



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK
EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 3 / 2025



Inhalt

Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen	3
Zusammenfassung	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	8
2 Konjunkturentwicklung	13
3 Preise und Kosten	22
4 Finanzmarktentwicklungen	28
5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung	32
Kästen	42
1 Die Entwicklung der Renditeabstände von Unternehmensanleihen in den Vereinigten Staaten: Widerstandsfähigkeit und Herausforderungen	42
2 Auswirkungen der Handelsspannungen zwischen den Vereinigten Staaten und China auf den Euroraum –Erkenntnisse zu Zöllen aus der Zeit der ersten Trump-Regierung	49
3 Wer möchte schon länger arbeiten? Eine Analyse des Rückgangs der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden	56
4 Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen	62
5 Langfristige Inflationserwartungen der Verbraucherinnen und Verbraucher – ein Überblick	69
6 Analyse des Inflationsschubs 2021-2024 mithilfe des ECB- BASE-Modells	76
7 Einführung statistischer interner Bonitätsanalysesysteme als zusätzliche Quelle von Bonitätsbeurteilungen nach dem allgemeinen Sicherheitenrahmen	82
8 Zu den gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der diskretionären finanzpolitischen Maßnahmen im Euroraum ab dem Beginn der Corona-Pandemie	85
Aufsatz	90
1 Die mittelfristigen strukturellen Fiskalpläne im Rahmen des überarbeiteten Stabilitäts- und Wachstumspakts	90
Statistik	112

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 17. April 2025, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 25 Basispunkte zu senken. Insbesondere der Beschluss zur Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität – des Zinssatzes, mit dem der EZB-Rat den geldpolitischen Kurs steuert – spiegelte die aktualisierte Beurteilung der Inflationsaussichten, der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission durch den EZB-Rat wider.

Der Disinflationsprozess schreitet gut voran. Die Inflation hat sich weiterhin im Einklang mit den Erwartungen der EZB-Fachleute entwickelt. Im März ist sowohl die Gesamt- als auch die Kerninflation zurückgegangen. Auch der Preisauftrieb bei Dienstleistungen hat sich in den letzten Monaten deutlich abgeschwächt. Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation deuten darauf hin, dass sich die Inflation nachhaltig im Bereich des mittelfristigen Zielwerts des EZB-Rats von 2 % einpendeln wird. Das Lohnwachstum lässt nach, und die Gewinne federn die Auswirkungen des immer noch erhöhten Lohnwachstums auf die Inflation teilweise ab. Die Wirtschaft des Euroraums hat eine gewisse Widerstandsfähigkeit gegenüber globalen Schocks aufgebaut, die Wachstumsaussichten haben sich jedoch aufgrund der zunehmenden Handelsspannungen eingetrübt. Die erhöhte Unsicherheit dürfte das Vertrauen der privaten Haushalte und Unternehmen mindern. Die negative und volatile Marktreaktion auf die Handelsspannungen dürfte sich zudem restriktiv auf die Finanzierungsbedingungen auswirken. Diese Faktoren könnten die Wirtschaftsaussichten im Euroraum zusätzlich belasten.

Der EZB-Rat ist entschlossen, für eine nachhaltige Stabilisierung der Inflation beim mittelfristigen Zielwert von 2 % zu sorgen. Vor allem in der gegenwärtigen Situation, die von außergewöhnlich hoher Unsicherheit geprägt ist, wird die Festlegung des angemessenen geldpolitischen Kurses von der Datenlage abhängen und von Sitzung zu Sitzung erfolgen. So werden die Zinsbeschlüsse des EZB-Rats auf dessen Beurteilung der Inflationsaussichten vor dem Hintergrund aktueller Wirtschafts- und Finanzdaten, der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation sowie der Stärke der geldpolitischen Transmission basieren. Der EZB-Rat legt sich nicht im Voraus auf einen bestimmten Zinspfad fest.

Konjunkturentwicklung

Die Konjunkturaussichten werden durch eine außergewöhnlich hohe Unsicherheit getrübt. Die Exporteure des Euroraums sind mit neuen Handelsbarrieren konfrontiert, deren Ausmaß jedoch unklar bleibt. Störungen des Welthandels, Spannungen an den Finanzmärkten und geopolitische Unsicherheiten belasten die

Unternehmensinvestitionen. Die Verbraucherinnen und Verbraucher blicken vorsichtiger in die Zukunft und könnten sich deshalb auch mit ihren Ausgaben zurückhalten.

Zugleich hat die Wirtschaft des Eurogebiets eine gewisse Widerstandsfähigkeit gegenüber globalen Schocks aufgebaut. Die Wirtschaft dürfte im ersten Quartal 2025 gewachsen sein, und das verarbeitende Gewerbe hat Anzeichen einer Stabilisierung gezeigt. Die Arbeitslosenquote sank im Februar auf 6,1 % und damit auf den niedrigsten Stand seit Einführung des Euro. Ein starker Arbeitsmarkt, höhere Realeinkommen und die Auswirkungen der Geldpolitik sollten den Ausgaben zugutekommen. Es ist zu erwarten, dass die bedeutenden auf nationaler und EU-Ebene eingeleiteten politischen Initiativen zur Erhöhung der Verteidigungsausgaben und der Infrastrukturinvestitionen dem verarbeitenden Gewerbe Auftrieb verleihen. Das geht auch aus den jüngsten Umfragen hervor.

Im derzeitigen geopolitischen Umfeld ist es noch dringlicher, dass finanz- und strukturelle Maßnahmen dahingehend wirken, dass die Produktivität, die Wettbewerbsfähigkeit und die Widerstandskraft der Wirtschaft im Euroraum steigen. Der von der Europäischen Kommission erstellte Kompass für Wettbewerbsfähigkeit sieht einen konkreten Maßnahmenfahrplan vor, und die darin enthaltenen Vorschläge – einschließlich jener zur Vereinfachung – sollten zügig angenommen werden. Dazu gehört auch die Vollendung der Spar- und Investitionsunion nach einem klaren und ehrgeizigen Zeitplan. Dadurch sollten Sparerinnen und Sparer mehr Anlagemöglichkeiten und Unternehmen einen besseren Zugang zu Finanzmitteln, insbesondere Risikokapital, erhalten. Außerdem ist es wichtig, schnell den Rechtsrahmen festzulegen, der die Grundlage für die potenzielle Einführung eines digitalen Euro schafft. Die Regierungen sollten im Einklang mit dem wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmen der EU für tragfähige öffentliche Finanzen sorgen und wachstumsfördernde Strukturreformen sowie strategische Investitionen priorisieren.

Inflation

Die jährliche Inflationsrate verringerte sich im März 2025 geringfügig auf 2,2 %. Die Energiepreise gingen um 1,0 % zurück, nachdem sie im Februar leicht angestiegen waren. Die Inflation bei Nahrungsmitteln stieg hingegen von 2,7 % im Februar auf 2,9 % im März. Bei Waren lag die Teuerung unverändert bei 0,6 %. Bei Dienstleistungen hat sie sich im März erneut abgeschwächt, und zwar auf 3,5 %. Sie liegt nun einen halben Prozentpunkt unter der Ende 2024 verzeichneten Rate.

Die meisten Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation deuten auf eine nachhaltige Rückkehr der Inflation auf das mittelfristige Inflationsziel des EZB-Rats von 2 % hin. Die Binneninflation ist seit Ende 2024 gesunken. Das Lohnwachstum schwächt sich allmählich ab. Die jährliche Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer ging im Schlussquartal 2024 auf 4,1 % zurück (nach 4,5 % im Vorquartal). Die steigende Produktivität hatte auch einen langsameren Anstieg der Lohnstückkosten zur Folge. Der EZB-Indikator für die Lohnentwicklung (Wage

Tracker) und Informationen aus dem Austausch mit Unternehmen lassen darauf schließen, dass das Lohnwachstum 2025 zurückgehen dürfte. Darauf deuteten auch die von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom März hin. Die Stückgewinne sanken Ende 2024 im Vergleich zum Vorjahr um 1,1 %, was zum Rückgang der Binneninflation beitrug.

Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen weiterhin bei rund 2 %. Dies begünstigt eine nachhaltige Rückkehr der Inflation zum Zielwert des EZB-Rats.

Risikobewertung

Die Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum haben sich erhöht. Die deutliche Verschärfung der Spannungen im Welthandel und die damit verbundenen Unsicherheiten dürften im Euroraum zu niedrigerem Wachstum führen, indem sie die Exporte dämpfen. Sie könnten zudem die Investitionen und Konsumausgaben bremsen. Die sich verschlechternde Stimmung an den Finanzmärkten könnte zu restriktiveren Finanzierungsbedingungen, einer größeren Risikoaversion und bei Unternehmen und privaten Haushalten zu einer geringeren Investitions- bzw. Konsumbereitschaft führen. Auch geopolitische Spannungen, zu denen etwa der ungerechtfertigte Krieg Russlands gegen die Ukraine und der tragische Konflikt im Nahen Osten zählen, stellen nach wie vor eine große Unsicherheitsquelle dar. Zugleich würde eine Aufstockung der Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben das Wachstum beschleunigen.

Die zunehmenden Störungen im Welthandel erhöhen die Unsicherheit in Bezug auf die Inflationsaussichten im Euroraum. Weltweit sinkende Energiepreise und eine Aufwertung des Euro könnten zusätzlichen Abwärtsdruck auf die Inflation ausüben. Dies könnte durch eine geringere Nachfrage nach Exporten des Euroraums aufgrund von höheren Zöllen sowie durch eine Umleitung der Ausfuhren aus Ländern mit Überkapazitäten in den Euroraum verstärkt werden. Negative Reaktionen der Finanzmärkte auf die Handelsspannungen könnten die Binnennachfrage belasten und damit auch die Inflation verringern. Eine Fragmentierung der globalen Lieferketten hingegen könnte die Importpreise in die Höhe treiben und dadurch zu einem Anstieg der Inflation führen. Auch eine Erhöhung der Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben könnte die Inflationsrate auf mittlere Sicht ansteigen lassen. Extremwetterereignisse und die fortschreitende Klimakrise allgemein könnten dazu führen, dass die Nahrungsmittelpreise stärker steigen als erwartet.

Finanzielle und monetäre Bedingungen

Die risikofreien Zinssätze sind infolge der sich verschärfenden Handelsspannungen gesunken. Weltweit sind die Aktienkurse bei hoher Volatilität gefallen und die Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen gestiegen. Der Euro hat in den letzten

Wochen zugelegt, da sich die Anlegerstimmung gegenüber dem Euroraum robuster erwies als gegenüber anderen Volkswirtschaften.

Die jüngsten offiziellen Statistiken zur Kreditaufnahme von Unternehmen, die vor diesen Marktspannungen erstellt worden waren, deuteten nach wie vor darauf hin, dass sich die Kreditaufnahme für Unternehmen aufgrund der Leitzinssenkungen der EZB verbilligt hat. Der durchschnittliche Zinssatz für neue Unternehmenskredite verringerte sich von 4,3 % im Januar auf 4,1 % im Februar. Die Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung der Unternehmen sanken im Februar auf 3,5 %. In jüngerer Zeit kam es allerdings zu einem gewissen Aufwärtsdruck. Zudem erhöhte sich die Zuwachsrate der Kreditvergabe an Unternehmen im Februar wieder und stieg auf 2,2 %, während das Wachstum bei den Emissionen von Unternehmensschuldverschreibungen unverändert 3,2 % betrug.

Zugleich wurden die Kreditrichtlinien für Unternehmenskredite im ersten Quartal 2025 erneut leicht verschärft. Dies geht aus der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom April hervor. Wie bereits im vorherigen Quartal ist dies vor allem darauf zurückzuführen, dass den Banken die wirtschaftlichen Risiken ihrer Kunden zunehmend Sorgen bereiten. Die Kreditnachfrage der Unternehmen nahm im ersten Quartal leicht ab, nachdem sie sich in den vorherigen Quartalen etwas erholt hatte.

Der durchschnittliche Zinssatz für neue Hypothekarkredite, der im Februar bei 3,3 % lag, hat sich vor dem Hintergrund der zuvor gestiegenen längerfristigen Marktzinssätze erhöht. Der Zuwachs bei der Vergabe von Hypothekarkrediten setzte sich im Februar fort, wenn auch mit einer eher geringen jährlichen Wachstumsrate von 1,5 %. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Banken ihre Kreditrichtlinien lockerten und die Nachfrage nach Krediten an private Haushalte weiterhin kräftig zunahm.

Geldpolitische Beschlüsse

Der Zinssatz für die Einlagefazilität sowie die Zinssätze für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und für die Spitzenrefinanzierungsfazilität wurden mit Wirkung vom 23. April 2025 auf 2,25 %, 2,40 % bzw. 2,65 % gesenkt.

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 17. April 2025, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 25 Basispunkte zu senken. Insbesondere der Beschluss zur Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität – des Zinssatzes, mit dem der EZB-Rat den geldpolitischen Kurs steuert – spiegelte die aktualisierte Beurteilung der Inflationsaussichten, der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke

der geldpolitischen Transmission durch den EZB-Rat wider. Der EZB-Rat ist entschlossen, für eine nachhaltige Stabilisierung der Inflation beim mittelfristigen Zielwert von 2 % zu sorgen. Vor allem in der gegenwärtigen Situation, die von außergewöhnlich hoher Unsicherheit geprägt ist, wird die Festlegung des angemessenen geldpolitischen Kurses von der Datenlage abhängen und von Sitzung zu Sitzung erfolgen. So werden die Zinsbeschlüsse des EZB-Rats auf dessen Beurteilung der Inflationsaussichten vor dem Hintergrund aktueller Wirtschafts- und Finanzdaten, der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation sowie der Stärke der geldpolitischen Transmission basieren. Der EZB-Rat legt sich nicht im Voraus auf einen bestimmten Zinspfad fest.

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

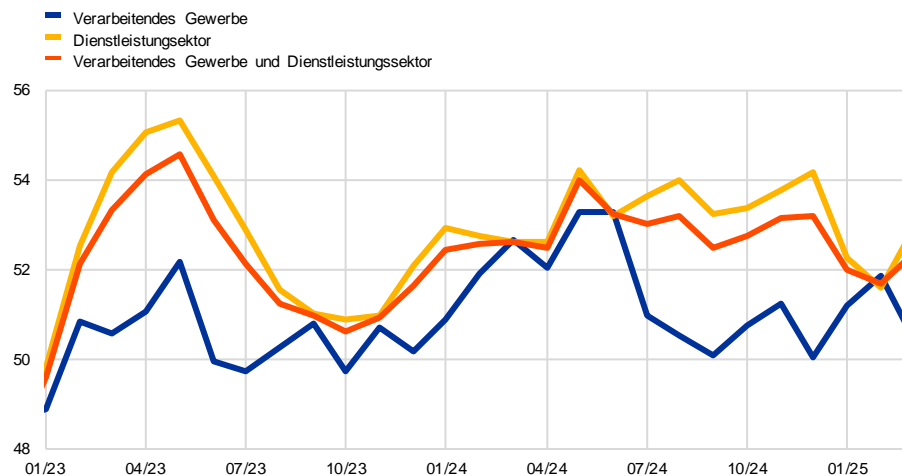
Die weltwirtschaftliche Entwicklung zeigte sich zum Jahresanfang zwar weiterhin stabil, doch die Ungewissheit in Zusammenhang mit den US-Handelszöllen birgt erhebliche Abwärtsrisiken. Der Welthandel erholte sich im ersten Quartal 2025. Ausschlaggebend hierfür war, dass in den Vereinigten Staaten Importe im Vorgriff auf Änderungen der Handelspolitik vorgezogen wurden. Aufgrund niedrigerer Energiepreise ging die Gesamtinflation in den OECD-Mitgliedstaaten im Februar zurück. Die Kerninflation blieb indes unverändert. Die Inflationsaussichten sind äußerst unsicher. Die Handelszölle und die darauffolgenden Gegenmaßnahmen könnten Aufwärtsdruck auf die Teuerung in den betroffenen Ländern ausüben, wohingegen eine Abschwächung der Nachfrage den direkt inflationstreibenden Effekten der Zölle entgegenwirken könnte.

Trotz der jüngsten Handelsschocks zeigte sich die Weltwirtschaft im ersten Quartal 2025 weiterhin stabil. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euroraum) stieg im März auf 52,3 Punkte nach 51,7 Punkten im Februar (siehe Abbildung 1), da die Aktivität im Dienstleistungssektor leicht auf 52,9 Punkte zunahm, verglichen mit 51,6 Zählern im Februar. Dagegen fiel der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe im gleichen Zeitraum von 51,9 Punkten auf 50,5 Punkte. Die Aufhellung beim zusammengesetzten EMI für die Produktion war über die großen Volkswirtschaften hinweg breit angelegt. In den Vereinigten Staaten erholte sich der zusammengesetzte Index im März kräftig. Zurückzuführen war dies auf den sprunghaften Anstieg der Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor auf einen Wert in der Nähe des langfristigen Durchschnitts, wodurch die abrupte Wachstumsverlangsamung im verarbeitenden Gewerbe ausgeglichen wurde. In China legte die Produktion sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungsbereich zu, wobei der Wert bei den Dienstleistungen den höchsten Stand seit drei Monaten erreichte. Insgesamt deuten die Nowcasting-Modelle der EZB für das erste Quartal 2025 auf ein stabiles Wachstum von rund 1,1 % gegenüber dem Vorquartal hin.

