaßnahmen im Jahr 2018 ihren Höhepunkt (siehe Abbildung 1, Grafik a). Bei mehr als der Hälfte aller Länderpaare kam es zu Zollerhöhungen geringer Intensität. Erhöhungen mittlerer Intensität waren weniger häufig, und Schocks hoher Intensität waren selten, wobei sie vorrangig im Jahr 2018 beobachtet wurden (siehe Abbildung 1, Grafik b).

⁷ Darüber hinaus beinhalten die Regressionen herkunftslandspezifische zeitfixe, ziellandspezifische zeitfixe sowie länderpaarspezifische fixe Effekte, um einer unbeobachtbaren Heterogenität Rechnung zu tragen. Beispielsweise erfassen herkunftslandspezifische zeitfixe und ziellandspezifische zeitfixe Effekte makroökonomische Triebkräfte der Direktinvestitionen wie das BIP-Wachstum, wohingegen länderpaarspezifische fixe Effekte zeitinvariante bilaterale Merkmale wie die Entfernung oder eine gemeinsame Sprache berücksichtigen.

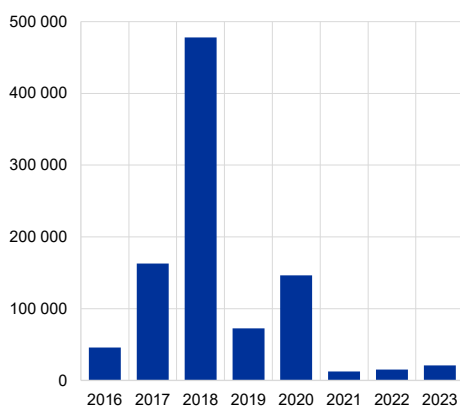
⁸ Öffentlich verfügbare Datenquellen zu Zolltarifen, beispielsweise die World Integrated Trade Solution, weisen erhebliche Beschränkungen auf. Zurückzuführen ist dies darauf, dass sie keine bilateralen Zollsätze erfassen, wenn die Änderungen vorübergehender Natur oder politisch motiviert sind oder im Rahmen nationaler Handelsgesetze umgesetzt werden, wie es während der ersten Amtszeit von US-Präsident Trump der Fall war. Da keine Informationen zu den effektiven Zollsätzen vorliegen, werden Zollerhöhungen daher auf Produktebene gezählt.

Abbildung 1

Zahl der Zollerhöhungen auf Produktebene und Intensität nach Länderpaaren

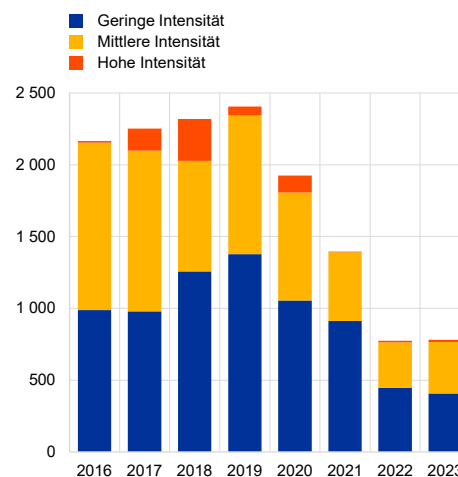
a) Zölle auf Produktebene

(Summe der bilateralen Zollerhöhungen auf Produktebene pro Jahr)



b) Intensität der Zollerhöhungen nach Länderpaaren

(Zahl der bilateralen Länderbeziehungen)



Quellen: Global Trade Alert und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a zeigt die Summe aller bilateralen Zollerhöhungen auf Produktebene, aggregiert nach Jahr. Grafik b stellt die Intensität der bilateralen Zollerhöhungen in jedem Jahr dar. Dabei wird jedes Länderpaar als eine Beobachtung für dieses Jahr gezählt. Zollerhöhungen werden nach ihrer Verteilung eingestuft. Eine Zollerhöhung geringer Intensität wird dem Bereich bis zum 95. Perzentil zugeordnet, eine Zollerhöhung mittlerer Intensität dem Bereich zwischen dem 96. und dem 99. Perzentil und eine Zollerhöhung hoher Intensität dem 100. Perzentil der Verteilung.

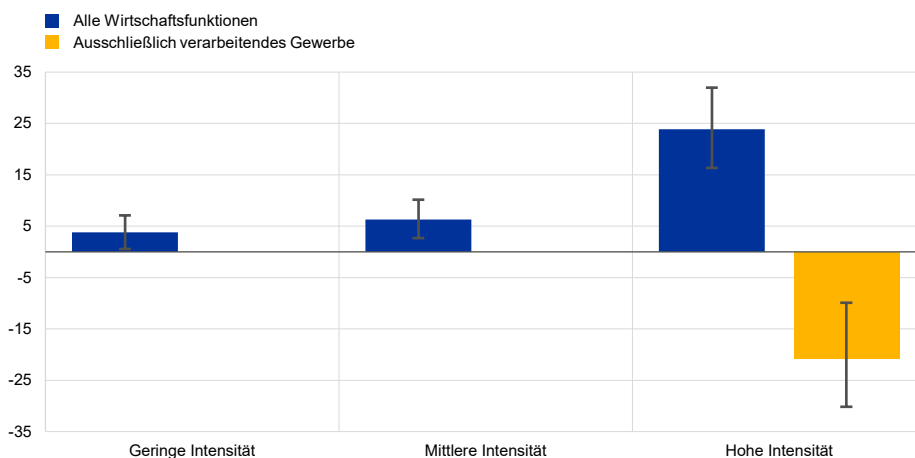
Unsere Erkenntnisse zeigen, dass Zollerhöhungen insgesamt mit einem Anstieg der Ankündigungen von Greenfield-Direktinvestitionen einhergehen. Dies untermauert die Annahme, dass Unternehmen auf Handelshemmnisse reagieren, indem sie in dem Land investieren, das die Zölle erhöht (siehe Abbildung 2). Zollerhöhungen stehen mit einer Zunahme der gesamten Greenfield-Direktinvestitionsprojekte in dem Land, das seine Zölle erhöht, in Zusammenhang. Dies legt den Schluss nahe, dass für die Gesamtzahl vor allem Tariff-Jumping-Motive ausschlaggebend sind. Eine Zollerhöhung geringer Intensität führt dazu, dass die Zahl der angekündigten Greenfield-Direktinvestitionsprojekte im folgenden Jahr um rund 4 % wächst. Eine Zollerhöhung mittlerer Intensität lässt die Zahl der angekündigten Greenfield-Direktinvestitionsprojekte um durchschnittlich rund 6 % steigen. Eine Zollerhöhung hoher Intensität schließlich treibt die Zahl der angekündigten Greenfield-Direktinvestitionsprojekte sowohl im Jahr vor als auch im Jahr nach der tatsächlichen Zollerhöhung im Schnitt um rund 24 % nach oben. Dies deutet auf Vorzieheffekte oder Ankündigungseffekte hin.⁹

⁹ Wenn nicht zwischen der Intensität der Zollerhöhungen unterschieden wird, wenn also die gleiche Dummy-Variable für alle Arten von Zollerhöhungen verwendet wird, dann lässt das Modell darauf schließen, dass eine Zollerhöhung zu einem Anstieg der angekündigten Greenfield-Direktinvestitionsprojekte um rund 4 % sowohl im Jahr vor als auch im Jahr nach der Zollerhöhung führt.

Abbildung 2

Auswirkungen von Zollerhöhungen auf die Zahl der angekündigten Greenfield-Direktinvestitionsprojekte

(Semi-Elastizitäten, in %)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die geschätzten Semi-Elastizitäten, die aus den Poisson-Pseudo-Maximum-Likelihood-Regressionskoeffizienten abgeleitet wurden, welche die Zahl der Greenfield-Direktinvestitionsprojekte mit Dummy-Variablen für Zollerhöhungen verbinden. Semi-Elastizitäten werden anhand der geschätzten Koeffizienten berechnet. Sie repräsentieren die prozentuale Veränderung der erwarteten Zahl neuer Direktinvestitionsprojekte, die mit einer Zollerhöhung in Verbindung stehen. Die Ergebnisse werden separat für Projekte in allen Wirtschaftsfunktionen (blaue Balken) sowie ausschließlich für Projekte im verarbeitenden Gewerbe (gelber Balken) dargestellt. Positive Koeffizienten zeigen an, dass höhere Zölle mit einem Anstieg der Projektzahlen einhergehen (was für Tariff-Jumping-Motive spricht), während negative Koeffizienten einen Rückgang der Projektzahlen implizieren (was für Effizienzbestrebungen spricht). Nur statistisch signifikante Werte mit einem Konfidenzniveau von mindestens 90 % werden ausgewiesen. Die Fehlerbalken zeigen das jeweilige Konfidenzintervall von 90 % an.

Die Richtung der Auswirkung kehrt sich jedoch um, wenn ausschließlich Direktinvestitionen im verarbeitenden Gewerbe betrachtet werden. Der

Datensatz der Ankündigungen von Greenfield-Direktinvestitionen liefert Informationen zur Wirtschaftsfunktion jedes Projekts. Diese ist definiert als die Aktivität, die nach Abschluss des Projekts in der neuen Anlage durchgeführt werden soll. Da das verarbeitende Gewerbe eine Investitionskategorie ist, die von der Politik oft priorisiert wird, wird die vorherige Analyse nochmals durchgeführt; diesmal liegt der Fokus aber ausschließlich auf Projekten im verarbeitenden Gewerbe. Die Auswirkungen von Zollerhöhungen geringer und mittlerer Intensität werden unerheblich, doch die Richtung der Auswirkungen von Zollerhöhungen hoher Intensität kehrt sich um und wird stark negativ. So nimmt die Zahl der angekündigten Projekte in dem Jahr, in dem die Zollerhöhung stattfindet, um rund 21 % ab (siehe Abbildung 2, gelber Balken).¹⁰ Die Ergebnisse deuten daher darauf hin, dass Zollerhöhungen Greenfield-Direktinvestitionen im verarbeitenden Gewerbe nicht wirksam steigern können und Unternehmen möglicherweise sogar von Direktinvestitionen abhalten, wenn es zu intensivem Protektionismus kommt. Daran

¹⁰ Wenn nicht zwischen der Intensität von Zollerhöhungen unterschieden wird, wenn also die gleiche Dummy-Variable für alle Arten von Zollerhöhungen verwendet wird, dann sind keine statistisch signifikanten Ergebnisse für die Auswirkungen auf angekündigte Greenfield-Direktinvestitionsprojekte im verarbeitenden Gewerbe zu erkennen.

zeigt sich deutlich die Bedeutung von Inputkosten und vertikalen Verflechtungen in globalen Wertschöpfungsketten, insbesondere im verarbeitenden Gewerbe.¹¹

Eine Unterscheidung zwischen den Auswirkungen von Zöllen auf Greenfield-Direktinvestitionen in einzelnen Branchen des verarbeitenden Gewerbes deutet auf eine erhebliche Heterogenität hin (siehe Abbildung 3). Auch hierbei wird eine Gravitationsgleichung verwendet, um die Effekte von Zollerhöhungen auf einzelne Branchen des verarbeitenden Gewerbes zu beurteilen.¹² Die Ergebnisse zeigen über alle Bereiche hinweg eine erhebliche Heterogenität des Einflusses von Zöllen auf Greenfield-Direktinvestitionen. Konkret sind in den Bereichen Textilien, Kraftfahrzeuge, Datenverarbeitungsgeräte, elektrische Ausrüstungen und Maschinen positive Auswirkungen festzustellen. Mit Ausnahme der Herstellung von Textilien werden in diesen Sektoren in der Regel Endprodukte produziert. Die relativ flexiblen Produktionsmodelle machen Tariff-Jumping-Investitionen möglicherweise zu einer attraktiven Strategie. Dies könnte Unternehmen dazu veranlassen, Tätigkeiten in das Land, das Zölle verhängt, zu verlagern oder diese innerhalb des Landes auszuweiten. Dagegen zeigen verschiedene Sektoren im Hinblick auf Direktinvestitionen eine negative Reaktion auf Zölle, darunter die Bereiche Holzwaren, Mineralölerzeugnisse, Gummi- und Kunststoffwaren, Metallerzeugnisse und pharmazeutische Erzeugnisse. Viele dieser Industriezweige befinden sich auf einer vorgelagerten Stufe der Produktionskette und produzieren Vorleistungsgüter. Ihre Kapitalintensität und ihre – in manchen Fällen – begrenzte Ausrichtung auf lokale Endverbrauchermärkte könnten eine Verlagerung der Produktion in Länder, die Zölle verhängen, weniger attraktiv machen.

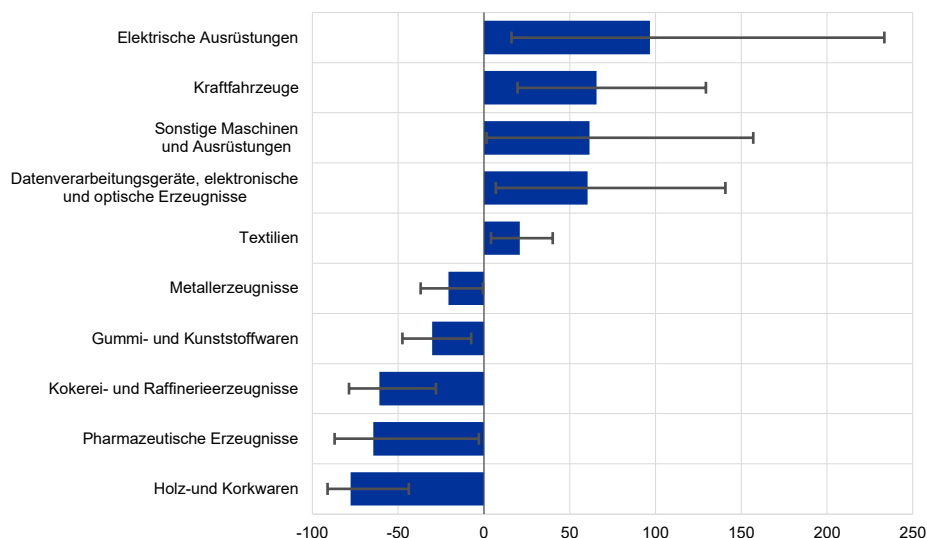
¹¹ Die Auswirkungen von Zollerhöhungen auf Direktinvestitionsprojekte in anderen Wirtschaftsfunktionen als dem verarbeitenden Gewerbe (z. B. Verkauf, Marketing und Support; unternehmensbezogene Dienstleistungen; Einzelhandel; Forschung und Entwicklung; Logistik, Vertrieb und Transport oder Bau) sind allgemein positiv oder unerheblich. Eine Ausnahme sind Direktinvestitionsprojekte im Bausektor, dort sind die negativen Auswirkungen von Zollerhöhungen sogar noch stärker als im verarbeitenden Gewerbe.

¹² Die Zahl der Zollerhöhungen auf Branchenebene ist begrenzt, daher ist es nicht möglich, zwischen den Intensitätsgraden der Zölle zu unterscheiden. Stattdessen wird ein einziger binärer Indikator verwendet, der dem Wert 1 entspricht, wenn es in der jeweiligen Branche in einem bestimmten Jahr zu mindestens einer bilateralen Zollerhöhung kam.

Abbildung 3

Auswirkungen von Zollerhöhungen auf die Zahl der Greenfield-Direktinvestitionsprojekte nach Bereich des verarbeitenden Gewerbes

(Semi-Elastizitäten, in %)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die geschätzten Semi-Elastizitäten, die aus den branchenspezifischen Poisson-Pseudo-Maximum-Likelihood-Regressionskoeffizienten abgeleitet wurden. Jeder Balken stellt die geschätzte prozentuale Veränderung der angekündigten Zahl von Greenfield-Direktinvestitionsprojekten in einem bestimmten Bereich des verarbeitenden Gewerbes nach einer Zollerhöhung dar. Positive Elastizitäten zeigen an, dass höhere Zölle mit einer Zunahme der Direktinvestitionsprojekte einhergehen (Tariff Jumping), während negative Elastizitäten für eine Abnahme der Investitionen stehen (Effizienzbestrebungen). Nur statistisch signifikante Werte mit einem Konfidenzniveau von mindestens 90 % werden ausgewiesen. Die Fehlerbalken zeigen das jeweilige Konfidenzintervall von 90 % an.

Insgesamt ist die Beziehung zwischen Zöllen und Greenfield-Direktinvestitionen komplex und vielschichtig. Sie wird unter anderem von der Intensität der Zollmaßnahmen und der sektoralen Zusammensetzung der Investitionen beeinflusst.

Die beobachtete Zunahme der Greenfield-Direktinvestitionsprojekte deckt sich mit den Erkenntnissen aus Kasten 1. Dies deutet darauf hin, dass horizontale Direktinvestitionen, die zur Bedienung lokaler Märkte getätigt werden, als Substitute für Exporte fungieren könnten. Der Rückgang der Direktinvestitionen im verarbeitenden Gewerbe nach Zollerhöhungen hoher Intensität unterstreicht jedoch die Bedeutung von und internationalen Lieferketten. Globale Daten legen zwar den Schluss nahe, dass Zölle insgesamt zu einer Zunahme der Greenfield-Direktinvestitionen führen könnten, doch diese Dynamik variiert je nach Branche und Höhe der Zölle erheblich.¹³ Um dies weiter zu analysieren, beschreibt der nächste Abschnitt detailliert die Direktinvestitionszuflüsse und -abflüsse in die und aus den Vereinigten Staaten nach den Zollankündigungen des Jahres 2025 während der zweiten Amtszeit von US-Präsident Donald Trump.

¹³ Branchenspezifische strukturelle Faktoren, die sich im Laufe der Zeit verändern können, beeinflussen die Beziehung zwischen Zöllen und Direktinvestitionen ebenfalls. Beispielsweise haben die Höhe der Produktionsmargen, die Fähigkeit zur teilweisen Absorption der Zölle und das Ausmaß der irreversiblen Investitionskosten im Vergleich zu den Zollaufwendungen einen Einfluss darauf, ob sich Unternehmen für Tariff Jumping entscheiden.

Kasten 1

Aktuelle Erkenntnisse zur Verbindung zwischen Handel und Direktinvestitionen

Virginia Di Nino

Die Verbindung zwischen Handel und Direktinvestitionen ist ein Eckpfeiler der internationalen Wirtschaftsbeziehungen und gibt Aufschluss darüber, wie die Globalisierung, multinationale Unternehmen und die grenzüberschreitende Produktion Handelsstrukturen, Wachstum und Entwicklung beeinflussen.

Wie bereits in der Einleitung betont, müssen Unternehmen bei der Entscheidung zwischen Exporttätigkeit und Direktinvestitionen abwägen zwischen den Vorteilen einer Präsenz vor Ort und denen der Konzentration auf einen zentralen Standort („proximity-concentration trade-off“). Ausschlaggebende Faktoren sind dabei die Kosten, die Risiken und die Marktbedingungen. Exporte können dazu beitragen, Fixkosten und Risiken zu minimieren. Dagegen können Direktinvestitionen bei Märkten mit hohen Handelshemmnissen, die Anreize zum Tariff Jumping geben, oder bei größeren Märkten attraktiver sein. Handel und Direktinvestitionen können einander ergänzen, wenn die Produktion durch Grenzen fragmentiert ist. Dies lässt das Handelsvolumen steigen und fördert vernetzte globale Lieferketten.¹⁴

Ein Verständnis dieser Dynamik ist entscheidend, um die allgemeineren Auswirkungen der Globalisierung und der internationalen Wirtschaftsbeziehungen erfassen zu können. In diesem Kasten werden neue empirische Belege präsentiert, die zeigen, dass die Beziehung zwischen Handel und Direktinvestitionen in einem systematischen Zusammenhang mit der Marktgröße des Ziellandes und der Entfernung zum Zielland steht. Durch diese beiden Faktoren können Skaleneffekte beziehungsweise Transportkosten näherungsweise bestimmt werden.

In der Analyse wird untersucht, wie der bilaterale Handel im Laufe der Zeit auf Veränderungen der Greenfield-Direktinvestitionen reagiert. Anhand lokaler Projektionsmethoden auf Basis eines Gravitationsmodells wird der dynamische Effekt von Greenfield-Direktinvestitionen auf Exporte über zeitliche Horizonte von null bis vier Jahren geschätzt. Für jeden Zeithorizont erfolgt eine Regression der Exporte auf ihre eigenen vergangenen Werte (um zu erfassen, wie dauerhaft der Handel ist), auf die angekündigten bilateralen Greenfield-Direktinvestitionsprojekte, auf die wirtschaftliche Größe der beiden Länder und auf die Interaktionen zwischen Greenfield-Direktinvestitionen und a) der geografischen Entfernung (Entfernung zwischen den wichtigsten Städten, als Näherungswert für Transportkosten) und b) der wirtschaftlichen Größe (als Näherungswert für die Möglichkeit von Skaleneffekten).¹⁵

Hierbei messen die Koeffizienten der Greenfield-Direktinvestitionen für jeden zeitlichen Horizont die durchschnittliche Elastizität des bilateralen Handels im Verhältnis zu den Greenfield-Direktinvestitionen. Die Interaktionsterme zeigen, wie diese Elastizität in Abhängigkeit von der Entfernung zum Empfängerland und der Marktgröße des Empfängerlands variiert.

¹⁴ Blonigen (2001) zeigt, dass Direktinvestitionen der Vereinigten Staaten in Japan US-Exporte ersetzt haben, als die Handelskosten hoch waren. Brainard (1997) bestätigt die Existenz des „proximity-concentration trade-off“. Lendle et al. (2016) argumentieren, dass der Onlinehandel die Verbindung zwischen Handel und Direktinvestitionen schwächen könnte, da eine physische Präsenz in ausländischen Märkten nicht mehr zwingend notwendig ist.

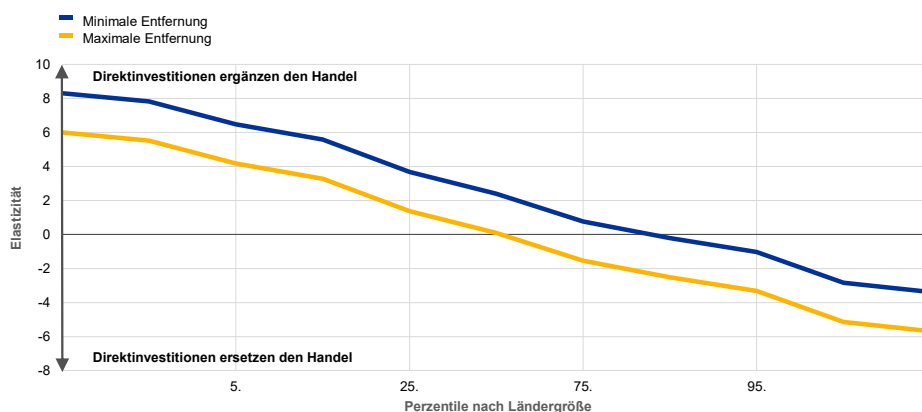
¹⁵ In der Schätzung wird den herkunfts- und ziellandspezifischen fixen Effekten, den gesamten Ab- und Zuflüssen von Direktinvestitionen und den Zuflüssen von Greenfield-Direktinvestitionen Rechnung getragen. Die Methode berücksichtigt Heteroskedastizität und Autokorrelation bei den Fehlern. Die Stichprobe deckt alle aggregierten Länderpaarbeziehungen im Zeitraum zwischen 2004 und 2024 ab.

Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass die Beziehung zwischen Handel und Direktinvestitionen von der Entfernung zum Markt und der Größe des Marktes abhängt und dass diese Faktoren ein Jahr nach der Investition bedeutsam werden. Die vorliegende Evidenz zeigt, dass sich Greenfield-Direktinvestitionen und Handel im Fall von kleinen und nahe gelegenen Zielländern, bei denen es häufiger zu vertikalen Direktinvestitionen und zur Lieferkettenintegration kommt, in der Regel ergänzen. Grund hierfür ist, dass neue Investitionen tendenziell zu einem verstärkten Handel mit Vorleistungsprodukten führen. Bei großen und weit entfernten Zielländern sind Greenfield-Direktinvestitionen und Handel dagegen in der Regel Substitute. Dies deutet darauf hin, dass die Direktinvestitionen in diesen Fällen eher zur Bedienung der lokalen Märkte getätigt werden. Konkret verändert sich bei geografisch benachbarten Partnerländern die Komplementarität zwischen Handel und Greenfield-Direktinvestitionen und wird zu einer Substituierbarkeit, sobald die Wirtschaft des Empfängerlandes in etwa das 80. Perzentil der globalen Größenverteilung übertrifft. Bei sehr weit voneinander entfernten Partnern wird dieser Wendepunkt bereits in etwa beim Median der Größe erreicht (siehe Abbildung A).

Abbildung A

Elastizität des bilateralen Handels im Verhältnis zu Greenfield-Direktinvestitionen nach wirtschaftlicher Größe des Empfängerlands für sehr eng benachbarte und sehr weit voneinander entfernte Handelspartner

(in %)



Quellen: EZB, IWF, FT Intelligence und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt, wie der bilaterale Handel im Jahr t+1 auf bilaterale Greenfield-Direktinvestitionen im Jahr t reagiert, und zwar basierend auf der wirtschaftlichen Größe des Empfängerlandes. Die y-Achse stellt die Elastizität des bilateralen Handels im Verhältnis zu den Greenfield-Direktinvestitionen dar, die x-Achse zeigt die wirtschaftliche Größe des Empfängerlands. Die blaue Linie steht für die Elastizität des bilateralen Handels für geografisch benachbarte Partnerländer (für alle Länderpaare berechnet anhand der geringsten Entfernung zwischen den Ländern). Die gelbe Linie zeigt die gleiche Elastizität für weit voneinander entfernte Partnerländer (für alle Länderpaare berechnet anhand der größten Entfernung). Der Bereich zwischen der blauen und der gelben Linie stellt die Bandbreite der möglichen bilateralen Handelselastizitäten im Verhältnis zu Greenfield-Direktinvestitionen dar. Sie wird sowohl durch die wirtschaftliche Größe der beiden Länder als auch durch die Entfernung zwischen ihren größten Städten beeinflusst.

Im Fall der Vereinigten Staaten – eines großen und geografisch weit vom Eurogebiet entfernten Marktes – deutet die Evidenz auf eine Handelssubstituierbarkeit hin. Es wird geschätzt, dass eine Zunahme der Greenfield-Direktinvestitionsabflüsse aus dem Euroraum in die USA in dem Ausmaß, wie sie im Zeitraum zwischen 2021 und 2025 beobachtet wurde (d. h. mehr als eine Verdoppelung des ursprünglichen Volumens) die Exporte aus dem Euroraum in die USA im folgenden Jahr um etwa 4 % zurückgehen lässt.

Im August 2025 sicherte die EU zu, die Investitionen in den USA bis 2028 um 600 Mrd. USD zu erhöhen, und zwar zusätzlich zu den bestehenden bilateralen Direktinvestitionen von rund 5 Bio. USD. Bei einer engen Auslegung als zusätzliche Greenfield-Direktinvestitionen der EU in den Vereinigten Staaten und vor dem Hintergrund der historischen Muster (siehe Abbildung 11) könnten

die Gesamtzahlen des Rahmenvertrags zwischen der EU und den USA ziemlich ehrgeizig wirken. Laut diesem Vertrag müssten die Greenfield-Direktinvestitionen der EU in den USA im Zeitraum zwischen 2025 und 2028 im Durchschnitt mehr als doppelt so hoch sein wie der Spitzenwert des Jahres 2024. Doch selbst ein geringerer, aber nachhaltiger Anstieg der Greenfield-Direktinvestitionen in den Vereinigten Staaten würde die Zusammensetzung der außenwirtschaftlichen Beziehungen des Eurogebiets wesentlich verändern.

Eine Neuausrichtung weg von der Bedienung des US-Marktes durch Exporte hin zur Bedienung durch die Produktion vor Ort in den Vereinigten Staaten hätte für die Wirtschaft des Euroraums unterschiedliche Auswirkungen. Geringere Exporte in die USA würden das BIP des Euroraums mechanisch verringern, denn in diesem Fall werden weniger Waren und Dienstleistungen für den US-Markt im Euroraum produziert. Gleichzeitig würden Unternehmen im Euroraum von einer geringeren Zollbelastung und von höheren Gewinnen aus ihrem Auslandsgeschäft profitieren. Wenn sie diese Gewinne in ihr Heimatland zurückführen, würden sie das Bruttonationaleinkommen stützen.

2 Direktinvestitionszuflüsse und -abflüsse in die und aus den Vereinigten Staaten nach den Zollkündigungen der Vereinigten Staaten von 2025

US-Präsident Trump hat in seiner zweiten Amtszeit breit angelegte Zollmaßnahmen ergriffen, um die Produktion im verarbeitenden Gewerbe in den USA zu stützen und um Greenfield-Direktinvestitionen anzuziehen. In seiner Rede vom 2. April 2025, in der er neue Zölle ankündigte, erklärte er: „Wenn Sie möchten, dass Ihr Zollsatz null beträgt, dann stellen Sie Ihr Produkt hier in Amerika her“ (Trump, 2025). In offiziellen Verlautbarungen seiner Regierung wurden Zölle als Instrument dargestellt, um Auslandsinvestitionen und vor allem Greenfield-Direktinvestitionen im verarbeitenden Gewerbe anzuziehen. Die Zölle sollten Unternehmen dazu bewegen, lieber vor Ort in den Vereinigten Staaten zu produzieren, statt Waren dorthin zu exportieren. Allerdings lassen die verfügbaren deskriptiven Belege bisher keinen klaren zollbedingten Anstieg der Investitionen aus dem Ausland in den Vereinigten Staaten erkennen.

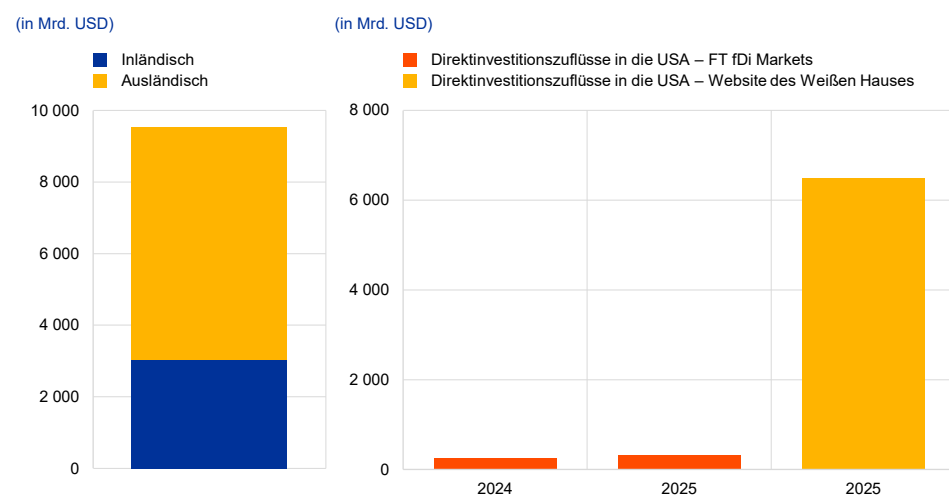
Die offiziell vom Weißen Haus mitgeteilten aggregierten Zahlen zu den Investitionszusagen sind höher als die angekündigten Greenfield-Direktinvestitionen, die in Daten auf Projektebene erfasst wurden. Laut offiziellen Mitteilungen des Weißen Hauses betragen die seit Beginn der zweiten Amtszeit von Präsident Trump erfolgten kumulierten Investitionszusagen 9,6 Bio. USD. Dabei wird auf „große Investitionsankündigungen“ verwiesen, von denen ein erheblicher Teil auf ausländische Investitionen entfallen soll (siehe Abbildung 4, Grafik a). Allerdings ist auf der Website des Weißen Hauses keine detaillierte methodische Aufschlüsselung mit Informationen darüber zu finden, wie diese Aggregate zusammengestellt wurden oder welche Kategorien von Handelsströmen enthalten sind. Die veröffentlichten Zahlen werden in aggregierter Form präsentiert und unterscheiden nicht explizit zwischen Greenfield-

Direktinvestitionen und anderen Arten von Investitionszusagen. Darüber hinaus könnten sich einige Ankündigungen auf mehrjährige Projekte, bereits zuvor angekündigte Investitionspläne oder allgemeinere Geschäftsvereinbarungen beziehen. In manchen Fällen könnten die gemeldeten „Deals“ mit dem Erwerb von US-Waren verbunden sein, und dies könnte eher Exporte als Anlageinvestitionen vor Ort in den USA betreffen. Eine direkte Übereinstimmung zwischen den gesamten Investitionszusagen und den herkömmlichen Messgrößen für Greenfield-Direktinvestitionen lässt sich daher nur schwer herstellen. In der fDi Markets-Datenbank hingegen werden angekündigte Greenfield-Direktinvestitionsprojekte auf Unternehmensebene auf konsistenter und international vergleichbarer Basis erfasst. Schaut man ausschließlich auf Greenfield-Direktinvestitionen, wie sie im Datensatz definiert sind, dann scheinen die in die Vereinigten Staaten fließenden Investitionen deutlich unter dem Niveau der in den offiziellen Mitteilungen angegebenen Gesamtzusagen zu liegen (siehe Abbildung 4, Grafik b).