Abbildung 1

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

(Diffusionsindizes)



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

Im Welthandel kam es Anfang 2025 zwar zu einer Erholung, doch dürften die höheren Zölle und die außergewöhnlich große Unsicherheit hinsichtlich der Handelspolitik zu einer deutlichen Abkühlung führen. Für das erste Quartal 2025 weist der Nowcast der EZB auf ein Wachstum des Welthandels von 1,5 % gegenüber dem Vorquartal hin. Verantwortlich hierfür ist unter anderem die Tatsache, dass für eine Vielzahl von Waren im Januar und Februar die Importe in die Vereinigten Staaten im großen Maßstab vorgezogen wurden, da mit breit angelegten Zöllen gerechnet wurde. Hochfrequenzdaten zu den Frachtschiffbewegungen (die nicht in den EZB-Nowcast einfließen) belegten eine verstärkte Handelsaktivität Anfang 2025. Allerdings lässt ein deutlicher Rückgang im März auf Abwärtsrisiken schließen. Aktuell deutet der EZB-Nowcast zum Handel nicht darauf hin, dass sich das Handelswachstum im zweiten Quartal 2025 stark verlangsamt, wobei die Auswirkungen der Zollankündigungen noch nicht in die von den Nowcasting-Modellen herangezogenen monatlichen Indikatoren eingeflossen sind. Gleichzeitig könnten durch das weitere Vorziehen von Einfuhren im Zuge der sich ändernden US-Handelspolitik Aufwärtsrisiken entstehen.

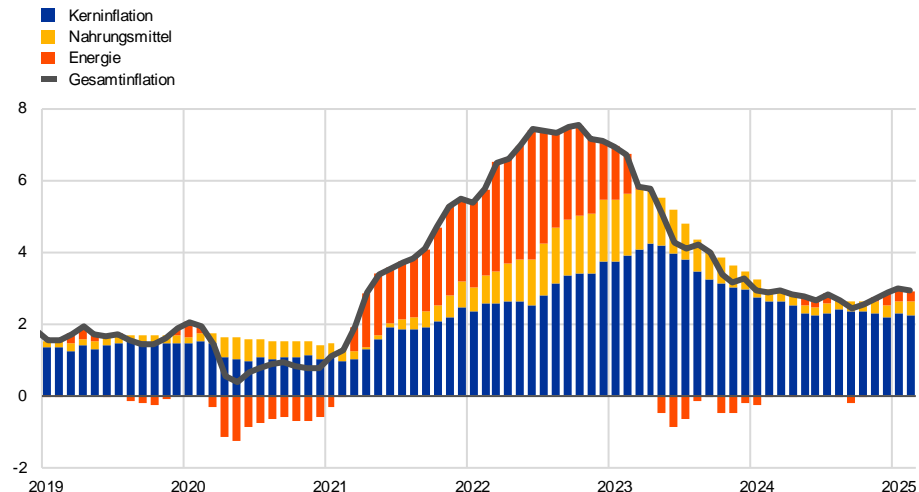
Die Gesamtinflation in den OECD-Mitgliedstaaten ging zwar zurück, doch war die Kerninflation unverändert. Die am VPI gemessene jährliche Gesamtteuerungsrate in den OECD-Ländern (ohne die Türkei) schwächte sich im Februar 2025 auf 2,9 % ab, verglichen mit 3,0 % im Vormonat (siehe Abbildung 2). Ursache für diesen leichten Rückgang waren die niedrigeren Energiepreise, wohingegen der Beitrag der Nahrungsmittelpreise stabil blieb. Die ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnete Kerninflation verharrte bei 3,1 %. Das Umschwenken hin zu höheren Zöllen in der US-Handelspolitik birgt Risiken für die weltweiten Inflationsaussichten. Einerseits könnten Handelszölle, anschließende Gegenmaßnahmen anderer Staaten und Störungen der Lieferketten inflationstreibend wirken. Dies wäre der Fall, wenn die zusätzlichen Kosten nicht über die Gewinnmargen aufgefangen würden. Andererseits könnte eine – infolge

gesunkener Realeinkommen und einer erhöhten Unsicherheit – niedrigere Nachfrage den unmittelbar inflationstreibenden Effekten der Zölle entgegenwirken.

Abbildung 2

Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Ländern

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.

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

Die Preise für Rohöl der Sorte Brent sanken im Berichtszeitraum vom 6. März bis zum 16. April 2025 um 3,7 % auf 69 USD je Barrel (bzw. in Euro gerechnet um 8,4 % je Barrel). Zugleich gaben die europäischen Gaspreise (in Euro je Megawattstunde gerechnet) um 5,7 % nach. Nach der Ankündigung der „reziproken“ Zölle durch die Vereinigten Staaten brachen die Ölnotierungen ein. Maßgeblich hierfür war, dass die Sorgen um die Auswirkungen der Zölle auf die internationale Ölnachfrage sowie ihr negativer Effekt auf die Risikobereitschaft an den Finanzmärkten frühere angebotsbezogene Bedenken überwogen. Der Abwärtsdruck auf die Ölpreise wurde durch eine Entscheidung der OPEC+, die diese am Tag der Ankündigung der „reziproken“ US-Zölle bekannt gab, noch verstärkt. Die Entscheidung bestand darin, vorangegangene Förderkürzungen schneller auslaufen zu lassen und konkret die Förderung im Mai um 411 000 Barrel pro Tag zu erhöhen, nachdem zuvor eine Ausweitung um 135 000 Barrel vorgesehen war. Die europäischen Gaspreise sanken indes spürbar aufgrund von Bedenken hinsichtlich der Nachfrage, die nach der Ankündigung der US-Zölle aufkamen. Auch jüngste Meldungen über Fortschritte hin zu einer Einigung der EU über die Befüllungsziele für Erdgasspeicher, die den EU-Mitgliedsstaaten mehr Flexibilität bei der Erfüllung der 90-%-Vorgabe im nächsten Winter ermöglichen würde, trugen zu einem Rückgang der Gaspreise bei. Metalle verbilligten sich zugleich um 6,8 %. Grund hierfür waren Wachstumsbedenken nach den Zollankündigungen der Vereinigten Staaten, auch wenn Metallimporte nicht direkt davon betroffen waren. Vor Ankündigung der Zölle hatten Erwartungen bezüglich spezifischer Abgaben auf Kupfer die Händler dazu veranlasst, Kupferimporte vorzuziehen. Hierdurch weitete sich das Gefälle zwischen den Preisen in London und New York aus, und die Lagerbestände stiegen auf ein Rekordniveau.

Demgegenüber verringerten sich die Nahrungsmittelpreise nach den Zollankündigungen lediglich um 1,5 %, da Bedenken im Hinblick auf das Maisangebot in den USA die Preise in gewissem Umfang stützten.

In den Vereinigten Staaten haben die Zollankündigungen seit Jahresanfang zu einem erheblichen Rückgang des Verbrauchervertrauens geführt und belasten möglicherweise das Wachstum in den USA. Von November bis April nahm das Verbrauchervertrauen insbesondere in Bezug auf die Verbrauchererwartungen deutlich ab. Der aktuelle Vertrauensschwund ähnelt vom Umfang her jenen Rückgängen, die seit den 1990er-Jahren vor bzw. zu Beginn von Rezessionen zu beobachten waren. Die Indikatoren des Unternehmervertrauens und die Investitionsabsichten gaben bislang allerdings in geringerem Maße nach. Im Einklang mit dem nachlassenden Verbrauchervertrauen schwächten sich die realen privaten Konsumausgaben (Personal Consumption Expenditures – PCE) im Januar und Februar gegenüber Dezember ab. Die Abkühlung am Arbeitsmarkt in den Vereinigten Staaten hat sich seit dem Höchststand des Lohnwachstums Mitte 2022 fortgesetzt, auch wenn die Arbeitsmarktlage immer noch angespannt ist. Bei weiteren Einschränkungen der US-Einwanderungspolitik könnte sich die Lage am Arbeitsmarkt wieder stärker anspannen.

Die VPI-Gesamtinflation wie auch die VPI-Kerninflation haben sich im März in den Vereinigten Staaten zwar verlangsamt und lagen somit unter den Markterwartungen, doch dürften sie aufgrund der Zölle wieder steigen. Die VPI-Gesamtteuerungsrate sank in den USA im März auf 2,4 % (und somit um 0,4 Prozentpunkte gegenüber Februar). Zugleich ging die VPI-Kerninflation von 3,1 % auf 2,8 % zurück. Mit Blick auf die Kernkomponenten belief sich der Preisauftrieb bei Waren im Vorjahresvergleich unverändert auf -0,1 %, wohingegen sich die – gleichwohl noch immer erhöhte – Teuerung bei den Dienstleistungen weiter verringerte. Die Gesamt- und die Kernrate der am marktbasierten PCE-Index gemessenen Teuerung (Messgrößen, die die US-Notenbank aufgrund der Nichtberücksichtigung imputierter Preise genau beobachtet) entwickeln sich zwar im Einklang mit den allgemeinen PCE-Messgrößen, fielen aber im Februar mit 2,2 % bzw. 2,4 % niedriger aus. Die Inflation dürfte im weiteren Verlauf mit der Einführung der Zölle zunehmen. Allerdings besteht nach wie vor erhebliche Unsicherheit, wie stark die aktuell in der Umsetzung befindlichen Maßnahmen die Inflation steigern werden. Laut vorläufigen Angaben verzeichneten die Erwartungen der Verbraucher in Bezug auf die Inflation in einem Jahr sowie in fünf Jahren (gemäß Daten der Universität Michigan) im April im Dreimonatsvergleich den höchsten Zuwachs, seitdem monatliche Daten erfasst werden.

In China fielen die kurzfristigen Konjunkturindikatoren zum Jahreswechsel unerwartet hoch aus. Die Binnennachfrage dürfte sich jedoch weiter abschwächen. Die Konjunkturdaten für Januar und Februar lagen leicht über den Markterwartungen und zeigten im Hinblick auf die Anlageinvestitionen eine positive Dynamik auf. Gleiches gilt für die EMIs und in Bezug auf die Einzelhandelsumsätze. Gleichwohl dürfte der von den bestehenden Stützungsprogrammen für die Verbraucher ausgehende Impuls auslaufen und in den nächsten Monaten für rückläufige Einzelhandelsumsätze sorgen, es sei denn, die Programme werden, wie

von einigen politischen Entscheidungsträgern gefordert, ausgeweitet. Andere Hochfrequenzindikatoren für den Konsum lassen keine Belebung der Dynamik erkennen und liegen nach wie vor deutlich unterhalb des historischen Durchschnitts. Ebenso behindert das anhaltend niedrige Verbrauchervertrauen nach wie vor eine breiter angelegte Belebung der Konsumausgaben, während die wichtigsten Indikatoren für den Immobilienmarkt weiterhin verhalten sind. So bleibt der Wohnungsbau hinter den Verkäufen von Wohnimmobilien zurück. Das Exportwachstum verlangsamt sich, da die Vorzieheffekte nachlassen und die Auswirkungen der höheren US-Zölle allmählich ihren Niederschlag finden. Die Ausfuhren Chinas in die Vereinigten Staaten gingen zu Jahresbeginn drastisch zurück, nachdem sie nach den US-Wahlen im November überproportional stark zugenommen hatten. Dieses Muster ist auch im Hinblick auf die Exporte Chinas in den Euroraum und andere Regionen zu beobachten. Die rückläufigen Ausfuhren machen sich auch an sinkenden Seefrachtraten in den großen Häfen Chinas bemerkbar, die für Exporte in die Vereinigten Staaten und nach Europa am deutlichsten gefallen sind. Darüber hinaus dürfte sich die Wirkung der US-Zölle noch ausweiten, wobei die effektiven US-Zollsätze auf chinesische Importe durch mehrere Runden von „reziproken“ Zöllen und Gegenzöllen auf rund 140 % steigen dürften. Indessen hat China den effektiven Zollsatz auf US-Importe zum 12. April auf 125 % angehoben. Ebenso hat das Land weitere nichttarifäre Maßnahmen verabschiedet, darunter ein Exportverbot für zusätzliche seltene Erden und die Aufnahme weiterer US-Unternehmen in die Liste der „unzuverlässigen Unternehmen“.

Die Wirtschaft im Vereinigten Königreich dürfte im ersten Quartal 2025 etwas an Schwung gewonnen haben, und das Wachstum sollte sich im zweiten Quartal weiter leicht beschleunigen. Das reale BIP des Vereinigten Königreichs gab im Januar 2025 im Vormonatsvergleich um 0,1 % nach. Hierin spiegelt sich in erster Linie die Produktionsschwäche im verarbeitenden Gewerbe wider. Allerdings lassen die Indikatoren für das Verbraucher- und das Unternehmerv vertrauen sowie die Einzelhandelsumsätze auf eine konjunkturelle Belebung im Februar schließen. Überdies stieg der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor von 50,5 Punkten im Januar auf 51,5 Punkte im März und damit auf den höchsten Stand seit Oktober letzten Jahres. Im zweiten Quartal dürfte sich das Wachstum des realen BIP leicht auf 0,3 % erhöhen. Die anhaltende Lockerung der Geldpolitik und steigende Realeinkommen dürften diese Entwicklung stützen, wenngleich die Regierung am 26. März eine Reihe von Ausgabenkürzungen ankündigte, um die Glaubwürdigkeit ihrer haushaltspolitischen Ziele zu wahren.

2 Konjunkturentwicklung

Die Wirtschaftsleistung des Euroraums schwächte sich im vierten Quartal 2024 ab. Im Gesamtjahr 2024 belief sich das jährliche Wachstum des realen BIP damit auf 0,9 %. Die Umfragedaten deuten auf ein moderates Wachstum im ersten Quartal 2025 hin. Im verarbeitenden Gewerbe fiel die Wirtschaftstätigkeit nach wie vor schwach aus, allerdings zeichnete sich beim Vertrauen eine Verbesserung ab. Im Dienstleistungssektor nahm die Wirtschaftstätigkeit indes erneut, wenngleich langsamer, zu. Das steigende Einkommen der privaten Haushalte und der robuste Arbeitsmarkt unterstützen ein allmähliches Anziehen der Konsumausgaben, obwohl das Verbrauchervertrauen fragil und die Sparquote hoch ist. Die Konjunkturaussichten im Euroraum werden durch eine außergewöhnlich hohe Unsicherheit getrübt. Die Exporteure des Euroraums sind mit neuen Handelsbarrieren konfrontiert, deren Ausmaß jedoch unklar bleibt. Störungen des Welthandels, Spannungen an den Finanzmärkten und geopolitische Unsicherheiten belasten die Unternehmensinvestitionen. Die Verbraucherinnen und Verbraucher blicken vorsichtiger in die Zukunft und könnten sich deshalb auch mit ihren Ausgaben zurückhalten. Zugleich hat die Wirtschaft des Eurogebiets eine gewisse Widerstandsfähigkeit gegenüber globalen Schocks aufgebaut. Das Wachstum dürfte von der soliden Arbeitsmarktlage, höheren Realeinkommen und nach und nach erschwinglicheren Krediten gestützt werden, was dem Konsum zugutekommen sollte. Zudem ist zu erwarten, dass die bedeutenden auf nationaler und EU-Ebene eingeleiteten politischen Initiativen zur Erhöhung der Verteidigungsausgaben und der Infrastrukturinvestitionen insbesondere dem verarbeitenden Gewerbe Auftrieb verleihen.

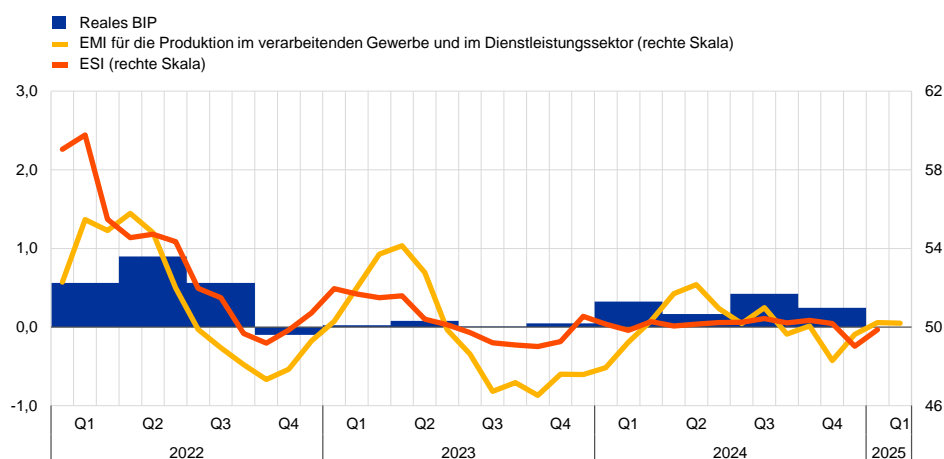
Die Wirtschaftsleistung des Euroraums dürfte im ersten Quartal 2025 erneut moderat gestiegen sein (siehe Abbildung 3). Den Angaben von Eurostat zufolge erhöhte sich das reale BIP im Eurogebiet im vierten Quartal 2024 um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal. Im ersten Quartal 2025 dürfte laut den verfügbaren Umfragedaten weiterhin ein moderates Wirtschaftswachstum verzeichnet worden sein. Dabei blieb die Wirtschaftstätigkeit von der Unsicherheit im Zusammenhang mit der Handelspolitik der Vereinigten Staaten in den ersten Monaten des laufenden Jahres im Wesentlichen unberührt. Der am 3. April 2025 veröffentlichte Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor kletterte im ersten Quartal 2025 auf einen Wert oberhalb der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Dies lässt auf eine leichte Ausweitung der Wirtschaftstätigkeit schließen. Auch der von der Europäischen Kommission am 28. März 2025 veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) übertraf seinen Durchschnittswert vom vierten Quartal 2024. Nachdem er zwei Monate in Folge gestiegen war, war er im März allerdings rückläufig. Der Rückgang war über die Sektoren hinweg breit angelegt. Eine Ausnahme bildete die Industrie, wo sich das Vertrauen erhöhte. Die Umfragedaten deuten auch darauf hin, dass sich die zuvor beobachteten sektoralen Unterschiede Anfang 2025 bis zu einem gewissen Grad anglichen. Die Aktivität wies im verarbeitenden Gewerbe Anzeichen einer Verbesserung auf und nahm im Dienstleistungssektor weiterhin moderat zu (siehe Abbildung 4). Der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe überschritt im März erstmals seit zwei Jahren die Wachstumsschwelle von

50 Punkten. Damit lag der Durchschnitt des ersten Quartals bei 48,8 Zählern. Dies signalisiert zwar noch immer eine anhaltende Schwäche, stellt aber zugleich eine deutliche Aufhellung gegenüber dem Vorquartal dar, als sich der Durchschnittswert auf 45,1 Punkte belaufen hatte. Dem ESI zufolge zeichnete sich im ersten Quartal 2025 auch beim Vertrauen eine Verbesserung im verarbeitenden Gewerbe ab. Zugleich nahm die Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor, dessen Entwicklung die langsame Erholung des Euroraums in den vergangenen Quartalen im Wesentlichen getragen hat, zu Jahresanfang weiter kontinuierlich zu. Der EMI für die Produktion im Dienstleistungssektor lag im ersten Quartal 2025 im Schnitt bei 51 Zählern. Damit zeigte er sich verglichen mit dem vierten Quartal 2024 weitgehend unverändert und wies nach wie vor auf ein moderates Wachstum hin. Allerdings verschlechterte sich die konjunkturelle Stimmung bei den Dienstleistungen im März.

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.

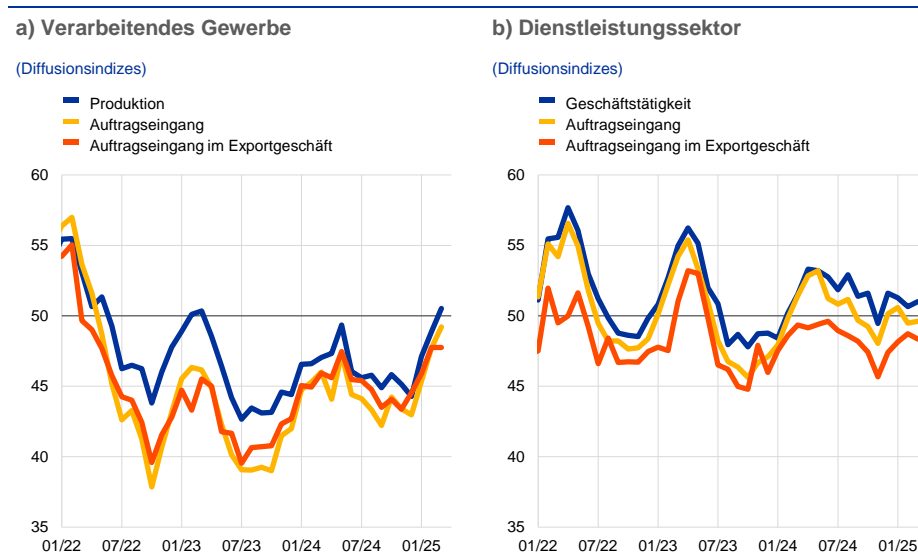
Anmerkung: Die beiden Linien stellen die monatliche Entwicklung, die Balken Quartalswerte dar. Der von der Europäischen Kommission erstellte ESI wurde standardisiert und reskaliert, um denselben Mittelwert und dieselbe Standardabweichung wie für den EMI zu erhalten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2024 (reales BIP) bzw. März 2025 (EMI und ESI).

Die für das zweite Quartal erwartete Erholung ist mit erhöhter Unsicherheit behaftet.

Das BIP im Euroraum hat sich in den ersten Monaten des Jahres 2025 allem Anschein nach positiv entwickelt. Die Aussichten für das zweite Quartal werden jedoch durch verschiedene Faktoren beeinflusst: zum einen durch die jüngsten negativen globalen Schocks, wie etwa die neuen US-Zölle und die möglichen Gegenmaßnahmen, die steigende weltweite Unsicherheit und die höhere Volatilität an den Finanzmärkten; zum anderen aber auch durch günstigere inländische Schocks wie die neuen auf nationaler und EU-Ebene ergriffenen politischen Maßnahmen im Bereich der Infrastruktur- und Verteidigungsausgaben. Die zukunftsgerichteten Indikatoren zeichnen bereits im März ein uneinheitliches Bild, das sehr wahrscheinlich den Herausforderungen zuzuschreiben war, die von den erwarteten Ankündigungen der Vereinigten Staaten zu den Zöllen ausgingen. Der EMI für die Geschäftserwartungen in zwölf Monaten ging im März geringfügig

zurück, lag aber weiterhin über seinem langfristigen Durchschnitt. Im selben Monat erhöhte sich der EMI für den Auftragseingang im verarbeitenden Gewerbe des Euroraums, blieb aber unter der Schwelle von 50 Punkten. Der jüngste Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum, der Mitte März 2025 stattfand – also noch vor den Zollankündigungen der USA –, deutete auf eine allmähliche Verbesserung der konjunkturellen Lage im zweiten Quartal hin. Insbesondere zeichnete sich aber eine Erholung in der Industrie ab (siehe auch Kasten 4). Jedoch birgt die am 2. April erfolgte Ankündigung der Vereinigten Staaten, „reziproke“ Zölle erheben zu wollen, im Zusammenwirken mit der möglichen Zuspitzung der Handelsspannungen zusätzliche Risiken für Unternehmen wie auch für den Wirtschaftsausblick im Eurogebiet. Zugleich könnte die vor Kurzem bekannt gegebene Erhöhung der Infrastruktur- und Verteidigungsausgaben das Vertrauen und die Aktivität im verarbeitenden Gewerbe stützen. Allerdings würden sich die positiven Auswirkungen vermutlich noch nicht im zweiten Quartal bemerkbar machen. Die Rückmeldungen der von der EZB befragten Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe ließen darauf schließen, dass unter anderem die Wiederaufstockung der Lagerbestände und eine Anpassung der Produktionskapazitäten an die künftige Rüstungsproduktion der Wirtschaftstätigkeit bereits im laufenden Jahr Auftrieb verleihen könnten.

Abbildung 4
EMIs für einzelne Sektoren



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

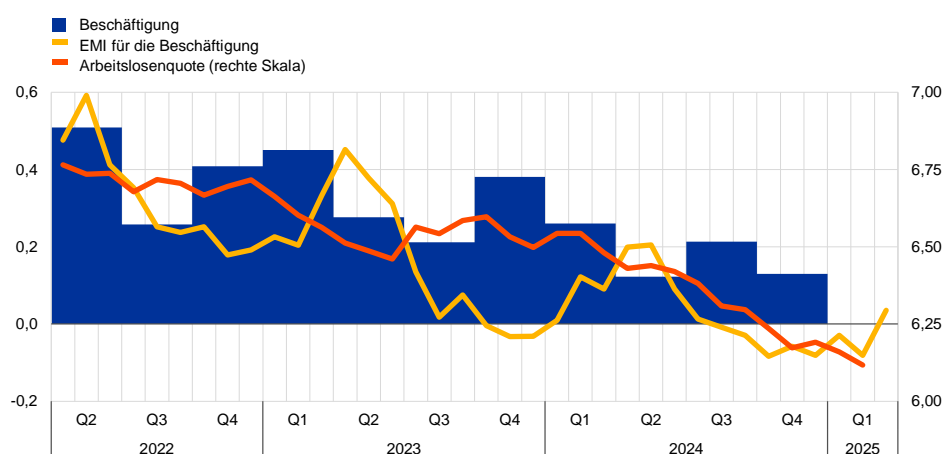
Die Arbeitslosenquote ist immer noch niedrig, doch zeigt der Arbeitsmarkt Anzeichen einer allmählichen Abkühlung. Die Arbeitslosenquote lag im Februar 2025 auf einem historischen Tiefstand von 6,1 % und war damit 0,1 Prozentpunkte niedriger als im Januar (siehe Abbildung 5). Die Zahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden stieg im vierten Quartal 2024 um 0,6 %, was vor allem durch die Erholung der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden bedingt war. Die geleisteten Gesamtarbeitsstunden nahmen in Spanien um 1,8 %, in Deutschland um 0,6 % und in Italien um 0,2 % zu, während sie in Frankreich um

0,2 % zurückgingen. Das Beschäftigungswachstum belief sich im vierten Quartal 2024 auf 0,1 %. Es umfasste alle Sektoren, nur in der Industrie wurde ein Rückgang (um 0,3 %) verzeichnet. Gleichwohl weist der Arbeitsmarkt weiterhin Anzeichen einer allmählichen Abkühlung auf. Die Vakanzquote betrug im vierten Quartal des letzten Jahres 2,5 % und setzte damit ihren kontinuierlichen Rückgang ausgehend von ihrem Höchststand 2022 fort. Das Verhältnis der offenen Stellen zur Arbeitslosenzahl kehrte auf sein 2021 verzeichnetes Niveau zurück. Der Indikator des Arbeitskräfteangebots als produktionshemmender Faktor lag indessen im ersten Quartal 2025 im Dienstleistungssektor bei 24,5 % und in der Industrie bei 14,8 %. Im Vorquartal hatten sich die entsprechenden Werte noch auf 26,5 % bzw. 16,4 % belaufen.

Abbildung 5

Beschäftigung, EMI für die Beschäftigung und Arbeitslosenquote im Euroraum

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



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

Anmerkung: Die beiden Linien stellen die monatliche Entwicklung, die Balken Quartalswerte dar. Der EMI ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2024 (Beschäftigung), März 2025 (EMI für die Beschäftigung) bzw. Februar 2025 (Arbeitslosenquote).

Die kurzfristigen Indikatoren legen den Schluss nahe, dass sich der

Arbeitsmarkt im ersten Quartal 2025 weiter abkühlen wird. Der monatliche EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor wies ein weitgehend neutrales Niveau auf und stieg von 49,2 Punkten im Februar auf 50,4 Punkte im März (siehe Abbildung 5). Hinter dem Ergebnis für den zusammengesetzten EMI stand ein leichter Anstieg in allen Sektoren. Die Einschätzung des Beschäftigungswachstums lag im verarbeitenden Gewerbe und im Baugewerbe weiterhin im kontraktiven Bereich, im Dienstleistungssektor verbesserte sie sich jedoch wieder und kehrte in den expansiven Bereich zurück. Der EMI für die Beschäftigung im Dienstleistungssektor liegt gleichwohl weiterhin deutlich unter seinem Durchschnittswert von 2024. Insgesamt betrachtet dürfte eine schwächere Beschäftigungsdynamik künftig eine allmähliche Erholung der Arbeitsproduktivität begünstigen.

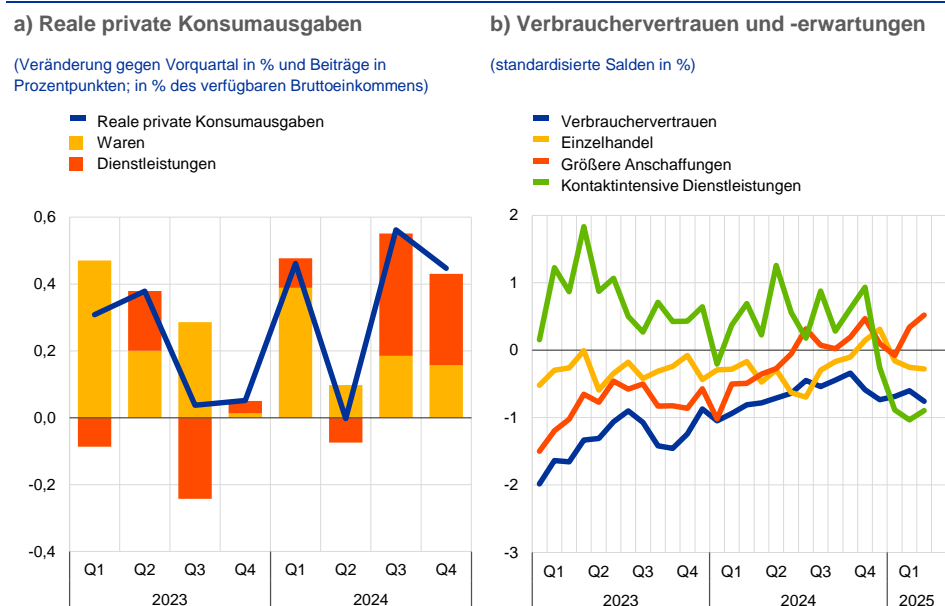
Das Wachstum der privaten Konsumausgaben war im vierten Quartal 2024

erneut robust und dürfte sich Anfang 2025 abgeschwächt haben. Im vierten Quartal 2024 stiegen die privaten Konsumausgaben um 0,4 % gegenüber dem

Vorquartal an (siehe Abbildung 6, Grafik a). Der Warenkonsum erhöhte sich um 0,8 % und damit stärker als der Dienstleistungskonsum, der um 0,4 % zunahm. Zugleich stabilisierte sich die Sparquote im Schlussquartal 2024 bei 15,3 %, was zum Teil auf die erhöhte Verbraucherunsicherheit und ein gedämpftes Vertrauen zurückzuführen war. In den ersten beiden Monaten des Jahres 2025 erhöhten sich die Einzelhandelsumsätze gegenüber dem vierten Quartal 2024 um 0,1 %, während der Dienstleistungskonsum im Januar gegenüber dem gleichen Zeitraum um 0,4 % zunahm. Die aktuellen Daten deuten nach wie vor auf ein anhaltendes, wenn auch moderateres Wachstum der Ausgaben der privaten Haushalte zum Jahresbeginn 2025 hin. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Verbraucher verringerte sich im März leicht (siehe Abbildung 6, Grafik b). Die Eintrübung der Konsumstimmung fiel mit einem spürbaren Rückgang der Geschäftserwartungen für kontaktintensive Dienstleistungen zusammen, was auf eine mögliche Abschwächung der Nachfrage nach Dienstleistungen schließen lässt. Laut der jüngsten Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen sind indes die geplanten Ausgaben für Urlaubsreisen in den nächsten zwölf Monaten nach wie vor robust. Zugleich verbesserten sich die Verbrauchererwartungen in Bezug auf größere Anschaffungen in den kommenden zwölf Monaten im März erneut, blieben aber im Durchschnitt des ersten Quartals 2025 gegenüber dem Vorquartal weitgehend unverändert. Die anhaltende wirtschaftspolitische Unsicherheit – insbesondere im Zusammenhang mit der Entwicklung der Weltwirtschaft – dürfte die Ausgabenentscheidungen der privaten Haushalte auch im weiteren Verlauf belasten. Allerdings ist davon auszugehen, dass die infolge der Inflationsabschwächung höhere Kaufkraft und ein fortgesetzter Anstieg des realen Arbeitseinkommens den Konsum in den kommenden Quartalen weiter stützen werden.

Abbildung 6

Private Konsumausgaben und Verbrauchererwartungen



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In Grafik a beziehen sich die realen privaten Konsumausgaben auf das Inländerkonzept und die Komponenten auf das Inländerkonzept des Konsums. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2024. In Grafik b beziehen sich die Geschäftserwartungen für die Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen und die Einzelhandelserwartungen auf die nächsten drei Monate. Die Verbrauchererwartungen für größere Anschaffungen beziehen sich hingegen auf die nächsten zwölf Monate. Aufgrund der Datenverfügbarkeit ist die Zeitreihe der kontaktintensiven Dienstleistungen für den Zeitraum von Januar 2005 bis Januar 2019 standardisiert, die drei anderen Zeitreihen in der Grafik sind hingegen für den Zeitraum von 1999 bis 2019 standardisiert. Kontaktintensive Dienstleistungen umfassen Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie sowie Reiseverkehr. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2025.