Abbildung 4

Angekündigte in die Vereinigten Staaten fließende Greenfield-Direktinvestition im Jahr 2025

a) Offizielle Ankündigungen in- und ausländischer Investitionen in den Vereinigten Staaten im Jahr 2025
 b) Ankündigungen zu in die Vereinigten Staaten fließenden Greenfield-Direktinvestitionen laut der US-Regierung und fDi Markets



Quellen: FT fDi Markets, Website des Weißen Hauses und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Grafik a zeigt die Investitionen in den Vereinigten Staaten im Jahr 2025 gemäß den Ankündigungen auf der offiziellen Website des Weißen Hauses. Grafik b vergleicht die Ankündigungen zu Greenfield-Direktinvestitionen in den Vereinigten Staaten aus der Datenbank von FT fDi Markets (rote Balken) mit den Ankündigungen auf der offiziellen Website des Weißen Hauses (gelber Balken). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2025.

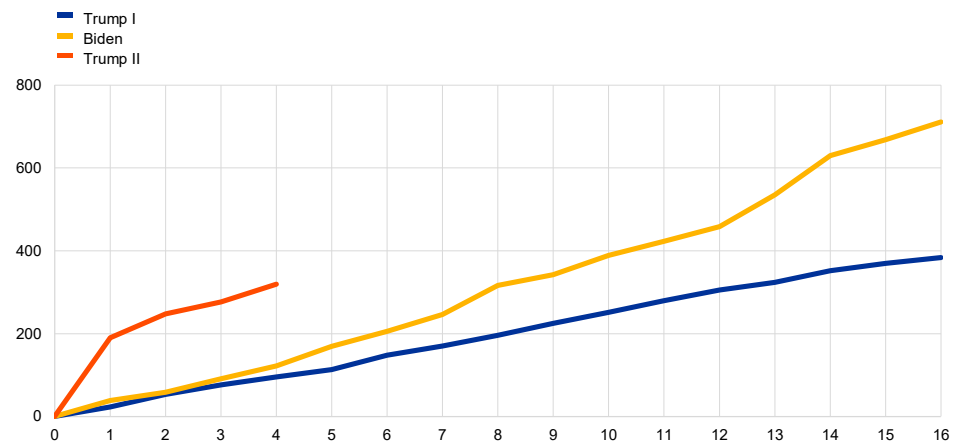
Die Greenfield-Direktinvestitionen in den USA in der zweiten Amtszeit von Präsident Trump übertreffen bisher das Niveau, das unter den anderen US-Regierungen der jüngsten Vergangenheit verzeichnet wurde. Auch wenn die Daten des Weißen Hauses zum insgesamt angekündigten Investitionsvolumen nicht mit jenen aus der Datenbank von fDi Markets übereinstimmen, waren die in die Vereinigten Staaten fließenden Greenfield-Direktinvestitionen höher als in vergleichbaren Zeiträumen früherer Präsidentschaften (siehe Abbildung 5). Die Investitionen während der Amtszeit von Präsident Biden beschleunigten sich

ab dem zweiten Jahr. Dies dürfte auf politische Initiativen wie den US CHIPS and Science Act und den Inflation Reduction Act zurückzuführen sein, die fortschrittliche Industriesektoren und grüne Technologien unterstützten. Allerdings war in der zweiten Amtszeit von Präsident Trump bisher ein rascherer Investitionsanstieg zu beobachten.

Abbildung 5

Angekündigte in die Vereinigten Staaten fließende Greenfield-Direktinvestitionen während der jeweiligen US-Präsidentschaft

(y-Achse: Mrd. USD; x-Achse: Quartale)



Quellen: FT fDi Markets und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Entwicklungen der Ankündigungen zu Greenfield-Direktinvestitionen in den Vereinigten Staaten, kumuliert seit Beginn der jeweiligen US-Präsidentschaft. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2025.

Der jüngste Anstieg der angekündigten Direktinvestitionen betrifft

weitestgehend eine kleine Zahl von Ländern und Projekten.

Der Gesamtwert der 2025 angekündigten Direktinvestitionsprojekte übertrifft zwar das 2024 verzeichnete Niveau, aber der Anstieg ist stark konzentriert. Fast die Hälfte der 2025 angekündigten Investitionen entfällt auf Taiwan. Dabei sind die Veränderungen gegenüber dem Vorjahr vor allem auf Investitionszusagen der Taiwan Semiconductor Manufacturing Company zurückzuführen (siehe Abbildung 6). Zum Teil sind auch höhere Investitionen aus den Vereinigten Arabischen Emiraten für diesen Anstieg verantwortlich, wohingegen die angekündigten Investitionen aus dem Euroraum und anderen G7-Staaten abnehmen.

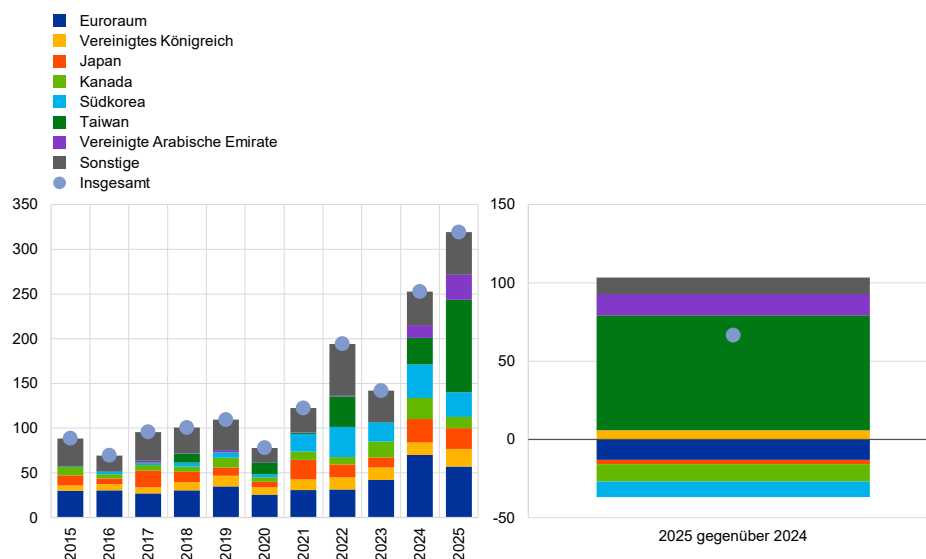
Abbildung 6

Angekündigte in die Vereinigten Staaten fließende Greenfield-Direktinvestitionen nach Herkunftsland

(in Mrd. USD)

a) Jährliche in die Vereinigten Staaten fließende Greenfield-Direktinvestitionen

b) Veränderung der jährlichen in die Vereinigten Staaten fließenden Greenfield-Direktinvestitionen



Quellen: FT fDi Markets und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Beide Grafiken zeigen die Direktinvestitionszuflüsse in die Vereinigten Staaten nach Herkunftsland. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2025.

Die in das verarbeitende Gewerbe der USA fließenden Greenfield-

Direktinvestitionen liefern kaum Belege dafür, dass die Zölle einen starken Anstieg verursacht hätten; vielmehr fallen die jüngsten Zuwächse zeitlich mit

den starken KI-bedingten Investitionstrends zusammen.

Gemessen allein an den Projekten im verarbeitenden Gewerbe, dem Hauptziel der Zollstrategie der US-Regierung, gibt es kaum Beweise für einen zollbedingten Investitionsboom. Die angekündigten Investitionen im verarbeitenden Gewerbe erreichten im März 2025 – also bevor die wichtigsten US-Zölle angekündigt wurden – kurzzeitig einen Höhepunkt, aber die Ursache für diesen Anstieg scheinen hauptsächlich Investitionen in KI-nahen Geschäftsbereichen gewesen zu sein. Die Investitionen weisen nur einen schwachen Zusammenhang mit der Handelspolitik auf und lassen sich eher mit der Entwicklung der globalen KI-Nachfrage erklären (siehe Abbildung 7, Grafik a). Außerhalb dieses Sektors sind seltene Mineralien die einzige andere Branche, die aktuell wesentlich zum jüngsten Anstieg beiträgt. Dagegen sind die Greenfield-Direktinvestitionen im verarbeitenden Gewerbe in den Bereichen Elektrofahrzeuge, Batterielieferketten und saubere Technologien zurückgegangen, nachdem sie zuvor bis 2024 mitunter auch die Greenfield-Direktinvestitionen des Euroraums in den Vereinigten Staaten maßgeblich gestützt hatten – auch im

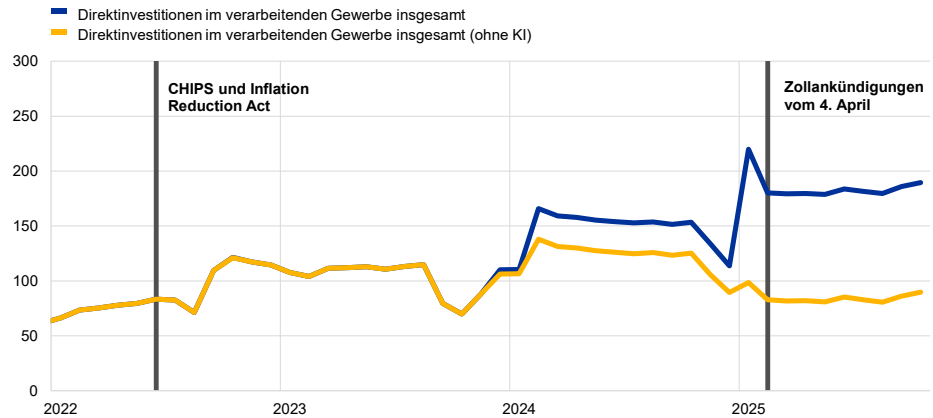
Zusammenhang mit politischen Anreizen wie dem CHIPS and Science Act und dem Inflation Reduction Act (siehe Abbildung 7, Grafik b).¹⁶

Abbildung 7

Ankündigungen zu in das verarbeitende Gewerbe der Vereinigten Staaten fließenden Greenfield-Direktinvestitionen

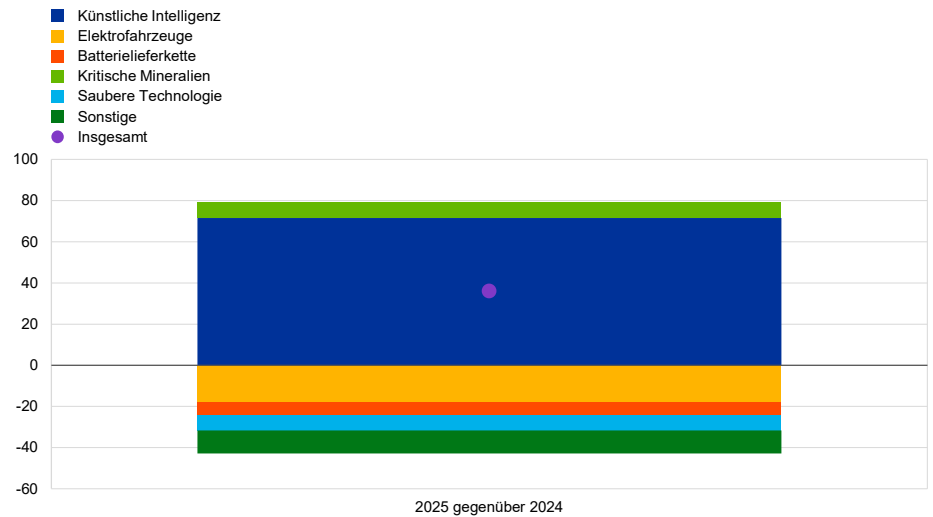
a) In das verarbeitende Gewerbe der Vereinigten Staaten fließende Greenfield-Direktinvestitionen und die Bedeutung von Investitionen im KI-Bereich

(in Mrd. USD)



b) Veränderung der jährlichen in das verarbeitende Gewerbe der Vereinigten Staaten fließenden Greenfield-Direktinvestitionen nach Bereich

(in Mrd. USD)



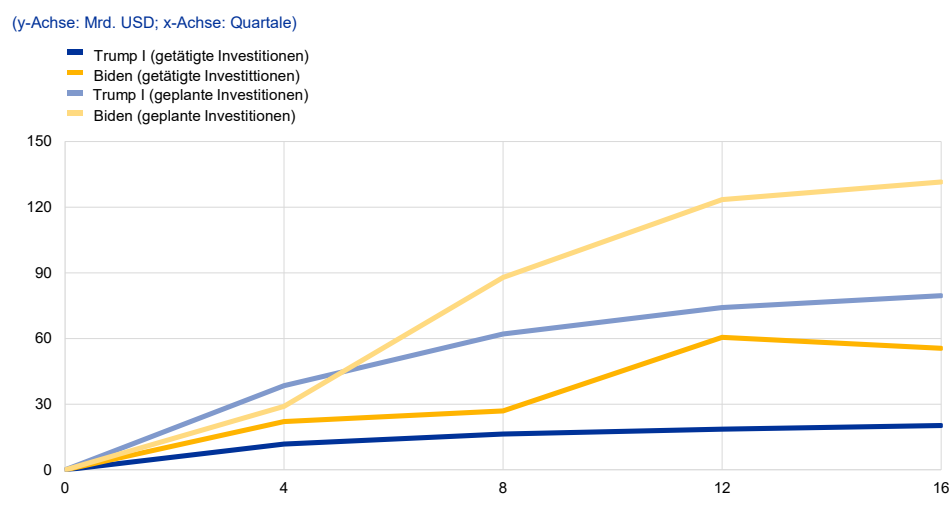
Quellen: FT fDi Markets und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die ausländischen Greenfield-Direktinvestitionen in den Vereinigten Staaten mit dem verarbeitenden Gewerbe als Wirtschaftsfunktion. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2025.

¹⁶ Der im August 2022 verabschiedete CHIPS and Science Act sah Subventionen der US-Regierung und steuerliche Anreize zur Unterstützung der Halbleiterfertigung und -forschung in den USA vor. Mit dem ebenfalls im August 2022 verabschiedeten Inflation Reduction Act wurden fiskalische Anreize eingeführt, die darauf abzielten, saubere Energie, die Produktion von Elektrofahrzeugen sowie das inländische verarbeitende Gewerbe zu fördern.

Die große und dauerhaft bestehende Diskrepanz zwischen den angekündigten und den in den USA getätigten Greenfield-Direktinvestitionen stellt indes eine wichtige Einschränkung dar. Bei jeder Präsidentschaft führt nur ein kleiner Teil der angekündigten Greenfield-Direktinvestitionsprojekte in der betreffenden Amtszeit auch tatsächlich zu einer in die Vereinigten Staaten fließenden Investition (siehe Abbildung 8). Das US Bureau of Economic Analysis liefert eine konsistente Datenbasis für einen Vergleich der geplanten (angekündigten) und der getätigten Investitionen. Während die geplanten Direktinvestitionen unter den beiden vorherigen Regierungen stetig stiegen, nahmen die getätigten Investitionen deutlich langsamer zu. Dieses Missverhältnis deutet darauf hin, dass die auf Ankündigungen basierenden Messgrößen der Investitionen, darunter auch die von fDi Markets veröffentlichten Messgrößen, die kurzfristigen Investitionsergebnisse möglicherweise zu hoch ansetzen. Sie sollten daher im Hinblick auf die Beurteilung der Wirksamkeit zollpolitischer Anreize mit Vorsicht interpretiert werden.

Abbildung 8
Geplante und getätigte Greenfield-Direktinvestitionen während der jeweiligen Präsidentschaft



Quellen: US Bureau of Economic Analysis und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: „Geplante Investitionen“ bezieht sich auf Greenfield-Direktinvestitionen, die innerhalb der Amtszeit des jeweiligen Präsidenten initiiert wurden und auch in dieser getätigt werden sollen. „Getätigte Investitionen“ bezieht sich auf Greenfield-Direktinvestitionen, die in der jeweiligen Amtszeit initiiert und auch getätigt wurden.

Die Auslandsinvestitionen der Vereinigten Staaten wuchsen 2025 langsamer als 2018. Theoretisch haben die US-Zölle auf Direktinvestitionen aus den Vereinigten Staaten in das Ausland eine ähnlich uneindeutige Auswirkung wie auf Direktinvestitionen, die aus anderen Ländern in die Vereinigten Staaten fließen. Einerseits könnten sich aus dem Handel mit Vorleistungsgütern höhere Handelskosten ergeben, was möglicherweise die Unternehmen dazu veranlasst, sich gegen Exporte und für eine Produktion vor Ort im Ausland zu entscheiden. Andererseits könnten höhere Inputkosten, eine verstärkte Unsicherheit und geringere Gewinnmargen dazu führen, dass die Anreize und Möglichkeiten von Unternehmen, im Ausland zu expandieren, geschwächt werden.¹⁷ Schaut man ausschließlich auf die Direktinvestitionen im verarbeitenden Gewerbe, so stiegen die

¹⁷ Siehe auch Helpman et al. (2004); Amity et al. (2019).

im Ausland getätigten Direktinvestitionen US-amerikanischer Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes nach der ersten Runde der US-Zollmaßnahmen im Jahr 2018 deutlich an, wohingegen sich während der zweiten Runde der Zollmaßnahmen ein entgegengesetztes Muster abzeichnete (siehe Abbildung 9, Grafik a). Eine mögliche Erklärung lautet, dass die zweite Runde der Zollmaßnahmen von einer größeren handelspolitischen Unsicherheit geprägt war und sich die Zölle gegen eine größere Gruppe von Ländern richteten; dies könnte Unternehmen dazu veranlasst haben, Pläne für eine Expansion im Ausland zu verschieben oder zurückzufahren, statt eine Reallokation der Produktion ins Ausland vorzunehmen.¹⁸ Nach 2018 nahmen die US-amerikanischen Direktinvestitionen im Ausland in fast allen Zielländern zu – auch in China, dem Land, auf das die US-Zölle in erster Linie abzielten (siehe Abbildung 9, Grafik b). Für 2025 hingegen ist das Muster der US-amerikanischen Direktinvestitionen im Ausland weniger eindeutig. Der Euroraum blieb 2025 die größte Zielregion für Direktinvestitionen der Vereinigten Staaten, und die Investitionsflüsse waren relativ stabil. Die deutlichsten Zunahmen waren 2025 jedoch bei den Investitionen in Südkorea und Indien zu verzeichnen. Diese Investitionen konzentrierten sich auf digitale Infrastruktur, insbesondere Rechenzentren und Cloud-Computing, sowie auf ausgewählte Aktivitäten im hochtechnologischen Sektor des verarbeitenden Gewerbes, beispielsweise Halbleiter und elektronische Bauteile.

¹⁸ Siehe auch Handley und Limão (2017); Caldara et al. (2020).

Abbildung 9

Ankündigungen zu US-amerikanischen Greenfield-Direktinvestitionen im ausländischen verarbeitenden Gewerbe

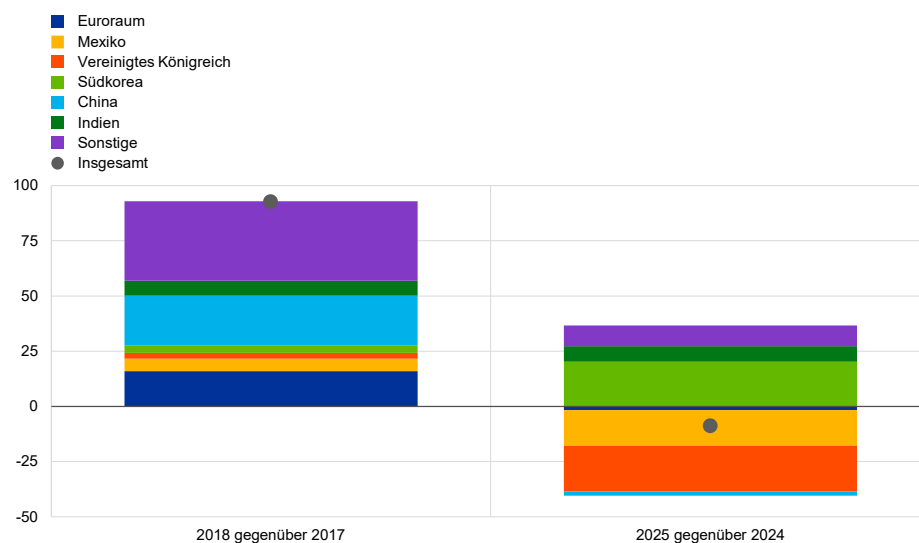
a) US-amerikanische Greenfield-Direktinvestitionen im ausländischen verarbeitenden Gewerbe

(in Mrd. USD, gleitender Zwölfmonatsdurchschnitt)



b) Jährliche Veränderung der US-amerikanischen Greenfield-Direktinvestitionen im ausländischen verarbeitenden Gewerbe nach Land

(in Mrd. USD)



Quellen: FT fDi Markets und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2025.

Kasten 2

Verdrängen Direktinvestitionen im Ausland die inländische Investitionstätigkeit im Euroraum?

Lorenz Emter und Michael Fidora

Direktinvestitionen im Ausland können sich über verschiedene Kanäle auf die inländische Investitionstätigkeit, d. h. die Bruttoanlageinvestitionen, im Euroraum auswirken. Erstens können Direktinvestitionen im Ausland die inländischen Investitionen über finanzielle Kanäle beeinträchtigen, insbesondere in Ländern des Euroraums mit geringen gesamtwirtschaftlichen Ersparnissen. Eine Verlagerung der Wirtschaftstätigkeit kann die Gewinne der Mutterunternehmen

anfangs schmälern oder zu einer angespannteren finanziellen Situation dieser Mutterunternehmen führen. Zweitens können Direktinvestitionen im Ausland die Investitionsausgaben im Inland verringern, wenn Unternehmen einen Teil ihrer Produktion ins Ausland verlagern. Daher können einerseits Direktinvestitionen im Ausland, die ausschließlich marktorientiert sind, die inländische Investitionstätigkeit dämpfen, sollten Unternehmen den Großteil ihrer Produktionstätigkeit verlagern, um den ausländischen Markt zu bedienen. Dies wäre etwa der Fall, wenn Unternehmen Produktionskapazitäten in den Vereinigten Staaten aufbauen würden, um höhere Zollsätze zu umgehen. Andererseits können auf Effizienzgewinne ausgerichtete Direktinvestitionen, bei denen ein Teil der Produktionskette ins Ausland verlagert wird, um von niedrigeren Produktionskosten zu profitieren, zu Exporten von Vorleistungsgütern und Investitionsgütern oder Dienstleistungen für den ausländischen Markt führen und bei einem generellen Gleichgewicht die Investitionstätigkeit im Inland ankurbeln. Dies könnte auch bei Direktinvestitionen im Ausland der Fall sein, die strategische Zielsetzungen verfolgen, denn sie können den Technologie- und Wissenstransfer erleichtern und damit die Produktivität von Unternehmen steigern.

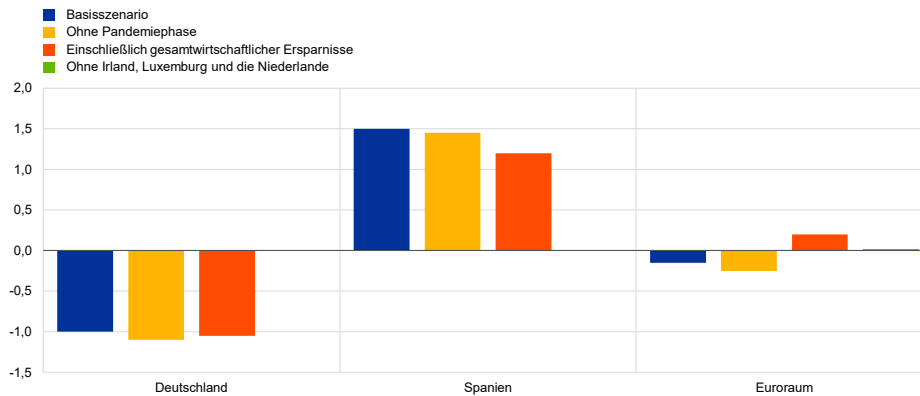
Empirisch lässt sich die langfristige Beziehung zwischen Direktinvestitionen im Ausland und inländischen Investitionen mittels einer Kointegrationsanalyse untersuchen, wie sie beispielsweise in Herzer und Schrooten (2008) vorgenommen wird. Zu diesem Zweck werden inländische Investitionen und Direktinvestitionen im Ausland (jeweils als Anteil am BIP) anhand von Kointegrationstests untersucht. Als Grundlage dienen jährliche Daten der Weltbank für den Zeitraum von 1975 bis 2024 für das Eurogebiet sowie für einzelne Euro-Länder. Da nicht für diesen gesamten Zeitraum Daten zu Greenfield-Direktinvestitionen vorliegen, basiert die Schätzung der gesamten Direktinvestitionsströme auf der Zahlungsbilanz, um sicherzustellen, dass eine ausreichend langfristige Stichprobe gegeben ist. Sobald eine Kointegration festgestellt wird, werden die langfristigen Auswirkungen der Direktinvestitionen im Ausland auf die inländische Investitionstätigkeit mithilfe eines Einzelgleichungs-Fehlerkorrekturmodells geschätzt.

Die empirische Evidenz spricht dafür, dass für den Euroraum als Ganzes keine klare Verbindung zwischen der inländischen Investitionstätigkeit und Direktinvestitionen im Ausland besteht. Dahinter verbergen sich jedoch Unterschiede zwischen den einzelnen Euro-Ländern. Konkret deutet die Analyse darauf hin, dass auf der aggregierten Ebene des Eurogebiets keine statistisch signifikante Verbindung besteht, selbst wenn Länder ausgeschlossen werden, bei denen die finanzialisierten Direktinvestitionsströme die gesamten Direktinvestitionen im Ausland verzerren könnten (siehe Abbildung A). Hinter diesem Gesamtergebnis verbergen sich jedoch Unterschiede zwischen den größeren Ländern des Euroraums. Im Fall von Frankreich und Italien ist keine signifikante langfristige Beziehung festzustellen. Dagegen legt die Analyse den Schluss nahe, dass im Fall von Deutschland Direktinvestitionen im Ausland und inländische Investitionen als Substitute, in Spanien dagegen als Komplemente agieren. Für Deutschland decken sich diese Ergebnisse mit Herzer und Schrooten (2008), die ebenfalls langfristige Substitutionseffekte dokumentieren, in denen sich ein dynamischer Anpassungspfad widerspiegelt. Investitionen im Ausland können zunächst einen Kapazitätsaufbau im Inland erfordern und kurbeln möglicherweise die inländische Investitionstätigkeit kurzfristig an (wie auch in Goldbach et al., 2019, dokumentiert). Sobald jedoch Tochtergesellschaften im Ausland gegründet werden, ersetzen sie die inländische Produktion und verringern so die langfristigen Anlageinvestitionen im Inland. Diese Erkenntnisse erweisen sich auch bei Ausschluss des Zeitraums der Corona-Pandemie und bei Berücksichtigung der aggregierten gesamtwirtschaftlichen Ersparnisse also robust.

Abbildung A

Langfristige Multiplikator-Koeffizienten der Direktinvestitionsströme ins Ausland für die inländische Investitionstätigkeit

(Elastizitäten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die geschätzten langfristigen Multiplikator-Koeffizienten für die Auswirkungen von Direktinvestitionsströmen ins Ausland, basierend auf einem einfachen Fehlerkorrekturmodell wie bei Herzer und Schrooten (2008). Bei den Angaben „einschließlich gesamtwirtschaftlicher Ersparnisse“ dienen die das BIP übersteigenden aggregierten gesamtwirtschaftlichen Ersparnisse als zusätzliche Kontrollvariable. Bei den Angaben „ohne Irland, Luxemburg und die Niederlande“ werden diese drei Länder bei den Schätzungen für den Euroraum nicht berücksichtigt, da deren Direktinvestitionsströme durch finanzialisierte Investitionsströme stärker verzerrt sein könnten.

Die heterogene Beziehung zwischen Direktinvestitionen und inländischer Investitionstätigkeit spiegelt auf plausible Weise die Unterschiede in der Art und der sektoralen Zusammensetzung der Direktinvestitionen im Ausland wider. Spanische Direktinvestitionen, insbesondere in Lateinamerika, konzentrieren sich auf Aktivitäten in der Finanz- und der Versicherungsbranche sowie auf den Informations- und Kommunikationssektor und die Rohstoffindustrie. Diese Investitionen dienen daher überwiegend einer Marktexpansion und sind auf die Sektoren der nicht handelbaren Güter ausgerichtet. Möglicherweise unterstützen sie die inländische Investitionstätigkeit durch die Bereitstellung zusätzlicher Dienstleistungen, durch Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten an den Hauptsitzen der Unternehmen sowie durch potenzielle Übertragungseffekte auf die Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen. Dagegen haben sich deutsche Direktinvestitionen auf den Aufbau von Produktionskapazitäten im Ausland konzentriert, zunächst in Mittel- und Osteuropa und später in China, die die Industrieproduktion im Inland und die Exporte ersetzen könnten. Tatsächlich belief sich der Anteil der im Ausland generierten Bruttoproduktion 2019 auf rund 26 % des deutschen BIP und war damit in etwa doppelt so hoch wie der entsprechende Anteil für Spanien von rund 13 %. Dies lässt darauf schließen, dass verstärkte ausländische Investitionen in den Vereinigten Staaten zum Aufbau von Produktionskapazitäten für den dortigen Markt und zur Vermeidung höherer Zölle die inländische Investitionstätigkeit in Ländern des Euroraums wohl dämpfen dürften. Dies gilt vor allem für Länder, die in hohem Maße Industriegüter in die Vereinigten Staaten exportieren.

3 Mögliche Folgen zollbedingter Veränderungen der Direktinvestitionen des Euroraums im Ausland

Neue Zölle können zu einem strukturellen Anstieg der Direktinvestitionen des Euroraums im Ausland führen. Dies hat wichtige Auswirkungen auf die

gesamtwirtschaftliche Entwicklung im Euroraum. Zollerhöhungen gehen in der Regel mit verstärkten Ankündigungen von Greenfield-Direktinvestitionen einher. Dies gilt insbesondere dann, wenn Unternehmen Investitionen dazu nutzen, neue Handelshemmnisse zu umgehen, und kann sich auf den Handel und die inländische Investitionstätigkeit im Eurogebiet auswirken.

Wenn die Vereinigten Staaten – ein großer und geografisch weit entfernter Markt – Importe aus dem Euroraum mit höheren Zöllen belegen, dann könnte dies die Exporte aus dem Euroraum verringern. Die bilaterale Beziehung zwischen Handel und Direktinvestitionen hängt ganz wesentlich von der Größe des Landes und seiner geografischen Entfernung ab. Bei kleinen und mittelgroßen Volkswirtschaften, die geografisch eng benachbart sind, ergänzen sich Greenfield-Direktinvestitionen im Ausland und Exporte tendenziell, d. h., Investitionen im Ausland fördern einen zusätzlichen grenzüberschreitenden Handel mit Vorleistungsgütern und Endprodukten. Handelt es sich dagegen um größere Volkswirtschaften, die weiter voneinander entfernt sind, ersetzen Direktinvestitionen tendenziell die Ausfuhren (siehe Kasten 1).

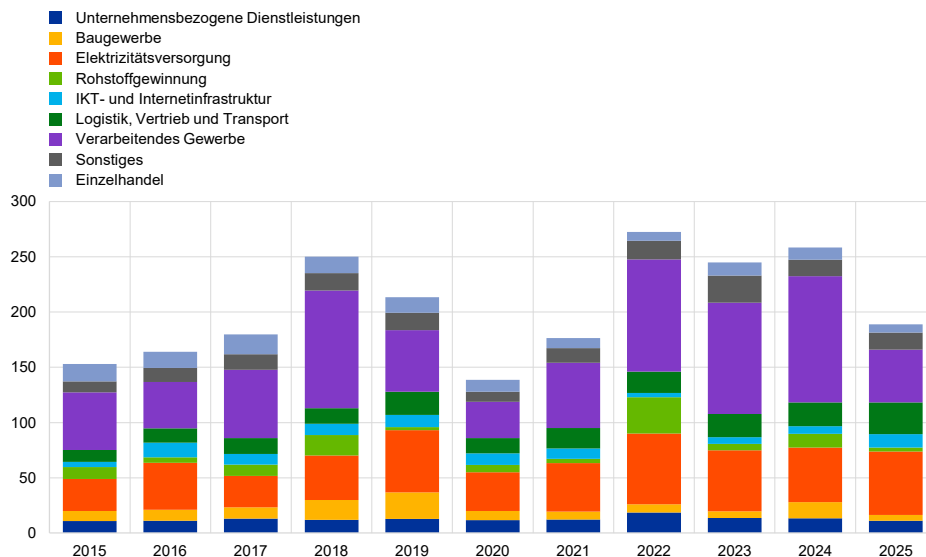
Höhere Zölle auf Exporte des Euroraums, die Unternehmen dazu veranlassen, mittels Direktinvestitionen Produktionskapazitäten im Ausland aufzubauen, können auch die inländische Investitionstätigkeit im Euroraum beeinträchtigen. Vor allem können ausschließlich marktorientierte Direktinvestitionen im Ausland die inländische Investitionstätigkeit dämpfen, wenn Unternehmen den Großteil ihrer Produktionstätigkeit verlagern, um den ausländischen Markt zu bedienen. Dagegen könnten Direktinvestitionen in den Sektoren der nicht handelbaren Güter die inländische Investitionstätigkeit ergänzen, wenn sich die Geschäftstätigkeit der Unternehmen ausweitet (siehe Kasten 2).

Die Herausforderungen, die aus zollbedingten Veränderungen der Direktinvestitionen des Euroraums im Ausland erwachsen, scheinen sich allerdings in Grenzen zu halten. Die verfügbaren Daten zeigen, dass die Greenfield-Direktinvestitionen des Euroraums im Ausland 2025 zurückgingen. Dieser Rückgang war in erster Linie auf die Direktinvestitionen im verarbeitenden Gewerbe zurückzuführen (siehe Abbildung 10). Verantwortlich dafür waren vor allem die rückläufigen Direktinvestitionen im verarbeitenden Gewerbe der Vereinigten Staaten. Dies deckt sich auch mit den empirischen Ergebnissen, die in Abschnitt 3 präsentiert werden (siehe Abbildung 11). Die Tatsache, dass sich die Greenfield-Direktinvestitionen des Eurogebiets in den Vereinigten Staaten auf das von den globalen Wertschöpfungsketten abhängige verarbeitende Gewerbe konzentrieren, scheint somit tatsächlich das Risiko zu mindern, dass es zu einer Verdrängung der Exporte des Euroraums und der inländischen Investitionstätigkeit im Euroraum kommen könnte. Zudem könnten anhaltend hohe Greenfield-Direktinvestitionen im Ausland, die einer Marktexpansion im Sektor der nicht handelbaren Güter dienen – beispielsweise KI-bedingte Investitionen im Stromsektor –, die inländische Investitionstätigkeit im Eurogebiet sogar ergänzen.

Abbildung 10

Greenfield-Direktinvestitionen des Euroraums im Ausland nach Wirtschaftsfunktion

(in Mrd. USD)



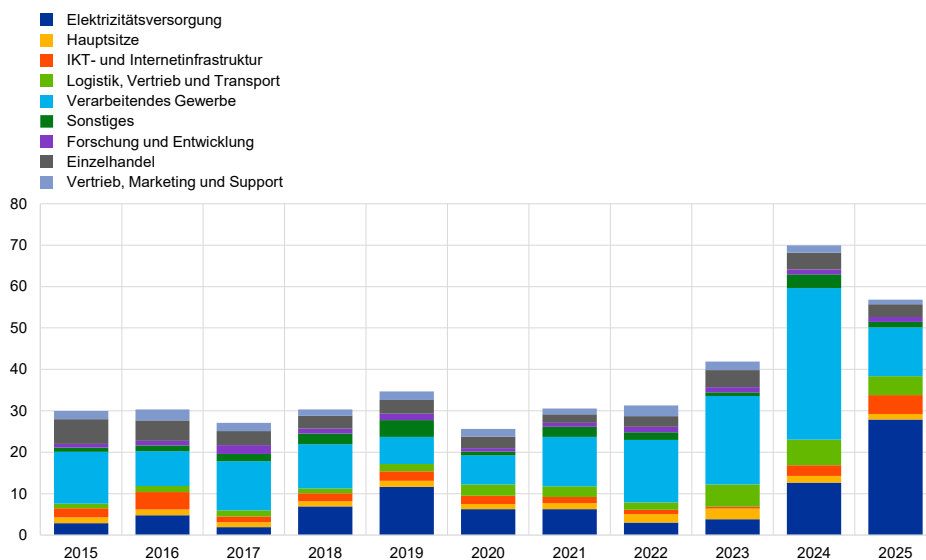
Quellen: FT fDi Markets und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2025.

Abbildung 11

Greenfield-Direktinvestitionen des Euroraums in den Vereinigten Staaten nach Wirtschaftsfunktion

(in Mrd. USD)



Quellen: FT fDi Markets und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2025.

4 Schlussbemerkungen

Die Auswirkungen von Zöllen auf Greenfield-Direktinvestitionen sind komplex und hängen davon ab, welche Ziele mit den Auslandsinvestitionen vorrangig verfolgt werden. Die im vorliegenden Aufsatz enthaltene Analyse zeigt, dass Zölle insgesamt einen Anreiz für Greenfield-Direktinvestitionen als Mittel zur Umgehung von Zöllen bieten können. Auf die auf Direktinvestitionen im verarbeitenden Gewerbe wirken sie sich jedoch anders aus. Umfangreiche Zollschriffe schrecken Unternehmen in der Regel davon ab, in Bereichen des verarbeitenden Gewerbes zu investieren, die auf Vorleistungsgüter angewiesen und in die globalen Lieferketten vertikal integriert sind. Dies zeigt, mit welchen Herausforderungen das Ergreifen protektionistischer politischer Maßnahmen zur Förderung von Investitionen in wichtigen Industriezweigen verbunden ist. Wie die Direktinvestitionen auf Zölle reagieren, hängt zudem ganz entscheidend von der sektoralen Heterogenität ab. Eine positive Reaktion der Direktinvestitionen erfolgt vorrangig in Sektoren, die auf die lokalen Märkte ausgerichtet sind, beispielsweise Kraftfahrzeuge, wohingegen es in Branchen mit größerem Abstand zur Endnachfrage (Upstream-Branchen), darunter pharmazeutische Erzeugnisse und Metallerzeugnisse, zu negativen Auswirkungen kommt.

Die jüngsten Erfahrungen mit den US-Zöllen machen die Grenzen zollbedingter Investitionsstrategien deutlich. Trotz ehrgeiziger politischer Ziele und der Behauptungen von offizieller Seite, es sei während der zweiten Amtszeit von Präsident Trump zu einem starken Anstieg von Direktinvestitionen in den Vereinigten Staaten gekommen, sind anhand der Daten erhebliche Lücken zwischen den angekündigten und den getätigten Investitionen erkennbar. Bei allen US-Präsidentschaften ist festzustellen, dass während der jeweiligen Amtszeit nur ein kleiner Teil der angekündigten Greenfield-Direktinvestitionsprojekte auch tatsächlich zu Investitionen führte. Darüber hinaus konzentrierten sich zollbedingte Direktinvestitionen stark auf bestimmte Industriezweige und Länder, beispielsweise auf Bereiche des verarbeitenden Gewerbes mit KI-Bezug und Direktinvestitionen aus Volkswirtschaften wie Taiwan.

Die Struktur der Direktinvestitionen des Euroraums deutet darauf hin, dass hier zollbedingte Veränderungen der Direktinvestitionen des Euroraums ins außereuropäische Ausland eher begrenzt sein könnten und dass sich die damit verbundenen Risiken für die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum nach wie vor in Grenzen halten. Wachsender Protektionismus und zollbedingte Investitionsströme könnten Unternehmen im Eurogebiet unter Druck setzen, im Ausland zu investieren, um Handelshemmnisse zu umgehen. Dies könnte sich in unterschiedlicher Weise auf die inländische Investitionstätigkeit in den einzelnen Euro-Ländern auswirken. Das Risiko, dass verstärkte Direktinvestitionen in den Vereinigten Staaten zum Aufbau von Produktionskapazitäten für den dortigen Markt die inländische Investitionstätigkeit im Eurogebiet dämpfen könnten, ist jedoch begrenzt. Dies ist darauf zurückzuführen, dass sich die Greenfield-Direktinvestitionen des Euroraums in den USA auf das verarbeitende Gewerbe konzentrieren, das wegen seiner Abhängigkeit von globalen Lieferketten negativ auf höhere Zölle reagieren dürfte. Und tatsächlich sind die Greenfield-Investitionen des

Eurogebiets in das verarbeitende Gewerbe der Vereinigten Staaten 2025 zurückgegangen.

Literaturverzeichnis

Amiti, M., Redding, S. J. und Weinstein, D. E. (2019), [The impact of the 2018 Tariffs on Prices and Welfare](#), Journal of Economic Perspectives, Bd. 33, Nr. 4, S. 187-210.

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

Cole, M. T. und Davies, R. B. (2011), [Strategic tariffs, tariff jumping, and heterogeneous firms](#), European Economic Review, Bd. 55, Nr. 4, S. 480-496.

Boeckelmann, L., Emter, L., Moder, I., Pongetti, G., und Spital, T. (2024), Geopolitische Fragmentierung von Greenfield-Direktinvestitionen weltweit und im Euroraum, EZB, Wirtschaftsbericht 7/2024.

Handley, K. und Limão, N. (2017), [Policy Uncertainty, Trade, and Welfare: Theory and Evidence for China and the United States](#), American Economic Review, Bd. 107, Nr. 9, S. 2731-2783.

Helpman, E., Melitz, M. J. und Yeaple, S. R. (2004), [Export Versus FDI with Heterogeneous Firms](#), American Economic Review, Bd. 94, Nr. 1, S. 300-316.

Herzer, D. und Schrooten, M. (2008), [Outward FDI and domestic investment in two industrialized countries](#), Economics Letters, Bd. 99, Nr. 1, S. 139-143.

Goldbach, S., Nagengast, A. J., Steinmüller, E. und Wamser, G. (2019), [The effect of investing abroad on investment at home: On the role of technology, tax savings, and internal capital markets](#), Journal of International Economics, Bd. 116, S. 58-73.

Moder, I. und Spital, T. (2025), [The protectionist gamble: How tariffs shape greenfield foreign direct investment](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 3144.

Trump, D. J. (2025), [Remarks Announcing Additional United States Tariff Actions on Foreign Imports](#), Weißes Haus, Washington D. C., 2. April.

Welche Faktoren beeinflussen die Entwicklung der Erwerbsbevölkerung im Euroraum?

Agostino Consolo, António Dias da Silva, Nina Furbach und Ramon Gomez-Salvador

1 Einleitung

Die Erwerbsbevölkerung im Euroraum ist in den letzten Jahren deutlich gewachsen. Grund hierfür waren eine steigende Erwerbsbeteiligung, demografische Veränderungen und eine anhaltende Nettozuwanderung. Die Erwerbsbevölkerung umfasst alle Personen im erwerbsfähigen Alter, die entweder erwerbstätig sind oder aktiv nach Arbeit suchen. Als Personen im erwerbsfähigen Alter bzw. Erwerbssalter zählen alle Menschen zwischen 15 und 74 Jahren, um dem längeren Erwerbsleben Rechnung zu tragen. Der Anteil der Erwerbspersonen an der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter, die sogenannte Erwerbsbeteiligung oder Erwerbsquote, hat sich in den letzten Jahren in mehrfacher Hinsicht erhöht: Erstens ist der Anteil der erwerbstätigen Frauen gestiegen, wodurch sich das seit Langem bestehende geschlechtsspezifische Gefälle verringert hat. Zweitens bleiben ältere Menschen länger erwerbstätig, was zum Teil auf Rentenreformen und eine langfristige Verlagerung hin zu körperlich weniger anspruchsvollen Tätigkeiten zurückzuführen ist. Drittens treten nachrückende Kohorten mit höheren Bildungsabschlüssen in den Arbeitsmarkt ein. Dadurch nimmt die Erwerbsbevölkerung zu, da Menschen mit höherem Bildungsabschluss in der Regel häufiger am Erwerbsleben teilnehmen. Neben dieser binnenwirtschaftlichen Entwicklung ist der Wanderungssaldo seit etwa 2010 durchgehend positiv. Dabei werden Arbeitskräfte aus Ländern außerhalb der EU zu einem immer wichtigeren Wachstumstreiber der Erwerbsbevölkerung.

Ältere und zugewanderte Arbeitskräfte trugen in den letzten Jahren am stärksten zum Wachstum der Erwerbsbevölkerung bei. Dabei wirkten sich beide unterschiedlich auf die aggregierten Arbeitsmarktzahlen aus. Beide Gruppen sind nicht nur gemessen an der Bevölkerung, sondern auch gemessen an der Erwerbsbeteiligung gewachsen. Ältere Arbeitskräfte, die in der Regel niedrigere Arbeitslosenquoten aufweisen, übten einen strukturellen Abwärtsdruck auf die aggregierte Arbeitslosenquote aus. Bei Migrantinnen und Migranten sind die Arbeitslosenquoten tendenziell höher. Die jüngsten Daten deuten jedoch darauf hin, dass sich der Anstieg des Arbeitskräfteangebots dieser Gruppe größtenteils direkt in einer Beschäftigung niedergeschlagen hat und der Aufwärtsdruck auf die Arbeitslosenquote somit begrenzt war.

Die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden hat nicht mit der Zahl der Erwerbstätigen Schritt gehalten: Die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden je Erwerbstätigen sind in mehreren Euro-Ländern immer noch niedriger als vor der Covid-19-Pandemie. Obwohl die Zahl der Erwerbstätigen

stark gestiegen ist, ist die durchschnittliche Zahl der geleisteten Arbeitsstunden je Erwerbstätigen gesunken. Das ist auf Kompositionseffekte (z. B. aufgrund der im Schnitt geringeren Wochenarbeitszeit von älteren Arbeitskräften und Frauen) sowie auf allgemeine Veränderungen bei den Arbeitsmodellen zurückzuführen. Diese Divergenz ist für die Beurteilung der konjunkturellen Entwicklung relevant, da das BIP-Wachstum nicht nur von der Zahl der Erwerbstätigen, sondern auch von der Intensität des Arbeitseinsatzes abhängt.

Die Zunahme der Erwerbsbevölkerung und ihre veränderte Zusammensetzung haben erhebliche Auswirkungen auf das Produktionspotenzial, die gleichgewichtige Arbeitslosigkeit und die Arbeitsmarktentwicklung. Der

Anstieg der Erwerbsbevölkerung hat das Produktionspotenzial in einer Zeit verhaltener Investitionen und einer schwachen totalen Faktorproduktivität unmittelbar gestützt. Durch die Verschiebung hin zu älteren und besser ausgebildeten Erwerbspersonen haben sich sowohl die Arbeitslosigkeit als auch die Arbeitsmarktdynamik verringert. Gleichzeitig hat der zunehmende Anteil ausländischer Arbeitskräfte dazu beigetragen, den Arbeitskräftemangel in Schlüsselsektoren der Wirtschaft des Euroraums einzudämmen. Eine geringere Arbeitsmarktdynamik und ein geringerer Anteil junger Menschen an der Erwerbsbevölkerung können jedoch das Unternehmertum gefährden und die Produktivität beeinträchtigen. Zugleich dürften das steigende Durchschnittsalter, in dem erstmals nennenswerte Innovationen entwickelt werden, die Einführung neuer Technologien und die Verfügbarkeit altersfreundlicher Arbeitsplätze die negativen Auswirkungen der Bevölkerungsalterung abfedern.¹

Im vorliegenden Aufsatz werden die Entwicklung der Erwerbsbevölkerung im Euroraum analysiert und deren Folgen für das Wachstum und die Arbeitsmarktdynamik erörtert. In Abschnitt 2 wird beleuchtet, wie stark das

Wachstum der Erwerbsbevölkerung das BIP-Wachstum in den letzten Jahren gestützt hat. Abschnitt 3 befasst sich mit der Erwerbsbeteiligung nach Alter, Geschlecht und Bildungsniveau. Außerdem werden die Bevölkerungsalterung und deren Konsequenzen für das künftige Arbeitskräfteangebot eingehend untersucht. In Abschnitt 4 wird der Beitrag ausländischer Arbeitskräfte zum Wachstum der Erwerbsbevölkerung im Euroraum analysiert. In Abschnitt 5 geht es um die Auswirkungen der sich verändernden Zusammensetzung der Erwerbsbevölkerung auf die Volatilität und Dynamik am Arbeitsmarkt. Dabei wird auch die Entwicklung der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden betrachtet. Eine abschließende Zusammenfassung findet sich in Abschnitt 6.

¹ Eine Erörterung der Auswirkungen der Bevölkerungsalterung auf die Produktivität, der Bedeutung altersfreundlicher Arbeitsplätze und der Verschiebung in der Altersstruktur von Innovationen findet sich in Acemoglu et al. (2022); Maestas et al. (2023); IWF (2025); OECD (2025) und Jones (2010).

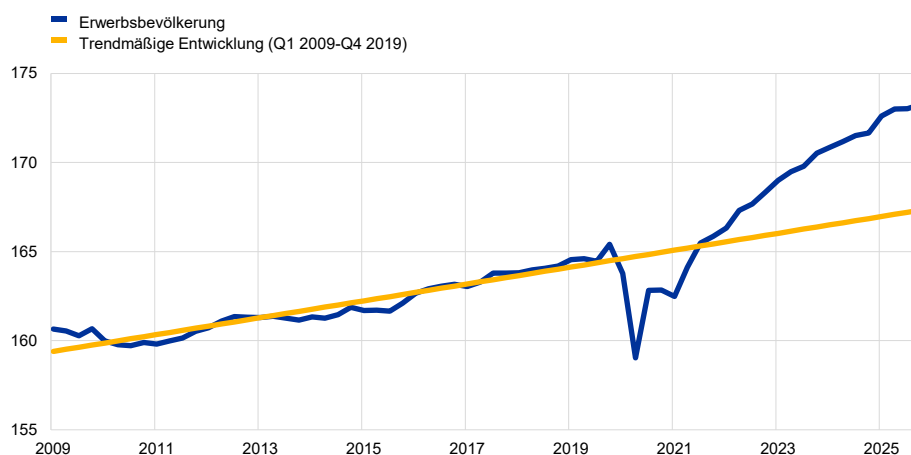
2 Beitrag der Erwerbsbevölkerung zum BIP-Wachstum

Die Erwerbsbevölkerung im Euroraum ist in den vergangenen fünf Jahren rasch gewachsen.

Die Zahl der Erwerbspersonen hat sich seit dem vierten Quartal 2019 um 7,8 Millionen erhöht und lag Mitte 2025 bei 173 Millionen (siehe Abbildung 1). Damit ist die Erwerbsbevölkerung deutlich stärker gewachsen als in den zehn Jahren zuvor. Hätte sie sich so weiterentwickelt wie im Zeitraum 2009-2019, läge die Zahl der Erwerbspersonen aktuell bei rund 167 Millionen und damit 5,9 Millionen unter dem tatsächlichen Niveau. Der Zuwachs der Erwerbsbevölkerung seit dem vierten Quartal 2019 spiegelt zwei Faktoren wider: einen Anstieg der Gesamtbevölkerung im Erwerbsalter um 5,8 Millionen und eine Zunahme der Erwerbsbeteiligung von 64,6 % im vierten Quartal 2019 auf 66,2 % im vierten Quartal 2025. Für den Anstieg der Bevölkerung im Erwerbsalter sind vor allem ausländische Arbeitskräfte verantwortlich.²

Abbildung 1
Entwicklung der Erwerbsbevölkerung

(in Millionen Personen)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der lineare Trend wird für den Zeitraum vom ersten Quartal 2009 bis zum vierten Quartal 2019 berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2025.

Der Anstieg der Erwerbsbevölkerung erwies sich in den letzten Jahren als ein wichtiger wachstumsfördernder Faktor.

Seit dem dritten Quartal 2021 haben die Erwerbsbevölkerung und die Beschäftigungsquote (Anteil der Erwerbstätigen an der Erwerbsbevölkerung) in den meisten Quartalen zusammengenommen mehr als die Hälfte zum BIP-Wachstum beigetragen (siehe Abbildung 2). In diesem Zeitraum leistete der Faktor Arbeit (der gemeinsame Beitrag des Wachstums der Erwerbsbevölkerung und der Veränderungen der Beschäftigungsquote) den konsistentesten positiven Beitrag zum BIP-Wachstum. Darin spiegelt sich ein allgemeines Merkmal der Erholungsphase nach der Pandemie wider, das insbesondere in den Jahren 2022 und 2023 zum Tragen kam: Damals war das

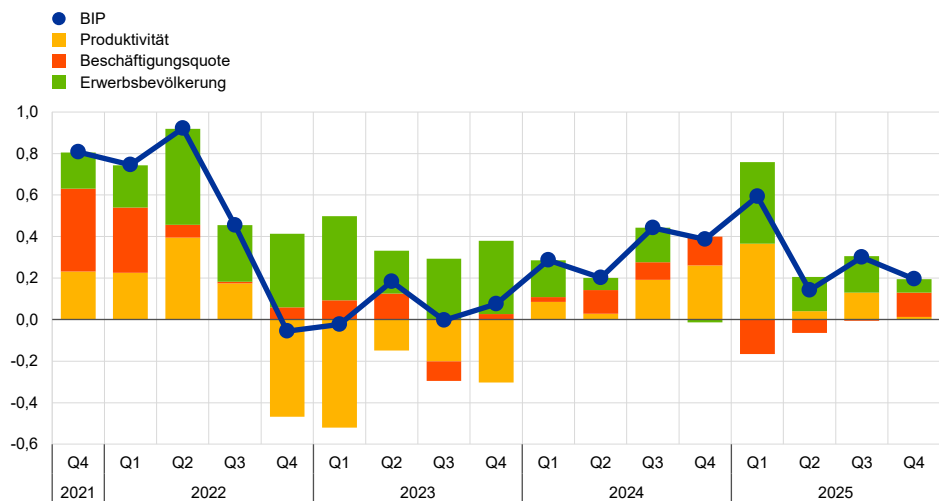
² Im vorliegenden Aufsatz wird bei den meisten Analysen der Euroraum als Ganzes betrachtet. Allerdings bestehen bei der Entwicklung der Erwerbsbevölkerung und der Migration erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Euro-Ländern. Siehe beispielsweise Arce et al. (2025) sowie Bodnár und Nerlich (2022).

Wachstum im Euroraum ungewöhnlich arbeitsintensiv und beruhte stärker auf der Zunahme der Anzahl der Erwerbstätigen als auf Produktivitätszuwächsen (Berson et al., 2024; Arce und Sondermann, 2024; Consolo et al., 2026). Dieses Muster kehrte sich 2024 und 2025 zum Teil um, und das Produktivitätswachstum erholte sich. Nachfolgend werden die Triebfedern der Ausweitung des Arbeitskräfteangebots untersucht, darunter die Entwicklung der Erwerbsbeteiligung, die Rolle älterer Arbeitskräfte und der Beitrag der Migration.

Abbildung 2

Beitrag der Beschäftigungsquote und der Erwerbsbevölkerung zum BIP-Wachstum

(BIP: Veränderung gegen Vorquartal in %; sonstige Variablen: Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Beschäftigungsquote ist der Anteil der Erwerbstätigen an der Erwerbsbevölkerung insgesamt (Erwerbstätige plus Arbeitslose). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2025.

3 Entwicklung der Erwerbsbevölkerung nach Alter, Bildungsniveau und Geschlecht

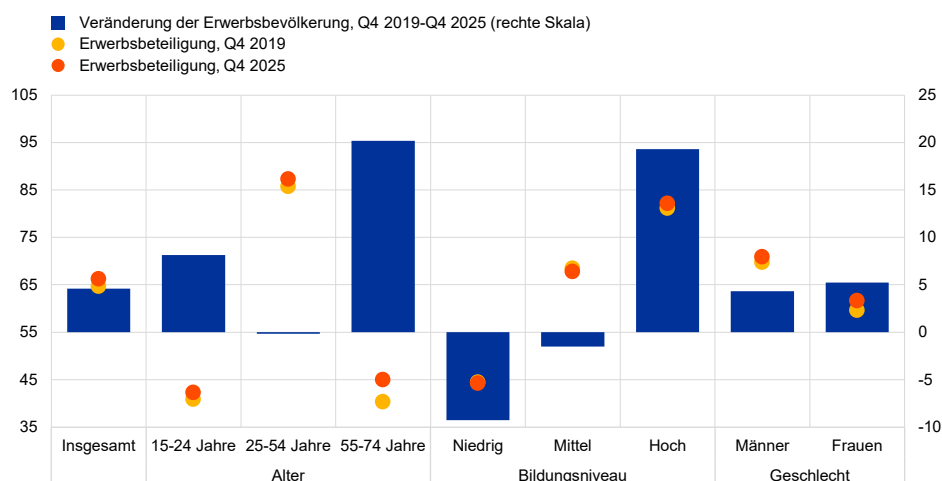
Die Zusammensetzung der Erwerbsbevölkerung im Euroraum hat sich seit 2019 deutlich verändert. So ist der Anteil älterer und hoch qualifizierter Arbeitskräfte gestiegen.

Die Zahl der Erwerbspersonen in der Altersgruppe 55-74 Jahre erhöhte sich vom vierten Quartal 2019 bis zum vierten Quartal 2025 um 20,2 %, während die Zahl der Erwerbspersonen mit Hochschulabschluss im gleichen Zeitraum um 19,3 % zunahm (siehe Abbildung 3). Der Anteil älterer Arbeitskräfte an der Erwerbsbevölkerung stieg von rund 20 % im Jahr 2019 auf 23 % im Jahr 2025. Unterdessen erhöhte sich der Anteil der Arbeitskräfte mit Hochschulabschluss von 34 % auf 39 %. Ausschlaggebend für diese Veränderungen waren nicht nur die Bevölkerungsalterung und die Höherqualifizierung, sondern auch höhere Erwerbsquoten.

Abbildung 3

Erwerbsbeteiligung und Veränderung der Erwerbsbevölkerung nach Bevölkerungsgruppen

(linke Skala: in % der Bevölkerung im Erwerbsalter; rechte Skala: Veränderung in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Die Erwerbsbeteiligung nahm in den meisten Bevölkerungsgruppen zu. Die stärksten Zuwächse wurden dabei bei älteren Arbeitskräften und bei Frauen verzeichnet.

Die Erwerbsbeteiligung der 55- bis 74-Jährigen stieg vom vierten Quartal 2019 bis zum vierten Quartal 2025 von 40,3 % auf 44,9 % (siehe Abbildung 3). Die Lücke zwischen der Erwerbsbeteiligung von Frauen und Männern verringerte sich weiter, wobei sich die Zahl der weiblichen Erwerbspersonen um 5,2 % und die der männlichen Erwerbspersonen um 4,3 % erhöhte. Dennoch war im Schlussquartal 2025 nach wie vor eine Lücke von 9 Prozentpunkten vorhanden. Damit war sie zwar deutlich geringer als in der Vergangenheit, aber immer noch beträchtlich. Dies deutet darauf hin, dass die strukturellen Hindernisse für die Erwerbsbeteiligung von Frauen (einschließlich der Verfügbarkeit von Kinderbetreuung, der steuerlichen Behandlung von Zweitverdienern und der sektoralen Segregation) noch nicht vollständig beseitigt sind.³ Diese Verschiebungen in der Zusammensetzung der Erwerbsbevölkerung hin zu Gruppen mit einer historisch unterschiedlichen Erwerbsbeteiligung wirken sich auf die aggregierte Erwerbsquote aus (siehe auch Kasten 1).

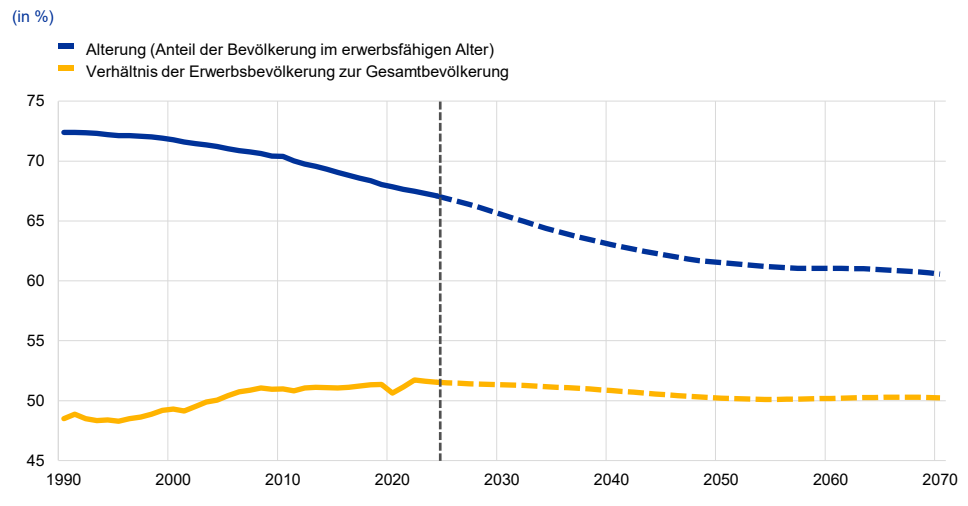
Die Alterung der Erwerbsbevölkerung im Euroraum hat sich nicht in einem entsprechenden Rückgang der Erwerbsbevölkerung niedergeschlagen.

Während der Anteil der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter an der Gesamtbevölkerung seit Anfang der 1990er-Jahre zurückgegangen ist, ist der Anteil der Erwerbsbevölkerung an der Gesamtbevölkerung weitgehend stabil geblieben und inzwischen sogar etwas höher als in den 1990er-Jahren (siehe Abbildung 4). Dem jüngsten Bericht der Europäischen Kommission über die Bevölkerungsalterung zufolge dürfte sich diese Divergenz fortsetzen; Gründe hierfür sind der nachhaltige

³ Neben der Lücke zwischen der Erwerbsbeteiligung von Männern und Frauen besteht auch ein erhebliches Lohngefälle zwischen Männern und Frauen. Siehe beispielsweise Berson, Botelho et al. (2025).

Anstieg der Erwerbsbeteiligung von Frauen, die zunehmende Erwerbsbeteiligung bei älteren Arbeitskräften und ein anhaltend positiver Wanderungssaldo (Europäische Kommission, 2024; Abbritti et al., im Erscheinen).^{4,5}

Abbildung 4
Bevölkerungsalterung und Erwerbsbevölkerung



Quellen: World Development Indicators der Weltbank und Ageing Working Group der Europäischen Kommission.
 Anmerkung: In dieser Abbildung ist die Variable „Alterung“ definiert als der Anteil der Bevölkerung im Erwerbsalter (hier angesetzt mit 15-64 Jahren) an der Gesamtbevölkerung. Sowohl die Bevölkerung im Erwerbsalter als auch die Erwerbsbevölkerung sind im Verhältnis zur Gesamtbevölkerung definiert. Somit geht aus der Abbildung hervor, dass die Erwerbsbevölkerung auch zahlenmäßig gestiegen ist.

Die Bevölkerungsalterung und die jüngste Entwicklung der Erwerbsbevölkerung wirken sich gegenläufig auf das Wirtschaftswachstum und die Anspannung am Arbeitsmarkt aus. Für sich genommen würde die demografische Alterung tendenziell unmittelbar Abwärtsdruck auf das Wirtschaftswachstum und das Arbeitskräfteangebot ausüben. Eine zunehmende Erwerbsbeteiligung und eine anhaltende Nettozuwanderung können das Arbeitskräfteangebot jedoch ausweiten und somit dazu beitragen, dass die Nachfrage nach Arbeitskräften gedeckt und die ungünstige demografische Entwicklung abgemildert wird.⁶

Durch die Alterung verändert sich die Bevölkerungsverteilung im Euroraum, was Implikationen für wichtige Arbeitsmarktindikatoren hat. Die Zahl der jüngeren Menschen verringert sich, und gleichzeitig nimmt der Anteil der 60- bis 74-Jährigen an der Bevölkerung zu (siehe Abbildung 5). Angesichts einer steigenden Lebenserwartung und eines höheren gesetzlichen und tatsächlichen Renteneintrittsalters tragen diese älteren Kohorten mittlerweile stärker zur Erwerbsbevölkerung bei als in den vergangenen Jahrzehnten. Bei der Beurteilung der Auswirkungen der Alterung auf das Arbeitskräfteangebot ist es daher wichtig, das obere Ende der Altersverteilung zu betrachten. Dort bietet die steigende Zahl

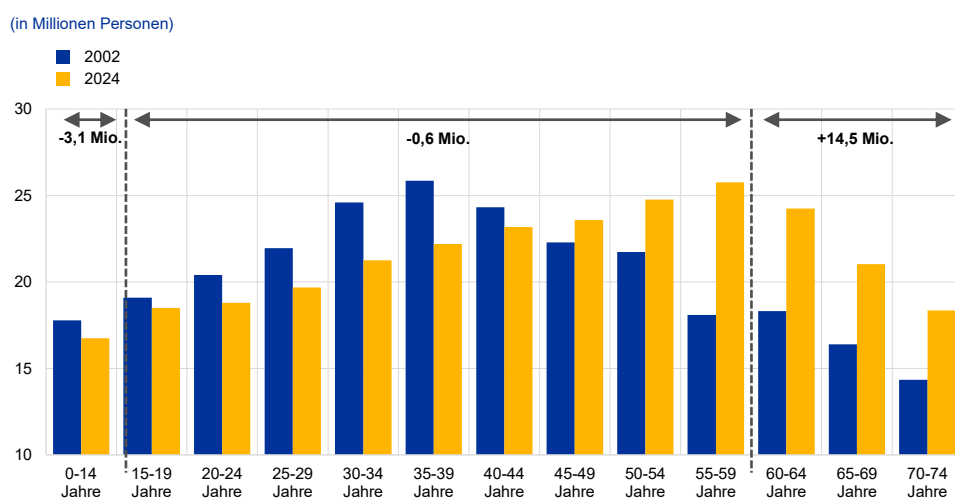
⁴ Auch Erhöhungen des Renteneintrittsalters spielen hier eine Rolle (Bodnár und Nerlich, 2020).

⁵ Im Bericht der Europäischen Kommission über die Bevölkerungsalterung 2024 basieren die Annahmen zum Wanderungssaldo tendenziell auf historischen Durchschnittswerten. Mit Blick auf die Zukunft dürfte sich die Migration weniger stark auswirken.

⁶ Wie die Bevölkerungsalterung und die Entwicklung der Erwerbsbevölkerung zum Wirtschaftswachstum beitragen, wird bei Fernández-Villaverde et al. (2025) und Abbritti et al. (im Erscheinen) erörtert.