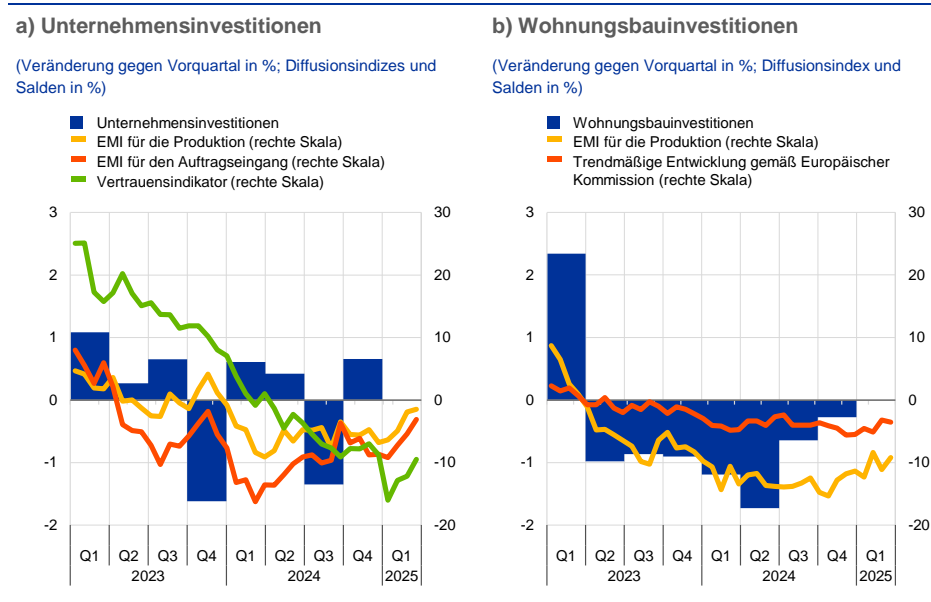
Die Unternehmensinvestitionen nahmen im vierten Quartal 2024 robust zu, ihr Wachstum dürfte sich jedoch im ersten Quartal 2025 abgeschwächt haben.

Die Investitionen ohne Bauten (unter Ausschluss der immateriellen Investitionen in Irland) erhöhten sich im vierten Quartal 2024 um 0,7 %. Dieser Anstieg war auf eine Erholung im Bereich Fahrzeuge zurückzuführen, während die Ausrüstungsinvestitionen zurückgingen und die immateriellen Investitionen unverändert blieben. Die Investitionen dürften im ersten Quartal 2025 stagniert haben. Dies geht aus den Daten zu den Investitionsgütern hervor, die einen leichten Rückgang der Industrieproduktion sowie weiterhin verhaltene Werte für den EMI für die Produktion, den EMI für den Auftragseingang und den von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung zeigen (siehe Abbildung 7, Grafik a). Die Aussichten für das zweite Quartal und darüber hinaus sind ebenso schwach. So verzeichnete der im April veröffentlichte Sentix-Indikator für das Anlegervertrauen im Euroraum in den kommenden sechs Monaten den stärksten Rückgang seit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine im Februar 2022. Die jüngsten Umfragen der EZB, die vor den Zollankündigungen der US-Regierung am 2. April 2025 durchgeführt wurden, deuten trotz der erhöhten Unsicherheit für das laufende Jahr auf einen allmählichen Anstieg der Investitionen hin. Dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum zufolge könnten durch die erhöhte Unsicherheit Investitionen aufgeschoben werden. Zugleich eröffnen sich jedoch Möglichkeiten für eine Ausweitung und Anpassung der Produktionskapazitäten mit Blick auf die künftigen Infrastruktur- und

Verteidigungsausgaben (siehe Kasten 4). Laut der [Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln](#) wird ausgehend von einem gedämpften Investitionsniveau mit einer gewissen Verbesserung der Investitionstätigkeit im zweiten Quartal 2025 gerechnet. Demnach dürften der erwartete allmähliche Nachfrageanstieg, die neuen auf nationaler und EU-Ebene ergriffenen politischen Maßnahmen im Bereich der Infrastruktur- und Verteidigungsausgaben sowie die allgemein günstigeren Finanzierungsbedingungen das Investitionswachstum in der Zukunft stützen. Abwärtsrisiken ergeben sich jedoch aus Zöllen, der erhöhten Unsicherheit und der möglichen Transmission des jüngsten Anstiegs der Staatsanleiherenditen auf die Kreditvergabebedingungen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften. So haben sich laut der [Umfrage der EZB zum Kreditgeschäft](#) vom April 2025 auch die Kreditaussichten leicht verschlechtert.

Abbildung 7

Entwicklung der realen privaten Investitionen und Umfrageergebnisse



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

Anmerkung: Die Linien stellen die monatliche Entwicklung, die Balken Quartalswerte dar. Die EMIs sind als Abweichung von 50 Indexpunkten ausgedrückt. In Grafik a) werden die Unternehmensinvestitionen anhand der Investitionen ohne Bauten gemessen (unter Ausschluss der immateriellen Investitionen in Irland). Die monatlichen Daten spiegeln den Investitionsgütersektor wider. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2024 (Unternehmensinvestitionen) bzw. März 2025 (EMIs und Vertrauensindikator der Europäischen Kommission). In Grafik b) stellt die Linie für den von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikator der trendmäßigen Entwicklung die Einschätzung des konjunkturellen Trends in den Sektoren Hochbau und spezialisierte Bautätigkeiten im Vergleich zu den vorangegangenen drei Monaten dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2024 (Wohnungsbauinvestitionen) bzw. März 2025 (EMI und trendmäßige Entwicklung gemäß Europäischer Kommission).

Die Wohnungsbauinvestitionen sanken im vierten Quartal 2024 abermals, allerdings langsamer als im dritten Quartal 2024.

Im vierten Quartal 2024 verringerten sich die Wohnungsbauinvestitionen um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem sie im dritten Vierteljahr um 0,6 % nachgegeben hatten (siehe Abbildung 7, Grafik b). Mit Blick auf die harten Indikatoren blieben die Baugenehmigungen für Wohngebäude im vierten Quartal auf einem niedrigen Niveau, was darauf hinweist, dass von neuen Projekten auf kurze Sicht nur begrenzte Unterstützung ausgeht. Zuletzt lag der zusammengesetzte Index für den Hochbau und spezialisierte Bautätigkeiten im Januar 0,8 % über seinem Niveau des vierten Quartals. Allerdings blieben umfragebasierte Konjunkturindikatoren wie der

EMI für die Produktion im Wohnungsbau und der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der Entwicklung der vergangenen drei Monate in den Sektoren Hochbau und spezialisierte Bautätigkeiten bis März trotz einer gewissen Verbesserung gedämpft. Insgesamt lassen diese Entwicklungen darauf schließen, dass die Wohnungsbauinvestitionen im ersten Quartal 2025 wahrscheinlich im Großen und Ganzen stagniert haben. Mit Blick auf die Zukunft weisen die jüngsten Umfragen der EZB auf eine anhaltend schwache Dynamik der Wohnungsbauinvestitionen in den kommenden Quartalen hin. Laut der jüngsten Umfrage zu den Verbrauchererwartungen haben sich die Erwartungen der privaten Haushalte in Bezug auf den Wohnungsmarkt – ermittelt anhand der wahrgenommenen Attraktivität von Wohnimmobilien als gute Investition – seitwärts entwickelt und in den Monaten bis März um ihren Durchschnitt bewegt. Die [Umfrage zum Kreditgeschäft](#) vom April deutet darauf hin, dass sich die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten weiter verbessern dürfte, wobei sich die Kreditrichtlinien allerdings im zweiten Quartal 2025 verschärfen könnten (siehe Abschnitt 5).

Die Exporte des Euroraums entwickeln sich nach wie vor verhalten, obwohl sie im Januar einen Anstieg verzeichneten. Die Warenausfuhren des Euroraums erhöhten sich im Januar 2025 gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum um 0,5 % und nahmen damit erstmals seit April 2024 wieder zu. Ausschlaggebend hierfür war unter anderem ein sprunghafter Anstieg der Ausfuhren chemischer Erzeugnisse aus Irland in die Vereinigten Staaten, was darauf hindeuten könnte, dass angesichts drohender Zölle Handelsaktivitäten vorgezogen wurden. Dennoch bleibt die zugrunde liegende Exportdynamik verhalten. So spiegeln sich die anhaltenden Herausforderungen im Hinblick auf die Wettbewerbsfähigkeit im EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft wieder. Die entsprechenden Werte weisen auf einen Rückgang sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor hin. Die jüngste Aufwertung des Euro, vor allem gegenüber dem US-Dollar und dem chinesischen Renminbi, ist ein weiterer wachstumshemmender Faktor, da diese Entwicklung die preisliche Wettbewerbsfähigkeit an wichtigen Märkten beeinträchtigen könnte. Bis auf einige anekdotische Belege, beispielsweise aus dem Sektor chemische (einschließlich pharmazeutische) Erzeugnisse und der Automobilindustrie, lassen die aktuellen Daten zum Seefrachtverkehr nicht erkennen, dass das Vorziehen von Handelsaktivitäten die Exporte des Euroraums maßgeblich steigert. Die Importe des Euroraums stiegen im Dreimonatsvergleich um 0,3 %, wobei Einfuhren aus China hierzu vergleichsweise stark beitrugen. Die Aufwertung des Euro gegenüber dem chinesischen Renminbi und dem US-Dollar könnte die Kosten für Importe, die in diesen Währungen gehandelt werden, senken. Dies gilt insbesondere für in US-Dollar bepreiste Rohstoffe. Eine mögliche Ausweitung der Zölle und EU-Gegenmaßnahmen könnten diese günstigen Umstände wieder aufwiegen. Darüber hinaus könnten höhere Verteidigungsausgaben das kurzfristige Importwachstum beflügeln, insbesondere bei der Militärausrüstung im Hochtechnologiebereich. Mit Blick auf die Zukunft sind die Aussichten für den Handel mit hoher Unsicherheit behaftet, da potenzielle Zollerhöhungen und eine Verschlechterung der globalen Wirtschaftslage erhebliche Risiken bergen.

Insgesamt haben sich die Konjunkturaussichten für den Euroraum aufgrund der zunehmenden Handelsspannungen verschlechtert. Die erhöhte Unsicherheit dürfte das Vertrauen der privaten Haushalte und Unternehmen mindern. Die negative und volatile Marktreaktion auf die Handelsspannungen dürfte sich zudem restriktiv auf die Finanzierungsbedingungen auswirken. Diese Faktoren werden die Konjunktur im Euroraum den Erwartungen nach bis zum zweiten Quartal 2025 belasten. Zugleich hat die Wirtschaft des Eurogebiets eine gewisse Widerstandsfähigkeit gegenüber globalen Schocks aufgebaut. Mittelfristig dürfte das Wachstum von der soliden Arbeitsmarktlage, höheren Realeinkommen und nach und nach erschwinglicheren Krediten gestützt werden, was dem Konsum zugutekommen sollte. Zudem ist zu erwarten, dass die bedeutenden auf nationaler und EU-Ebene eingeleiteten politischen Initiativen zur Erhöhung der Verteidigungsausgaben und der Infrastrukturinvestitionen dem verarbeitenden Gewerbe Auftrieb verleihen. Das geht auch aus den jüngsten Umfragen hervor.

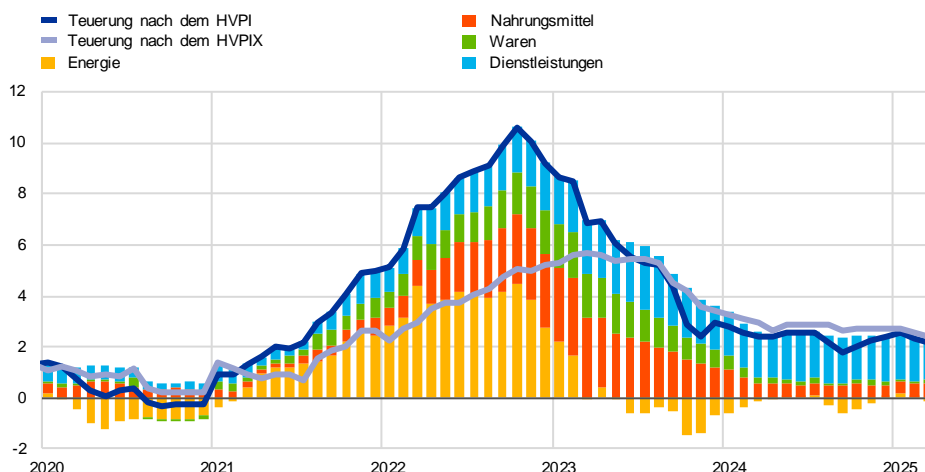
Der Disinflationprozess schreitet gut voran. Die Gesamtinflation im Euroraum sank im März 2025 auf 2,2 % nach 2,3 % im Februar. Ausschlaggebend für die niedrigere Gesamtinflation waren der Rückgang der Energiepreise und das weitere – in den letzten Monaten deutlich spürbare – Nachlassen des Preisauftriebs bei den Dienstleistungen. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation deuten mehrheitlich auf eine nachhaltige Rückkehr der Teuerung zum mittelfristigen Zielwert der EZB von 2 % hin. Die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer belief sich im Schlussquartal 2024 auf 4,1 % gegenüber 4,5 % im Vorquartal, während sinkende Stückgewinne weiterhin die Auswirkungen der Arbeitskosten auf die Inflation abfederten. Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen lagen nach wie vor bei rund 2 %, was die nachhaltige Rückkehr der Inflation zum Zielwert der EZB begünstigt.

Die am HVPI gemessene Gesamtinflation im Euroraum ging von 2,3 % im Februar auf 2,2 % im März zurück (siehe Abbildung 8). Ausschlaggebend hierfür war ein geringerer Preisauftrieb bei Dienstleistungen und Energie, der den Anstieg der Teuerungsrate für Nahrungsmittel mehr als ausglich. Die tatsächliche Inflation im ersten Quartal 2025 entsprach weitgehend den von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom März 2025.

Abbildung 8

Gesamtinflation und Beiträge der Hauptkomponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Waren sind Industrieerzeugnisse ohne Energie. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2025.

Die Teuerung bei Energie verringerte sich von 0,2 % im Februar auf -1,0 % im März 2025. Darin spiegelt sich vor allem eine niedrigere monatliche Wachstumsrate der Energiepreise wider. Zudem zeigt die detaillierte Aufschlüsselung, dass sich der jährliche Preisanstieg bei Kraftstoffen für Verkehrsmittel aufgrund der sinkenden Ölpreise deutlich verringert hat. Bei Strom war der Rückgang weniger ausgeprägt, und die Jahresteuersrate für Gas erhöhte sich sogar.

Die Änderungsrate der Nahrungsmittelpreise stieg von 2,7 % im Februar auf 2,9 % im März 2025, was hauptsächlich einer höheren Rate für unverarbeitete Nahrungsmittel zuzuschreiben war. Die jährliche Teuerung bei unverarbeiteten Nahrungsmitteln nahm von 3,0 % im Februar auf 4,2 % im März zu. Der Grund dafür war, dass der Preisanstieg bei unverarbeiteten Nahrungsmitteln gegenüber dem Vormonat etwas höher ausfiel als üblich – möglicherweise bedingt durch ungünstige Witterungseffekte – und die vor einem Jahr verzeichneten niedrigen Werte aus der Berechnung herausfielen. Die Jahreswachstumsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel lag unverändert bei 2,6%. Teilweise war dies dem anhaltend hohen Preisdruck geschuldet, der von den Tabakwaren ausging. Die jährliche Teuerung bei verarbeiteten Nahrungsmitteln ohne Tabakwaren belief sich unverändert auf 1,8 %.

Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) verringerte sich weiter von 2,6% im Februar auf 2,4 % im März. Dieser Rückgang war vor allem darauf zurückzuführen, dass die Dienstleistungsinflation von 3,7 % im Februar auf 3,5 % im März sank. Hierzu trugen mehrere Faktoren bei, darunter eine niedrigere Nachfrage nach Freizeitdienstleistungen, ein nachlassender Energie- und Lohnkostendruck sowie etwas geringere jährliche Preisanpassungseffekte zu Jahresbeginn. Im Einklang mit dem anhaltend geringen Preisdruck blieb die Teuerung bei Industrieerzeugnissen ohne Energie mit 0,6 % stabil. Dahinter verbarg sich, dass der Rückgang des Preisauftriebs bei Verbrauchsgütern durch den Anstieg der Teuerung bei Gebrauchsgütern mit mittlerer Lebensdauer und langlebigen Gebrauchsgütern ausgeglichen wurde, wenngleich die Rate für langlebige Gebrauchsgüter weiterhin im negativen Bereich lag.

Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation zeigen mehrheitlich eine Entwicklung, die im Einklang mit einer nachhaltigen Rückkehr der Gesamtinflation zum mittelfristigen Zielwert von 2 % steht (siehe Abbildung 9).¹

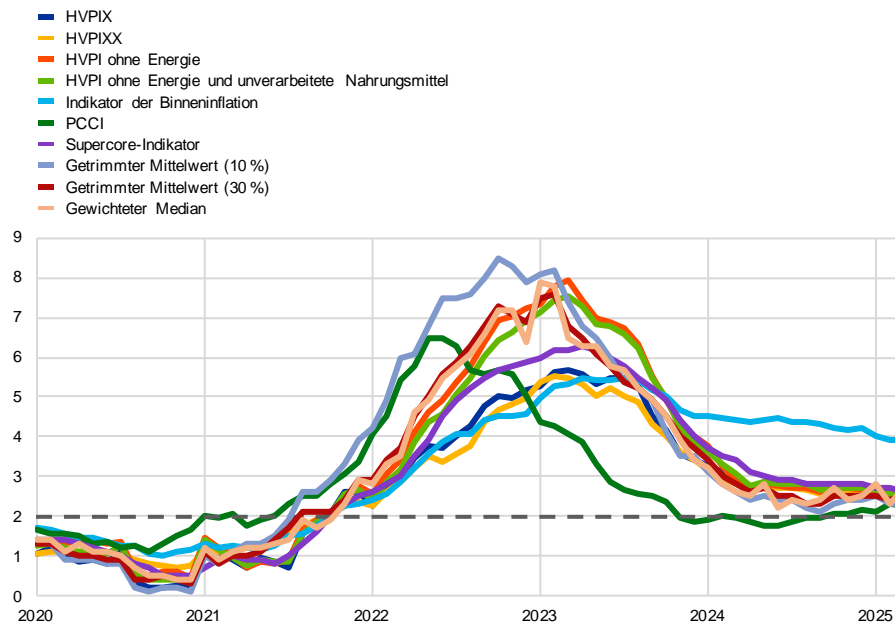
Die Indikatoren lagen größtenteils in einer Spanne von 2,2 % bis 2,7 %. Die auf Ausschluss basierenden Messgrößen wie der HVPI ohne Energie und der HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel gingen weiter zurück. Der um 10 % getrimmte Mittelwert blieb unverändert, während der um 30 % getrimmte Mittelwert und der gewichtete Median im März anstiegen. Was die modellbasierten Messgrößen anbelangt, so sank der Supercore-Indikator (der konjunkturreagible HVPI-Positionen umfasst) im März auf 2,6 % nach 2,7 % im Februar. Die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI), die anderen Indikatoren bei der Vorhersage der künftigen Gesamtinflation tendenziell überlegen ist, verringerte sich leicht auf 2,2 %, verglichen mit 2,3 % im Februar. Damit blieb sie am unteren Ende der Bandbreite. Wenngleich der Indikator der Binneninflation, der überwiegend Dienstleistungspositionen abbildet, weiterhin auf einem hohen Niveau lag, ist er seit Dezember 2024 schrittweise zurückgegangen und betrug im März 3,9 %.

¹ Zu den verschiedenen Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation siehe P. R. Lane, [Underlying inflation: an update](#), Rede anlässlich der von der Federal Reserve Bank of Cleveland und der EZB am 24. Oktober 2024 abgehaltenen Konferenz „Inflation: Drivers and Dynamics Conference 2024“.

Abbildung 9

Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

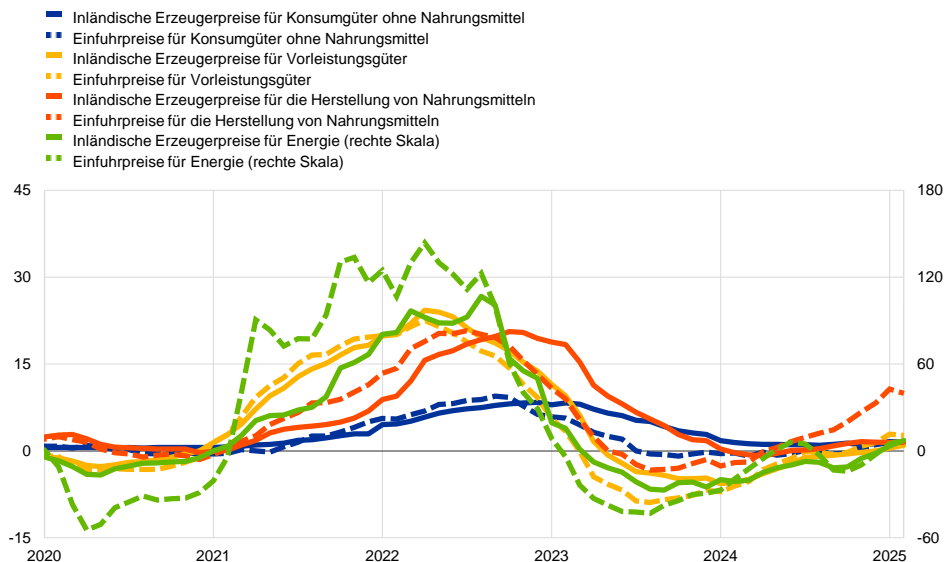
Anmerkung: Die gestrichelte graue Linie bildet das mittelfristige Inflationsziel der EZB von 2 % ab. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2025.

Im Februar verschoben sich die meisten Indikatoren, die auf den Preisdruck bei Waren auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette hinweisen, moderat nach oben, während sich jene auf den nachgelagerten Stufen leicht verringerten (siehe Abbildung 10). Auf den vorgelagerten Stufen erhöhte sich die Änderungsrate der Erzeugerpreise für im Inland verkaufte Vorleistungsgüter von 0,5 % im Januar auf 0,9 % im Februar. Auf den nachgelagerten Stufen hingegen sank die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel geringfügig von 1,6 % im Januar auf 1,5 % im Februar. Die Jahreswachstumsrate der Erzeugerpreise für verarbeitete Nahrungsmittel stieg im selben Zeitraum von 1,4 % auf 1,5 %. Damit bestätigten sich frühere Hinweise, dass die allmähliche Abschwächung des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette im Segment der verarbeiteten Nahrungsmittel zum Ende gekommen ist. Die Jahresänderungsrate der Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel war mit 1,5 % unverändert. Unterdessen verlangsamte sich die Steigerungsrate der Einfuhrpreise für verarbeitete Nahrungsmittel von 10,7 % im Januar auf 9,9 % im Februar. Darin spiegeln sich möglicherweise die immer noch hohen, aber rückläufigen Wachstumsraten der Weltmarktpreise für Nahrungsmittelrohstoffe wider. Insgesamt belegen die jüngsten Daten zu den Erzeuger- und Einfuhrpreisen, dass die allmähliche Abschwächung des kumulierten Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen bei Konsumgütern nachlässt, aber noch kein erneuter nennenswerter Anstieg eingesetzt hat.

Abbildung 10

Indikatoren des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2025.

Der am Anstieg des BIP-Deflators gemessene binnenwirtschaftliche Kostendruck verringerte sich im vierten Quartal 2024 abermals und lag bei **2,5 % nach 2,7 % im Vorquartal** (siehe Abbildung 11).

Gegenüber seinem Höchststand von 6,5 % im ersten Quartal 2023 ist der BIP-Deflator damit deutlich gesunken. Gleichwohl liegt er noch immer über dem vor der Corona-Pandemie verzeichneten langfristigen Durchschnitt von 1,6 %. Der Rückgang des BIP-Deflators hängt vor allem damit zusammen, dass sich der Anstieg der Lohnstückkosten von 4,5 % im dritten auf 3,7 % im vierten Quartal 2024 abermals verlangsamte. Grund für diese Abschwächung war eine Verringerung des am Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer gemessenen Lohnwachstums (von 4,5 % im dritten auf 4,1 % im vierten Quartal 2024) bei einem gleichzeitigen Anstieg des Produktivitätswachstums (von 0,0 % auf 0,4 %). Das tatsächliche Lohnwachstum verringerte sich weitgehend in gleichem Maße wie das Wachstum der Tarifverdienste, das von 5,4 % im dritten auf 4,1 % im vierten Quartal 2024 sank. Die Stückgewinne leisteten im vierten Quartal zwar einen weniger negativen Beitrag zum BIP-Deflator, dämpften jedoch weiterhin die immer noch kräftige Zunahme der Arbeitskosten. Was die künftige Entwicklung betrifft, so dürfte sich der von steigenden Löhnen ausgehende Druck im gesamten Jahresverlauf 2025 weiter abschwächen. Darauf deutet der Wage Tracker der EZB hin, der aktuell die Daten der Tarifabschlüsse berücksichtigt, die bis zur ersten Aprilwoche 2025 verhandelt wurden. Auch die jüngsten aus Umfragen gewonnenen Indikatoren bestätigen diesen Ausblick. In der Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen beispielweise revidierten die Befragten ihre Erwartungen zum Lohnwachstum 2025 auf 3,0 % (nach 3,6 % in der vorherigen Umfrage).² Zum nachlassenden Druck durch steigende Löhne passt auch, dass sich die

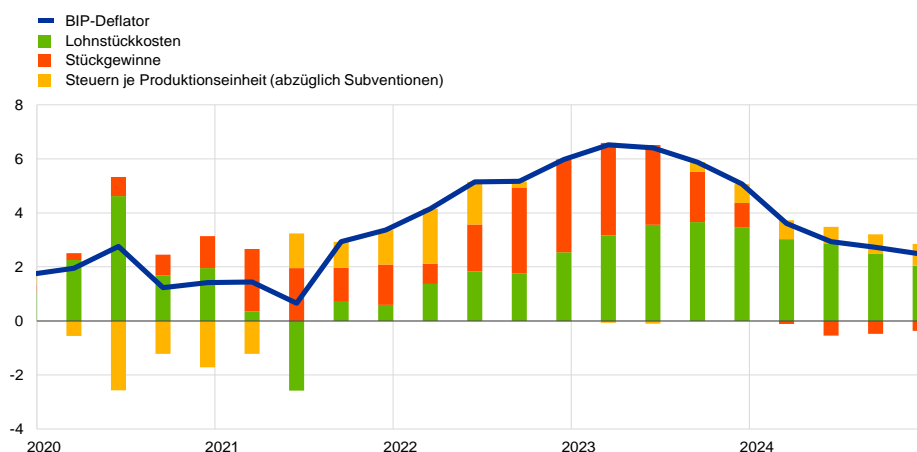
² Siehe Kasten 4 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Inflationsausgleichsforderungen in den Tarifverhandlungen verringert haben und sich die Nachfrage nach Arbeitskräften abkühlt.

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 2024.

Die an Inflations-Fixings gemessenen marktbasierten Messgrößen des kurzfristigen Inflationsausgleichs im Eurogebiet sind leicht zurückgegangen und liegen für die kommenden Monate bei unter 2 % (siehe Abbildung 12). Diese Indikatoren spiegeln die Erwartungen der Marktteilnehmer bezüglich der HVPI-Inflation ohne Tabakwaren wider und deuten darauf hin, dass die Anleger für die kommenden Monate mit einem Rückgang der Inflationsmessgröße auf unter 2,0 % rechnen. Für die Zeit um den Jahreswechsel herum erwarten sie nochmals eine Verringerung, in deren Folge sich die Messgröße bis zur Jahresmitte 2026 bei deutlich unter 2,0 % einpendeln dürfte. Eine ähnliche Entwicklung zeigt sich beim einjährigen inflationsindexierten Termin-Swapsatz in einem Jahr. Er sank im Berichtszeitraum auf rund 1,6 %. Die Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (CES-Umfrage) vom März 2025 ergab, dass die in den vergangenen zwölf Monaten wahrgenommene Inflation im Median bei 3,1 % und damit auf dem niedrigsten Stand seit September 2021 lag. Unterdessen stieg der Median der Erwartungen für die Gesamtinflation in den kommenden zwölf Monaten von 2,6 % im Februar 2025 auf 2,9 % im März. Auch der Median der Erwartungen für die Gesamtinflation in drei Jahren war mit 2,5 % etwas höher als der Februarwert von 2,4 %. Die gestiegenen Inflationserwartungen auf der Verbraucherseite hängen mit einer höheren Inflationsunsicherheit bei einigen Befragten zusammen.

Die umfragebasierten Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen und die marktbasierten Messgrößen des längerfristigen Inflationsausgleichs beliefen sich zumeist auf rund 2 % und blieben damit stabil (siehe

Abbildung 12). Gemäß der EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten (SMA) vom April 2025 (die vom 31. März bis zum 2. April durchgeführt wurde) und dem Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB für das zweite Quartal 2025 (der vom

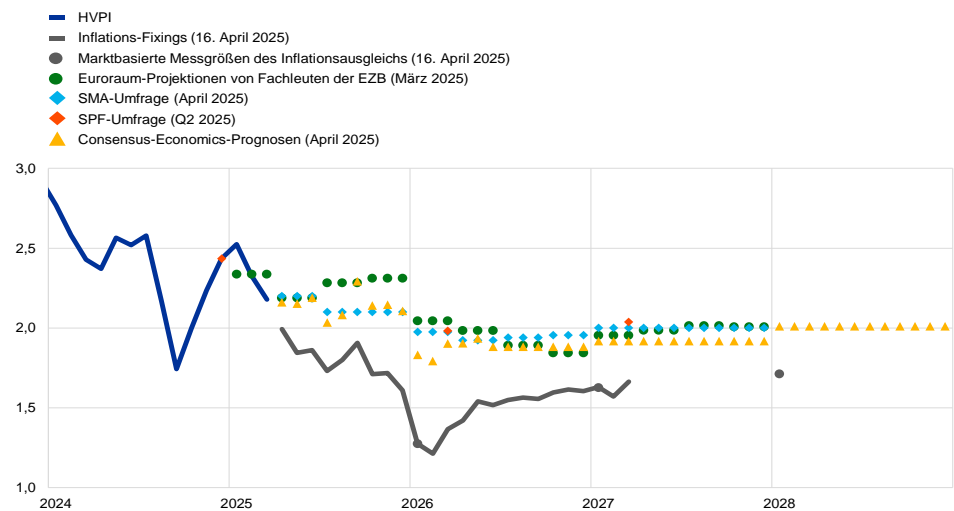
1. bis zum 4. April durchgeführt wurde) lagen die längerfristigen Inflationserwartungen sowohl im Median als auch im Durchschnitt unverändert bei 2 %. Die längerfristigen marktbasierten Messgrößen des Inflationsausgleichs (auf Basis des HVPI ohne Tabakwaren) gingen im Berichtszeitraum zurück. So betrug der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren rund 2 %. Ferner deuten die modellbasierten Schätzungen der tatsächlichen Inflationserwartungen ohne Inflationsrisikoprämien darauf hin, dass die Marktteilnehmer auf längere Sicht weiterhin mit einer Inflationsrate von rund 2 % rechnen.

Abbildung 12

Gesamtinflation sowie Inflationsprojektionen und -erwartungen

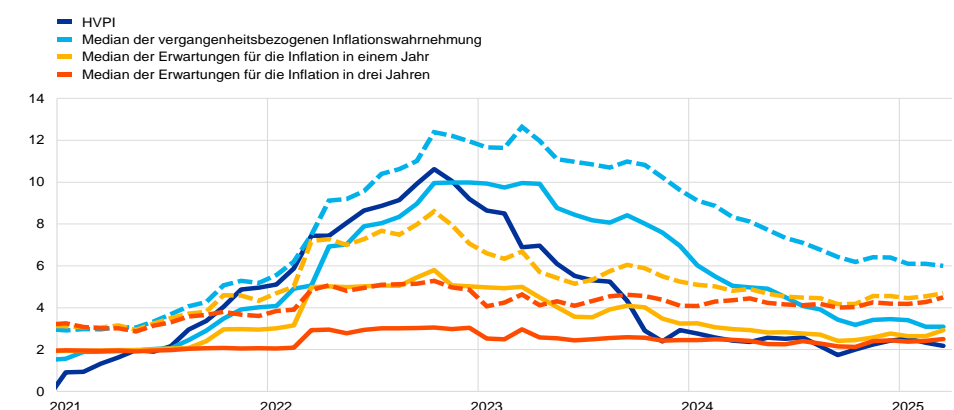
a) Gesamtinflation, marktbasierte Messgrößen des Inflationsausgleichs, Inflationsprojektionen und umfragebasierte Indikatoren der Inflationserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



b) Gesamtinflation und CES-Umfrage

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, London Stock Exchange Group (LSEG), Consensus Economics, EZB (SMA-Umfrage, SPF-Umfrage und CES-Umfrage), Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom März 2025 und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In Grafik a basiert die Zeitreihe der marktbasierten Messgrößen des Inflationsausgleichs auf der einjährigen Kassainflationsrate, dem einjährigen Terminalsatz in einem Jahr, dem einjährigen Terminalsatz in zwei Jahren und dem einjährigen Terminalsatz in drei Jahren. Die Angaben zu den marktbasierten Messgrößen des Inflationsausgleichs beziehen sich auf den 16. April 2025. Inflation-Fixings sind Swap-Kontrakte, die an bestimmte monatliche Veröffentlichungen der jährlichen HVPI-Inflationsrate ohne Tabakwaren im Euroraum gekoppelt sind. Die SPF-Umfrage für das zweite Quartal 2025 wurde vom 1. bis zum 4. April 2025 durchgeführt. Stichtag für die langfristigen Prognosen von Consensus Economics war der 7. April 2025. Die gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom März 2025 wurden am 19. Februar 2025 fertiggestellt. Stichtag für die technischen Annahmen war der 6. Februar 2025. In Grafik b stellen bei der CES-Umfrage die gestrichelten Linien den Mittelwert und die durchgezogenen Linien den Median dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2025.