älterer Erwerbspersonen einen Puffer gegen die demografischen Herausforderungen. Durch die anhaltend niedrigen Geburtenraten verringert sich jedoch kontinuierlich der Anteil der jüngeren Kohorten, die neu in das Erwerbsleben eintreten. Deshalb kann der aktuelle Anstieg der Erwerbsbeteiligung älterer Arbeitskräfte den längerfristigen demografischen Druck nur vorübergehend ausgleichen.⁷

Abbildung 5
Altersverteilung der Bevölkerung im Euroraum



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Im Euroraum gibt es im Vergleich zu anderen Industrieländern erheblichen Spielraum, um die Erwerbsbeteiligung älterer Arbeitskräfte zu erhöhen.

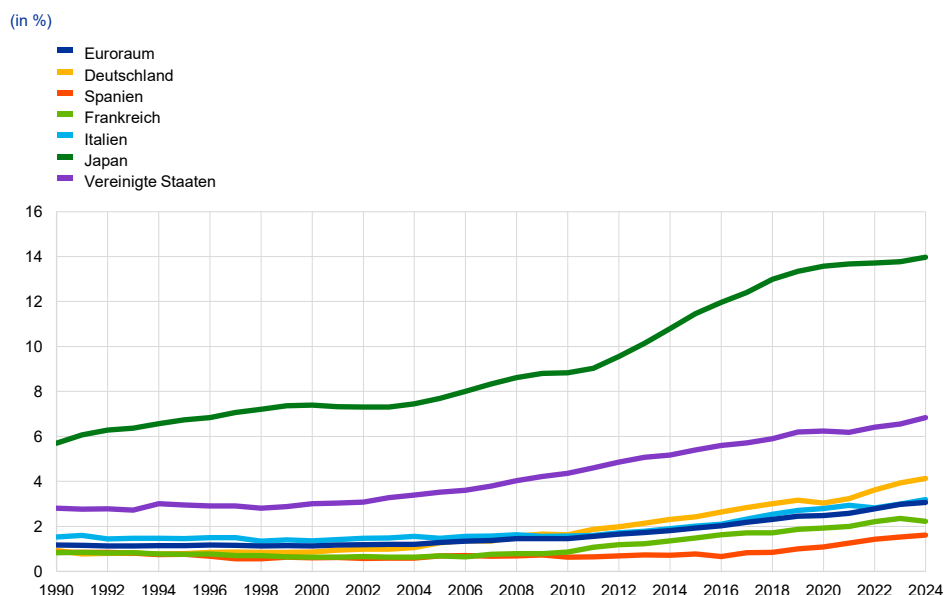
Menschen im Alter ab 65 Jahren machen im Euroraum nur 3 % der Erwerbsbevölkerung aus, verglichen mit rund 7 % in den Vereinigten Staaten und etwa 14 % in Japan (siehe Abbildung 6). Diese Differenz ist unter anderem auf eine unterschiedliche Ausgestaltung der Alterungssysteme und auf unterschiedliche institutionelle Rahmenbedingungen zurückzuführen. Sie deutet aber auch auf ein ungenutztes Arbeitskräfteangebot im Eurogebiet hin. Gewisse Anpassungen sind bereits im Gange, da das gesetzliche und das tatsächliche Renteneintrittsalter für die kommenden Jahrgänge schrittweise steigen werden. Außerdem nimmt die Lebenserwartung zu, und die Menschen bleiben im Schnitt länger gesund. Dies dürfte es immer mehr Arbeitskräften ermöglichen, länger im Erwerbsleben zu bleiben, insbesondere bei körperlich weniger anspruchsvollen Tätigkeiten. Zusammengenommen deuten diese Faktoren darauf hin, dass eine stärkere Erwerbsbeteiligung älterer Arbeitskräfte weiter dazu beitragen könnte, die Auswirkungen der Alterung auf die Erwerbsbevölkerung im Euroraum zumindest mittelfristig abzumildern. Allerdings haben die Erwerbsquoten in verschiedenen Bevölkerungsgruppen und Ländern in der Regel eine Obergrenze. Dadurch ist auch der ausgleichende Effekt begrenzt, der von einer Zunahme der Erwerbsbeteiligung

⁷ Die Alterung ist ein wichtiger Indikator für die Entwicklung der Bevölkerung im Erwerbsalter. Um die Aufwärtsverschiebung der Altersverteilung der Bevölkerung im Euroraum seit Anfang der 2000er-Jahre besser beurteilen zu können, sollten jedoch auch der Anstieg des tatsächlichen Renteneintrittsalters (rechter Rand in Abbildung 5) und der Rückgang der Geburtenraten insgesamt (linker Rand in Abbildung 5) berücksichtigt werden.

ausgehen kann. Zuwanderung und technologischer Fortschritt sind daher unerlässlich, um die wirtschaftlichen Auswirkungen der demografischen Alterung einzudämmen.

Abbildung 6

Anteil der Erwerbspersonen ab 65 Jahren an der Erwerbsbevölkerung insgesamt



Quellen: World Development Indicators der Weltbank und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Erwerbsbevölkerung insgesamt umfasst alle Erwerbstätigen und Arbeitslosen im Alter von 15 Jahren und älter.

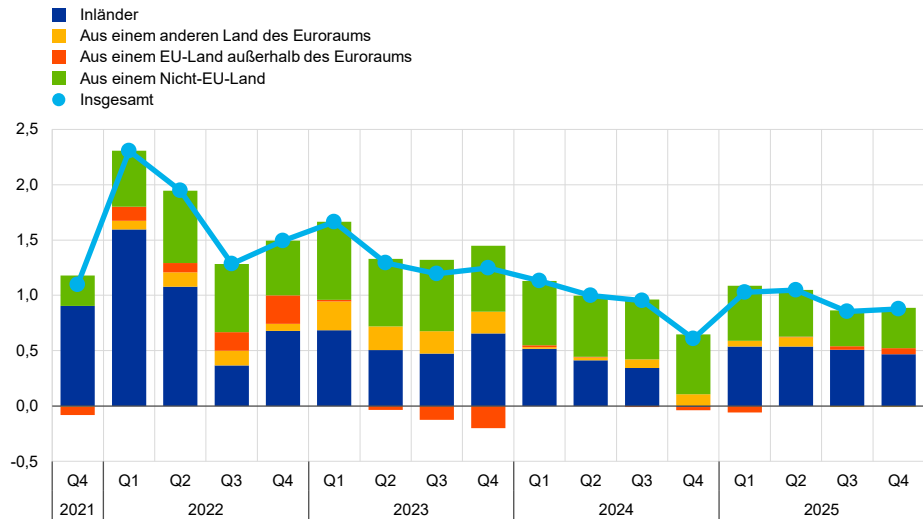
4 Beitrag der Migration zur Erwerbsbevölkerung im Euroraum

Ausländische Arbeitskräfte haben erheblich zum jüngsten Wachstum der Erwerbsbevölkerung im Euroraum beigetragen.⁸ Ausländische Arbeitskräfte machten im Jahr 2021 nur rund 8 % der Erwerbsbevölkerung insgesamt im Eurogebiet aus. In den vergangenen vier Jahren waren sie aber für mehr als die Hälfte des Anstiegs der Erwerbspersonen verantwortlich (siehe Abbildung 7). Dies entspricht 4,2 Millionen zusätzlichen Arbeitskräften, wodurch der Anteil ausländischer Arbeitskräfte an der Erwerbsbevölkerung inzwischen auf 10 % gestiegen ist (Arce et al., 2025).

⁸ Die Analyse in diesem Abschnitt stützt sich auf Daten aus der EU-Arbeitskräfteerhebung zu Personen mit ausländischer Staatsangehörigkeit. Diese Messgröße weist die Anzahl der zugewanderten Arbeitskräfte in einem Land möglicherweise zu niedrig aus, da einige von ihnen im Laufe der Zeit die Staatsbürgerschaft des Aufnahmelandes erwerben. Darüber hinaus werden bei der Erhebung nur Personen befragt, die in Privathaushalten leben, sodass Kurzzeit-Migrantinnen und -Migranten womöglich nicht in den Daten erfasst sind. Dennoch stellt die EU-Arbeitskräfteerhebung nach wie vor die umfassendste harmonisierte Quelle für Migrationsdaten im Euroraum dar.

Abbildung 7
Wachstum der Erwerbsbevölkerung nach Staatsangehörigkeit

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beitrag in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

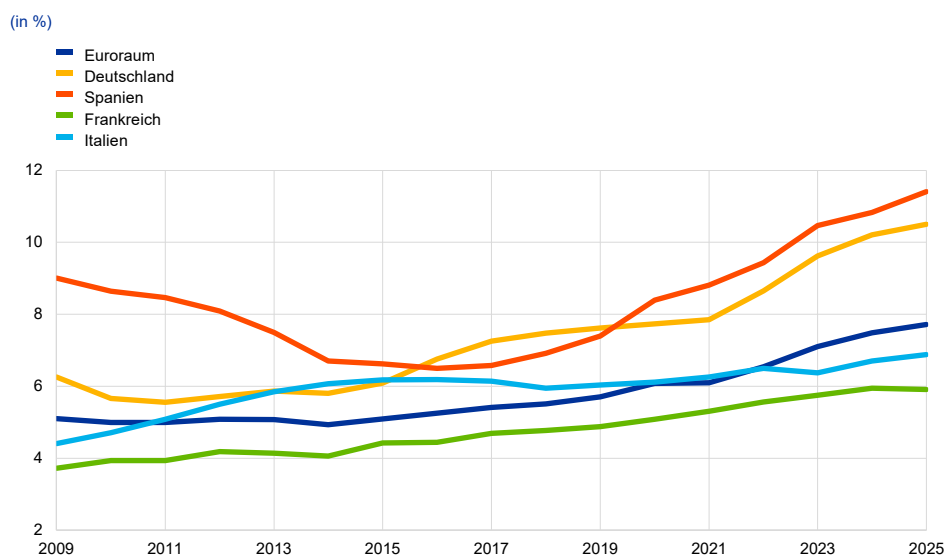
Anmerkung: „Aus einem EU-Land außerhalb des Euroraums“ und „Aus einem Nicht-EU-Land“ bezieht sich auf Personen, die Teil der Erwerbsbevölkerung des Euroraums, aber keine Staatsangehörigen eines Landes des Euroraums sind. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2025.

Ausschlaggebend für diesen Anstieg waren vor allem der beträchtliche Zustrom von Arbeitskräften aus Nicht-EU-Ländern und deren verstärkte Erwerbsbeteiligung.

Der Zuwachs an ausländischen Erwerbspersonen hat sich beschleunigt. Grund hierfür war die Ankunft der Ukrainerinnen und Ukrainer, die vor dem russischen Angriffskrieg – häufig nach Deutschland – geflohen sind. Ein weiterer Grund waren die höheren Migrationsströme aus Lateinamerika nach Spanien (siehe Abbildung 8). Gleichzeitig stieg die Erwerbsquote von Arbeitskräften aus Nicht-EU-Ländern von rund 64,1 % im Jahr 2022 auf fast 66,6 % im Jahr 2025. Sie liegt damit seit 2024 über der Erwerbsquote der Staatsangehörigen des Euroraums, und das, obwohl auch deren Erwerbsbeteiligung in den vergangenen zehn Jahren kontinuierlich von rund 63 % auf fast 66 % gestiegen ist und es zudem einen beträchtlichen Zustrom ukrainischer Flüchtlinge mit einer geringeren Erwerbsbeteiligung bei Ankunft und einem hohen Frauenanteil gab (Botelho und Hägele, 2023).

Abbildung 8

Anteil der ausländischen Bevölkerung in den großen Ländern des Euroraums



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „Ausländische Bevölkerung“ bezieht sich auf Personen im erwerbsfähigen Alter (15-74 Jahre), die Staatsangehörige von Ländern außerhalb der EU sind. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf 2025.

Bereits vor der hohen Zuwanderung der letzten Jahre gewann der Anteil der Arbeitskräfte aus Nicht-EU-Ländern an der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter im Euroraum an Bedeutung.

In den vergangenen zehn Jahren hat sich der Anteil der Personen im erwerbsfähigen Alter, die ihren Wohnsitz im Euroraum haben, aber aus Nicht-EU-Ländern stammen, kontinuierlich erhöht (siehe Abbildung 8). Diese Entwicklung war ab 2015 zu beobachten, als ein beträchtlicher Zustrom von Flüchtlingen aus dem Nahen Osten und aus Nordafrika verzeichnet wurde. Durch die Pandemie schwächten sich die Migrationsströme vorübergehend ab, nahmen aber nach der Lockerung der pandemiebedingten Einschränkungen sogar noch schneller zu.

Die Zuwanderung aus Nicht-EU-Ländern wird im Vergleich zur Zuwanderung aus EU-Ländern immer bedeutender.

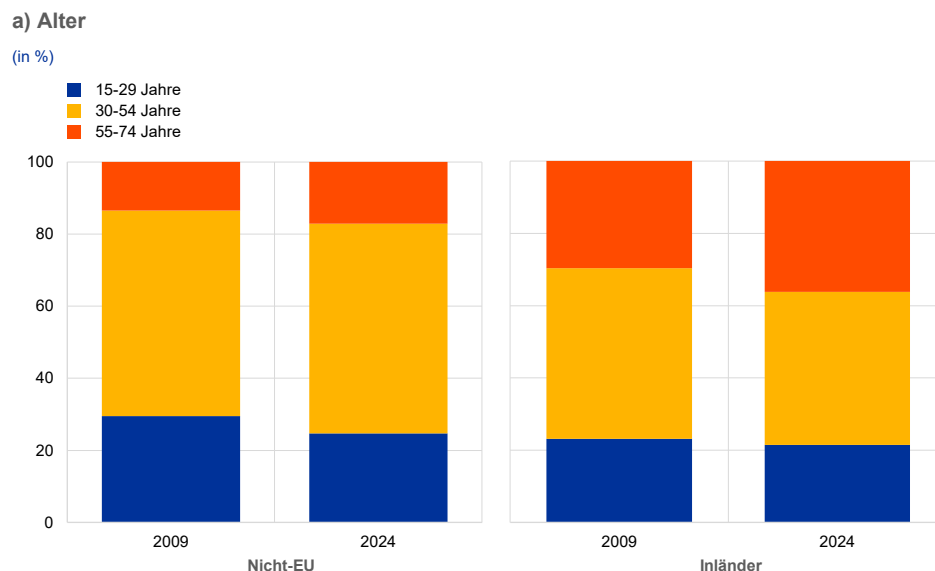
Die Entwicklung der Migrationsströme im Zeitverlauf und in den großen Ländern des Euroraums lässt darauf schließen, dass die Zuwanderung nicht nur von der Entwicklung in den Herkunftsländern, sondern auch von der Wirtschaftslage und der Migrationspolitik in den Zielländern beeinflusst wird.⁹ Das im Vergleich zu einigen mittel- und osteuropäischen Ländern geringere Wirtschaftswachstum im Euroraum sowie die nachlassenden Auswirkungen von Politikänderungen im Rahmen des EU-Erweiterungsprozesses könnten ursächlich dafür sein, dass die Zuwanderung aus EU-Ländern außerhalb des Euroraums im Vergleich zu jener aus Nicht-EU-Ländern an Bedeutung verloren hat. Der Anteil der Migrantinnen und Migranten aus EU-Ländern außerhalb des Euroraums liegt seit

⁹ Sastre et al. (2025) liefern Belege dafür, dass sich die Zuwanderung von 2015 bis 2021 in die EU jeweils etwa zur Hälfte durch Entwicklungen in den Herkunftsländern und durch Entwicklungen in den Zielländern erklären lässt. Tendenziell sind die Migrationsströme zudem umso größer, je höher das Pro-Kopf-Einkommen und je niedriger die Arbeitslosenquote im Zielland ist (Kiss et al., 2026). Diese Evidenz deckt sich mit der Tatsache, dass sich die Pandemie stark negativ auf die Migrationsströme ausgewirkt hat (Bodnár und O'Brien, 2022).

2020 bei rund 1,7 %, nachdem vor der Pandemie ein sehr starker Zustrom aus diesen Ländern verzeichnet worden war.¹⁰ Mit Blick auf die Zukunft dürften die demografische Entwicklung und der daraus resultierende Arbeitskräftemangel (siehe Abschnitt 3) als Pull-Faktor für die Zuwanderung aus Nicht-EU-Ländern wirken. Angesichts des hohen und wachsenden Anteils der Personen aus Nicht-EU-Ländern an der Erwerbsbevölkerung im Euroraum liegt der Schwerpunkt im Folgenden auf dieser Gruppe.

Zwischen Zugewanderten und Staatsangehörigen des Euroraums lassen sich deutliche Unterschiede ausmachen: Erstens sind Migrantinnen und Migranten aus Ländern außerhalb der EU im Durchschnitt jünger. Der Anteil junger Menschen (15-29 Jahre) an der Bevölkerung im Erwerbsalter ist bei Personen aus Nicht-EU-Ländern etwas höher, während der Anteil älterer Personen (55-74 Jahre) deutlich geringer ist und seit 2009 in weitaus geringerem Maße zugenommen hat (siehe Abbildung 9, Grafik a). Grund hierfür könnte sein, dass viele Menschen aus beruflichen Gründen in ein anderes Land ziehen, aber auch, dass für ältere Menschen ein Umzug in ein anderes Land schwieriger ist. Aufgrund des geringeren Alters ausländischer Arbeitskräfte trägt die Migration zum Teil dazu bei, den von der Bevölkerungsalterung ausgehenden demografischen Druck im Euroraum abzumildern (siehe Abschnitt 3).

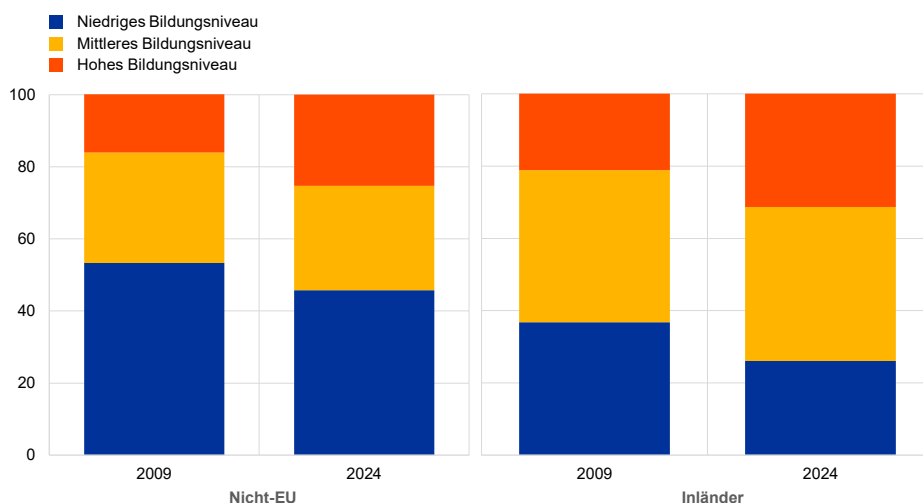
Abbildung 9
Demografische Zusammensetzung von Zugewanderten aus Nicht-EU-Ländern und von Inländern



¹⁰ Der starke Zustrom vor der Pandemie stammte aus mittel- und osteuropäischen Ländern und ist vor dem Hintergrund der EU-Erweiterung zu sehen. Vor allem Deutschland und Österreich verzeichneten ab 2011 bzw. 2014 eine Zuwanderung, nachdem die Einschränkungen bei der Freizügigkeit der Staatsangehörigen aus den neuen EU-Mitgliedstaaten aufgehoben worden waren. Auch einige Länder, die die Einschränkungen bereits vor 2011 aufgehoben hatten, wie Irland, das Vereinigte Königreich und Schweden, erlebten einen Zustrom.

b) Bildungsniveau

(in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Abgebildet ist nur die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (15-74 Jahre). Das Bildungsniveau beruht auf der Internationalen Standardklassifikation für das Bildungswesen (ISCED). Ein niedriges Bildungsniveau bedeutet weniger als Primarbereich, Primarbereich und Sekundarbereich I (ISCED-Stufe 0 bis 2), ein mittleres Bildungsniveau umfasst Sekundarbereich II und den nichttertiären Postsekundarbereich (ISCED-Stufe 3 und 4), und ein hohes Bildungsniveau bezieht sich auf den Tertiärbereich (ISCED-Stufe 5 bis 8).

Zweitens ist das Bildungsniveau von Zugewanderten aus Nicht-EU-Ländern etwas geringer, wobei es sich jedoch stetig verbessert.

Im Vergleich zu Inländern gibt es bei den Migrantinnen und Migranten aus Nicht-EU-Ländern mehr gering qualifizierte Personen und weniger Personen mit mittlerer und hoher Qualifikation (siehe Abbildung 9, Grafik b). Allerdings ist die Lücke zwischen Inländern und Nicht-EU-Personen im Tertiärbereich (hohes Bildungsniveau) relativ gering: Im Jahr 2024 hatten 25 % der Personen aus Nicht-EU-Ländern einen Hochschulabschluss, verglichen mit 31 % der Inländer. Das Bildungsniveau hat sich in beiden Gruppen weitgehend ähnlich stark erhöht. Eurostat-Daten zeigen zudem, dass Migrantinnen und Migranten der zweiten Generation beim Bildungsabschluss vollständig zu den Inländern aufschließen.

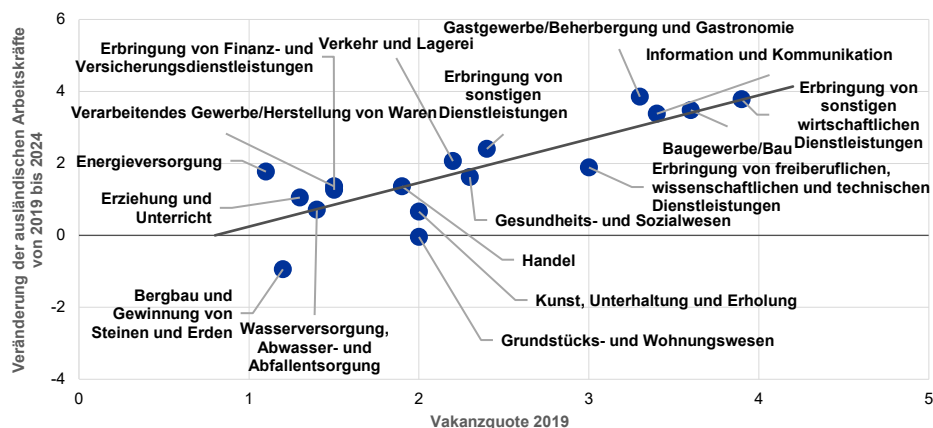
Drittens arbeiten ausländische Arbeitskräfte eher in Sektoren, die eine höhere Nachfrage nach Arbeitskräften aufweisen. Gemessen an der Vakanzquote haben Erwerbspersonen, die keine EU-Staatsangehörigkeit besitzen, in Sektoren mit einem größeren Arbeitskräftemangel deutlich stärker zum Beschäftigungswachstum beigetragen als Inländer (siehe Abbildung 10, Grafik a). Hierzu zählen Sektoren, in denen höhere Qualifikationen erforderlich sind (z. B. Information und Kommunikation), aber auch Sektoren, in denen geringere Qualifikationen benötigt werden (z. B. Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie sowie Baugewerbe/Bau).

Abbildung 10

Beschäftigung von Personen aus Nicht-EU-Ländern nach Sektoren und passender Qualifikation

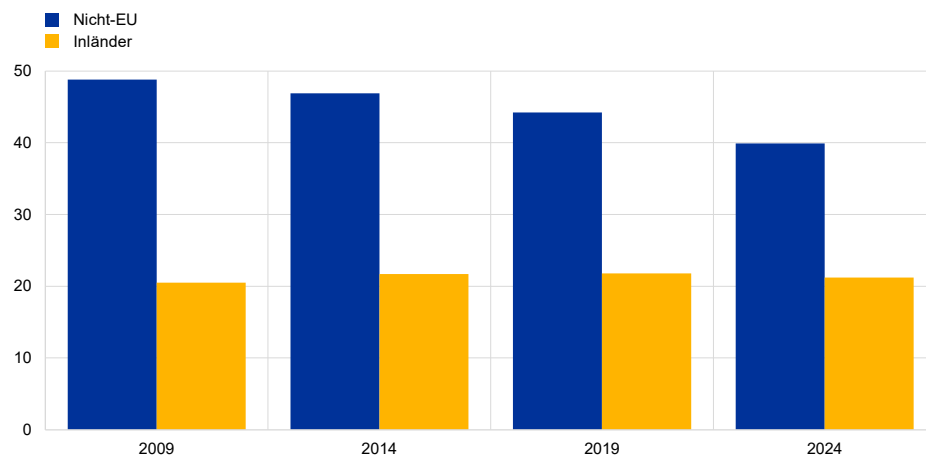
a) Veränderung des Anteils ausländischer Arbeitskräfte und der offenen Stellen nach Sektoren

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



b) Überqualifizierungsquote

(in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In Grafik a ist die Veränderung der ausländischen Arbeitskräfte von 2019 bis 2024 als Veränderung des Anteils der Arbeitskräfte aus Nicht-EU-Ländern in Prozentpunkten dargestellt. Abgebildet ist nur die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (15-74 Jahre). Grafik b zeigt die Überqualifizierungsquote der Personen im Alter von 15-64 Jahren mit tertiärem Bildungsabschluss (ISCED-Stufe 5 bis 8), die in Berufen mit geringer oder mittlerer Qualifikation (Internationale Standardklassifikation der Berufe der Hauptgruppen 4 bis 9) beschäftigt sind.

Nach wie vor besteht die zentrale Herausforderung darin, sicherzustellen, dass die ausländischen Arbeitskräfte eine ihrer Qualifikation entsprechende Stelle bekommen. Zusammengefasst deutet die Evidenz darauf hin, dass die verstärkte Migration dazu beigetragen hat, den Arbeits- und Fachkräftemangel zu verringern. Allerdings ist es entscheidend, Qualifikation und Beruf effizient aufeinander abzustimmen, um das Potenzial der Zuwanderung bestmöglich zu nutzen. Im Jahr 2024 lag die Überqualifizierungsquote (d. h. der Anteil der Personen mit Hochschulabschluss in Berufen mit mittlerer und geringer Qualifikation) bei Personen aus Nicht-EU-Ländern bei 40 % und war damit fast doppelt so hoch wie bei Inländern (siehe Abbildung 10, Grafik b). Seit 2009 hat sich die Differenz

zwischen diesen beiden Gruppen deutlich verringert, was darauf schließen lässt, dass die Qualifikationen ausländischer Arbeitskräfte und die Stellenanforderungen einander besser entsprechen. Es gibt aber noch viel Verbesserungspotenzial. Überqualifizierung wirkt sich auch negativ auf die Produktivität aus, da das Potenzial von Arbeitskräften, deren Beschäftigung unter ihrem Qualifikationsniveau liegt, nicht vollständig ausgeschöpft wird.

Kasten 1

Entwicklung der Erwerbsbeteiligung im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

Ramon Gomez-Salvador und Til Pommer

Im Jahr 2024 lag die Erwerbsbeteiligung von Personen im Alter von 15-74 Jahren im Euroraum bei durchschnittlich 65,7 % und war damit 2,3 Prozentpunkte niedriger als in den Vereinigten Staaten. Diese Differenz, die bei Männern etwas größer war als bei Frauen, ist in den letzten Jahren kleiner geworden. Verglichen mit 2009 ist die Erwerbsquote im Euroraum um 3,1 Prozentpunkte gestiegen (wobei sie sich insbesondere bei den Frauen erhöht hat), während sie in den Vereinigten Staaten um 2 Prozentpunkte gesunken ist (was vor allem die Männer betraf); somit hat sich die Lücke zwischen dem Euroraum und den Vereinigten Staaten um rund 5 Prozentpunkte verringert.¹¹ Im vorliegenden Kasten wird die langfristige Entwicklung der Erwerbsbeteiligung im Euroraum und in den Vereinigten Staaten beleuchtet, um zu ermitteln, wie sich die Veränderung hin zu einer Bevölkerung mit höherem Lebensalter und Bildungsniveau auf diese Messgröße auswirkt. Die Analyse basiert auf Mikrodaten und folgt einem Ansatz des Federal Reserve System: Es wurden 44 einzelne Gruppen gebildet, die zwei Geschlechter, sieben Altersgruppen (15-19 Jahre, 20-24 Jahre, 25-34 Jahre, 35-44 Jahre, 45-54 Jahre, 55-64 Jahre und 65-74 Jahre) und vier Bildungsniveaus für Personen über 24 Jahre (Sekundarstufe II, Hochschulbesuch ohne Abschluss, Bachelor-Abschluss und Master-Abschluss oder höher) umfassen.¹² Anhand dieser Daten erfolgte eine Shift-Share-Analyse sowie eine Schätzung der trendmäßigen Entwicklung in den einzelnen Gruppen.

Um zu quantifizieren, wie stark die Entwicklung der aggregierten Erwerbsquote seit 2009 durch den demografischen Wandel bedingt ist, wurden zwei Szenarios konstruiert: In Szenario 1 wird die Erwerbsbeteiligung jeder Altersgruppe nach Geschlecht auf das Niveau von 2009 festgelegt, wobei die tatsächlichen Bevölkerungsanteile bis 2024 als Gewichte verwendet werden (siehe die gelben Linien in Abbildung A). Szenario 2 enthält darüber hinaus eine Verteilung der Bildungsabschlüsse, was eine Betrachtung der Daten vor dem Hintergrund des Bildungsniveaus jeder Altersgruppe nach Geschlecht ermöglicht (siehe die roten Linien). Mittels dieser kontrafaktischen Szenarios lassen sich die ausschließlich durch den demografischen Wandel bedingten Veränderungen der Erwerbsbeteiligung von anderen Faktoren isolieren.

¹¹ Die globale Finanzkrise 2008 scheint die trendmäßige Entwicklung der Erwerbsbeteiligung im Euroraum und in den Vereinigten Staaten nicht beeinflusst zu haben. So ähneln sich die zentralen Ergebnisse auch bei einer Analyse der Daten ab 2013. Lediglich der Alters- und Geschlechtereffekt wird kleiner, ist aber immer noch negativ.

¹² Siehe beispielsweise Hornstein et al. (2018). Aufgrund der Datenverfügbarkeit umfasst die jüngste Gruppe im Euroraum 15- bis 19-Jährige und in den Vereinigten Staaten 16- bis 19-Jährige.

Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass Veränderungen der Alters- und Geschlechterzusammensetzung eine geringere Erwerbsbeteiligung sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten zur Folge haben. Darin spiegelt sich wider, dass die Bevölkerungsalterung zu einem Anstieg des Anteils von Altersgruppen mit geringerer Erwerbsbeteiligung führt (kumulierter Effekt von 2009 bis 2024, siehe die gelben Balken in Abbildung A). Das Bildungsniveau trägt bis zu einem gewissen Grad dazu bei, den negativen Beitrag der Bevölkerungsentwicklung auszugleichen, wobei dieser Effekt im Euroraum deutlicher erkennbar ist als in den Vereinigten Staaten (siehe die roten Balken). Darin zeigt sich der positive Einfluss des Bildungsniveaus auf die Erwerbsbeteiligung. Der Hauptunterschied zwischen den beiden Wirtschaftsräumen besteht bei Veränderungen innerhalb der Gruppe: Sie haben die Erwerbsbeteiligung im Euroraum spürbar positiv, in den Vereinigten Staaten hingegen leicht negativ beeinflusst (siehe die grauen Balken).¹³

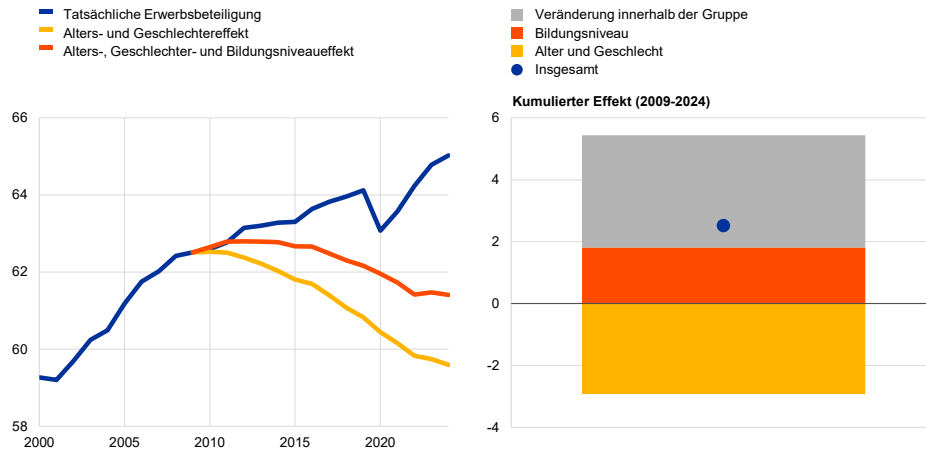
¹³ Der Beitrag von Veränderungen innerhalb der Gruppe wird standardmäßig ermittelt. Er beinhaltet zeitvariable Alterseffekte (d. h. Veränderungen der Erwerbsbeteiligung in einem bestimmten Alter wie etwa eine größere Neigung, in den Ruhestand einzutreten) und Geburtskohorteneffekte (d. h. Veränderungen der Erwerbsbeteiligung über Generationen hinweg). Die Restgröße umfasst auch Konjunkturreffekte, die jedoch als vernachlässigbar eingeschätzt werden.