Während des Berichtszeitraums (6. März bis 16. April 2025) wurden die Finanzmärkte des Euroraums stark von den Änderungen der Handelspolitik in den Vereinigten Staaten beeinflusst. Die Ankündigung massiver US-Zölle am 2. April hat zu den umfassendsten Preisanpassungen bei finanziellen Vermögenswerten seit der Corona-Pandemie und zu einer erhöhten Volatilität geführt. Die anschließende 90-tägige Aussetzung der Zölle für die meisten US-Handelspartner sorgte nur zum Teil für Entspannung. Insgesamt verschob sich die Terminkurve des risikofreien Zinssatzes €STR (Euro Short-Term Rate) nach unten, wobei die Märkte am Ende des Berichtszeitraums Zinssenkungen im Euroraum von insgesamt rund 85 Basispunkten bis Ende 2025 einpreisten. Die Renditen langfristiger Staatsanleihen gingen in den einzelnen Ländern ebenfalls zurück, und zwar etwas stärker als die risikofreien Zinssätze. Die Aktiennotierungen im Eurogebiet sanken bei einer hohen Volatilität deutlich – insbesondere nach dem 2. April. Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum weiteten sich unterdessen im Investment-Grade-Segment und besonders im Hochzinsbereich aus. An den Devisenmärkten wertete der Euro sowohl gegenüber dem US-Dollar (um 5,2 %) als auch in handelsgewichteter Rechnung (um 3,3 %) kräftig auf.

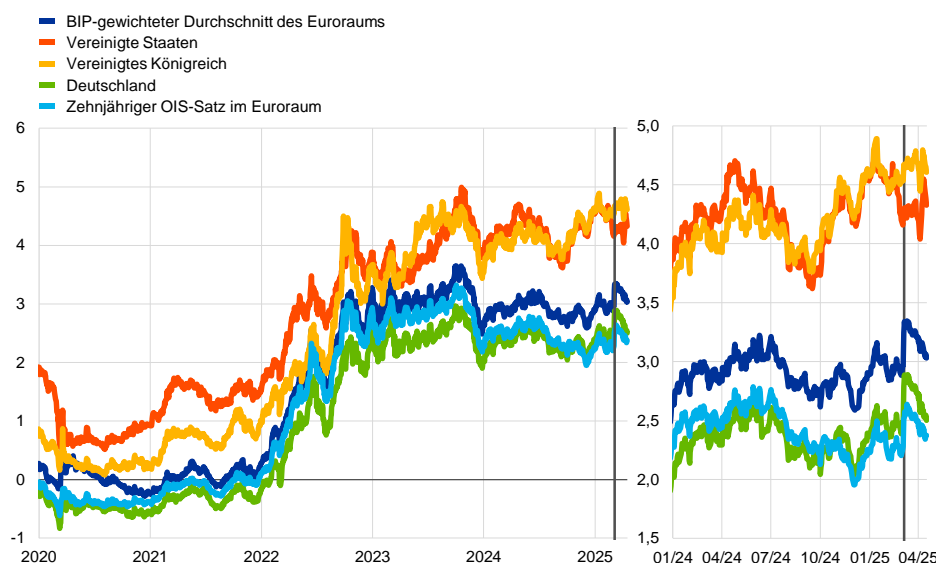
Die risikofreien Zinssätze im Euroraum zeigten im Berichtszeitraum bei erhöhter Volatilität – wofür die zunehmenden Handelsspannungen verantwortlich waren – einen Rückgang auf. Dies führte zu einem steileren Verlauf der Terminkurve. Der Referenzsatz €STR notierte im Berichtszeitraum im Schnitt bei 2,45 %, nachdem der EZB-Rat auf seiner Sitzung im März wie allgemein erwartet beschlossen hatte, die Leitzinsen um 25 Basispunkte zu senken. Die Überschussliquidität sank um etwa 44 Mrd. € auf 2 783 Mrd. €. Geschuldet war dies in erster Linie dem Umstand, dass sich der Bestand an für geldpolitische Zwecke gehaltenen Wertpapieren verringerte. Dies ist vor dem Hintergrund zu sehen, dass das Eurosystem die Tilgungsbeträge fällig gewordener Wertpapiere, die es im Rahmen seiner geldpolitischen Ankaufprogramme hielt, nicht mehr reinvestiert. Nach Ankündigung einer voraussichtlich expansiven Finanzpolitik in Deutschland und einer Initiative der EU-Kommission zur Erhöhung der Verteidigungsausgaben (ReArm Europe) kurz vor dem Berichtszeitraum verschob sich die Terminkurve nach oben, verlagerte sich dann aber angesichts der zunehmenden internationalen Handelsspannungen zum großen Teil sukzessive wieder nach unten. Die Zollankündigungen der US-Regierung vom 2. April und die anschließende Zuspitzung der globalen Handelsspannungen bewirkten eine deutliche Abwärtsverschiebung der Terminkurve. Sie spiegelt die Erwartung einer schnelleren geldpolitischen Lockerung im Euroraum wider. Bis zum Ende des Berichtszeitraums preisten die Märkte kumulierte Zinssenkungen von rund 85 Basispunkten bis Ende 2025 ein, also etwa 40 Basispunkte mehr als zu Beginn des Zeitraums. Die längerfristigen risikofreien Zinssätze im Eurogebiet gaben im Berichtszeitraum ebenfalls nach, wenn auch in geringerem Umfang. Folglich nahm die Terminkurve einen steileren Verlauf, da der zehnjährige nominale Zinssatz für Tagesgeld-Swaps (OIS-Satz) im Euroraum um 15 Basispunkte auf 2,4 % sank.

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen sanken ebenfalls, wenngleich von Land zu Land unterschiedlich stark (siehe Abbildung 13). Die mit dem BIP gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Euroraum lag am Ende des Berichtszeitraums bei 3 % und hatte sich damit gegenüber ihrem Ausgangswert um 31 Basispunkte verringert. Mit Blick auf den Abstand zum OIS-Satz bedeutet dies eine Verengung um rund 15 Basispunkte. Die Renditeabstände von Staatsanleihen verengten sich größtenteils vor der Zollankündigung der US-Regierung am 2. April, wobei sich die Veränderungen über die verschiedenen Länder hinweg weitgehend gleichermaßen bemerkbar machten. Die Ausweitung der internationalen Handelsspannungen verstärkte dann die Streuung zwischen den Staatsanleiherenditen im Euroraum etwas, da sich die Investoren sichereren Anlageformen zuwandten. Was die Entwicklungen außerhalb des Eurogebiets betrifft, so war die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen starken Schwankungen ausgesetzt und stieg um rund 5 Basispunkte auf 4,3 % am Ende des Berichtszeitraums. Die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Vereinigten Königreich sank dagegen um 7 Basispunkte auf 4,6 %.

Abbildung 13

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

(in % p. a.)



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

Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 6. März 2024. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 16. April 2025.

Die Handelsspannungen sorgten während des Berichtszeitraums für eine erhebliche Volatilität an den Aktienmärkten weltweit und im Euroraum, was zu einem kräftigen Rückgang der Aktienkurse führte. Nach der Verhängung von Zöllen auf Automobilimporte durch die US-Regierung und im Vorfeld der am 2. April angekündigten breit angelegten „reziproken“ Zölle verzeichneten die Aktienmärkte stärkere Kursrückgänge. Von Jahresanfang bis zum Beginn des Berichtszeitraums hatten die Aktien des Euroraums besser abgeschnitten als US-Aktien, da eine Umschichtung der Mittelflüsse bei Aktienfonds zugunsten von Europa die negativen Auswirkungen der Handelsspannungen teilweise ausglich. Die Ankündigung am

2. April und die daraufhin eskalierenden globalen Handelsspannungen lösten hingegen eine Verkaufswelle an den weltweiten Aktienmärkten aus. Nachdem die US-Regierung die „reziproken“ Zölle für alle Länder außer China für 90 Tage ausgesetzt hatte, erholten sich die Aktienkurse trotz der gestiegenen Unsicherheit im Welthandel zum Teil wieder. Die Aktienindizes im Euroraum verzeichneten im Berichtszeitraum einen Rückgang um insgesamt 8,5 %. Dabei gingen die Aktienkurse nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften um 9,4 % und Bankwerte um 7,9 % zurück. Die Aktienindizes in den Vereinigten Staaten sanken um 8 %, wobei Banken 9,9 % und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften 8,3 % verloren.

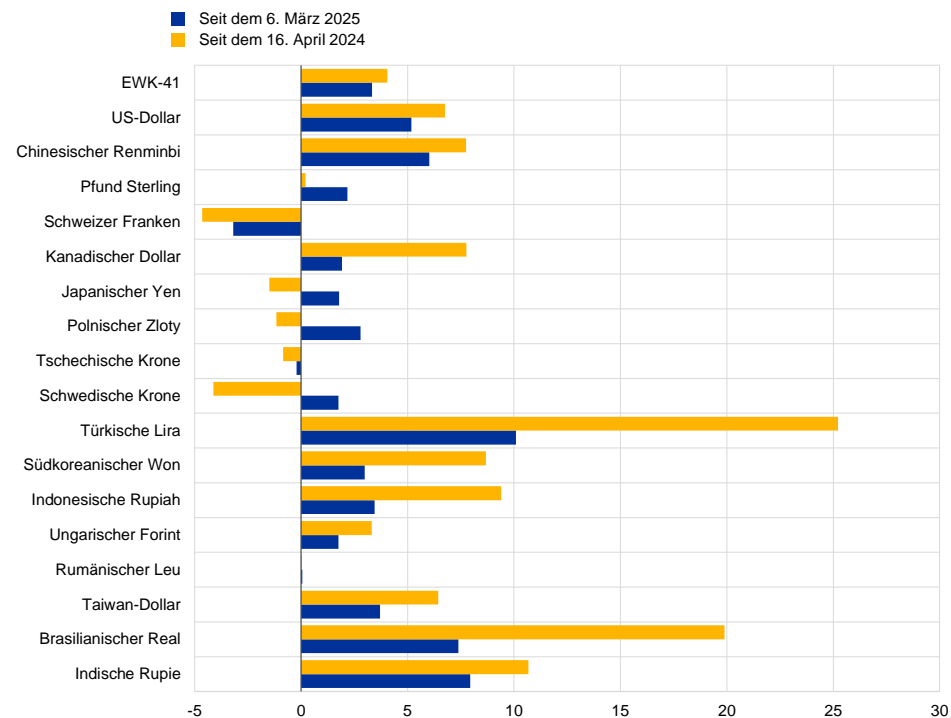
Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen weiteten sich sowohl im Investment-Grade-Segment als auch im Hochzinsbereich aus. Die Risikoscheu spiegelte sich auch an den Märkten für Unternehmensanleihen wider. Maßgeblich für die sich ausweitenden Renditeabstände im Investment-Grade-Segment war die nahezu parallel zu beobachtende Ausweitung der Spreads von Anleihen finanzieller und nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften um etwa 30 Basispunkte. Im Hochzinssegment zeigte die Zollankündigung eine ausgeprägtere Wirkung. Hier vergrößerten sich die Renditeabstände von Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften um 110 Basispunkte und diejenigen finanzieller Kapitalgesellschaften um rund 85 Basispunkte.

An den Devisenmärkten wertete der Euro sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch in handelsgewichteter Rechnung kräftig auf (siehe Abbildung 14). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 41 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, stieg während des Berichtszeitraums um 3,3 % an. Diese kräftige Aufwertung des Euro war auf breiter Front zu beobachten. Maßgeblich für den Kursgewinn von 5,2 % gegenüber dem US-Dollar waren veränderte Markterwartungen zu den Wachstumsaussichten in den Vereinigten Staaten und den möglichen Auswirkungen der US-Politik nach den Anfang April angekündigten Zöllen. Auch gegenüber dem chinesischen Renminbi wertete der Euro auf (um 6,0 %). Die Schwächung des Renminbi war auf die erwarteten negativen Auswirkungen der US-Zölle zurückzuführen. Gegenüber der türkischen Lira legte der Euro deutlich zu, was an den länderspezifischen Entwicklungen in diesem Schwellenland lag, die eine breit angelegte Schwächung der türkischen Lira zur Folge hatten. Im Gegensatz dazu verlor der Euro gegenüber dem Schweizer Franken 3,2 % an Wert. Dies geschah vor dem Hintergrund der Unsicherheit an den Märkten und einer breiter angelegten Risikoscheu.

Abbildung 14

Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

(Veränderung in %)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „EWK-41“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 41 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums. Eine positive Veränderung entspricht einer Aufwertung des Euro, eine negative Veränderung einer Abwertung. Stichtag für die Berechnung der prozentualen Veränderungen war der 16. April 2025.

Aus den jüngsten offiziellen Statistiken zur Unternehmenskreditvergabe, die am 2. April 2025 veröffentlicht wurden, geht hervor, dass sich die Kreditaufnahme für Unternehmen aufgrund der Zinssenkungen der EZB erneut verbilligt hat. Im Februar blieben die Finanzierungskosten der Banken in der Nähe ihres zuletzt verzeichneten Höchstwerts. Indessen gingen die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen von ihren zuvor verzeichneten Höchstständen weiter sukzessive zurück. Die durchschnittlichen Zinssätze für neue Unternehmenskredite sanken im Februar auf 4,1 %, während die Zinsen für neue Hypothekarkredite geringfügig auf 3,3 % anstiegen. Die Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte belebte sich im Februar weiter, blieb aber deutlich unter ihren historischen Durchschnittswerten. Darin spiegelten sich die nach wie vor schwache Nachfrage und die restriktiven Kreditrichtlinien wider. Aufgrund der höheren Aktienrisikoprämien verteuerte sich die Finanzierung über Eigenkapital für die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in der Zeit vom 6. März bis zum 16. April 2025, während sich die Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung kaum änderten. Der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom April 2025 zufolge haben sich die Richtlinien für Unternehmenskredite im ersten Quartal 2025 erneut leicht verschärft. Zugleich ging die Kreditnachfrage per saldo geringfügig zurück, nachdem sie sich in den Vorquartalen etwas erholt hatte. Die Richtlinien für Wohnungsbaukredite wurden gelockert, und die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten stieg weiter kräftig an. In der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) für das erste Quartal 2025, die vom 10. Februar bis zum 21. März 2025 durchgeführt wurde, meldeten die Unternehmen, dass die Zinssätze der Banken gesunken seien und sich die sonstigen Kreditbedingungen abermals leicht verschärft hätten. Zudem gaben sie an, dass ihr Bedarf an Bankkrediten etwas zurückgegangen und die Verfügbarkeit von Bankkrediten weitgehend unverändert geblieben sei. Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 erhöhte sich im Februar weiter auf 4,0 %.

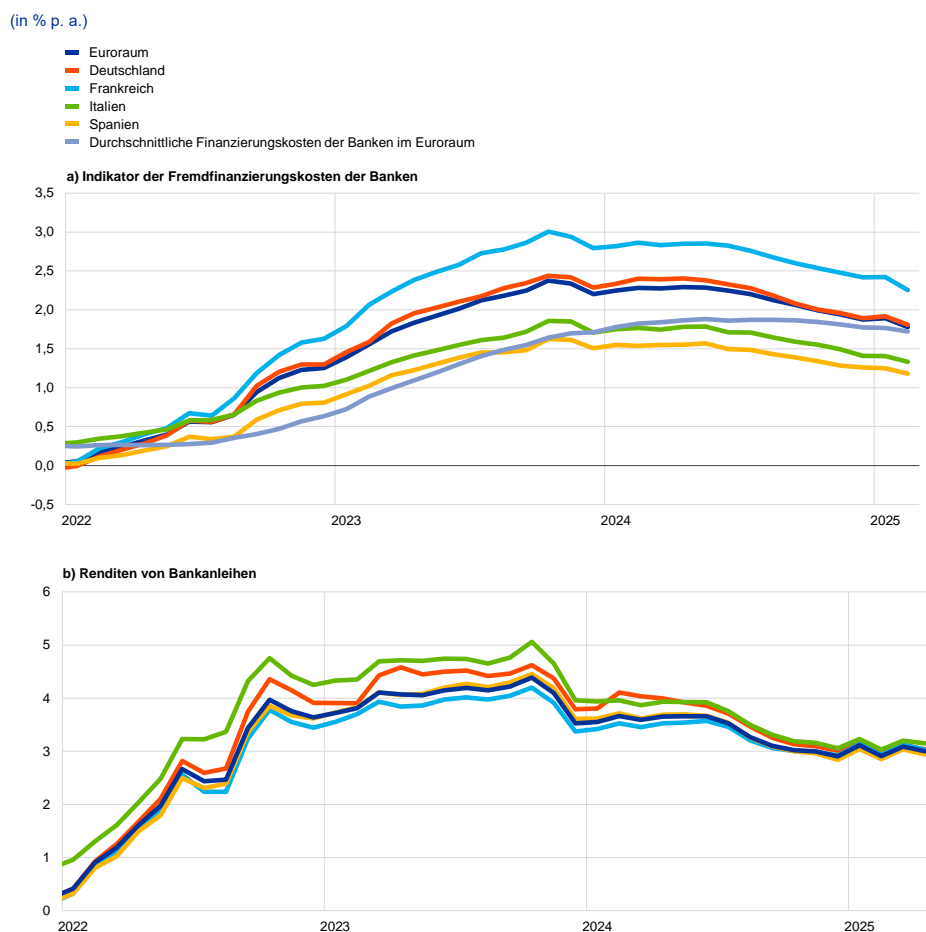
Die marginalen Finanzierungskosten der Banken im Euroraum sanken im Februar 2025 erneut, während ihre durchschnittlichen Finanzierungskosten nur geringfügig zurückgingen.