Abbildung A

Erwerbsbeteiligung im Euroraum und in den Vereinigten Staaten nach Bestimmungsfaktoren

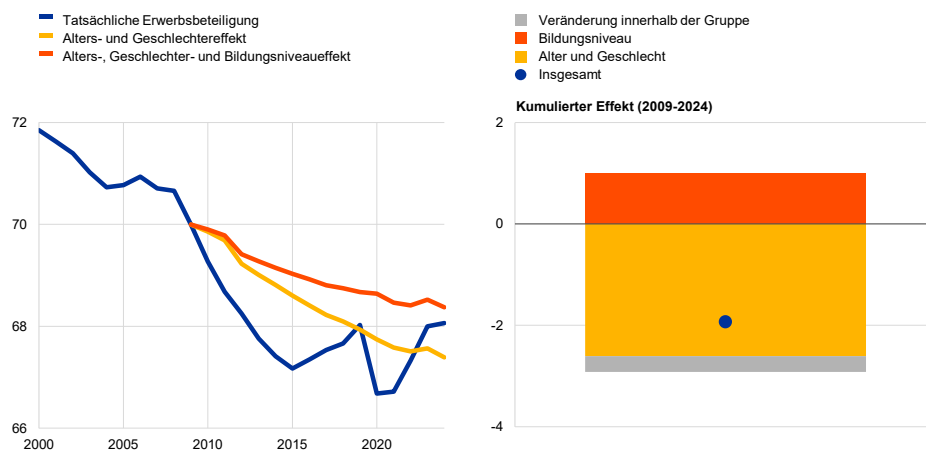
a) Euroraum

(in %; in Prozentpunkten)



b) Vereinigte Staaten

(in %; in Prozentpunkten)



Quellen: Current Population Survey des U.S. Bureau of Labor Statistics, Arbeitskräfteerhebung der EU und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die abgebildete Erwerbsbeteiligung bezieht sich auf Erwerbspersonen im Alter von 15-74 Jahren für den Euroraum bzw. von 16-74 Jahren für die Vereinigten Staaten. Für jede Untergruppe ist die Erwerbsbeteiligung auf das Jahr 2009 festgelegt, wobei die tatsächlichen Gruppenanteile verwendet werden. Die Veränderung innerhalb der Gruppe ist definiert als die Differenz zwischen der gesamten Veränderung der Erwerbsbeteiligung und den Effekten von Alter, Geschlecht und Bildungsniveau. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2024.

Um die Veränderungen innerhalb der Gruppe näher zu untersuchen, wird analysiert, wie sich die Erwerbsbeteiligung bei Frauen und Männern je nach Alter entwickelt hat (siehe Abbildung B). Bei den Frauen ist die Erwerbsbeteiligung sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten auf breiter Basis über alle Altersgruppen hinweg angestiegen. Dabei fiel der Anstieg im Eurogebiet in der Altersgruppe von 55-64 Jahren (mit über 20 Prozentpunkten) deutlicher aus, während er in den Vereinigten Staaten geringer war und sich auf den unteren Bereich der Haupterwerbsaltersgruppe (25-54 Jahre) konzentrierte. Auch bei den Männern gibt es gemeinsame Verlaufsmuster, wie etwa den Anstieg der Erwerbsbeteiligung bei den höchsten Altersgruppen (über 54 Jahre). Im Euroraum ist dieser Anstieg jedoch nicht nur signifikanter (insbesondere in der Gruppe der 60- bis 65-Jährigen, in der die Erwerbsbeteiligung in den Vereinigten Staaten um 4,7 Prozentpunkte und im Euroraum um 22,1 Prozentpunkte zunahm), sondern er setzt sich auch bei den höheren Altersgruppen fort. Bei den jüngeren Männern ist die Erwerbsbeteiligung seit 2009 weitgehend

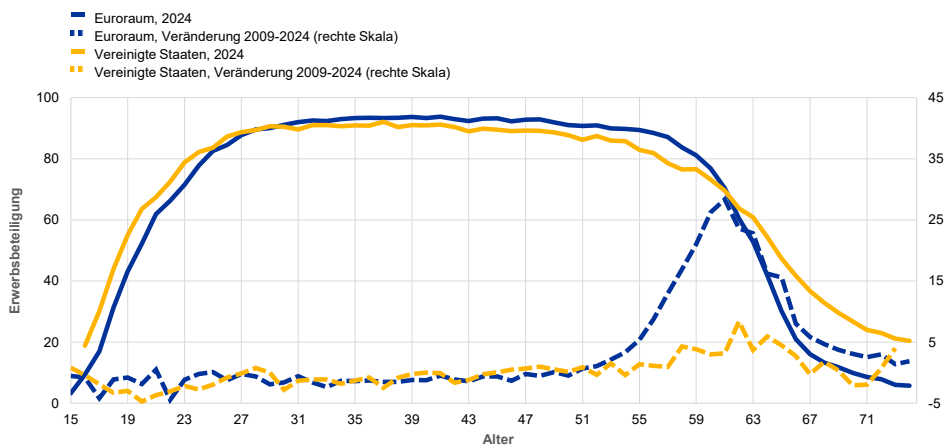
stabil geblieben. Eine Ausnahme bildete die Gruppe der unter 25-Jährigen. Hier war – vor allem in den Vereinigten Staaten – ein leichter Rückgang zu beobachten.

Abbildung B

Erwerbsbeteiligung nach Alter und Geschlecht

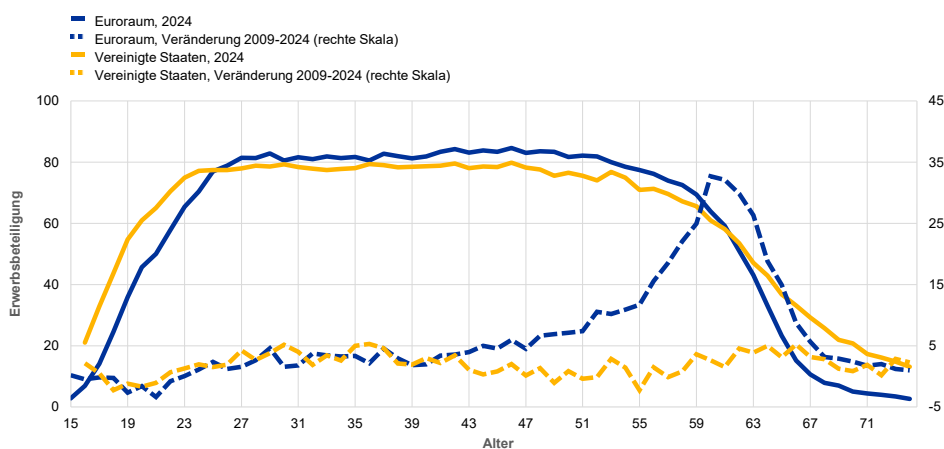
a) Männer

(linke Skala: Erwerbsbeteiligung 2024 in %; rechte Skala: Veränderung der Erwerbsbeteiligung von 2009 bis 2024 in Prozentpunkten)



b) Frauen

(linke Skala: Erwerbsbeteiligung 2024 in %; rechte Skala: Veränderung der Erwerbsbeteiligung von 2009 bis 2024 in Prozentpunkten)



Quellen: Current Population Survey des U.S. Bureau of Labor Statistics, Arbeitskräfteerhebung der EU und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2024.

Für die Veränderungen der Erwerbsbeteiligung innerhalb der Bevölkerungsgruppen gibt es verschiedene Gründe. Im Euroraum verbleiben mehr ältere Arbeitskräfte im Erwerbsleben. Dies ist zum Teil auf einen späteren Renteneintritt, Rentenreformen und eine höhere Lebenserwartung zurückzuführen (siehe Abschnitt 3). Außerdem hat sich die Erwerbsbeteiligung bei Frauen erhöht. Dazu trugen auch politische Maßnahmen zur Förderung der Erwerbstätigkeit von Frauen bei, darunter die Bezuschussung der Kinderbetreuung berufstätiger Eltern mit Kleinkindern, Steuererleichterungen und Elternzeit (Berson und Botelho, 2023). In den Vereinigten Staaten ist die Erwerbsbeteiligung bei Männern über alle Altersgruppen hinweg gesunken, insbesondere aber bei den Männern unter 35 Jahren, da sie mehr Zeit in ihre Bildung investieren. Im Gegensatz dazu wirkte sich die Erwerbsbeteiligung bei den Frauen im Haupterbsalter positiv auf den Anstieg der Erwerbsbeteiligung insgesamt aus. Hierzu trugen vor allem weiße und hispanische Frauen bei. In

beiden Gruppen ist der Anteil der jüngeren Generationen am Arbeitsmarkt im Allgemeinen höher als bei ihren Vorgängergenerationen (Kohorteneffekt). Bei den hispanischen Frauen wird dieser Effekt jedoch durch einen ausgeprägten Anstieg der Erwerbsbeteiligung im Laufe des Haupterwerbsalters noch verstärkt (Alterseffekt).

5 Implikationen für die Arbeitsmarktdynamik

Die Erwerbsbevölkerung im Euroraum weitet sich aus, und ihre Zusammensetzung verändert sich. Dies hat erhebliche Auswirkungen auf wichtige Arbeitsmarktindikatoren und die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden. Nachfolgend werden zwei Dimensionen beleuchtet. Zum einen hat die sich verändernde Zusammensetzung der Erwerbsbevölkerung Implikationen für die Beurteilung der Arbeitslosenquote (einschließlich ihrer Volatilität) und der Arbeitsmarktdynamik.¹⁴ Zum anderen ist weiterhin ein trendmäßiger Rückgang der durchschnittlichen wöchentlichen Arbeitszeit je Erwerbstätigen („intensiver Rand“) zu beobachten, während die Zahl der Erwerbspersonen („extensiver Rand“) steigt. Die Zunahme der Erwerbsbevölkerung führt also nicht in vollem Umfang zu einem entsprechenden Anstieg des Arbeitseinsatzes, weil der Rückgang der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden das Wachstum der Erwerbsbevölkerung zum Teil ausgleicht.

Messung der Arbeitslosigkeit und der Arbeitsmarktdynamik

Die sich verändernde Zusammensetzung der Erwerbsbevölkerung übt einen erheblichen Abwärtsdruck auf die Arbeitslosenquote aus. Wie bereits in den vorangegangenen Abschnitten dargestellt, ist die Zunahme der Erwerbsbevölkerung vor allem auf ältere und zugewanderte Arbeitskräfte sowie auf eine breitflächige Höherqualifizierung zurückzuführen. Da sich die Arbeitslosenquoten der einzelnen Bevölkerungsgruppen merklich unterscheiden, haben diese Verschiebungen beträchtliche Implikationen für die Messung der aggregierten Arbeitslosigkeit (siehe Abbildung 11, Grafik a). Unter den älteren Arbeitskräften und solchen mit Hochschulabschluss ist die Arbeitslosigkeit deutlich niedriger als im Gesamtdurchschnitt. Daher übt der wachsende Anteil dieser Erwerbsgruppen einen anhaltenden Abwärtsdruck auf die aggregierte Arbeitslosenquote aus. Vor allem ältere Arbeitskräfte wechseln tendenziell nicht von der Erwerbstätigkeit in die Arbeitslosigkeit, sondern direkt in die Nichterwerbstätigkeit; ihr Austritt aus dem Erwerbsleben hat somit kaum Einfluss auf die aggregierte Arbeitslosenquote (Berson, Dias da Silva et al., 2025). Auch der höhere Anteil ausländischer Erwerbspersonen hat nicht zu einem Anstieg der Gesamtarbeitslosenquote geführt, da die Arbeitslosenquote dieser Gruppe stärker gesunken ist als jene der inländischen Arbeitskräfte. So ist die Arbeitslosenquote bei ausländischen

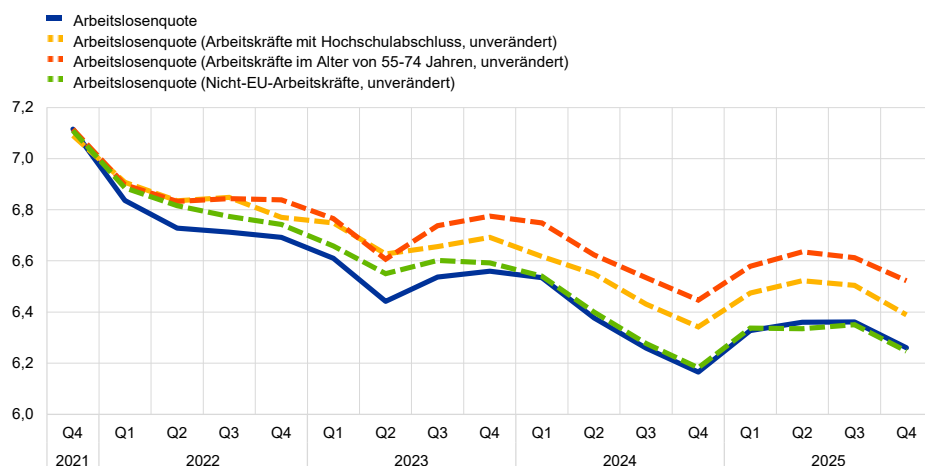
¹⁴ Die Analyse der Heterogenität am Arbeitsmarkt ist auch entscheidend, um die Anspannung am Arbeitsmarkt sowie die Veränderungen der Beveridge-Kurve über den Konjunkturzyklus hinweg beurteilen zu können (Abbritti und Consolo, 2024).

Arbeitskräften von 12 % im vierten Quartal 2021 auf 10,5 % im vierten Quartal 2025 zurückgegangen, bei inländischen hingegen von 6,5 % auf 5,6 %. Personen aus Nicht-EU-Ländern sind zwar nach wie vor häufiger von Arbeitslosigkeit betroffen als inländische Arbeitskräfte, doch diese Lücke hat sich seit 2021 deutlich verringert. Entscheidend ist, dass sich die Gesamtarbeitslosigkeit durch die Migration nicht erhöht hat. Zugezogene Personen finden überwiegend Beschäftigung in Sektoren, in denen akuter Arbeitskräftemangel herrscht, anstatt vorhandene Arbeitskräfte zu verdrängen oder arbeitssuchend zu werden. Durch diese Veränderungen weist die Arbeitslosenquote seit der Zeit vor der Pandemie einen Abwärtstrend auf und hat inzwischen das niedrigste Niveau seit Anfang der 1980er-Jahre erreicht (Botelho und Dias da Silva, 2019).

Abbildung 11
Arbeitslosenquote und ihre Volatilität

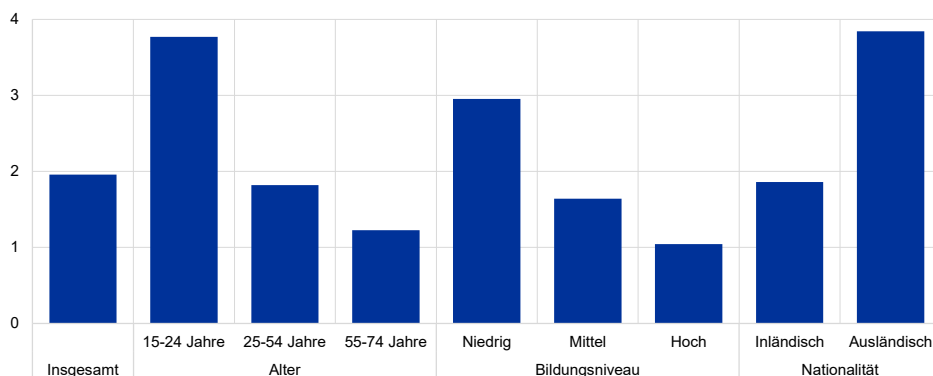
a) Zusammensetzung der Erwerbsbevölkerung und Arbeitslosenquote

(in %)



b) Volatilität der Arbeitslosenquote

(Standardabweichung)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: In Grafik a beziehen sich die Angaben zur Arbeitslosenquote und zur Erwerbsbevölkerung (Arbeitskräfte aus Nicht-EU-Ländern, Arbeitskräfte mit Hochschulabschluss und ältere Arbeitskräfte) in den kontrafaktischen Szenarios auf das vierte Quartal 2021. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2025. Die Angaben zur Arbeitslosenquote und zur Erwerbsbevölkerung sind saisonbereinigt. In Grafik b zeigen die Balken der Arbeitslosenquoten sowohl für die Arbeitslosenquote insgesamt als auch für jene der einzelnen Bevölkerungsgruppen die Standardabweichung im Zeitraum vom ersten Quartal 2009 bis zum vierten Quartal 2025.

Die Verschiebungen innerhalb der Erwerbsbevölkerung haben auch Auswirkungen auf die Volatilität der Arbeitslosenquote. Alterung und Migration gelten als langfristige strukturelle Bestimmungsfaktoren der Höhe der Arbeitslosenquote. Sie wirken sich aber auch auf die Zyklizität und Volatilität der Arbeitslosigkeit aus und haben somit Implikationen für ihre Reagibilität gegenüber dem Konjunkturzyklus und für die aus geldpolitischer Sicht relevante Beurteilung der Anspannung am Arbeitsmarkt. In den jüngeren Altersgruppen ist die Arbeitslosigkeit deutlich volatiler als bei Personen mittleren und höheren Alters. Wenn sich die Erwerbsbevölkerung zunehmend in Richtung der älteren Kohorten verlagert, dann könnte die Arbeitslosenquote über den Zyklus hinweg weniger stark reagieren, als es die historischen Muster vermuten ließen (siehe Abbildung 11, Grafik b).¹⁵

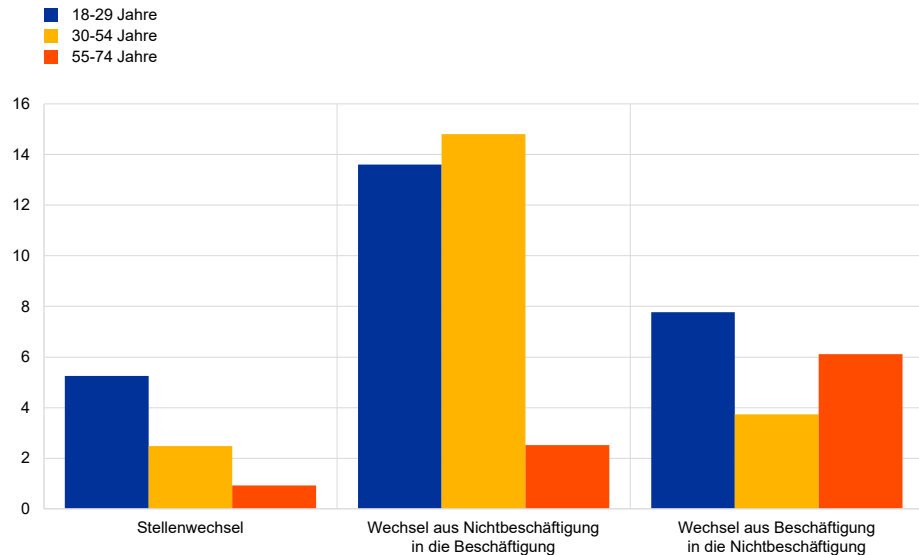
Steigt der Anteil älterer Arbeitskräfte an der Erwerbsbevölkerung, verringert sich die Arbeitsmarktdynamik, was sich auf das zyklische Verlaufsmuster der Arbeitslosigkeit auswirkt. Es ist hinreichend belegt, dass Erwerbstätige mit zunehmender Beschäftigungsdauer seltener auf Stellensuche gehen und auch seltener die Stelle wechseln.¹⁶ Die Evidenz der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen bestätigt, dass die Häufigkeit von Arbeitsplatzwechseln mit zunehmendem Alter kontinuierlich sinkt. Von 2022 bis 2025 wechselten jedes Quartal mehr als 5 % der Erwerbstätigen im Alter von 18-29 Jahren die Arbeitsstelle, verglichen mit nur 1 % in der Altersgruppe der 55- bis 74-Jährigen (siehe Abbildung 12). Hinzu kommt, dass ältere Arbeitskräfte, die aus dem Erwerbsleben ausscheiden, eher direkt in die Nichterwerbstätigkeit übergehen (durch den Renteneintritt oder den vorzeitigen Austritt aus dem Arbeitsmarkt), anstatt arbeitslos zu werden. Insgesamt deuten diese Muster darauf hin, dass sich durch die fortdauernde Alterung der Erwerbsbevölkerung die Häufigkeit und Dauer von Arbeitslosigkeitsepisoden im Verlauf des Konjunkturzyklus verringern dürften. Dies hätte bedeutende Implikationen für die Beurteilung der Anspannung am Arbeitsmarkt, die für die Geldpolitik relevant ist. Seltenerer Arbeitsplatzwechsel würden die Arbeitsmarktdynamik und die Anpassungsfähigkeit der Wirtschaft im Euroraum an Reallokationsschocks beeinträchtigen (Schoefer, 2025; Fuchs-Schündeln, 2025).

¹⁵ Die Jugendarbeitslosenquote ist etwa dreimal so volatil wie die Arbeitslosenquote älterer Erwerbspersonen (55-74 Jahre) und anderthalbmal so volatil wie die von Erwerbspersonen mittleren Alters. Eine Analyse der Volatilität und der Reaktion verschiedener Gruppen auf Konjunkturschocks findet sich in Abbritti und Consolo (2024).

¹⁶ Eine Analyse der Stellenwechselquoten in Deutschland, Spanien und Frankreich findet sich in Arlia et al. (2025).

Abbildung 12 Übergänge am Arbeitsmarkt nach Altersgruppen

(in % des ursprünglichen Arbeitsmarktstatus)



Quelle: Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen.

Anmerkung: Bei den Angaben handelt es sich um Quartalsdurchschnitte für den Zeitraum von 2022 bis 2025.

Intensiver und extensiver Rand der Erwerbsbeteiligung

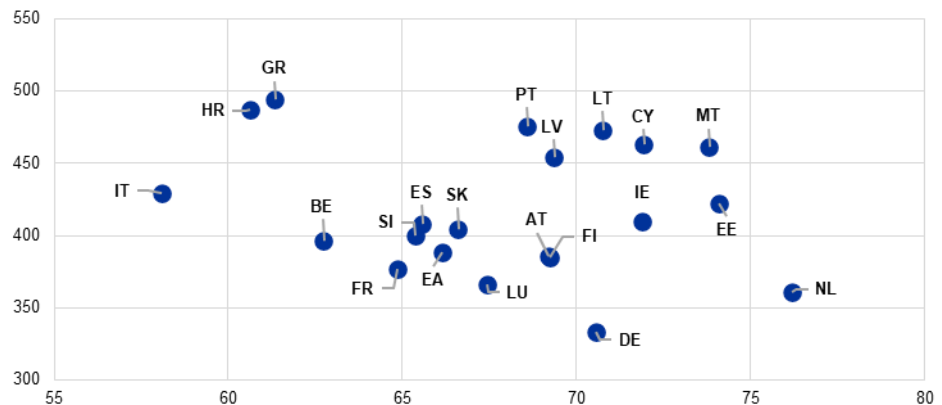
Um den Auswirkungen von Veränderungen der Erwerbsbevölkerung auf den gesamten Arbeitseinsatz Rechnung zu tragen, müssen sowohl der extensive als auch der intensive Rand berücksichtigt werden. Während sich die Zahl der Erwerbspersonen in den letzten Jahren rasch erhöht hat, ist die Zahl der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden je Erwerbstätigen immer noch etwas niedriger als 2019 (Berson und Weissler, 2025). In diesem Zusammenhang stellen sich zwei Fragen. Erstens: Gibt es einen Zusammenhang zwischen der Erwerbsbeteiligung und den durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden? Und zweitens: Können sich Veränderungen in der Zusammensetzung der Erwerbsbevölkerung auf die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden auswirken?

Die Erwerbsbeteiligung und die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden weisen in den Euro-Ländern eine negative Korrelation auf. Allerdings ist die Korrelation moderat, und es gibt beträchtliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern. In einer Reihe von Euro-Ländern wurde ein Zusammenhang zwischen höheren Erwerbsquoten und einer geringeren Zahl an durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden festgestellt, wobei der länderübergreifende Korrelationskoeffizient bei -0,18 liegt (siehe Abbildung 13). Hierfür sind mehrere Faktoren verantwortlich. Was das Arbeitskräfteangebot anbelangt, so ermöglichen flexiblere Arbeitsregelungen die Erwerbsbeteiligung von Gruppen, die andernfalls womöglich nicht am Erwerbsleben teilnehmen würden. Dazu zählen etwa Studierende, Zweitverdiener in privaten Haushalten mit Doppelinkommen (häufig Frauen) und ältere Arbeitskräfte im Übergang in den Ruhestand (in der Regel in

Form von Teilzeit). Hierdurch steigt die Erwerbsbeteiligung, während die Zahl der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden sinkt (Bodnár, 2018; Eiffe et al., 2024). Strukturell betrachtet weisen dienstleistungsorientierte Volkswirtschaften tendenziell eine höhere Teilzeitbeschäftigung auf als solche, in denen das verarbeitende Gewerbe eine größere Rolle spielt. Dies verstärkt die negative Korrelation zwischen Erwerbsbeteiligung und geleisteten Arbeitsstunden zusätzlich.

Abbildung 13
Erwerbsbeteiligung und durchschnittlich geleistete Arbeitsstunden

(y-Achse: vierteljährlich geleistete Arbeitsstunden je Erwerbstätigen; x-Achse: Erwerbsbeteiligung, in % der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter)



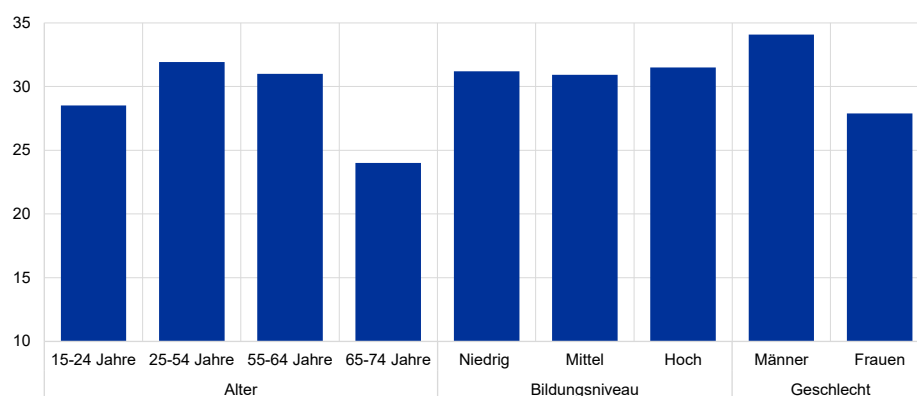
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Durchschnittlich geleistete Arbeitsstunden und Erwerbsbeteiligung für 2025.

Der intensive Rand wird ebenfalls durch die Zusammensetzung der Erwerbsbevölkerung bestimmt. Die durchschnittliche wöchentliche Arbeitszeit unterscheidet sich je nach Bevölkerungsgruppe erheblich (siehe Abbildung 14). Arbeitskräfte im Haupterwerbsalter (25-54 Jahre) arbeiten am meisten, während sowohl jüngere (15-24 Jahre) als auch ältere Arbeitskräfte (55-74 Jahre) im Schnitt deutlich weniger Stunden pro Woche arbeiten. Da der Anteil älterer Arbeitskräfte mit der Bevölkerungsalterung ansteigt, wird dies unter sonst gleichen Bedingungen einen Abwärtsdruck auf die in der Volkswirtschaft insgesamt durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden ausüben. Ein ähnlicher Kompositionseffekt ist in Bezug auf das Geschlecht zu beobachten. Frauen arbeiten im Durchschnitt deutlich weniger Stunden in bezahlten Tätigkeiten als Männer. Ihre zunehmende Erwerbsbeteiligung wirkt sich daher erkennbar positiv auf den extensiven Rand aus, dämpft aber auf aggregierter Ebene die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden. Mit Blick auf die Qualifikationen stellt sich die Lage etwas anders dar. Die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden scheinen bei gering, mittel und hoch qualifizierten Arbeitskräften relativ ähnlich zu sein. Die kontinuierliche Höherqualifizierung der Erwerbsbevölkerung dürfte dem Abwärtsdruck, den die demografische Entwicklung und die Geschlechterverteilung auf die geleisteten Arbeitsstunden ausüben, also nicht nennenswert entgegenwirken. Insgesamt wurde die Erwerbsbeteiligung zwar durch Verschiebungen in der Zusammensetzung der Erwerbsbevölkerung gestützt. Allerdings arbeiten einige der Gruppen, die für die Zunahme der Erwerbspersonen verantwortlich sind – etwa ältere Arbeitskräfte, Frauen und jüngere Arbeitskräfte – tendenziell weniger Stunden. Dadurch entstehen

strukturelle Spannungen zwischen dem extensiven und dem intensiven Rand, sodass sich Zugewinne am extensiven Rand aufgrund eines geringeren intensiven Randes möglicherweise nicht vollständig in einem höheren Arbeitseinsatz niederschlagen. Dabei ist zu beachten, dass der Rückgang der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden nicht allein auf freiwillige Entscheidungen zurückzuführen ist: Einige Teilzeitbeschäftigte würden lieber mehr arbeiten. Dies lässt den Schluss zu, dass die insgesamt zu beobachtende Ausweitung der Erwerbsbevölkerung den tatsächlichen Anstieg des Arbeitseinsatzes aus geldpolitischer Sicht überzeichnen könnte.

Abbildung 14
Wochenarbeitszeit nach Bevölkerungsgruppe

(Anzahl der geleisteten Arbeitsstunden pro Woche)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Durchschnittlich geleistete Arbeitsstunden pro Woche im Jahr 2024.

6 Schlussbemerkungen

Die steigende Erwerbsbeteiligung inländischer wie auch ausländischer Arbeitskräfte hat in den letzten Jahren das Wachstum der Erwerbsbevölkerung gestützt. Mit zunehmender Erwerbsbeteiligung älterer und hoch qualifizierter Arbeitskräfte könnte sich der Spielraum für weitere Zuwächse jedoch verringern. Zudem schüren geopolitische Entwicklungen und politische Entscheidungen erhebliche Unsicherheit, was die künftigen Migrationsströme betrifft. Die Veränderungen in der Zusammensetzung der Erwerbsbevölkerung wirken sich darauf aus, wie sich der Arbeitsmarkt im Verlauf des Konjunkturzyklus anpasst. Sie dämpfen weiterhin die Arbeitsmarktdynamik, indem sie die Häufigkeit von Stellenwechseln senken und die Konjunkturreakibilität der Arbeitslosigkeit verringern.

Diese Bestimmungsfaktoren des Arbeitskräfteangebots haben die Anspannung am Arbeitsmarkt verringert und sich auch erheblich auf das Lohnwachstum und die Inflation ausgewirkt. Die [Bewertung der geldpolitischen Strategie der EZB \(2025\)](#) hat beleuchtet, wie wichtig es aus geldpolitischer Sicht ist, die Wechselwirkungen zwischen zyklischen und strukturellen Faktoren zu verstehen, die die Arbeitsmarktlage beeinflussen. Im Euroraum hat ein Anstieg des

Arbeitskräfteangebots den alterungsbedingten Rückgang der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter ausgeglichen und so dazu beigetragen, die gestiegene Nachfrage nach Arbeitskräften in der Zeit nach der Pandemie zu befriedigen. Diese Dynamik dürfte sich durch die Annäherung der Erwerbsquoten der verschiedenen Bevölkerungsgruppen mittelfristig fortsetzen.

Technologische Fortschritte – insbesondere im Bereich KI – könnten entscheidend dazu beitragen, die Auswirkungen der Bevölkerungsalterung auf das Wirtschaftswachstum abzumildern. Die Einführung von KI- und Automatisierungstechnologien könnte das Wirtschaftswachstum ankurbeln und die demografiebedingte Abnahme der Erwerbsbevölkerung teilweise ausgleichen. Das Tempo dieses Übergangs und seine Implikationen für die Verteilung sind jedoch nach wie vor äußerst ungewiss, und die Wechselwirkungen zwischen technologischem Wandel und demografischer Entwicklung müssen weiterhin genau beobachtet werden.

Auch die Politik kann einen wichtigen Beitrag dazu leisten, die Erwerbsbeteiligung zu unterstützen und die Auswirkungen der demografischen Alterung längerfristig abzumildern. Gut konzipierte Maßnahmen zur Förderung der Erwerbsbeteiligung von Frauen (etwa bezahlbare Kinderbetreuung und flexible Arbeitsregelungen) können helfen, die verbleibende Lücke bei der Erwerbsbeteiligung von Frauen zu schließen, das strukturelle Arbeitskräfteangebot zu erweitern und das Produktionspotenzial zu stützen. Die Migrationspolitik spielt ebenfalls eine wichtige Rolle, wenn es darum geht, qualifizierte Arbeitskräfte mit Profilen, die der aktuellen und künftigen Arbeitsnachfrage entsprechen, zu gewinnen und zu halten. Zugleich werden Maßnahmen im Bereich Aus- und Weiterbildung unerlässlich sein, um die Umschulung von Arbeitskräften zu erleichtern, deren Tätigkeiten durch den technologischen Wandel verdrängt werden. Nur so kann die Produktivität gesteigert und dabei sichergestellt werden, dass die Produktivitätsgewinne aus KI und Automatisierung auf breiter Front zum Tragen kommen.

Literaturverzeichnis

Abbritti, M., Cimadomo, J. und Consolo, A. (im Erscheinen), Ageing and the wealth of labour, Working Paper Series der EZB.

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

Acemoglu, D., Søndergaard Mühlbach, N. und Scott, A. J. (2022), [The rise of age-friendly jobs](#), The Journal of the Economics of Ageing, Bd. 23, Oktober.

Anderton, R., Botelho, V., Consolo, A., Dias da Silva, A., Foroni, C., Mohr, M. und Vivian, L. (2020), [Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet](#), EZB, Wirtschaftsbericht 8/2020.

André, C., Gal, P. und Schief, M. (2024), [Enhancing productivity and growth in an ageing society: Key mechanisms and policy options](#), Working Papers des OECD Economics Department, Nr. 1807, OECD Publishing, Paris, Juni.

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

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

Arlia, D., Berson, C. und Consolo, A. (2025), [Evidenz zu Stellenwechseln am Arbeitsmarkt im Euroraum](#), Kasten 4, EZB, Wirtschaftsbericht 7/2025.

Balleer, A., Gomez-Salvador, R. und Turunen, J. (2014), Labour force participation across Europe: a cohort-based analysis, *Empirical Economics*, Bd. 46, Juni, S. 1385-1415.

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

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

Berson, C., Botelho, V., Guirola Abenza, L., Hospido, L., Kuik, F., Nickel, C. und Rojo Lopez, M. (2025), [The gender gap at work is closing – but slowly](#), Der EZB-Blog, 7. März.

Berson, C., Dias da Silva, A. und Weissler, M. (2025), [Die Rolle der Demografie bei der jüngsten Entwicklung der Arbeitslosenquote](#), Kasten 3, EZB, Wirtschaftsbericht 1/2025.

Berson, C. und Weissler, M., [Wer möchte schon länger arbeiten? Eine Analyse des Rückgangs der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden](#), Kasten 3, EZB, Wirtschaftsbericht 3/2025.

Bodnár, K. und O'Brien, D. (2021), [Entwicklung des Arbeitskräfteangebots im Euro-Währungsgebiet während der Covid-19-Pandemie](#), Kasten 3, EZB, Wirtschaftsbericht 7/2021.

Bodnár, K. und O'Brien, D. (2022), [Bedeutung der Zuwanderung für die schwache Entwicklung der Erwerbspersonenzahl während der Covid-19-Pandemie](#), Kasten 5, EZB, Wirtschaftsbericht 1/2022.

Bodnár, K. und Nerlich, C. (2020), [Bestimmungsfaktoren der steigenden Erwerbsbeteiligung – die Bedeutung von Reformen der Alterssicherung](#), EZB, Wirtschaftsbericht 5/2020.

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

- Bodnár, K. (2018), [Jüngste Entwicklung der Teilzeitbeschäftigung](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 2/2018.
- Botelho, V. und Dias da Silva, A. (2019), [Das aktuelle Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet: ein Vergleich mit Entwicklungen in der Vergangenheit](#), Kasten 4, EZB, Wirtschaftsbericht 6/2019.
- Botelho, V. und Hägele, H. (2023), [Integrating Ukrainian refugees into the euro area labour market](#), Der EZB-Blog, 1. März.
- Consolo, A., Dias da Silva, A., Martínez Hernández, K. und Weissler, M. (2023), [Jüngste Entwicklung der Erwerbsbevölkerung im Euroraum und ihre Bestimmungsfaktoren](#), Kasten 3, EZB, Wirtschaftsbericht 6/2023.
- Consolo, A., Foroni, C. und Hjelm, L. (2026), [The labour market in the euro area: and yet, it moves!](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 3180.
- Eiffe, F. F., Muller, J. und Weber, T. (2024), [Keeping older workers engaged: Policies, practices and mechanisms](#), Working Paper Nr. 24030, Eurofound, Februar.
- Europäische Kommission (2024), [2024 Ageing Report – Economic & Budgetary Projections for the EU Member States \(2022-2070\)](#), Institutional Paper Nr. 279, European Economy, April.
- Fernández-Villaverde, J., Ventura, G. und Yao, W. (2025), [The wealth of working nations](#), European Economic Review, Bd. 173, April.
- Fuchs-Schündeln, N. (2025), [Discussion of paper “Eurosclerosis at 40: Labor Market Institutions, Dynamism, and European Competitiveness” by Benjamin Schoefer](#), ECB Forum on Central Banking, Sintra, 1. Juli.
- Genre, V. und Gomez-Salvador, R. (2002), [Labour force developments in the euro area since the 1980s](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 4, Juli.
- Genre, V., Gomez-Salvador, R. und Lamo, A. (2005), [European women – why do\(n't\) they work?](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 454, März.
- Hornstein, A., Kudlyak, M. und Schweinert, A. (2018), [The Labor Force Participation Rate Trend and Its Projections](#), FRBSF Economic Letter, Nr. 2018-25, Federal Reserve Bank of San Francisco, November.
- Internationaler Währungsfonds (IWF) (2025), [The Rise of the Silver Economy: Global Implications of Population Aging](#), World Economic Outlook: A Critical Juncture amid Policy Shifts, April, S. 49-74.
- Jones, B. F. (2010), Age and great invention, The Review of Economics and Statistics, Bd. 92, Nr. 1, Februar, S. 1-14.
- Kiss, Á., Maldonado, J. E., Turrini, A. und Van Herck, K. (2026), [Migration, Mobility and the EU Labour Market: Recent Developments](#), European Economy Discussion Paper, Nr. 241, Europäische Kommission, Januar.

Maestas, N., Mullen, K. J. und Powell, D. (2023), The Effect of Population Aging on Economic Growth, the Labor Force, and Productivity, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Bd. 15, Nr. 2, April, S. 306-332.

OECD (2025), [OECD Employment Outlook 2025: Can We get through the Demographic Crunch?](#), OECD Publishing, Paris.

Sastre, T., Suárez-Varela, M., Cuadrado, P. und Di Stefano, E. (2025), [Factors affecting migratory flows to Spain and other advanced economies](#), Banco de España, Economic Bulletin 2025/Q2, Mai.

Schoefer, B. (2025), [Eurosclerosis at 40: Labor Market Institutions, Dynamism, and European Competitiveness](#), Discussion Paper Series des CEPR, Nr. 20479, Juli.

Work stream on employment (2021), [Employment and the conduct of monetary policy in the euro area](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 275, September.

Statistik

Statistik

Inhaltsverzeichnis

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

Zusätzliche Informationen

Die Statistiken der EZB können im ECB Data Portal abgerufen werden:

<https://data.ecb.europa.eu/>

Ausführliche Tabellen finden sich im Abschnitt „Publications“ im ECB Data Portal:

<https://data.ecb.europa.eu/publications>

Methodische Definitionen sowie allgemeine und technische Erläuterungen zu den Statistiktabelle (General Notes, Technical Notes) sind im Abschnitt „Methodology“ im ECB Data Portal enthalten:

<https://data.ecb.europa.eu/methodology>

Begriffserläuterungen und Abkürzungen finden sich im Statistikglossar der EZB:

www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

Angaben zum Euroraum

Soweit nicht anders angegeben, beziehen sich alle Datenreihen für Zeiträume bis einschließlich 2026 auf die Gruppe der 21 Länder, die dem Euroraum angehören.

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

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

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2 Konjunktorentwicklung

2.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins-gesamt	Inländische Verwendung								Außenbeitrag ¹⁾		
		Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen				Vorratsveränderungen ²⁾	Zusammen	Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾
					Zusammen	Bauinvestitionen	Ausrüstungsinvestitionen	Geistiges Eigentum				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)												
2023	14 758,0	14 228,2	7 804,6	3 115,1	3 232,7	1 649,5	937,0	639,7	75,8	-529,8	7 437,1	6 907,3
2024	15 338,0	14 669,8	8 100,2	3 279,7	3 215,8	1 639,8	934,5	635,1	74,2	-668,2	7 545,7	6 877,5
2025	15 938,3	15 319,6	8 390,0	3 436,8	3 375,8	1 703,3	960,3	705,4	117,0	-618,7	7 741,4	7 122,8
2025 Q1	3 937,2	3 778,9	2 074,8	841,7	839,7	419,7	235,7	182,6	22,7	-158,2	1 946,8	1 788,6
Q2	3 967,4	3 805,9	2 087,6	853,5	834,1	423,1	238,8	170,5	30,7	-161,5	1 926,1	1 764,6
Q3	4 000,8	3 852,7	2 104,8	863,7	848,2	427,9	242,7	175,8	36,1	-148,1	1 938,4	1 790,2
Q4	4 045,6	3 893,0	2 127,7	878,4	860,4	437,1	244,9	176,7	26,5	-152,7	1 940,3	1 787,7
In % des BIP												
2025	100,0	96,1	52,6	21,6	21,2	10,7	6,0	4,4	0,7	-3,9	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2025 Q2	0,1	0,4	0,3	0,5	-1,4	0,3	0,9	-8,4	-	-	-0,4	-0,1
Q3	0,3	0,7	0,3	0,7	1,2	0,4	1,4	3,1	-	-	0,8	1,8
Q4	0,2	0,3	0,4	0,5	0,7	1,5	0,3	-0,7	-	-	-0,4	-0,2
2026 Q1	0,1	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2023	0,4	0,0	0,5	1,5	2,5	1,1	2,4	6,4	-	-	-1,2	-2,0
2024	0,9	0,6	1,4	2,3	-2,5	-2,6	-1,8	-3,2	-	-	0,5	-0,1
2025	1,4	2,1	1,5	1,6	3,0	1,5	1,5	9,0	-	-	2,0	3,7
2025 Q2	1,6	2,6	1,8	1,5	3,6	1,4	0,2	15,8	-	-	0,7	2,8
Q3	1,4	2,0	1,4	1,5	3,3	2,3	3,5	5,4	-	-	2,9	4,2
Q4	1,3	1,9	1,4	1,5	3,2	3,1	2,6	4,3	-	-	2,4	3,9
2026 Q1	0,8	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2025 Q2	0,1	0,3	0,2	0,1	-0,3	0,0	0,1	-0,4	0,4	-0,2	-	-
Q3	0,3	0,7	0,1	0,1	0,3	0,0	0,1	0,1	0,2	-0,4	-	-
Q4	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-	-
2026 Q1	0,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2023	0,4	0,0	0,3	0,3	0,5	0,1	0,2	0,3	-1,1	0,4	-	-
2024	0,9	0,6	0,7	0,5	-0,5	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	-	-
2025	1,4	2,0	0,8	0,3	0,6	0,2	0,1	0,4	0,3	-0,6	-	-
2025 Q2	1,6	2,5	0,9	0,3	0,8	0,1	0,0	0,6	0,5	-0,9	-	-
Q3	1,4	1,9	0,8	0,3	0,7	0,2	0,2	0,2	0,1	-0,5	-	-
Q4	1,3	1,8	0,7	0,3	0,7	0,3	0,2	0,2	0,1	-0,6	-	-
2026 Q1	0,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

2 Konjunktorentwicklung

2.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellingspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und 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>												
2023	13 349,2	226,7	2 633,8	714,5	2 482,1	704,2	605,4	1 479,6	1 620,4	2 469,4	413,0	1 408,8
2024	13 809,2	236,2	2 612,1	729,9	2 569,6	742,2	641,2	1 535,7	1 694,0	2 613,8	434,4	1 528,8
2025	14 319,1	246,4	2 704,2	760,1	2 645,6	776,6	665,4	1 566,8	1 757,6	2 744,7	451,7	1 619,2
2025 Q1	3 535,5	60,8	673,8	187,0	654,8	190,7	163,9	387,5	432,1	673,7	111,1	401,7
Q2	3 566,4	62,2	675,7	189,7	660,0	192,4	164,0	390,1	436,6	682,7	112,8	401,0
Q3	3 591,3	62,5	674,1	191,0	663,6	195,3	167,7	392,5	442,5	688,6	113,6	409,5
Q4	3 637,8	61,0	686,8	194,0	669,2	198,3	170,0	396,6	447,3	700,4	114,2	407,8
<i>In % der Wertschöpfung</i>												
2025	100,0	1,7	18,9	5,3	18,5	5,4	4,6	10,9	12,3	19,2	3,2	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2025 Q1	0,7	1,5	1,8	0,9	0,6	0,8	0,6	0,2	0,3	0,1	0,2	-0,2
Q2	0,1	-0,6	0,1	0,1	0,4	0,4	-0,9	0,1	0,3	0,1	0,2	0,2
Q3	0,3	0,8	-0,1	0,2	0,4	1,2	0,4	0,2	0,5	0,4	0,3	0,1
Q4	0,2	0,3	-0,2	0,8	0,0	0,9	0,9	0,4	0,2	0,2	0,0	0,3
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2023	0,7	-2,9	-1,7	1,7	-0,1	6,8	-2,8	2,1	2,2	1,0	3,5	-1,8
2024	0,9	-0,3	-0,5	-1,5	1,0	3,0	1,6	1,2	1,4	1,8	1,9	0,9
2025	1,4	1,6	2,1	0,6	1,3	3,2	0,3	1,0	1,0	1,2	0,6	1,8
2025 Q1	1,5	1,1	2,9	-0,5	1,2	3,2	0,3	0,9	1,0	1,6	1,2	2,8
Q2	1,4	1,5	2,8	0,4	1,3	3,4	-0,3	1,0	0,7	1,2	1,1	3,0
Q3	1,4	2,3	2,1	1,3	1,5	3,2	0,4	1,0	1,0	1,2	-0,3	1,5
Q4	1,3	2,0	1,6	2,0	1,4	3,3	1,0	0,9	1,3	0,8	0,6	0,3
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2025 Q1	0,7	0,0	0,3	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	-
Q3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
Q4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2023	0,7	-0,1	-0,3	0,1	0,0	0,4	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,1	-
2024	0,9	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	-
2025	1,4	0,0	0,4	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
2025 Q1	1,5	0,0	0,5	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,3	0,0	-
Q2	1,4	0,0	0,5	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
Q3	1,4	0,0	0,4	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
Q4	1,3	0,0	0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

2 Konjunktorentwicklung

2.3 Beschäftigung¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Zahl der Erwerbstätigen													
<i>Gewichte in %</i>													
2023	100,0	85,9	14,1	3,1	14,2	6,4	24,3	3,4	2,3	1,1	14,1	24,7	6,5
2024	100,0	85,9	14,1	3,0	14,1	6,4	24,4	3,4	2,3	1,0	14,1	24,8	6,5
2025	100,0	85,9	14,1	2,9	13,9	6,4	24,4	3,4	2,3	1,1	14,1	24,9	6,5
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2023	1,5	1,6	1,0	-1,1	0,8	1,6	2,0	4,1	0,7	2,1	1,8	1,3	1,7
2024	1,0	1,0	0,6	-1,4	0,3	1,0	1,1	2,1	1,5	-0,6	0,7	1,5	1,2
2025	0,7	0,7	0,7	-1,6	-0,5	1,2	0,8	-0,1	1,4	2,3	1,0	1,3	1,2
2025 Q1	0,8	0,9	0,2	-2,1	-0,4	0,9	0,7	0,8	1,6	2,9	0,8	1,6	1,5
Q2	0,8	0,7	0,9	-2,0	-0,5	1,1	1,0	0,1	1,3	3,0	0,9	1,3	0,9
Q3	0,7	0,7	0,8	-1,6	-0,5	1,4	0,7	-0,5	1,5	2,4	0,9	1,2	1,1
Q4	0,7	0,7	1,1	-0,8	-0,5	1,5	0,6	-0,9	1,3	0,7	1,4	1,2	1,1
Geleistete Arbeitsstunden													
<i>Gewichte in %</i>													
2023	100,0	81,8	18,2	3,9	14,7	7,3	25,1	3,6	2,4	1,1	14,1	22,0	5,9
2024	100,0	81,9	18,1	3,8	14,6	7,3	25,1	3,7	2,4	1,1	14,1	22,1	5,9
2025	100,0	82,0	18,0	3,7	14,4	7,3	25,1	3,7	2,4	1,1	14,1	22,3	6,0
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2023	1,8	2,0	0,5	-1,6	1,0	1,5	2,1	4,2	0,9	1,8	2,1	1,9	2,5
2024	1,1	1,2	0,6	-1,0	0,2	1,0	1,0	2,1	1,4	-0,2	1,2	1,8	1,5
2025	0,4	0,5	-0,1	-2,4	-0,8	1,0	0,2	-0,3	1,0	1,8	0,7	1,2	1,7
2025 Q1	0,5	0,7	-0,6	-2,9	-0,9	0,7	0,3	0,8	1,1	2,5	0,4	1,5	2,1
Q2	0,3	0,4	-0,1	-2,6	-1,1	1,2	0,3	-0,2	0,9	2,5	0,6	0,9	1,6
Q3	0,7	0,7	0,7	-2,3	-0,2	1,4	0,6	-0,6	1,2	3,8	1,1	1,3	1,8
Q4	0,8	0,9	0,4	-1,7	-0,1	1,5	0,4	-0,3	1,7	-0,8	1,6	1,5	1,8
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2023	0,2	0,4	-0,5	-0,5	0,2	-0,1	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,4	0,6	0,7
2024	0,1	0,2	0,0	0,5	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,4	0,4	0,3	0,3
2025	-0,3	-0,2	-0,8	-0,8	-0,3	-0,3	-0,6	-0,2	-0,4	-0,4	-0,3	-0,1	0,5
2025 Q1	-0,3	-0,2	-0,8	-0,8	-0,5	-0,2	-0,5	0,0	-0,5	-0,4	-0,4	-0,1	0,6
Q2	-0,4	-0,3	-1,0	-0,6	-0,5	0,1	-0,7	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-0,3	0,7
Q3	0,1	0,1	-0,1	-0,7	0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	1,4	0,3	0,1	0,7
Q4	0,1	0,2	-0,7	-0,9	0,4	0,0	-0,3	0,6	0,4	-1,6	0,2	0,3	0,7

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

2 Konjunktorentwicklung

2.4 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Erwerbs- personen in Mio.	Unter- beschäftigung in % der Erwerbs- personen	Arbeitslosigkeit ¹⁾											Vakanz- quote ³⁾
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ²⁾	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio.	In % der Er- werbs- per- sonen		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 % (2025)			100,0			78,7		21,3		51,6		48,4		
2023	172,764	2,9	11,296	6,6	2,4	8,990	5,7	2,306	14,5	5,712	6,2	5,584	6,9	3,0
2024	174,343	2,8	11,054	6,4	2,1	8,715	5,5	2,339	14,6	5,666	6,1	5,388	6,6	2,6
2025	175,842	2,8	11,158	6,4	2,1	8,779	5,5	2,379	14,9	5,754	6,2	5,404	6,6	2,2
2025 Q1	175,425	2,7	11,105	6,3	2,1	8,732	5,5	2,373	14,8	5,671	6,1	5,434	6,6	2,4
Q2	175,831	2,8	11,221	6,4	2,1	8,871	5,6	2,351	14,7	5,833	6,2	5,388	6,5	2,2
Q3	175,923	2,8	11,270	6,4	2,0	8,885	5,6	2,384	14,9	5,807	6,2	5,463	6,6	2,1
Q4	176,187	2,8	11,037	6,3	2,0	8,628	5,4	2,410	15,1	5,707	6,1	5,330	6,5	2,2
2025 Sept.	-	-	11,155	6,3	-	8,759	5,5	2,396	15,0	5,743	6,1	5,412	6,6	-
Okt.	-	-	11,156	6,3	-	8,716	5,4	2,440	15,3	5,771	6,2	5,385	6,5	-
Nov.	-	-	11,049	6,3	-	8,655	5,4	2,394	15,1	5,750	6,1	5,299	6,4	-
Dez.	-	-	10,997	6,2	-	8,609	5,4	2,388	15,0	5,700	6,1	5,297	6,4	-
2026 Jan.	-	-	10,826	6,1	-	8,458	5,3	2,368	14,9	5,606	6,0	5,220	6,3	-
Febr.	-	-	10,919	6,2	-	8,546	5,3	2,373	14,9	5,624	6,0	5,295	6,4	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Nicht saisonbereinigt.

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

Anmerkung: Angaben zum Euroraum einschließlich Bulgarien.

2.5 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe						Produktion im Bau- gewerbe	Einzelhandelsumsätze				Produktion im Dienst- leistungs- sektor ¹⁾	Pkw- Neuzulas- sungen
	Insgesamt		Hauptgruppen					Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Kraft- stoffe		
	Ins- gesamt	Verarbei- tendes Gewerbe	Vorleis- 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 %													
2023	-1,7	-1,3	-6,1	3,1	-1,0	-5,4	2,4	-1,8	-2,5	-0,9	-1,6	2,3	14,6
2024	-3,0	-3,2	-4,0	-4,8	-0,1	-0,1	-1,1	1,3	0,7	1,8	0,6	1,5	-0,1
2025	1,5	1,6	-0,7	0,8	5,5	0,9	2,3	2,4	1,5	3,2	2,2	2,0	1,1
2025 Q2	1,2	1,2	-1,4	0,5	5,7	1,3	2,5	3,1	2,1	3,7	4,0	2,1	-1,8
Q3	1,5	1,6	-0,7	1,1	5,0	0,5	2,5	2,0	1,0	2,9	1,5	2,5	6,4
Q4	1,9	2,1	0,5	3,0	2,5	1,3	2,5	2,2	1,3	3,0	1,7	0,9	3,8
2026 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	3,6
2025 Okt.	1,8	1,5	0,3	0,4	4,4	5,0	5,0	2,1	1,5	3,0	2,1	2,0	5,0
Nov.	2,1	2,2	0,1	3,5	3,0	0,5	0,9	2,5	1,0	3,7	1,2	0,3	6,2
Dez.	1,9	2,5	1,2	5,2	-0,1	-1,0	1,3	2,0	1,4	2,3	1,9	0,5	0,3
2026 Jan.	-0,6	-1,6	-1,7	1,2	-5,5	6,3	-4,1	2,1	1,8	2,6	1,1	1,5	1,2
Febr.	-0,6	-0,8	-1,5	2,5	-5,0	2,0	-1,9	1,7	1,0	2,3	1,4	.	1,9
März	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	7,8
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2025 Okt.	0,7	0,5	0,3	0,4	1,4	1,7	1,8	0,3	0,5	0,4	0,5	0,2	1,5
Nov.	0,2	0,6	-0,1	2,5	-1,5	-2,6	-1,5	0,0	-0,4	0,4	-0,1	-0,5	3,8
Dez.	-0,7	-0,7	-0,1	-1,0	0,5	-0,4	0,6	0,2	0,4	-0,1	0,6	0,0	-5,7
2026 Jan.	-0,8	-1,6	-1,4	-1,7	-4,9	5,5	-1,3	0,0	0,5	-0,2	-0,8	1,2	-0,4
Febr.	0,4	0,8	0,5	1,0	2,1	-2,1	-0,2	-0,2	-0,5	0,0	0,7	.	2,0
März	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	3,0

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

1) Ohne Handels- und Finanzdienstleistungen.

Anmerkung: Angaben zum Euroraum einschließlich Bulgarien.

2 Konjunktorentwicklung

2.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)							
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher	Vertrauensindikator für das Baugewerbe	Vertrauensindikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen	
		Vertrauensindikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor	Kapazitätsauslastung (in %)
	1	2	3	4	5	6	7	8
1999-2022	118,3	14,3	60,1	-4,7	7,5	4,8	17,1	.
2023	96,3	-6,1	80,6	-16,1	-1,1	-4,1	6,7	90,4
2024	95,9	-10,8	78,4	-12,6	-4,2	-6,8	6,3	90,1
2025	95,9	-10,1	77,6	-13,4	-2,6	-6,6	4,1	90,0
2025 Q3	96,0	-9,9	77,8	-13,6	-3,0	-6,7	4,0	89,9
Q4	97,1	-8,5	77,9	-12,9	-1,5	-6,5	4,8	89,9
2026 Q1	97,6	-7,1	78,0	-13,8	-1,9	-6,4	4,8	89,7
Q2	.	.	78,2	.	.	.	.	89,8
2025 Nov.	97,2	-9,0	.	-12,9	-1,2	-5,7	5,3	.
Dez.	96,8	-8,6	.	-13,3	-1,1	-7,0	4,9	.
2026 Jan.	98,9	-6,9	78,0	-12,6	-1,3	-6,1	6,2	89,7
Febr.	97,8	-7,3	.	-12,4	-2,2	-5,4	4,2	.
März	96,2	-7,0	.	-16,4	-2,1	-7,6	4,1	.
April	93,0	-7,7	78,2	-20,6	-2,4	-9,9	0,9	89,8

Quelle: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen).
Anmerkung: Angaben zum Euroraum einschließlich Bulgarien.

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto)	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen ²⁾	Immobilienvermögen	Gewinnquote ³⁾	Sparquote (brutto)	Schuldenquote ⁴⁾	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens ¹⁾		Veränderung gegen Vorjahr in %					In % der Bruttowertschöpfung	In % des BIP	Veränderung gegen Vorjahr in %			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2023	14,2	84,7	1,2	1,9	2,4	4,0	1,6	37,3	6,0	68,8	1,8	3,4	0,9
2024	15,1	81,7	2,4	2,3	-6,8	5,5	4,7	35,8	4,4	67,3	1,8	-0,6	0,9
2025	14,8	81,4	1,0	2,6	3,5	4,9	4,5	35,5	3,4	65,8	2,1	6,6	1,5
2025 Q1	15,0	81,4	1,0	2,4	-1,0	5,2	5,5	35,8	4,1	67,3	2,9	8,4	1,8
Q2	15,0	81,6	1,4	2,7	3,2	5,5	5,3	35,6	3,7	66,6	2,5	10,9	1,7
Q3	14,9	81,5	0,8	2,6	4,6	4,9	5,0	35,5	3,5	66,2	2,2	6,4	1,5
Q4	14,8	81,4	1,0	2,6	7,0	4,9	4,5	35,5	3,4	65,8	2,1	1,2	1,5

Quellen: EZB und Eurostat.

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

2 Konjunktorentwicklung

2.8 Zahlungsbilanz des Euroraums – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz ¹⁾	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2025 Q1	1 556,5	1 481,5	74,9	755,9	646,0	395,2	364,5	358,2	381,8	47,3	89,3	32,4	29,1
Q2	1 501,5	1 420,9	80,6	718,2	632,2	389,6	352,2	345,9	342,1	47,7	94,5	20,0	19,8
Q3	1 478,3	1 426,0	52,3	722,3	631,4	386,4	357,6	322,6	341,3	47,1	95,7	24,6	22,2
Q4	1 486,3	1 424,5	61,8	711,3	635,3	390,8	344,9	337,3	345,7	46,8	98,6	42,1	20,1
2025 Sept.	495,2	478,6	16,7	243,5	210,8	129,4	119,5	106,2	115,7	16,1	32,5	9,3	9,6
Okt.	498,3	467,9	30,4	237,0	204,2	130,0	114,2	116,0	116,5	15,3	33,0	9,0	4,9
Nov.	495,7	482,0	13,7	235,0	211,5	131,9	116,9	112,4	120,0	16,5	33,7	11,1	5,0
Dez.	492,3	474,5	17,7	239,4	219,6	128,9	113,8	108,9	109,2	15,1	31,9	22,0	10,3
2026 Jan.	514,0	473,6	40,4	237,9	202,6	138,3	121,8	120,7	117,0	17,1	32,2	15,4	13,3
Febr.	519,6	494,7	24,9	243,4	218,1	139,0	123,4	120,0	121,7	17,2	31,4	10,5	7,8
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2026 Febr.	6 023,2	5 734,2	289,0	2 894,9	2 539,8	1 572,9	1 419,8	1 363,4	1 392,0	191,9	382,5	124,0	92,3
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2026 Febr.	37,8	35,9	1,8	18,1	15,9	9,9	8,9	8,5	8,7	1,2	2,4	0,8	0,6

1) Nicht saisonbereinigt.

Anmerkung: Angaben zum Euroraum einschließlich Bulgarien.

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

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Insgesamt				Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Insgesamt				Nachrichtlich:	
			Ins-gesamt	Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Ins-gesamt	Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd. €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2025 Q1	8,0	7,9	769,4	379,1	145,7	230,6	640,6	713,1	403,2	115,8	179,0	510,4	68,3
Q2	-0,1	1,7	724,2	338,6	139,1	229,1	602,7	695,3	384,3	118,7	177,4	507,7	60,0
Q3	1,4	2,0	724,8	340,2	145,9	222,9	601,5	693,6	379,8	120,5	177,0	510,3	64,0
Q4	0,3	0,0	719,0	331,5	144,8	223,9	592,9	688,2	373,6	122,6	172,7	511,7	58,3
2025 Sept.	7,8	6,2	248,4	120,8	48,5	73,9	207,4	232,1	126,8	40,6	59,1	171,3	21,2
Okt.	1,1	-3,2	237,7	109,8	48,3	74,1	195,9	224,8	121,8	40,4	55,6	167,6	19,0
Nov.	-3,3	-0,4	239,8	111,0	47,4	75,0	197,7	231,7	126,6	40,8	58,5	171,0	19,5
Dez.	3,3	4,3	241,5	110,8	49,1	74,8	199,3	231,6	125,2	41,4	58,7	173,1	19,8
2026 Jan.	-7,7	-7,8	236,9	111,3	46,9	73,0	194,1	224,0	121,0	40,5	56,6	166,3	19,1
Febr.	-6,7	-2,2	239,0	.	.	.	192,8	232,0	.	.	.	167,3	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2025 Q1	0,5	2,1	97,4	93,3	94,0	106,8	96,9	100,3	95,6	98,1	110,4	100,6	130,3
Q2	-2,9	1,1	93,5	87,0	89,8	108,6	94,1	100,7	95,6	101,7	110,9	101,2	135,5
Q3	0,2	3,1	94,5	87,8	94,8	105,7	94,5	101,7	96,6	103,9	110,9	102,6	139,3
Q4	-0,7	2,4	92,3	83,7	91,8	105,6	92,1	101,7	95,2	105,5	109,2	103,1	141,8
2025 Aug.	-5,8	-1,4	92,9	85,1	95,2	104,9	93,9	101,0	96,0	103,2	109,5	101,9	138,5
Sept.	6,1	6,5	96,5	92,7	93,3	105,0	95,6	102,1	96,8	104,0	111,9	103,1	141,6
Okt.	-0,1	-2,3	92,4	84,0	92,2	105,7	92,9	98,9	92,8	104,3	105,2	100,5	134,4
Nov.	-4,6	2,0	93,7	85,1	91,8	106,8	92,5	104,0	96,9	107,8	112,1	104,7	144,9
Dez.	2,8	8,3	90,9	82,0	91,3	104,4	90,9	102,2	95,7	104,5	110,3	104,2	146,2
2026 Jan.	-7,6	-4,4	90,6	81,8	90,9	104,4	90,7	98,0	90,1	101,0	107,0	98,7	140,1

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).

Anmerkung: Angaben zum Euroraum einschließlich Bulgarien.

3 Preise und Kosten

3.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) ²⁾						Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt		Waren	Dienst- leistungen	Insgesamt	Ver- arbeitete Nahrungs- mittel	Unver- arbeitete Nahrungs- mittel	Industrie- erzeugnis- se ohne Energie	Energie (nicht saison- berei- nigt)	Dienst- leistungen	HVPI insgesamt ohne ad- ministrierte Preise	Adminis- trierte Preise
		Ins- gesamt	Insgesamt ohne Energie und Nahrungs- mittel											6	7	8	9	10	11	12	13
Gewichte in % (2026)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2023	95,7	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9
2024	97,9	2,4	2,8	1,1	4,0	-	-	-	-	-	-	2,3	3,3
2025	100,0	2,1	2,4	1,0	3,4	-	-	-	-	-	-	2,0	2,9
2025 Q2	100,1	2,0	2,4	0,8	3,5	0,2	0,6	1,1	0,0	-4,1	0,9	1,9	2,9
Q3	100,4	2,1	2,3	1,2	3,2	0,6	0,8	0,9	0,3	0,3	0,7	2,0	2,7
Q4	100,6	2,1	2,4	0,9	3,4	0,5	0,4	0,3	0,0	-0,1	0,9	2,0	2,3
2026 Q1	100,9	2,0	2,3	1,0	3,3	0,8	0,1	2,0	0,2	3,3	0,7	2,0	2,3
2025 Nov.	100,5	2,1	2,4	1,0	3,5	0,2	0,1	0,0	0,0	1,0	0,2	2,1	2,3
Dez.	100,6	2,0	2,3	0,7	3,4	0,1	0,0	0,7	-0,1	-0,9	0,3	1,9	2,2
2026 Jan.	100,1	1,7	2,2	0,4	3,2	0,2	0,1	0,7	0,1	0,8	0,2	1,6	1,8
Febr.	100,7	1,9	2,4	0,7	3,4	0,3	-0,1	1,0	0,2	0,6	0,3	1,8	2,4
März	102,0	2,6	2,3	2,0	3,2	0,8	0,1	0,3	0,0	7,0	0,2	2,6	2,6
April ³⁾	103,1	3,0	2,2	.	3,0	0,5	0,0	0,9	0,2	3,0	0,3	.	.