Der Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum, d. h. der Index, der die marginalen Finanzierungskosten der Banken bemisst, verringerte sich im Februar (siehe Abbildung 15, Grafik a). Ausschlaggebend hierfür waren die Zinssenkungen und eine gestiegene Liquiditätspräferenz der Unternehmen und privaten Haushalte. Die durchschnittlichen Finanzierungskosten der Banken sanken indes nur leicht. Die Einlagenzinsen und die Interbanken-Geldmarktsätze gaben weiter nach. So sank der gewichtete Zinssatz für Einlagen im Februar auf 1,1 %, verglichen mit einem Höchststand von 1,4 % im Mai 2024. Anfang März erhöhten sich die Bankanleiherenditen und gingen anschließend im Zuge der gestiegenen gesamtwirtschaftlichen und geopolitischen Unsicherheit wieder zurück (siehe Abbildung 15, Grafik b). Die Zinssätze für Termineinlagen von Unternehmen und privaten Haushalten sanken stärker als jene für täglich fällige Einlagen. Infolgedessen verkleinerte sich die beträchtliche Lücke zwischen den Zinssätzen für Termineinlagen und jenen für täglich fällige Einlagen sowohl bei den Unternehmen

als auch bei den privaten Haushalten weiter. Darin kam der etwas kräftigere Rückgang der Verzinsung von Einlagen mit vereinbarter Laufzeit zum Ausdruck.

Abbildung 15

Indikator der Finanzierungskosten der Banken in ausgewählten Ländern des Euroraums



Quellen: EZB, S&P Dow Jones Indices LLC und/oder verbundene Unternehmen sowie EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Der Indikator der Finanzierungskosten entspricht dem gewichteten Durchschnitt aus den Kosten des Neugeschäfts mit täglich fälligen Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit, Termineinlagen und Anleihen sowie der Aufnahme neuer Kredite am Interbankenmarkt (gewichtet mit den jeweiligen Bestandsgrößen). Die durchschnittlichen Finanzierungskosten der Banken basieren auf den Zinssätzen ausstehender Einlagen und Interbankenkredite bzw. bei Anleihen auf der Endfälligkeitsrendite bei Emission; hierbei wird dieselbe Gewichtung wie beim Indikator für die Finanzierungskosten zugrunde gelegt. Bei den Bankanleiherenditen handelt es sich um die monatlichen Durchschnittsrenditen vorrangiger Anleihen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2025 (Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken in Grafik a) bzw. den 16. April 2025 (Renditen von Bankanleihen in Grafik b).

Der Bankensektor des Euroraums zeigte sich nach wie vor widerstandsfähig. Seine Kapitalausstattung war gut und seine Ertragskraft immer noch hoch, obwohl das schwache Wirtschaftswachstum für Gegenwind sorgte. Die Kapitalausstattung der Banken blieb im vierten Quartal 2024 weitgehend unverändert. Die Eigenkapitalquoten lagen deutlich über 15 %, und die freiwilligen Eigenkapitalpuffer überstiegen die Anforderungen für das harte Kernkapital (CET1). Die Eigenkapitalrentabilität der Banken blieb mit 10 % im vierten Quartal 2024 hoch, auch wenn der Rückstellungsbedarf in einigen Anlageklassen stieg und der stützende Effekt des Nettozinsertrags gegenüber dem Höchststand im ersten Quartal 2024 nachließ. Vor dem Hintergrund eines noch immer erhöhten Zinsniveaus setzte sich die allmähliche Verschlechterung der Aktivaqualität fort,

wobei erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern bestanden. Der Anteil der notleidenden Kredite blieb stabil und lag in der Nähe des historischen Tiefstands, der im ersten Quartal 2023 verzeichnet wurde. Allerdings nahm der Anteil der Kredite mit erhöhtem Ausfallrisiko (Stufe-2-Kredite) 2024 deutlich zu, insbesondere bei den Ausleihungen an kleine Unternehmen und den Gewerbeimmobilienkrediten. Um dem Rechnung zu tragen, stockten die Banken ihre Rückstellungen für Kreditausfälle auf.

Im Februar sanken die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen weiter, während sich die Zinsen für Kredite an private Haushalte stabilisierten. Vor dem Hintergrund der Leitzinssenkungen sind die Kreditzinsen seit Sommer 2024 rückläufig (siehe Abbildung 16). Im Februar 2025 sanken die Zinsen für neue Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften um 15 Basispunkte auf 4,10 % und lagen damit rund 1,2 Prozentpunkte unter ihrem Höchststand vom Oktober 2023 (siehe Abbildung 16, Grafik a). Dieser Rückgang war in allen großen Euro-Ländern zu beobachten und betraf vor allem Kredite mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr. Die Zinsen für Kredite mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr stiegen aufgrund der höheren längerfristigen risikofreien Zinssätze hingegen an. Die Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung der Unternehmen verringerten sich im Februar auf 3,5 %. In jüngerer Zeit kam es allerdings zum einem gewissen Aufwärtsdruck, und die Fremdfinanzierung verteuerte sich im April auf 3,7 % (siehe Abbildung 17). Die Zinsdifferenz zwischen Klein- und Großkrediten an Unternehmen weitete sich im Februar leicht auf 0,47 Prozentpunkte aus. Sie lag damit etwas über ihrem historischen Tiefstand. Zwischen den einzelnen Ländern waren hierbei allerdings Unterschiede festzustellen. Die Zinssätze für neue Wohnungsbaukredite an private Haushalte stiegen zugleich zwar um 8 Basispunkte auf 3,33 %, lagen aber noch immer rund 70 Basispunkte unter ihrem Höchststand vom November 2023 (siehe Abbildung 16, Grafik b). Auch hier gab es nationale Unterschiede. Der Anstieg war auf die Entwicklung der langfristigen Zinssätze zurückzuführen und bei längeren Laufzeiten ausgeprägter.

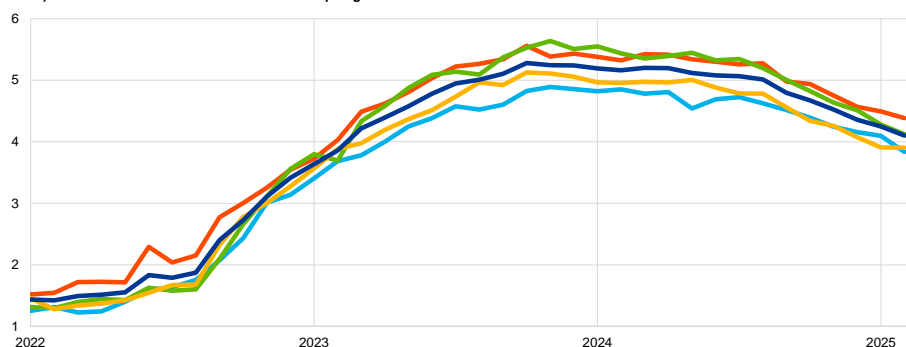
Abbildung 16

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

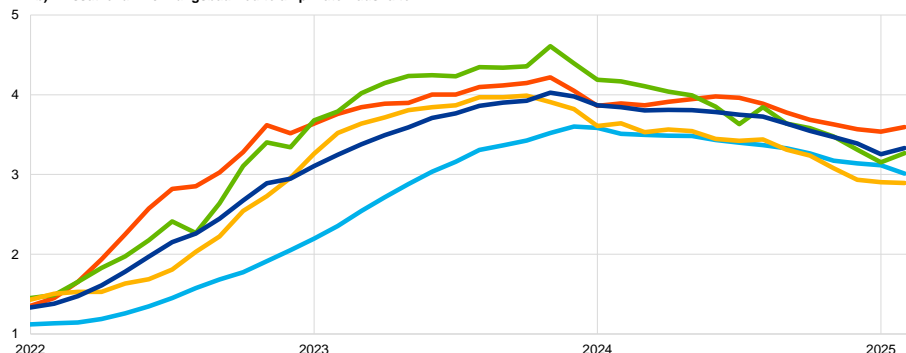
(in % p. a.)

■ Euroraum
■ Deutschland
■ Frankreich
■ Italien
■ Spanien

a) Zinssätze für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften



b) Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

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

Während sich die Finanzierung über Eigenkapital für die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in der Zeit vom 6. März bis zum 16. April 2025 verteuerte, veränderten sich die Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung kaum.

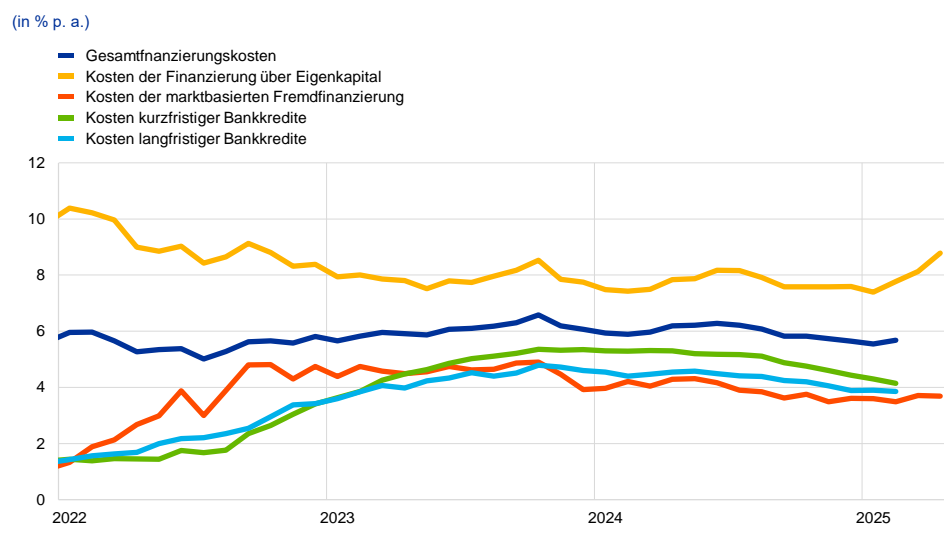
Betrachtet man die bis Februar 2025 verfügbaren Monatswerte, so erhöhten sich die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (d. h. die Kosten der Bankkreditaufnahme, der marktbasierten Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital) im Februar auf 5,7 %.³ Sie lagen jedoch noch unter dem Mehrjahreshoch vom Oktober 2023 (siehe Abbildung 17). Grund für den Anstieg war die Verteuerung der Finanzierung über Eigenkapital aufgrund der höheren Aktienrisikoprämie. Alle anderen Kostenkomponenten waren indessen entweder rückläufig oder blieben unverändert. Aus den Tageswerten vom 6. März bis zum 16. April 2025 geht hervor, dass die Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung in diesem Zeitraum stabil blieben. Dies lag daran, dass die

³ Aufgrund der zeitverzögerten Verfügbarkeit von Daten zu den Kosten der Bankkreditaufnahme liegen Angaben zu den Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nur bis Februar 2025 vor.

Abwärtsverlagerung der Terminzinskurve für den Overnight Index Swap (OIS-Kurve) bei den mittleren und langen Laufzeiten durch eine Ausweitung der Renditeabstände von Unternehmensanleihen, insbesondere im Hochzinssegment, fast vollständig ausgeglichen wurde. Die Kosten der Eigenkapitalfinanzierung erhöhten sich im genannten Zeitraum infolge der gestiegenen Aktienrisikoprämie. Dem konnte auch der Rückgang des langfristigen risikofreien Zinssatzes (näherungsweise anhand des zehnjährigen OIS-Zinssatzes bestimmt) nicht entgegenwirken.

Abbildung 17

Nominale Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum nach Komponenten



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

Anmerkung: Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften beruhen auf monatlichen Daten und werden berechnet als gewichteter Durchschnitt der Kosten lang- und kurzfristiger Bankkredite (Monatsdurchschnittswerte), der marktbasierter Fremdfinanzierung (Monatsendwerte) und der Finanzierung über Eigenkapital (Monatsendwerte), bezogen auf die jeweiligen Bestandsgrößen. Bei den Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung und den Kosten der Finanzierung über Eigenkapital beziehen sich die jüngsten Angaben auf den 16. April 2025 (Tageswerte) und bei den Gesamtfinanzierungskosten und den Kosten von Bankkrediten auf Februar 2025 (Monatswerte).

Die Belebung der Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte setzte sich im Februar in gemäßtem Tempo fort. In dieser Entwicklung kam zum Ausdruck, dass die Nachfrage nach wie vor schwach und die Kreditrichtlinien weiterhin restriktiv waren.

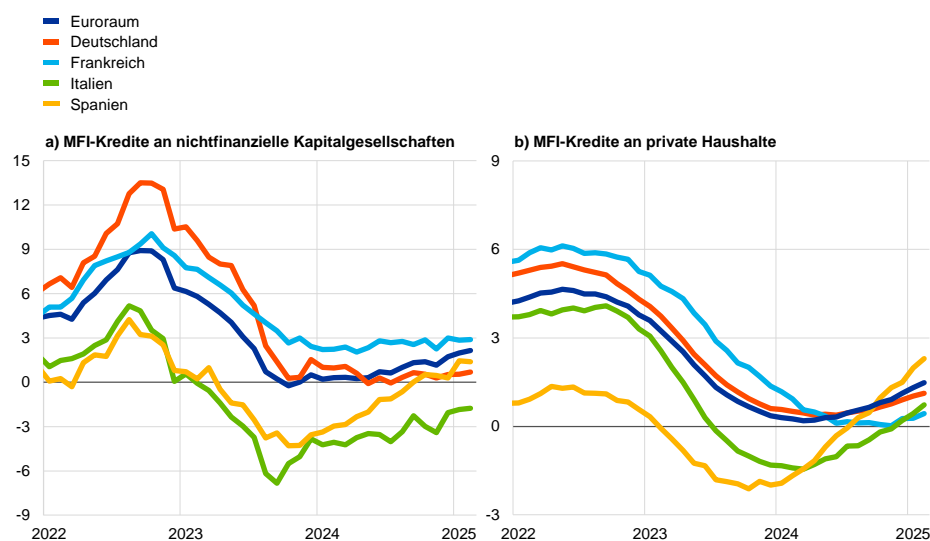
Das jährliche Wachstum der Bankkreditvergabe an Unternehmen erhöhte sich von 2,0 % im Januar auf 2,2 % im Februar 2025 (siehe Abbildung 18, Grafik a). Es lag damit weiterhin deutlich unter seinem historischen Durchschnitt von 4,8 %. Verantwortlich für den Anstieg waren vor allem die kurzfristigen Kredite mit einer Laufzeit bis zu einem Jahr. Nach einigen Monaten mit einer volatilen Entwicklung war die Emission von Unternehmensschuldverschreibungen im Februar recht schwach. Ihre Jahreswachstumsrate blieb mit 3,2 % relativ stabil. Die Jahreswachstumsrate der Kredite an private Haushalte nahm von 1,3 % im Januar auf 1,5 % im Februar zu, lag damit aber nach wie vor erheblich unter ihrem historischen Durchschnitt von 4,1 % (siehe Abbildung 18, Grafik b). Wichtigste Triebfeder für diesen Aufwärtstrend waren weiterhin die Wohnungsbaukredite. Die Konsumentenkredite stabilisierten sich unterdessen und verzeichneten im Februar ein Jahreswachstum von 3,9 %. Dagegen entwickelten sich die sonstigen Kredite an private Haushalte, darunter

auch die Kredite an Einzelunternehmen, erneut verhalten. In der [Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen](#) vom Februar berichteten unter dem Strich nach wie vor mehr Haushalte von einem restriktiveren Kreditzugang als von einer Lockerung. Für die kommenden zwölf Monate rechnen sie aber insgesamt mit einer leichten Verbesserung des Kreditzugangs.