	Waren						Dienstleistungen						
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungs- dienstleistungen		Verkehr	Nachrichten- übermittlung	Freizeit, einschl. Reparaturen und Körperpflege	Sonstige	
	Zusam- men	Verar- beitete Nahrungs- mittel	Unverar- beitete Nahrungs- mittel	Zusam- men	Industrie- erzeugnisse ohne Energie	Energie	Ins- gesamt	Wohn- ungs- mieten					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
Gewichte in % (2026)	19,0	13,8	5,2	34,3	25,3	9,0	9,7	5,9	6,8	2,1	18,0	10,0	
2023	10,9	11,4	9,5	2,9	5,0	-2,0	3,6	2,7	5,2	0,4	6,9	4,0	
2024	2,9	3,2	2,1	0,0	0,8	-2,2	3,3	2,9	4,2	-0,7	5,0	4,0	
2025	2,8	2,6	3,4	0,0	0,6	-1,4	3,2	2,9	3,9	-1,0	3,7	3,9	
2025 Q2	3,1	2,8	3,8	-0,5	0,5	-3,2	3,3	3,0	4,4	-1,8	3,8	3,9	
Q3	3,1	2,8	4,2	0,1	0,7	-1,6	3,2	2,9	3,7	-0,9	3,2	3,8	
Q4	2,5	2,3	3,0	0,1	0,5	-1,1	3,2	3,0	3,7	0,6	3,7	3,7	
2026 Q1	2,5	1,8	4,3	0,2	0,5	-0,7	3,1	2,8	3,2	0,2	3,8	3,2	
2025 Nov.	2,4	2,3	2,7	0,2	0,5	-0,5	3,2	3,0	3,3	0,4	3,9	3,7	
Dez.	2,5	2,1	3,5	-0,3	0,3	-1,9	3,2	3,0	3,8	0,5	3,6	3,6	
2026 Jan.	2,6	2,0	4,2	-0,8	0,4	-4,0	3,2	3,0	2,7	0,0	3,7	3,3	
Febr.	2,5	1,8	4,6	-0,4	0,7	-3,1	3,1	2,8	3,4	0,1	4,0	3,2	
März	2,4	1,7	4,2	1,8	0,5	5,1	3,1	2,7	3,5	0,4	3,7	3,2	
April ³⁾	2,5	1,7	4,7	.	0,8	10,9	.	.	.	.	.	.

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Schnellschätzung.

3 Preise und Kosten

3.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe ¹⁾										Bauge- werbe ²⁾	Preise für Wohn- immobilien	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien ³⁾
	Insge- samt (Index: 2021 = 100)	Insgesamt		Industrie ohne Baugewerbe und Energie						Energie			
		Insge- samt	Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorlei- stungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter						
							Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2021)	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7			
2023	130,0	-2,2	1,9	3,8	-0,2	4,8	8,3	8,4	5,7	-13,4	6,9	-1,1	-8,2
2024	124,6	-4,2	-0,6	-0,1	-2,4	1,6	1,6	0,3	1,2	-12,2	2,1	2,0	-4,5
2025	125,1	0,4	0,4	1,1	0,4	1,7	2,2	1,7	1,6	-0,8	1,0	5,2	1,6
2025 Q1	127,8	2,4	0,7	1,3	0,9	1,7	2,1	1,6	1,6	5,4	0,7	5,3	0,5
Q2	123,5	0,6	-0,1	1,1	0,3	1,7	2,3	2,1	1,4	-0,4	0,6	5,2	1,3
Q3	124,2	-0,1	0,5	1,0	-0,1	1,7	2,4	2,0	1,5	-2,3	1,1	5,1	2,3
Q4	124,6	-1,2	0,6	1,0	0,5	1,7	2,0	0,9	1,8	-6,0	1,8	5,1	2,3
2025 Sept.	124,0	-0,1	0,9	0,9	-0,1	1,8	2,3	1,9	1,5	-2,1	-	-	-
Okt.	124,1	-0,4	0,5	0,9	0,3	1,7	2,1	1,3	1,6	-3,4	-	-	-
Nov.	125,1	-1,3	0,8	1,0	0,5	1,8	2,0	0,9	1,9	-6,0	-	-	-
Dez.	124,7	-2,0	0,3	1,0	0,8	1,7	1,9	0,6	1,8	-8,4	-	-	-
2026 Jan.	125,7	-2,0	0,2	1,2	1,5	1,6	1,4	0,1	1,6	-8,9	-	-	-
Febr.	124,8	-3,0	0,3	1,0	1,3	1,6	1,1	-0,2	1,6	-11,7	-	-	-

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

1) Nur Inlandsabsatz.

2) Baupreisindex für neue Wohngebäude.

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

Anmerkung: Angaben zum Euroraum in Spalte 1 bis 11 einschließlich Bulgarien.

3.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

	BIP-Deflatoren						Ölpreise (Brent- Kassakurs, in USD)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)							
	Insge- samt (saison- berei- nigt; Index: 2020 = 100)	Insge- samt	Inländische Verwendung					Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	Importgewichtet ²⁾			Nach Verwendung gewichtet ²⁾		
			Zu- 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	
2023	114,1	6,2	4,8	6,3	3,8	4,1	0,7	-2,2	83,7	-13,0	-13,7	-12,4	-13,7	-14,0	-13,4
2024	117,5	3,0	2,5	2,4	2,9	2,0	0,9	-0,3	82,0	2,9	2,8	3,0	3,9	4,3	3,5
2025	120,4	2,5	2,3	2,0	3,1	1,9	0,5	-0,1	69,9	-0,6	0,2	-1,2	-1,1	-0,6	-1,6
2025 Q2	120,0	2,5	2,2	1,8	3,1	2,1	0,4	-0,4	68,9	-6,1	-2,9	-8,7	-5,6	-2,8	-8,4
Q3	120,6	2,5	2,3	2,1	2,9	1,8	0,0	-0,7	69,9	-1,9	-1,9	-1,9	-3,0	-3,2	-2,9
Q4	121,7	2,6	2,3	2,3	3,5	2,0	-0,3	-1,1	64,3	-4,8	-9,5	-0,8	-7,3	-11,6	-2,8
2026 Q1	-	-	-	-	-	-	-	-	82,9	-6,6	-17,2	2,8	-7,9	-14,4	-0,9
2025 Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	65,2	-3,3	-5,0	-1,9	-5,4	-7,5	-3,3
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	64,1	-4,5	-8,2	-1,5	-7,1	-10,9	-3,2
Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,4	-6,5	-14,8	0,8	-9,2	-16,1	-1,9
2026 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	68,2	-4,2	-18,6	8,8	-6,7	-16,9	4,5
Febr.	-	-	-	-	-	-	-	-	73,3	-12,3	-21,3	-4,1	-13,3	-18,2	-7,9
März	-	-	-	-	-	-	-	-	105,7	-3,1	-11,3	3,9	-3,5	-7,6	0,8

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

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

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

Anmerkung: Angaben zum Euroraum in Spalte 10 bis 15 einschließlich Bulgarien.

3 Preise und Kosten

3.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)				
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden 3 Monate)				Verbraucherpreistrends der vergangenen 12 Monate
	Verarbeitendes Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleistungssektor	Baugewerbe	
	1	2	3	4	5
1999-2022	44,8	44,5	22,4	36,5	60,2
2023	9,0	28,8	19,6	15,0	75,6
2024	6,1	14,6	15,1	4,7	55,9
2025	9,0	16,9	13,9	4,7	48,9
2025 Q2	7,4	15,6	13,4	3,1	49,2
Q3	7,2	16,5	13,3	2,9	48,0
Q4	10,0	17,7	13,6	7,9	48,4
2026 Q1	15,1	18,6	14,4	8,9	46,7
2025 Nov.	10,4	18,6	13,8	8,0	48,0
Dez.	11,7	18,3	14,6	8,9	49,1
2026 Jan.	11,5	17,1	14,3	8,8	46,9
Febr.	13,0	17,9	14,1	6,8	45,8
März	20,8	20,7	14,9	11,2	47,5
April	31,1	28,1	17,4	19,4	56,5

Quelle: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen).
Anmerkung: Angaben zum Euroraum einschließlich Bulgarien.

3.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2020 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste ¹⁾
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2020)	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2023	110,5	4,7	4,5	5,2	5,0	4,0	4,3
2024	115,7	4,7	4,7	4,5	4,7	4,5	4,6
2025	119,8	3,6	3,4	4,0	3,8	3,1	2,8
2025 Q1	112,3	3,5	3,6	3,5	4,0	2,5	2,5
Q2	124,3	3,9	3,9	4,0	4,3	3,1	4,0
Q3	115,8	3,4	3,3	4,0	3,5	3,4	1,9
Q4	126,7	3,3	2,9	4,5	3,3	3,4	3,0

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
Lohnstückkosten												
2023	109,5	6,5	6,7	8,4	4,7	7,7	2,3	9,9	3,3	5,6	5,1	3,6
2024	114,5	4,6	3,5	5,2	7,0	4,5	3,1	3,8	1,5	4,0	4,5	3,8
2025	118,1	3,2	0,4	1,1	4,5	3,1	0,7	4,9	4,5	3,8	4,4	4,7
2025 Q1	116,3	3,1	0,9	0,2	5,4	3,7	1,6	4,4	3,8	3,9	4,2	3,7
Q2	117,5	3,1	0,5	0,5	5,5	3,1	0,6	6,0	4,8	4,6	4,3	4,6
Q3	118,4	3,2	0,0	1,4	3,9	2,8	0,9	4,9	5,3	3,6	4,1	6,2
Q4	119,3	3,2	0,2	1,4	2,8	2,7	-0,4	4,2	4,0	2,9	5,1	4,1
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2023	115,0	5,3	4,7	5,7	4,8	5,4	5,0	6,0	3,4	6,0	4,8	5,3
2024	120,2	4,5	4,6	4,4	4,4	4,5	4,0	3,9	3,3	4,8	4,8	4,5
2025	124,8	3,9	3,8	3,7	3,9	3,7	4,1	3,7	3,1	3,7	4,3	4,1
2025 Q1	123,1	3,9	4,2	3,5	4,0	4,2	4,0	3,1	1,8	4,1	4,2	3,4
Q2	124,3	4,0	4,1	3,8	4,8	3,4	3,9	4,4	2,7	4,3	4,2	4,8
Q3	125,4	3,9	3,9	4,0	3,8	3,6	4,6	3,8	3,9	3,8	4,1	4,7
Q4	126,4	3,7	3,0	3,5	3,3	3,5	3,9	3,8	4,1	2,8	4,6	3,6
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2023	105,0	-1,1	-1,8	-2,5	0,1	-2,1	2,6	-3,5	0,0	0,4	-0,3	1,7
2024	105,0	0,0	1,1	-0,8	-2,5	-0,1	0,9	0,0	1,8	0,7	0,3	0,7
2025	105,6	0,7	3,3	2,6	-0,6	0,5	3,3	-1,1	-1,3	0,0	-0,1	-0,5
2025 Q1	105,7	0,8	3,2	3,3	-1,4	0,5	2,4	-1,3	-2,0	0,2	0,0	-0,3
Q2	105,8	0,8	3,6	3,3	-0,7	0,3	3,3	-1,6	-2,0	-0,3	-0,1	0,2
Q3	105,9	0,8	4,0	2,6	-0,1	0,8	3,7	-1,1	-1,4	0,2	0,0	-1,4
Q4	105,9	0,5	2,8	2,1	0,5	0,7	4,2	-0,3	0,2	-0,1	-0,4	-0,5
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2023	108,7	4,9	4,2	5,5	4,5	5,1	4,9	5,7	3,5	5,4	4,2	4,4
2024	113,4	4,4	4,6	4,5	4,5	4,4	3,9	3,9	3,0	4,0	4,5	4,3
2025	118,1	4,1	4,0	4,0	4,1	4,0	4,2	4,2	4,3	4,1	4,4	3,5
2025 Q1	116,0	4,1	4,5	4,0	4,2	4,3	3,9	3,6	2,4	4,4	4,3	2,7
Q2	117,3	4,3	3,9	4,4	4,4	3,8	4,0	4,8	3,9	4,8	4,6	4,0
Q3	118,2	3,9	4,7	3,8	3,8	3,4	5,0	4,2	4,2	3,7	4,0	4,2
Q4	118,6	3,5	2,8	3,0	3,4	3,7	3,2	3,4	6,0	2,5	4,2	2,4
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2023	99,0	-1,3	-1,3	-2,7	0,2	-2,2	2,5	-3,7	0,3	0,0	-0,8	1,0
2024	98,9	-0,1	0,7	-0,7	-2,5	0,0	0,8	0,1	1,3	0,3	0,0	0,4
2025	99,9	1,0	4,2	3,0	-0,4	1,1	3,6	-0,7	-0,9	0,2	0,0	-1,0
2025 Q1	99,6	1,2	4,1	3,8	-1,2	0,9	2,4	-0,8	-1,6	0,6	0,1	-0,8
Q2	99,8	1,3	4,2	3,9	-0,8	1,0	3,6	-1,2	-1,4	0,1	0,3	-0,5
Q3	99,8	0,7	4,7	2,4	-0,1	0,9	3,8	-0,8	-2,7	-0,1	-0,1	-2,1
Q4	99,4	0,4	3,7	1,7	0,5	1,0	3,6	-0,7	1,8	-0,3	-0,8	-1,2

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum ¹⁾					Vereinigte Staaten	Japan
	Euro Short-Term Rate (€STR)	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmonatsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2023	3,21	3,24	3,43	3,69	3,87	5,01	-0,03
2024	3,64	3,56	3,57	3,48	3,27	5,15	0,12
2025	2,18	2,12	2,18	2,20	2,22	4,24	0,47
2025 Okt.	1,93	1,91	2,03	2,11	2,19	4,20	0,48
Nov.	1,93	1,91	2,04	2,13	2,22	3,98	0,48
Dez.	1,93	1,92	2,05	2,14	2,27	3,80	0,56
2026 Jan.	1,93	1,96	2,03	2,14	2,25	3,66	0,73
Febr.	1,93	1,95	2,01	2,14	2,22	3,67	0,73
März	1,93	1,93	2,11	2,32	2,57	3,65	0,73

Quellen: LSEG und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

4.2 Zinsstrukturkurven

(Stand am Ende des Berichtszeitraums; Sätze in % p. a.; Spreads in Prozentpunkten)

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euroraum ^{1), 2)}					Euroraum ^{1), 2)}	Vereinigte Staaten	Japan	Euroraum ^{1), 2)}			
	3 Monate	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre – 1 Jahr	10 Jahre – 1 Jahr	10 Jahre – 1 Jahr	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	0,64	2,25	1,54	1,76	2,64
2024	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	0,63	1,86	1,89	2,50	2,91
2025	1,98	2,02	2,11	2,44	2,95	0,92	0,74	1,14	2,09	2,30	3,02	3,78
2025 Okt.	1,90	1,90	1,95	2,23	2,72	0,82	0,45	0,89	1,93	2,08	2,76	3,56
Nov.	1,95	1,96	2,01	2,28	2,77	0,81	0,47	1,02	1,99	2,13	2,80	3,64
Dez.	1,98	2,02	2,11	2,44	2,95	0,92	0,74	1,14	2,09	2,30	3,02	3,78
2026 Jan.	1,97	1,98	2,05	2,38	2,90	0,92	0,82	1,21	2,03	2,22	2,97	3,77
Febr.	1,96	1,95	1,98	2,23	2,73	0,78	0,52	1,09	1,96	2,08	2,74	3,59
März	2,09	2,50	2,59	2,69	3,07	0,58	0,71	1,20	2,74	2,63	3,04	3,75

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		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2023	452,0	4 272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4 285,6	30 716,6
2024	502,8	4 870,4	992,6	299,1	161,1	123,9	231,6	951,6	1 069,3	378,7	301,6	792,1	5 430,7	38 395,3
2025	565,6	5 396,9	961,3	270,5	155,2	135,2	321,9	1 153,7	1 104,9	444,9	356,1	855,9	6 216,9	41 794,2
2025 Okt.	594,4	5 641,1	940,9	266,6	150,6	143,2	345,2	1 246,9	1 194,5	478,4	354,1	905,0	6 735,7	48 521,1
Nov.	593,5	5 634,1	927,2	266,6	152,1	150,5	353,1	1 210,9	1 153,6	499,4	340,0	913,0	6 740,9	50 111,1
Dez.	604,4	5 730,9	921,2	274,9	150,2	153,8	372,7	1 214,5	1 167,1	498,3	337,6	902,9	6 853,0	50 162,4
2026 Jan.	628,1	5 951,6	940,4	271,3	150,5	162,5	385,3	1 281,0	1 284,1	526,6	343,5	908,5	6 929,1	53 077,3
Febr.	640,9	6 051,7	1 028,4	262,6	162,5	184,9	388,5	1 294,1	1 265,9	559,5	390,5	903,5	6 893,8	56 480,9
März	606,2	5 693,8	978,4	237,0	154,6	201,2	358,9	1 194,9	1 213,6	561,9	402,5	821,8	6 654,4	53 964,9

Quelle: LSEG.

4 Finanzmarktentwicklungen

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

	Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehung- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite					Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz ³⁾	Mit anfänglicher Zinsbindung					Effek- tiver Jahres- zinssatz ³⁾		
			Bis zu 2 Jah- ren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr	Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren		Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren		Mehr als 10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2025 März	0,31	1,52	2,09	2,23	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	1,96	2,28	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	1,85	2,21	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	1,78	2,19	7,40	16,48	6,68	7,47	8,17	4,10	3,61	3,41	3,47	3,12	3,58	3,30
Juli	0,25	1,43	1,74	2,19	7,28	16,44	6,68	7,53	8,18	4,11	3,56	3,38	3,45	3,12	3,57	3,28
Aug.	0,25	1,22	1,72	2,16	7,28	16,40	7,12	7,54	8,25	4,15	3,59	3,40	3,46	3,18	3,62	3,31
Sept.	0,25	1,21	1,76	2,14	7,34	16,42	6,74	7,46	8,18	4,14	3,52	3,39	3,49	3,17	3,61	3,31
Okt.	0,25	1,21	1,78	2,16	7,32	16,40	6,40	7,42	8,10	4,18	3,52	3,37	3,48	3,16	3,59	3,31
Nov.	0,25	1,21	1,77	2,21	7,25	16,41	6,19	7,45	8,07	4,17	3,53	3,35	3,48	3,15	3,58	3,30
Dez.	0,25	1,22	1,78	2,27	7,23	16,42	6,36	7,24	7,91	4,01	3,55	3,37	3,48	3,13	3,59	3,32
2026 Jan.	0,25	1,22	1,79	2,30	7,27	16,49	7,17	7,62	8,37	4,13	3,51	3,37	3,51	3,23	3,65	3,35
Febr.	0,25	1,17	1,80	2,23	7,26	16,42	6,83	7,59	8,27	4,20	3,48	3,37	3,55	3,26	3,66	3,37

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

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

	Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehung- 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	
2025 März	0,67	2,33	2,54	4,21	4,02	4,53	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	4,20	4,78	3,86	3,59	3,70	3,55	3,51	3,66	3,80
Mai	0,58	2,06	2,56	3,91	3,78	4,22	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	4,19	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	4,06	4,76	3,55	3,41	3,61	3,24	3,41	3,47	3,52
Aug.	0,51	1,88	2,29	3,65	3,59	4,04	4,75	3,54	3,41	3,64	3,07	3,35	3,63	3,46
Sept.	0,52	1,90	2,30	3,69	3,59	4,11	4,90	3,50	3,37	3,62	3,13	3,39	3,61	3,50
Okt.	0,53	1,89	2,47	3,66	3,59	4,12	4,81	3,52	3,41	3,63	3,19	3,26	3,54	3,51
Nov.	0,52	1,92	2,37	3,64	3,67	4,18	4,88	3,49	3,44	3,59	3,15	3,34	3,55	3,50
Dez.	0,52	1,94	2,48	3,68	3,65	4,09	4,82	3,53	3,40	3,64	3,30	3,54	3,60	3,57
2026 Jan.	0,52	1,90	2,42	3,68	3,59	4,07	4,71	3,57	3,40	3,71	3,29	3,45	3,57	3,57
Febr.	0,52	1,90	2,36	3,67	3,66	4,14	4,80	3,51	3,41	3,70	3,20	3,15	3,62	3,51

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 Ursprungslaufzeiten¹⁾

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

	Umlauf							Bruttoabsatz ²⁾							
	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs				Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Insgesamt	Darunter: Zentralstaaten	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)			Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Insgesamt	Darunter: Zentralstaaten		
			Insgesamt	FMKGs				Insgesamt						FMKGs	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
Kurzfristig															
2023	1 573,6	622,5	164,1	104,6	85,2	701,8	659,1	536,9	241,9	117,8	91,3	48,7	128,5	104,6	
2024	1 600,1	582,1	205,5	121,2	70,7	741,8	674,7	516,8	206,1	133,5	104,2	40,1	137,2	110,1	
2025	1 614,7	576,6	215,2	133,6	77,1	745,8	662,7	555,3	227,0	151,7	123,5	42,0	134,6	107,8	
2025 Okt.	1 656,5	603,7	216,1	120,7	96,2	740,5	662,5	600,6	227,2	162,3	128,0	44,9	166,2	136,4	
Nov.	1 681,2	615,9	212,2	121,5	95,1	757,9	670,3	547,6	220,4	146,4	122,4	40,1	140,6	114,3	
Dez.	1 614,7	576,6	215,2	133,6	77,1	745,8	662,7	484,6	174,7	158,9	139,3	28,7	122,3	93,2	
2026 Jan.	1 674,4	608,4	202,5	114,5	88,8	774,6	672,7	621,6	252,3	154,8	121,6	47,1	167,4	138,7	
Febr.	1 677,7	625,7	206,0	114,9	92,3	753,7	659,4	557,9	231,9	149,7	121,1	43,7	132,6	99,8	
März	1 645,1	591,1	194,1	104,9	88,1	771,8	682,7	608,7	237,5	154,2	124,5	49,8	167,3	144,7	
Langfristig															
2023	19 433,5	4 454,8	3 244,3	1 432,4	1 545,5	10 188,8	9 449,7	322,0	93,4	68,2	31,1	21,2	139,2	130,8	
2024	20 540,2	4 776,1	3 513,2	1 526,8	1 643,8	10 607,2	9 835,4	351,1	89,5	86,0	35,1	26,9	148,7	138,1	
2025	21 410,9	4 896,1	3 757,6	1 689,4	1 744,5	11 012,7	10 220,4	385,2	93,0	103,4	44,3	31,0	157,8	146,7	
2025 Okt.	21 469,2	4 915,5	3 708,0	1 649,3	1 733,5	11 112,2	10 312,2	389,4	83,2	117,7	44,4	35,5	153,0	142,2	
Nov.	21 578,4	4 928,1	3 769,2	1 684,6	1 753,8	11 127,3	10 325,3	384,6	83,6	131,7	56,2	43,6	125,7	116,5	
Dez.	21 410,9	4 896,1	3 757,6	1 689,4	1 744,5	11 012,7	10 220,4	266,9	74,8	114,0	55,3	17,0	61,1	54,7	
2026 Jan.	21 714,7	4 949,1	3 756,2	1 680,2	1 766,9	11 242,5	10 429,1	540,2	147,9	92,8	28,5	36,4	263,1	236,0	
Febr.	21 972,9	4 994,0	3 785,4	1 684,5	1 778,7	11 414,8	10 588,6	391,5	88,6	91,4	32,7	23,2	188,3	174,5	
März	21 697,7	4 950,6	3 802,4	1 717,3	1 735,0	11 209,7	10 393,8	422,8	114,9	115,0	56,2	20,3	172,6	155,3	

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

4.7 Jahreswachstumsraten und Umlauf von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien¹⁾

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

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien			
	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Insgesamt	Darunter: Zentralstaaten				
			Insgesamt	FMKGs							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Umlauf											
2023	21 007,0	5 077,3	3 408,4	1 537,0	1 630,7	10 890,5	10 108,8	9 673,5	625,3	1 420,8	7 626,9
2024	22 140,3	5 358,2	3 718,7	1 648,0	1 714,5	11 349,0	10 510,1	10 150,1	755,1	1 588,2	7 806,4
2025	23 025,6	5 472,6	3 972,8	1 823,0	1 821,6	11 758,6	10 883,1	11 698,9	1 315,7	1 850,6	8 532,2
2025 Okt.	23 125,7	5 519,2	3 924,1	1 770,1	1 829,8	11 852,7	10 974,8	11 523,3	1 164,3	1 855,3	8 503,2
Nov.	23 259,6	5 544,0	3 981,5	1 806,1	1 848,9	11 885,2	10 995,6	11 492,5	1 204,0	1 856,7	8 431,3
Dez.	23 025,6	5 472,6	3 972,8	1 823,0	1 821,6	11 758,6	10 883,1	11 698,9	1 315,7	1 850,6	8 532,2
2026 Jan.	23 389,1	5 557,5	3 958,7	1 794,6	1 855,7	12 017,1	11 101,9	11 949,4	1 364,6	1 830,0	8 754,3
Febr.	23 650,6	5 619,7	3 991,4	1 799,5	1 871,0	12 168,5	11 248,0	12 304,3	1 320,3	1 879,5	9 103,9
März	23 342,8	5 541,7	3 996,5	1 822,2	1 823,0	11 981,5	11 076,4	11 333,7	1 177,3	1 772,8	8 383,1
Wachstumsraten²⁾											
2025 Aug.	5,2	4,7	9,0	11,0	3,4	4,5	4,6	0,0	-0,5	-0,7	0,1
Sept.	4,8	3,2	8,6	10,6	3,4	4,7	4,7	0,1	0,7	-0,7	0,1
Okt.	4,9	3,3	9,3	10,3	3,1	4,6	4,6	0,0	0,6	-0,9	0,1
Nov.	5,5	4,1	9,9	11,0	4,0	5,0	4,8	-0,1	0,4	-0,9	0,0
Dez.	5,4	3,3	10,4	12,0	4,0	4,9	4,8	0,0	2,9	-1,9	0,1
2026 Jan.	5,5	3,4	9,7	10,1	4,7	5,3	5,0	-0,1	2,6	-2,0	0,0
Febr.	5,4	3,9	9,2	9,2	4,9	5,0	4,8	0,0	2,3	-2,0	0,1
März	5,5	3,4	9,6	9,5	4,2	5,5	5,4	0,1	2,3	-1,6	0,2

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

4 Finanzmarktentwicklungen

4.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

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

	EWK-17						EWK-40	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2023	97,9	93,6	98,0	88,9	65,2	87,1	122,1	94,0
2024	98,2	94,0	98,2	89,5	65,1	88,2	124,4	94,2
2025	100,4	96,0	101,7	91,9	63,0	90,3	128,3	96,1
2025 Q2	100,4	96,1	101,6	92,0	63,1	90,4	128,4	96,2
Q3	102,1	97,7	103,9	93,5	64,1	92,1	130,8	97,9
Q4	101,9	97,4	104,8	93,5	63,4	91,9	130,7	97,5
2026 Q1	101,4	97,2	105,0	.	.	.	130,3	97,1
2025 Okt.	101,9	97,3	104,5	-	-	-	130,6	97,4
Nov.	101,8	97,3	104,4	-	-	-	130,4	97,3
Dez.	102,2	97,7	105,5	-	-	-	131,1	97,8
2026 Jan.	101,8	97,5	105,3	-	-	-	130,7	97,4
Febr.	101,8	97,4	105,2	-	-	-	130,7	97,3
März	100,8	96,6	104,4	-	-	-	129,6	96,5
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>							
2026 März	-0,9	-0,8	-0,8	-	-	-	-0,9	-0,8
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2026 März	2,8	2,8	6,2	-	-	-	3,7	2,7

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- sische Renminbi ¥uan 1	Tschechi- sche Krone 2	Dänische Krone 3	Ungarischer Forint 4	Japanischer Yen 5	Polnischer Zloty 6	Pfund Sterling 7	Rumäni- scher Leu 8	Schwedi- sche Krone 9	Schweizer Franken 10	US-Dollar 11
2023	7,660	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2024	7,787	25,120	7,459	395,304	163,852	4,306	0,847	4,9746	11,433	0,953	1,082
2025	8,119	24,688	7,463	397,767	169,043	4,240	0,857	5,0424	11,066	0,937	1,130
2025 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
Q4	8,250	24,272	7,469	386,506	179,223	4,237	0,875	5,0884	10,952	0,930	1,163
2026 Q1	8,103	24,328	7,471	384,158	183,596	4,235	0,868	5,0939	10,695	0,917	1,170
2025 Okt.	8,281	24,315	7,468	389,912	176,153	4,249	0,872	5,0872	10,970	0,929	1,163
Nov.	8,215	24,234	7,468	384,201	179,316	4,238	0,880	5,0867	10,991	0,929	1,156
Dez.	8,249	24,259	7,470	384,970	182,497	4,224	0,875	5,0913	10,896	0,933	1,171
2026 Jan.	8,181	24,278	7,470	384,178	183,939	4,213	0,868	5,0919	10,681	0,927	1,174
Febr.	8,168	24,260	7,470	378,607	183,452	4,218	0,870	5,0945	10,635	0,914	1,182
März	7,970	24,438	7,472	389,186	183,399	4,271	0,866	5,0954	10,761	0,909	1,156
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>										
2026 März	-2,4	0,7	0,0	2,8	0,0	1,3	-0,5	0,0	1,2	-0,5	-2,2
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>										
2026 März	1,7	-2,3	0,2	-2,7	13,8	2,1	3,5	2,4	-1,9	-4,7	7,0

Quelle: EZB.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt ¹⁾			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bestände (Auslandsvermögensstatus)												
2025 Q1	36 234,7	34 654,4	1 580,3	12 786,0	9 986,3	14 303,7	16 559,5	39,9	7 594,1	8 108,6	1 511,0	17 014,7
Q2	35 913,9	34 533,4	1 380,5	12 563,9	9 760,3	14 385,4	16 751,1	-0,2	7 502,7	8 021,9	1 462,1	16 870,9
Q3	36 834,3	35 241,8	1 592,5	12 613,6	9 816,5	15 099,1	17 385,9	-14,5	7 514,0	8 039,4	1 622,2	16 980,3
Q4	37 592,6	35 833,8	1 758,9	12 798,4	9 798,2	15 457,0	17 986,7	-5,1	7 567,5	8 048,9	1 774,8	16 999,2
<i>Bestände in % des BIP</i>												
2025 Q4	235,9	224,8	11,0	80,3	61,5	97,0	112,9	0,0	47,5	50,5	11,1	106,7
Transaktionen												
2025 Q1	836,5	738,8	97,7	149,9	65,0	209,7	195,9	-8,6	486,3	477,9	-0,8	-
Q2	337,0	252,8	84,2	-17,3	-47,9	208,5	208,6	-17,9	155,0	92,1	8,8	-
Q3	304,6	261,0	43,6	41,3	35,8	275,6	200,9	-4,4	-13,6	24,2	5,8	-
Q4	377,3	299,2	78,1	143,4	-3,1	134,6	257,8	-23,5	114,2	44,5	8,6	-
2025 Sept.	120,3	79,9	40,5	15,2	10,8	128,5	100,3	-4,3	-23,6	-31,3	4,6	-
Okt.	212,7	180,5	32,2	13,7	-48,5	34,3	68,6	1,4	162,6	160,4	0,8	-
Nov.	226,5	236,6	-10,1	67,8	66,7	38,7	107,7	-6,4	123,7	62,1	2,7	-
Dez.	-62,0	-117,9	55,9	62,0	-21,4	61,6	81,4	-18,6	-172,1	-178,0	5,1	-
2026 Jan.	385,3	380,4	4,9	25,5	16,5	129,6	138,9	-10,1	238,8	225,0	1,5	-
Febr.	290,3	262,6	27,7	25,2	19,3	107,1	144,0	-1,0	157,4	99,2	1,6	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2025 Febr.	1 812,4	1 537,1	275,3	248,2	15,5	918,5	1 013,1	-72,9	692,8	508,5	25,8	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>												
2025 Febr.	11,4	9,6	1,7	1,6	0,1	5,8	6,4	-0,5	4,3	3,2	0,2	-

Quelle: EZB.

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

Anmerkung: Angaben zum Euroraum einschließlich Bulgarien.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

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

	M3											Insgesamt
	M2			M2-M1			Zusammen	M3-M2				
	M1		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Zusammen		Repogeschäfte	Geldmarktfondsanteile	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Zusammen	
	Bargeldumlauf	Täglich fällige Einlagen										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bestände												
2023	1 534,0	8 820,5	10 354,5	2 305,6	2 451,9	4 757,5	15 112,0	183,5	743,6	69,4	996,6	16 108,6
2024	1 554,5	9 048,7	10 603,2	2 544,5	2 456,1	5 000,6	15 603,8	253,8	885,7	33,2	1 172,7	16 776,5
2025	1 587,5	9 505,0	11 092,5	2 419,9	2 564,8	4 984,7	16 077,2	259,4	855,7	11,8	1 126,9	17 204,1
2025 Q2	1 563,9	9 242,9	10 806,8	2 401,7	2 514,5	4 916,3	15 723,1	257,5	918,6	28,1	1 204,2	16 927,3
Q3	1 574,9	9 321,2	10 896,1	2 348,9	2 543,7	4 892,6	15 788,7	258,6	922,6	12,3	1 193,5	16 982,3
Q4	1 587,5	9 505,0	11 092,5	2 419,9	2 564,8	4 984,7	16 077,2	259,4	855,7	11,8	1 126,9	17 204,1
2026 Q1 ^(p)	1 602,2	9 677,6	11 279,8	2 423,8	2 573,9	4 997,7	16 277,5	230,1	900,1	38,9	1 169,1	17 446,5
2025 Okt.	1 579,2	9 415,3	10 994,5	2 354,2	2 552,2	4 906,4	15 900,9	237,1	910,9	25,1	1 173,0	17 074,0
Nov.	1 585,5	9 473,5	11 059,0	2 406,2	2 559,4	4 965,6	16 024,6	251,7	901,9	22,4	1 176,0	17 200,6
Dez.	1 587,5	9 505,0	11 092,5	2 419,9	2 564,8	4 984,7	16 077,2	259,4	855,7	11,8	1 126,9	17 204,1
2026 Jan.	1 597,0	9 625,8	11 222,8	2 411,4	2 569,2	4 980,6	16 203,4	233,0	870,7	32,9	1 136,6	17 340,0
Febr.	1 598,0	9 636,6	11 234,6	2 435,4	2 574,5	5 010,0	16 244,6	216,3	886,7	19,8	1 122,8	17 367,4
März ^(p)	1 602,2	9 677,6	11 279,8	2 423,8	2 573,9	4 997,7	16 277,5	230,1	900,1	38,9	1 169,1	17 446,5
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2023	-5,3	-967,1	-972,4	927,2	-104,0	823,2	-149,2	39,8	94,7	22,2	156,7	7,6
2024	21,2	181,6	202,8	205,5	6,8	212,3	415,0	75,6	131,5	-36,4	170,7	585,7
2025	33,0	465,4	498,4	-123,3	101,4	-21,9	476,5	10,2	-5,2	-13,3	-8,3	468,2
2025 Q2	5,7	141,3	147,0	-75,7	26,1	-49,6	97,4	18,3	19,2	-13,1	24,5	121,9
Q3	11,0	80,4	91,4	-52,7	29,2	-23,5	68,0	1,4	1,4	-13,3	-10,5	57,4
Q4	12,6	149,3	161,9	56,6	21,1	77,7	239,6	0,9	-34,2	2,2	-31,1	208,5
2026 Q1 ^(p)	7,1	89,3	96,4	-17,3	8,7	-8,6	87,7	-3,6	42,6	28,1	67,1	154,8
2025 Okt.	4,3	56,1	60,4	-14,7	8,5	-6,2	54,2	-22,1	-12,7	12,2	-22,6	31,5
Nov.	6,3	58,1	64,4	52,1	7,2	59,3	123,7	14,6	-9,7	-1,4	3,4	127,1
Dez.	2,1	35,1	37,1	19,2	5,4	24,7	61,8	8,4	-11,8	-8,5	-11,9	49,9
2026 Jan.	2,0	47,1	49,0	-25,1	4,2	-20,9	28,1	0,7	14,2	20,2	35,2	63,3
Febr.	1,0	8,7	9,6	23,0	5,2	28,2	37,8	-17,0	15,5	-12,5	-14,0	23,8
März ^(p)	4,2	33,5	37,7	-15,2	-0,7	-15,9	21,8	12,6	12,9	20,4	45,9	67,7
Wachstumsraten												
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,2	-4,1	20,9	-1,0	32,6	14,6	42,3	19,1	0,0
2024	1,4	2,0	2,0	8,9	0,3	4,5	2,7	41,6	17,6	-54,4	17,2	3,6
2025	2,1	5,2	4,7	-4,9	4,1	-0,4	3,1	4,1	-0,6	-52,4	-0,7	2,8
2025 Q2	1,9	5,3	4,8	-5,4	3,4	-1,1	2,9	26,2	11,9	-53,2	11,0	3,4
Q3	2,1	5,5	5,0	-8,4	4,5	-2,1	2,7	11,2	7,0	-72,8	4,3	2,8
Q4	2,1	5,2	4,7	-4,9	4,1	-0,4	3,1	4,1	-0,6	-52,4	-0,7	2,8
2026 Q1 ^(p)	2,3	5,0	4,6	-3,6	3,4	-0,1	3,1	6,8	3,4	22,8	4,5	3,2
2025 Okt.	2,1	5,7	5,2	-8,0	4,6	-1,8	2,9	-1,4	5,6	-49,4	1,3	2,8
Nov.	2,3	5,5	5,0	-6,1	4,6	-0,9	3,1	5,7	3,2	-37,5	2,1	3,0
Dez.	2,1	5,2	4,7	-4,9	4,1	-0,4	3,1	4,1	-0,6	-52,4	-0,7	2,8
2026 Jan.	2,2	5,8	5,2	-5,1	4,0	-0,6	3,4	1,2	1,9	-5,2	1,3	3,2
Febr.	2,0	5,3	4,8	-3,4	3,8	0,2	3,3	-6,7	0,8	-23,2	-1,3	3,0
März ^(p)	2,3	5,0	4,6	-3,6	3,4	-0,1	3,1	6,8	3,4	22,8	4,5	3,2

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.2 In M3 enthaltene Einlagen¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ²⁾	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte ⁴⁾
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Bestände													
2023	3 317,0	2 403,6	770,9	130,9	11,6	8 406,2	5 105,6	1 014,1	2 285,3	1,3	1 269,0	227,0	542,4
2024	3 415,8	2 479,2	792,2	133,3	11,1	8 733,8	5 188,4	1 255,1	2 289,0	1,3	1 373,2	231,9	548,3
2025	3 504,9	2 575,2	772,7	150,4	6,6	8 990,0	5 472,2	1 136,3	2 380,2	1,3	1 476,4	224,6	553,2
2025 Q2	3 439,3	2 506,4	779,8	143,8	9,3	8 844,8	5 334,0	1 174,5	2 335,2	1,1	1 355,0	233,3	544,3
Q3	3 469,1	2 538,4	778,9	145,7	6,0	8 903,2	5 400,7	1 138,3	2 363,0	1,1	1 333,8	229,2	537,2
Q4	3 504,9	2 575,2	772,7	150,4	6,6	8 990,0	5 472,2	1 136,3	2 380,2	1,3	1 476,4	224,6	553,2
2026 Q1 ^(p)	3 582,3	2 642,2	784,4	152,5	3,1	9 100,5	5 563,5	1 151,0	2 385,3	0,7	1 423,2	244,9	554,5
2025 Okt.	3 473,5	2 556,2	763,3	147,9	6,1	8 932,6	5 422,9	1 138,7	2 370,0	1,0	1 383,2	223,7	546,0
Nov.	3 492,4	2 565,0	773,0	148,8	5,7	8 963,9	5 452,1	1 136,0	2 375,0	0,9	1 442,8	221,6	570,1
Dez.	3 504,9	2 575,2	772,7	150,4	6,6	8 990,0	5 472,2	1 136,3	2 380,2	1,3	1 476,4	224,6	553,2
2026 Jan.	3 534,7	2 600,7	776,8	152,7	4,5	9 080,0	5 552,7	1 144,8	2 381,6	1,0	1 406,0	240,1	578,6
Febr.	3 558,9	2 610,5	791,2	152,5	4,6	9 105,2	5 571,6	1 147,7	2 384,9	0,9	1 388,0	244,2	566,6
März ^(p)	3 582,3	2 642,2	784,4	152,5	3,1	9 100,5	5 563,5	1 151,0	2 385,3	0,7	1 423,2	244,9	554,5
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2023	-38,9	-313,8	270,9	-1,6	5,6	13,9	-459,3	571,7	-98,9	0,5	-47,3	-2,1	-29,6
2024	89,5	69,8	16,5	3,1	0,2	290,2	48,7	236,1	5,3	0,1	82,8	3,9	3,2
2025	116,3	111,9	-12,6	17,0	0,0	262,4	295,0	-116,4	83,9	-0,1	76,4	-4,8	3,4
2025 Q2	36,0	34,4	-2,4	4,8	-0,8	53,5	80,3	-47,6	20,8	0,0	9,8	5,9	4,9
Q3	34,4	32,6	-0,6	2,0	0,4	59,1	67,2	-35,9	27,8	0,0	-23,8	-4,0	-7,3
Q4	38,2	38,7	-5,7	4,6	0,6	86,4	71,7	-2,6	17,2	0,2	92,5	-4,3	15,1
2026 Q1 ^(p)	49,7	42,5	8,5	2,2	-3,5	53,2	49,1	-0,1	4,8	-0,6	-37,8	13,0	-1,0
2025 Okt.	3,6	17,6	-16,2	2,1	0,0	28,7	21,8	0,0	7,0	-0,1	-7,1	-5,6	8,1
Nov.	19,2	8,9	9,8	0,9	-0,4	31,4	29,2	-2,7	5,0	-0,1	59,5	-2,1	24,1
Dez.	15,5	12,2	0,7	1,6	0,9	26,3	20,7	0,0	5,2	0,4	40,2	3,3	-17,1
2026 Jan.	8,8	5,7	2,8	2,4	-2,1	33,4	38,1	-5,5	1,1	-0,3	-47,4	8,9	23,2
Febr.	23,0	9,1	14,0	-0,2	0,1	24,6	18,6	2,8	3,3	-0,1	-19,6	3,9	-12,0
März ^(p)	17,8	27,7	-8,3	0,0	-1,5	-4,8	-7,6	2,7	0,3	-0,2	29,2	0,2	-12,2
Wachstumsraten													
2023	-1,2	-11,5	54,2	-1,2	90,8	0,2	-8,3	129,4	-4,1	64,0	-3,5	-0,9	-5,2
2024	2,7	2,9	2,1	2,4	2,0	3,4	0,9	23,2	0,2	3,7	6,4	1,7	0,6
2025	3,4	4,5	-1,6	12,7	3,4	3,0	5,7	-9,3	3,7	-4,3	5,4	-2,1	0,6
2025 Q2	1,8	4,3	-6,8	13,2	-9,4	3,3	4,9	-2,6	2,8	-8,6	7,6	7,2	2,1
Q3	3,1	5,5	-5,5	15,4	-9,2	3,2	6,1	-9,4	3,9	-0,5	2,7	0,0	-2,6
Q4	3,4	4,5	-1,6	12,7	3,4	3,0	5,7	-9,3	3,7	-4,3	5,4	-2,1	0,6
2026 Q1 ^(p)	4,6	6,0	0,0	9,8	-50,6	2,9	5,1	-7,1	3,1	-37,9	2,9	4,7	2,2
2025 Okt.	3,4	5,7	-5,2	15,5	-19,9	3,1	5,9	-9,9	4,0	3,0	2,4	0,8	-1,0
Nov.	3,5	5,4	-3,6	14,4	-26,7	3,1	5,8	-9,7	4,0	8,1	4,8	-1,6	2,0
Dez.	3,4	4,5	-1,6	12,7	3,4	3,0	5,7	-9,3	3,7	-4,3	5,4	-2,1	0,6
2026 Jan.	3,6	5,2	-2,6	12,9	-38,4	3,2	6,1	-9,2	3,5	-15,6	4,3	3,3	4,8
Febr.	3,9	5,2	-1,1	11,9	-37,1	3,2	5,8	-8,0	3,3	-19,1	2,4	4,0	3,4
März ^(p)	4,6	6,0	0,0	9,8	-50,6	2,9	5,1	-7,1	3,1	-37,9	2,9	4,7	2,2

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum¹⁾

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt		An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ³⁾			An Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen
					Insgesamt	Bereinigte Kredite ²⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bestände												
2023	6 297,5	988,8	5 283,4	15 501,0	13 045,4	13 251,0	5 130,8	6 649,1	1 127,6	137,8	1 559,1	896,5
2024	6 251,0	986,9	5 238,3	15 788,1	13 258,1	13 502,0	5 189,1	6 678,6	1 251,3	139,1	1 578,8	951,2
2025	6 294,5	1 020,5	5 247,8	16 248,0	13 630,2	13 903,7	5 294,8	6 853,2	1 334,9	147,4	1 572,1	1 045,7
2025 Q2	6 274,4	1 007,8	5 240,6	15 955,8	13 410,2	13 679,7	5 214,0	6 767,1	1 284,5	144,6	1 571,0	974,6
Q3	6 287,6	1 017,1	5 244,4	16 020,7	13 447,1	13 719,9	5 243,5	6 808,9	1 258,7	136,1	1 566,9	1 006,6
Q4	6 294,5	1 020,5	5 247,8	16 248,0	13 630,2	13 903,7	5 294,8	6 853,2	1 334,9	147,4	1 572,1	1 045,7
2026 Q1	6 307,8	1 047,7	5 233,8	16 432,1	13 810,6	14 082,1	5 356,8	6 933,0	1 368,5	152,4	1 571,7	1 049,8
2025 Okt.	6 309,3	1 025,3	5 257,9	16 115,6	13 520,8	13 791,8	5 257,2	6 817,9	1 311,1	134,6	1 572,6	1 022,2
Nov.	6 310,4	1 026,4	5 257,9	16 209,1	13 578,5	13 847,0	5 266,9	6 836,2	1 338,0	137,4	1 589,9	1 040,7
Dez.	6 294,5	1 020,5	5 247,8	16 248,0	13 630,2	13 903,7	5 294,8	6 853,2	1 334,9	147,4	1 572,1	1 045,7
2026 Jan.	6 373,5	1 039,8	5 307,5	16 360,2	13 711,2	13 983,5	5 310,6	6 898,5	1 350,9	151,2	1 589,8	1 059,2
Febr.	6 328,5	1 045,0	5 257,3	16 407,2	13 758,3	14 021,9	5 335,3	6 918,7	1 351,7	152,5	1 585,3	1 063,6
März	6 307,8	1 047,7	5 233,8	16 432,1	13 810,6	14 082,1	5 356,8	6 933,0	1 368,5	152,4	1 571,7	1 049,8
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2023	-161,9	-17,3	-144,9	51,0	23,2	73,3	-6,5	8,5	29,5	-8,3	-17,1	44,9
2024	-63,7	-1,2	-62,9	286,9	228,9	274,2	76,2	45,2	106,5	1,0	10,9	47,1
2025	49,9	33,5	16,2	455,7	406,0	440,3	144,7	187,4	65,2	8,7	-4,7	54,4
2025 Q2	-17,0	11,1	-28,1	105,0	95,5	106,8	26,6	45,8	15,3	7,8	9,9	-0,4
Q3	19,1	8,3	10,7	65,4	45,2	47,4	33,0	44,7	-24,1	-8,4	-6,7	26,9
Q4	10,2	4,7	5,4	182,2	167,1	176,8	57,5	48,4	49,9	11,2	5,8	9,4
2026 Q1	14,4	24,8	-10,5	152,0	148,4	146,5	47,7	56,9	43,4	0,5	-0,2	3,8
2025 Okt.	8,3	8,1	0,2	68,1	51,8	56,5	13,5	10,0	30,0	-1,6	3,8	12,4
Nov.	5,3	1,3	4,1	72,9	59,9	58,0	11,9	19,2	26,0	2,8	18,1	-5,1
Dez.	-3,4	-4,6	1,1	41,2	55,3	62,3	32,1	19,3	-6,1	10,0	-16,2	2,1
2026 Jan.	51,2	17,4	33,8	76,3	49,6	47,6	-0,6	17,4	33,4	-0,6	16,7	10,0
Febr.	-62,5	5,2	-67,7	38,2	47,2	37,6	29,3	20,7	-4,0	1,3	-6,8	-2,3
März	25,7	2,3	23,4	37,5	51,6	61,3	18,9	18,8	14,1	-0,3	-10,2	-3,9
Wachstumsraten												
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,3	0,2	0,6	-0,1	0,1	2,7	-5,7	-1,1	5,3
2024	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,1	1,5	0,7	9,4	0,7	0,7	5,2
2025	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,2	6,3	-0,3	5,7
2025 Q2	0,1	2,7	-0,4	2,7	2,8	3,0	2,4	2,1	7,6	11,0	0,8	4,7
Q3	0,6	3,8	0,0	2,7	2,7	2,8	2,7	2,5	3,7	2,0	0,1	7,3
Q4	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,2	6,3	-0,3	5,7
2026 Q1	0,4	4,9	-0,4	3,2	3,4	3,5	3,2	2,9	6,6	8,1	0,6	4,0
2025 Okt.	0,6	3,9	0,0	2,9	2,9	3,0	2,9	2,6	5,0	-1,1	-0,3	8,0
Nov.	0,8	3,6	0,3	3,2	3,3	3,4	3,0	2,7	7,4	1,7	0,9	6,7
Dez.	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,2	6,3	-0,3	5,7
2026 Jan.	0,9	4,3	0,3	3,1	3,2	3,4	2,7	2,8	6,9	7,0	0,9	5,4
Febr.	0,1	4,4	-0,7	3,0	3,2	3,3	3,0	2,8	5,2	9,2	0,7	4,4
März	0,4	4,9	-0,4	3,2	3,4	3,5	3,2	2,9	6,6	8,1	0,6	4,0

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾				
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
	Insgesamt	Bereinigte Kredite ⁴⁾				Insgesamt	Bereinigte Kredite ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2023	5 130,8	5 135,7	915,6	1 089,6	3 125,7	6 649,1	6 867,2	731,1	5 229,1	688,9
2024	5 189,1	5 199,9	930,7	1 097,7	3 160,7	6 678,6	6 929,5	744,8	5 255,6	678,2
2025	5 294,8	5 324,2	950,1	1 121,5	3 223,1	6 853,2	7 111,6	777,1	5 403,5	672,6
2025 Q2	5 214,0	5 250,1	929,7	1 114,7	3 169,6	6 767,1	7 016,7	757,7	5 333,4	676,1
Q3	5 243,5	5 281,7	926,6	1 126,6	3 190,3	6 808,9	7 061,1	767,3	5 369,2	672,4
Q4	5 294,8	5 324,2	950,1	1 121,5	3 223,1	6 853,2	7 111,6	777,1	5 403,5	672,6
2026 Q1	5 356,8	5 383,1	966,9	1 141,4	3 248,5	6 933,0	7 189,3	796,1	5 465,2	671,7
2025 Okt.	5 257,2	5 290,7	935,3	1 126,0	3 195,9	6 817,9	7 074,0	771,1	5 373,9	673,0
Nov.	5 266,9	5 300,8	938,5	1 123,4	3 204,9	6 836,2	7 093,3	775,3	5 386,8	674,1
Dez.	5 294,8	5 324,2	950,1	1 121,5	3 223,1	6 853,2	7 111,6	777,1	5 403,5	672,6
2026 Jan.	5 310,6	5 341,1	953,6	1 122,6	3 234,4	6 898,5	7 156,2	789,3	5 436,1	673,1
Febr.	5 335,3	5 356,3	953,0	1 129,5	3 252,9	6 918,7	7 174,9	791,5	5 453,9	673,4
März	5 356,8	5 383,1	966,9	1 141,4	3 248,5	6 933,0	7 189,3	796,1	5 465,2	671,7
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2023	-6,5	23,7	-44,8	10,5	27,8	8,5	26,8	19,1	10,3	-20,9
2024	76,2	87,6	21,8	14,6	39,8	45,2	77,5	26,6	28,3	-9,7
2025	144,7	157,0	31,8	35,1	77,9	187,4	204,9	38,7	148,4	0,3
2025 Q2	26,6	37,6	9,2	8,2	9,2	45,8	47,5	6,9	37,7	1,2
Q3	33,0	34,4	-1,4	11,9	22,5	44,7	46,8	11,2	36,3	-2,8
Q4	57,5	49,4	26,3	-4,6	35,8	48,4	61,7	11,9	34,6	2,0
2026 Q1	47,7	45,6	11,1	20,2	16,4	56,9	53,8	9,2	45,5	2,1
2025 Okt.	13,5	8,7	8,3	-2,0	7,1	10,0	20,0	4,3	4,7	1,0
Nov.	11,9	12,4	4,6	-2,0	9,3	19,2	20,8	5,0	13,1	1,1
Dez.	32,1	28,3	13,5	-0,7	19,3	19,3	20,8	2,6	16,8	-0,1
2026 Jan.	-0,6	-0,2	-5,9	0,7	4,6	17,4	16,5	1,3	15,9	0,2
Febr.	29,3	19,0	3,5	7,8	18,1	20,7	18,8	2,6	17,7	0,3
März	18,9	26,9	13,5	11,7	-6,3	18,8	18,5	5,3	11,8	1,6
Wachstumsraten										
2023	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,7	0,2	-2,9
2024	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,4
2025	2,8	3,0	3,4	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2025 Q2	2,4	2,8	4,0	4,1	1,3	2,1	2,3	4,5	2,1	-0,3
Q3	2,7	2,9	2,9	4,5	2,1	2,5	2,6	5,0	2,5	-0,1
Q4	2,8	3,0	3,4	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2026 Q1	3,2	3,2	4,9	3,2	2,7	2,9	3,0	5,2	2,9	0,4
2025 Okt.	2,9	2,9	2,9	4,4	2,3	2,6	2,8	5,2	2,6	0,1
Nov.	3,0	3,1	4,0	4,2	2,3	2,7	2,9	5,6	2,7	0,0
Dez.	2,8	3,0	3,4	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2026 Jan.	2,7	2,8	3,1	2,9	2,4	2,8	3,0	5,0	2,8	0,0
Febr.	3,0	3,0	3,5	3,1	2,8	2,8	3,0	5,0	2,8	0,1
März	3,2	3,2	4,9	3,2	2,7	2,9	3,0	5,2	2,9	0,4

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.5 Gegenposten zu M3 (ohne Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum)¹⁾

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

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände ²⁾	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen	Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Bestände										
2023	476,9	7 338,3	1 827,0	90,5	2 415,1	3 005,6	1 853,9	271,3	152,1	152,6
2024	395,9	7 851,0	1 842,3	117,2	2 590,7	3 300,8	2 664,2	320,1	140,4	136,0
2025	398,3	8 374,5	1 872,6	131,7	2 621,5	3 748,7	3 241,2	193,3	326,5	238,4
2025 Q2	410,9	7 908,1	1 833,7	129,6	2 562,0	3 382,8	2 829,8	186,2	177,9	165,9
Q3	430,1	8 092,7	1 842,7	132,5	2 589,9	3 527,6	3 052,8	144,0	168,3	168,2
Q4	398,3	8 374,5	1 872,6	131,7	2 621,5	3 748,7	3 241,2	193,3	326,5	238,4
2026 Q1 ^(p)	427,7	8 544,3	1 891,2	133,2	2 650,5	3 869,3	3 548,6	130,1	388,9	257,3
2025 Okt.	441,4	8 220,4	1 852,9	132,4	2 618,3	3 616,8	3 185,6	125,3	366,3	251,8
Nov.	423,1	8 325,1	1 874,9	131,8	2 617,1	3 701,3	3 257,6	171,7	405,3	266,9
Dez.	398,3	8 374,5	1 872,6	131,7	2 621,5	3 748,7	3 241,2	193,3	326,5	238,4
2026 Jan.	481,5	8 590,1	1 883,5	131,5	2 613,5	3 961,5	3 529,8	148,1	398,7	250,3
Febr.	426,4	8 696,9	1 885,0	132,2	2 625,5	4 054,3	3 618,2	136,7	395,5	250,2
März ^(p)	427,7	8 544,3	1 891,2	133,2	2 650,5	3 869,3	3 548,6	130,1	388,9	257,3
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2023	-199,0	325,0	24,9	40,2	227,5	32,5	437,1	-192,5	17,1	9,0
2024	-80,6	279,4	15,2	26,7	164,7	72,8	530,5	30,7	-11,7	-16,7
2025	1,9	195,0	33,2	16,3	104,8	40,6	297,9	-138,4	21,0	32,5
2025 Q2	22,7	39,8	4,3	7,9	33,7	-6,1	126,9	-30,5	-5,0	4,7
Q3	19,2	38,1	9,2	3,6	29,1	-3,8	63,7	-33,5	-9,6	2,3
Q4	-32,8	110,4	24,0	-0,8	32,8	54,5	84,0	9,8	-6,9	0,2
2026 Q1 ^(p)	19,0	39,8	14,6	1,3	19,9	4,0	154,6	-107,3	61,2	17,8
2025 Okt.	10,4	20,5	6,0	-0,2	20,6	-5,9	31,0	-44,9	63,1	21,3
Nov.	-18,4	47,2	22,0	-0,6	-0,1	25,8	36,4	41,2	8,8	7,5
Dez.	-24,8	42,8	-4,1	0,0	12,3	34,6	16,6	13,5	-78,8	-28,6
2026 Jan.	73,5	-17,1	9,4	-0,3	2,8	-28,9	59,4	-67,1	71,0	10,3
Febr.	-55,1	31,3	0,9	0,6	8,0	21,8	26,2	-1,8	-3,2	0,4
März ^(p)	0,6	25,6	4,4	1,0	9,1	11,1	69,1	-38,4	-6,6	7,0
Wachstumsraten										
2023	-29,6	4,7	1,4	80,3	10,7	1,1	-	-	12,4	6,0
2024	-16,9	3,8	0,8	29,5	6,9	2,2	-	-	-7,7	-10,9
2025	0,5	2,4	1,8	14,0	4,1	1,1	-	-	35,9	28,2
2025 Q2	-0,5	2,4	0,6	19,4	3,6	1,9	-	-	-2,6	-6,0
Q3	6,1	2,1	0,8	17,9	3,3	1,5	-	-	-9,0	-10,7
Q4	0,5	2,4	1,8	14,0	4,1	1,1	-	-	35,9	28,2
2026 Q1 ^(p)	7,6	2,8	2,8	9,9	4,6	1,2	-	-	23,9	16,1
2025 Okt.	2,1	2,2	1,2	16,4	3,9	1,1	-	-	36,4	10,1
Nov.	0,1	2,7	2,1	15,2	3,8	1,8	-	-	34,0	19,0
Dez.	0,5	2,4	1,8	14,0	4,1	1,1	-	-	35,9	28,2
2026 Jan.	15,1	2,2	2,5	11,9	4,1	0,3	-	-	42,3	24,1
Febr.	0,2	2,5	2,4	11,3	4,2	1,0	-	-	17,5	14,0
März ^(p)	7,6	2,8	2,8	9,9	4,6	1,2	-	-	23,9	16,1

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Nicht saisonbereinigt.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

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

Quellen: EZB (Jahreswerte) und Eurostat (Quartalswerte).
Anmerkung: Angaben zum Euroraum einschließlich Bulgarien.

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					
		Ins- gesamt	Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial- beiträge			Ins- gesamt	Arbeitnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Sozial- ausgaben	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2022	46,4	45,7	13,2	12,9	14,5	0,8	49,8	44,6	9,8	5,9	1,7	22,3	5,2
2023	45,8	44,9	13,1	12,4	14,4	0,9	49,3	43,9	9,8	5,9	1,7	22,2	5,3
2024	46,3	45,5	13,3	12,4	14,7	0,8	49,4	44,4	10,0	6,0	1,9	22,7	5,0
2025	46,8	46,0	13,3	12,4	15,1	0,8	49,7	44,6	10,1	5,9	1,9	22,9	5,1
2025 Q1	46,5	45,7	13,3	12,4	14,8	0,8	49,5	44,5	10,0	6,0	1,9	22,8	5,0
Q2	46,6	45,8	13,2	12,4	14,9	0,8	49,5	44,5	10,0	5,9	1,9	22,9	5,0
Q3	46,6	45,9	13,2	12,4	15,0	0,7	49,6	44,6	10,0	5,9	1,9	22,9	5,0
Q4	46,9	46,1	13,3	12,4	15,1	0,8	49,8	44,7	10,1	6,0	1,9	22,9	5,1

Quellen: EZB (Jahreswerte) und Eurostat (Quartalswerte).
Anmerkung: Angaben zum Euroraum einschließlich Bulgarien.

6.3 Verschuldung

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

	Insge- samt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld- verschrei- bungen	Gebietsansässige		Gebiets- fremde	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder Euro- Vorgänger- währungen	Andere Währungen
					Ins- gesamt	MFIs								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2022	88,9	2,6	13,1	4,8	52,1	39,2	36,8	8,6	80,3	15,9	28,1	44,9	88,0	0,9
2023	86,5	2,4	12,1	4,6	48,9	35,5	37,6	7,7	78,8	14,8	27,8	43,9	85,7	0,8
2024	86,6	2,1	11,7	4,8	46,5	33,5	40,1	7,7	78,9	14,3	28,0	44,2	85,8	0,8
2025	87,4	2,1	11,8	4,6	44,4	31,3	43,0	7,6	79,8	14,6	28,2	44,6	86,7	0,7
2025 Q1	87,2	2,2	11,6	73,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	87,7	2,2	11,6	73,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	88,0	2,2	11,7	74,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	87,5	2,1	11,8	73,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Quellen: EZB (Jahreswerte) und Eurostat (Quartalswerte).
Anmerkung: Angaben zum Euroraum einschließlich Bulgarien.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren¹⁾

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

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

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.

Anmerkung: Angaben zum Euroraum einschließlich Bulgarien.

6.5 Staatliche Schuldverschreibungen¹⁾

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

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

Quelle: EZB.

1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilsektoren des Staates.

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

3) Restlaufzeit am Ende des Berichtszeitraums.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den Ländern des Euroraums

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

	Belgien 1	Bulgarien 2	Deutschland 3	Estland 4	Irland 5	Griechenland 6	Spanien 7	Frankreich 8	Kroatien 9	Italien 10	Zypern 11
Finanzierungssaldo											
2022	-3,5	-2,9	-1,9	-0,9	1,6	-2,6	-4,6	-4,7	0,0	-8,1	2,7
2023	-4,1	-2,0	-2,5	-2,7	1,4	-1,4	-3,3	-5,4	-1,1	-7,1	1,7
2024	-4,4	-3,0	-2,7	-1,1	4,1	1,3	-3,2	-5,8	-2,3	-3,4	4,1
2025	-5,2	-3,5	-2,7	-2,0	1,8	1,7	-2,4	-5,1	-3,0	-3,1	3,4
2025 Q1	-4,6	-3,0	-2,4	-1,2	4,1	2,4	-3,3	-5,7	-2,7	-3,4	4,3
Q2	-4,7	-3,4	-2,2	-1,5	3,8	2,1	-3,3	-5,6	-2,9	-3,2	3,9
Q3	-5,0	-2,7	-2,2	-1,5	1,2	2,5	-3,0	-5,5	-2,8	-3,3	3,4
Q4	-5,2	-3,5	-2,7	-2,0	1,8	1,7	-2,4	-5,1	-3,0	-3,1	3,4
Verschuldung											
2022	103,3	22,5	64,4	19,2	43,0	177,8	109,3	111,4	68,5	138,4	80,1
2023	102,5	22,9	62,3	20,2	41,8	164,3	105,2	109,5	60,9	133,9	71,1
2024	103,9	23,8	62,2	23,5	38,3	154,2	101,6	112,6	57,4	134,7	62,7
2025	107,9	29,9	63,5	24,1	32,9	146,1	100,7	115,6	56,3	137,1	55,0
2025 Q1	106,1	23,7	62,0	23,9	34,5	152,9	103,3	114,2	58,3	137,2	61,9
Q2	106,2	26,3	62,3	23,2	33,4	152,0	103,4	115,9	57,5	138,1	61,1
Q3	107,1	28,4	63,0	22,8	32,8	149,8	103,1	117,8	57,2	137,5	60,3
Q4	107,9	29,9	63,5	24,1	32,9	146,1	100,7	116,2	56,5	137,1	55,0
Finanzierungssaldo											
2022	-4,9	-0,7	0,2	-5,3	0,0	-3,4	-0,3	-3,0	-1,6	-0,2	
2023	-2,3	-0,7	-0,7	-4,4	-0,4	-2,6	1,1	-2,6	-5,3	-2,9	
2024	-1,8	-1,3	0,9	-3,4	-0,7	-4,6	0,6	-0,9	-5,3	-4,4	
2025	-2,5	-1,8	-2,0	-2,2	-1,6	-4,2	0,7	-2,5	-4,5	-3,4	
2025 Q1	-1,4	-1,3	0,6	-3,1	-1,1	-5,0	0,6	-1,4	-5,2	-4,2	
Q2	-2,0	-1,8	-0,1	-4,3	-1,4	-5,0	0,7	-1,7	-4,8	-3,9	
Q3	-2,6	-1,8	-0,6	-4,2	-1,5	-4,7	0,2	-1,5	-4,6	-3,6	
Q4	-2,5	-1,8	-2,0	-2,2	-1,6	-4,2	0,7	-2,5	-4,5	-3,4	
Verschuldung											
2022	44,4	38,3	24,9	50,3	48,4	78,1	111,2	72,8	57,8	74,0	
2023	44,4	37,1	24,7	46,9	45,8	77,8	96,9	68,3	55,8	77,0	
2024	46,2	38,0	26,3	45,9	43,8	80,0	93,5	66,4	59,7	82,4	
2025	46,9	39,5	26,5	46,4	44,4	81,5	89,7	65,7	61,4	88,5	
2025 Q1	45,0	40,4	26,1	46,5	43,2	83,0	94,8	69,6	63,2	84,2	
Q2	47,6	39,0	25,0	46,6	42,7	82,0	96,5	69,5	62,9	88,6	
Q3	44,8	40,6	27,5	46,4	42,3	83,5	97,4	67,7	62,3	86,9	
Q4	46,9	39,5	26,5	46,4	44,4	81,5	89,7	65,7	61,4	88,5	

Quelle: Eurostat.

© **Europäische Zentralbank, 2026**

Postanschrift 60640 Frankfurt am Main, Deutschland
Telefon +49 69 1344 0
Internet www.ecb.europa.eu

Für die Erstellung des Wirtschaftsberichts ist das Direktorium der EZB verantwortlich. Die Übersetzungen werden von den nationalen Zentralbanken angefertigt und veröffentlicht. Für die deutsche Fassung ist die Deutsche Bundesbank verantwortlich. In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.

Alle Rechte vorbehalten. Die Anfertigung von Kopien für Ausbildungszwecke und nichtkommerzielle Zwecke ist mit Quellenangabe gestattet.

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 29. April 2026.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-01-26-051-DE-N (Online-Version)