Abbildung 18

MFI-Kredite in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

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

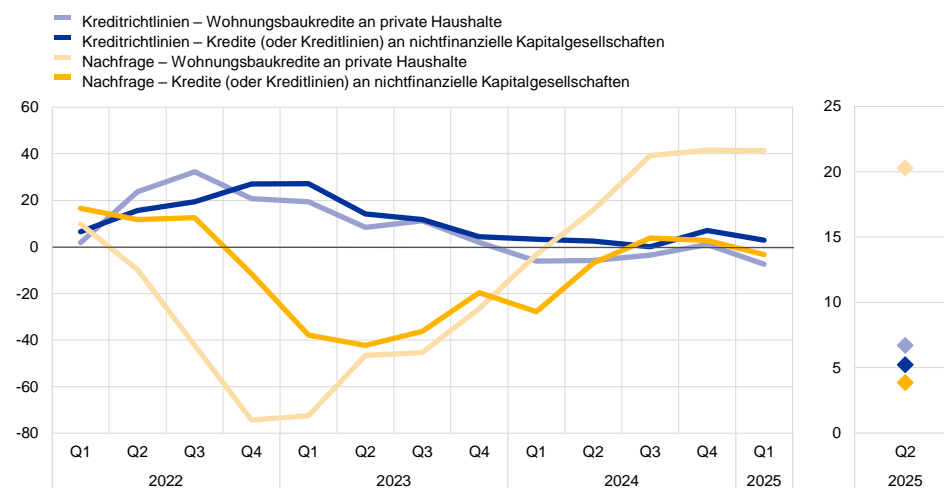
Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom April 2025 haben die Banken ihre Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten im ersten Quartal 2025 etwas weiter verschärft. Die Richtlinien für Wohnungsbaukredite wurden indes leicht gelockert (siehe Abbildung 19). Die Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten wurden im ersten Quartal 2025 erneut verschärft, allerdings nicht so stark wie in der vorangegangenen Umfrage erwartet. Ausschlaggebend für die weitere Verschärfung waren nach wie vor das nach Einschätzung der Banken gestiegene Kreditrisiko im Zusammenhang mit den Konjunkturaussichten sowie branchen- und firmenspezifischen Faktoren. Die Richtlinien für Wohnungsbaukredite an private Haushalte wurden den Banken zufolge insgesamt leicht gelockert, während die Richtlinien für Konsumentenkredite erneut etwas restriktiver ausgestaltet wurden. Ausschlaggebend für die Lockerung bei den Wohnungsbaukrediten war der Wettbewerb durch andere Banken. Dagegen war die Verschärfung bei den Konsumentenkrediten in erster Linie auf die Risikoeinschätzung zurückzuführen. Der Anteil abgelehnter Kreditanträge blieb bei den Krediten an Großunternehmen und den Konsumentenkrediten weitgehend unverändert. Bei den Wohnungsbaukrediten war er insgesamt leicht rückläufig, während er sich bei den Krediten an kleine und mittlere Unternehmen (KMUs) abermals etwas erhöhte. Für das zweite Quartal 2025 erwarten die Banken eine erneute Verschärfung der Richtlinien für die Vergabe von Unternehmens-, Konsumenten- und Wohnungsbaukrediten.

Im ersten Quartal 2025 meldeten die Banken einen weiteren leichten Rückgang der Kreditnachfrage der Unternehmen, nachdem sich diese in den beiden vorangegangenen Quartalen etwas erholt hatte. Die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten nahm hingegen stark zu. Obwohl von den sinkenden Zinsen eine stützende Wirkung ausging, sank die Nachfrage nach Unternehmenskrediten, was vor allem einem negativen Beitrag der Lagerhaltung und Betriebsmittel geschuldet war. Die Anlageinvestitionen wirkten sich weiterhin im Großen und Ganzen neutral auf die Kreditnachfrage aus. Einigen Banken zufolge beeinträchtigte die wirtschaftliche und geopolitische Unsicherheit die längerfristige Planung der Unternehmen. Bei den Wohnungsbaukrediten spiegelte der kräftige Nachfrageanstieg vor allem den Zinsrückgang, in geringerem Maße aber auch die verbesserten Aussichten am Wohnimmobilienmarkt und ein zunehmendes Vertrauen wider. Die Nachfrage nach Konsumentenkrediten erhöhte sich moderat und wurde dabei vor allem durch die sinkenden Zinsen gestützt. Einen kleinen Beitrag leisteten zudem das Verbrauchervertrauen und die Ausgaben für langlebige Konsumgüter. Für das zweite Quartal 2025 erwarten die Banken, dass die Nachfrage nach Unternehmenskrediten leicht steigen und die Nachfrage der privaten Haushalte – insbesondere nach Wohnungsbaukrediten – weiter zunehmen wird.

Abbildung 19

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

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



Quelle: Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum.

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

Der Umfrage zufolge blieb der Zugang der Banken zur Finanzierung im ersten Quartal 2025 weitgehend unverändert. Die Risikowahrnehmung in Bezug auf die Kreditqualität wirkte sich jedoch verschärfend auf die Kreditvergabebedingungen aus. Während sich der Zugang der Banken zur Retail-Refinanzierung im ersten Quartal 2025 kaum veränderte, gestaltete sich die Refinanzierung über Schuldverschreibungen, den Geldmarkt und Verbriefungen

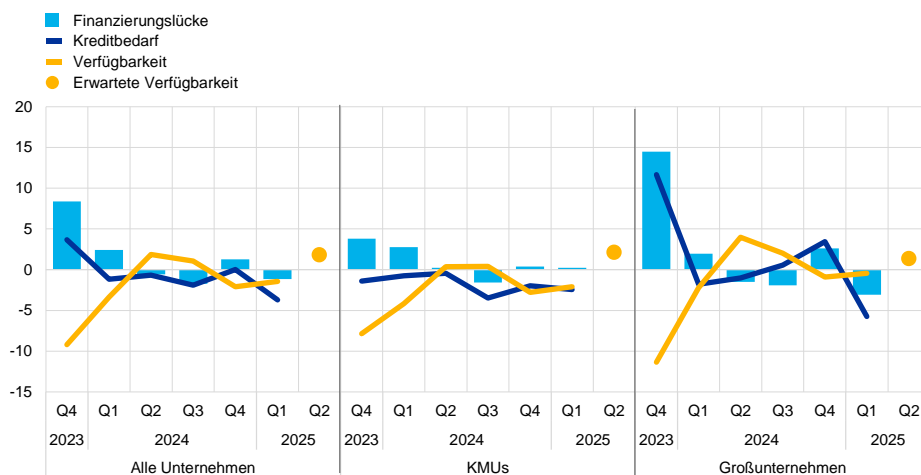
etwas einfacher. Der Abbau der geldpolitischen Wertpapierportfolios der EZB hatte nach Angaben der Banken im Euroraum in den letzten sechs Monaten einen leicht negativen Effekt auf ihre Finanzierungsbedingungen und ihre Liquiditätsposition sowie einen weitgehend neutralen Effekt auf ihre Kreditrichtlinien. Die Quote notleidender Kredite und andere Indikatoren der Kreditqualität wirkten sich im ersten Quartal 2025 per saldo verschärfend auf die Richtlinien der Banken für Unternehmenskredite und Konsumentenkredite, jedoch neutral auf die Richtlinien für Wohnungsbaukredite aus. Den befragten Banken zufolge haben sich die bereits beschlossenen und für die Zukunft erwarteten Leitzinsentscheidungen der EZB in den vergangenen sechs Monaten per saldo weiter negativ auf ihre Zinsmargen ausgewirkt, während der Effekt auf das Kreditvolumen leicht negativ blieb. In den kommenden sechs Monaten rechnen die Banken per saldo mit einem ähnlich negativen Effekt der EZB-Leitzinsentscheidungen auf ihre Margen. Dadurch dürfte sich ihre Ertragslage trotz des leicht positiven Volumeneffekts insgesamt verschlechtern.

In der jüngsten Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) berichteten die Unternehmen, dass die Bankzinsen erneut gesunken seien und sich die sonstigen Kreditbedingungen abermals leicht verschärft hätten. Im ersten Quartal 2025 stieg der prozentuale Saldo der Großunternehmen, die einen Zinsrückgang beobachteten, merklich an. Die KMUs berichteten hingegen unter dem Strich von weitgehend unveränderten Zinsen. Zugleich gaben per saldo 24 % der Unternehmen (nach 22 % im vierten Quartal 2024) an, dass die sonstigen Finanzierungskosten wie Entgelte, Gebühren und Provisionen gestiegen seien, und per saldo 13 % (nach 15 % im vierten Quartal 2024) meldeten eine Verschärfung der Sicherheitenerfordernisse.

Abbildung 20

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

(prozentualer Saldo der befragten Unternehmen)



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

Anmerkung: Der prozentuale Saldo ist die Differenz zwischen dem Anteil der Unternehmen, die in den vergangenen drei Monaten einen Anstieg des Kreditbedarfs bzw. der tatsächlichen oder der erwarteten Verfügbarkeit von Bankkrediten meldeten, und dem Anteil der Unternehmen, die einen entsprechenden Rückgang angaben. Er nimmt einen Wert von 1 (-1) an, wenn der Finanzierungsbedarf steigt (sinkt) und sich zugleich die Verfügbarkeit der Finanzierungsmittel verringert (erhöht). Wenn die Unternehmen nur eine einseitige Zunahme (Abnahme) der Finanzierungslücke wahrnehmen, erhält die Variable den Wert 0,5 (-0,5). Ein positiver Indikatorwert deutet auf eine Vergrößerung der Finanzierungslücke hin. Zur Ermittlung der gewichteten Nettosaldo werden die Werte mit 100 multipliziert. Die erwartete Verfügbarkeit wurde um einen Zeitraum nach vorne verschoben, um einen direkten Vergleich mit den realisierten Werten zu ermöglichen. Die Angaben beziehen sich auf die zweite Pilotrunde und die Umfragerunden 30 (Oktober bis Dezember 2023) bis 34 (Januar bis März 2025).

Den befragten Unternehmen zufolge verringerte sich ihr Bedarf an

Bankkrediten geringfügig, während deren Verfügbarkeit weitgehend

unverändert blieb. Für die nächsten drei Monate wird allerdings eine leichte

Verbesserung erwartet (siehe Abbildung 20). Per saldo gab 1 % (nach 2 % im

Vorquartal) der Unternehmen an, dass sich die Verfügbarkeit von Bankkrediten

verschlechtert habe. Während die KMUs insgesamt eine geringfügige

Verschlechterung meldeten, nahmen die Großunternehmen unter dem Strich keine

Veränderung wahr. Diese Angaben decken sich mit denen der Banken in der

Umfrage zum Kreditgeschäft über den gleichen Zeitraum, wonach diese ihre

Kreditvergabepolitik und insbesondere die Kreditrichtlinien unter dem Strich leicht

verschärften. Der Finanzierungslücke bei Bankkrediten – ein Index, der die Differenz

zwischen der Veränderung des Bedarfs an Bankkrediten und deren Verfügbarkeit

angibt – war weitgehend unverändert. Mit Blick auf die Zukunft gehen die

Unternehmen insgesamt davon aus, dass sich die Verfügbarkeit von Bankkrediten in

den nächsten drei Monaten leicht verbessern wird.

Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge (M3) stabilisierte sich im

Februar vor dem Hintergrund einer fortschreitenden Abschwächung der

Nettokapitalzuflüsse aus dem Ausland und einer allmählichen Erholung der

Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte (siehe Abbildung 21). Das

jährliche M3-Wachstum erhöhte sich im Februar weiter auf 4,0 % nach 3,8 % im

Januar. Die Jahreswachstumsrate der eng gefassten Geldmenge M1, welche die

liquidesten Komponenten von M3 umfasst, stieg merklich an (auf 3,5 % im Februar

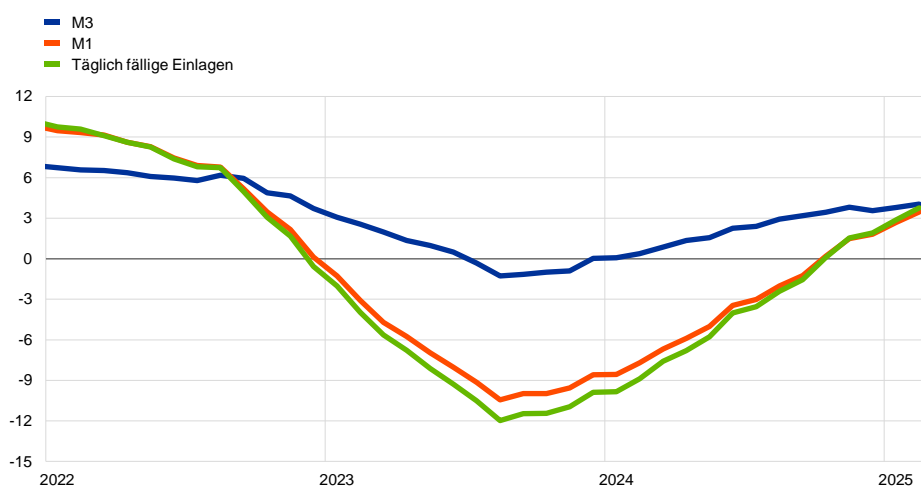
nach 2,7 % im Januar). Ausschlaggebend für diese Zunahme war die anhaltende

Belebung bei den täglich fälligen Einlagen. Deren Jahreswachstumsrate kletterte von 2,9 % im Januar auf 3,8 % im Februar. Hierin kam eine gestiegene Liquiditätspräferenz der Anleger vor dem Hintergrund der erhöhten Unsicherheit und der sinkenden Zinsen für Spareinlagen zum Ausdruck. Die – wenn auch rückläufigen – Nettokapitalzuflüsse aus dem Ausland sowie die fortschreitende Erholung der Bankkreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte begünstigten die Geldschöpfung im Februar. Zudem verlangsamte sich der Nettoerwerb von Staatsanleihen durch die Banken, und die Nettoemissionen von Staatsanleihen nahmen erheblich ab. Zugleich leisteten die anhaltende Bilanzverkürzung des Eurosystems und die Emission langfristiger Bankanleihen (die nicht in M3 enthalten sind) nach wie vor einen negativen Beitrag zum M3-Wachstum.

Abbildung 21

M3, M1 und täglich fällige Einlagen

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2025.

Kästen

1

Die Entwicklung der Renditeabstände von Unternehmensanleihen in den Vereinigten Staaten: Widerstandsfähigkeit und Herausforderungen

Mar Domenech Palacios und Martina Jančoková

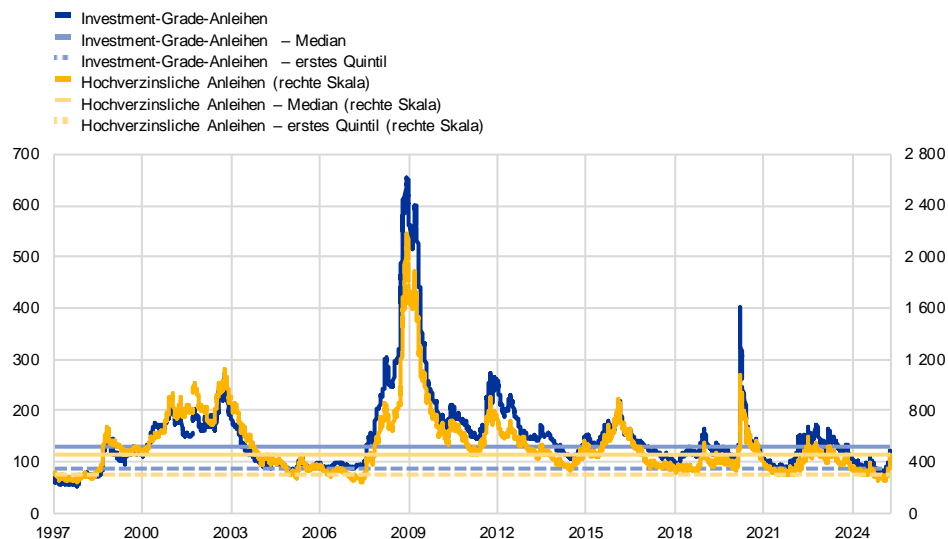
Bevor sich die Renditeabstände von Unternehmensanleihen in den Vereinigten Staaten zuletzt abrupt ausweiteten, wiesen sie trotz des erhöhten Zinsniveaus eine lang anhaltende Phase einer ungewöhnlichen Widerstandsfähigkeit auf.

Die Risikoprämie, die Anleger dafür verlangen, dass sie US-amerikanische Unternehmensanleihen statt Staatsanleihen halten, wird anhand der Renditeabstände (Spreads) von Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften gemessen. Sie blieb im gesamten Jahr 2024 außergewöhnlich niedrig. Die Spreads von Investment-Grade-Unternehmensanleihen bewegten sich in einer Spanne von 83 bis 112 Basispunkten. Im Hochzinssegment lagen sie in einem Bereich von 264 bis 393 Basispunkten. Die Renditeabstände verzeichneten damit den niedrigsten Stand seit fast 20 Jahren und lagen im ersten Quintil der historischen Spread-Verteilung seit 1999 (siehe Abbildung A). In jüngerer Zeit vergrößerten sich die Renditeabstände von US-Unternehmensanleihen allerdings merklich. Bei Investment-Grade-Anleihen stiegen sie auf 120 Basispunkte und im Hochzinssegment auf 461 Basispunkte. Dieser plötzliche Umschwung stand mit der Ankündigung neuer Zölle durch die US-Regierung im Zusammenhang, die eine erhebliche Eintrübung der Risikostimmung an den Märkten zur Folge hatte. Vor diesem Hintergrund und angesichts der jüngsten Neubewertung an den Märkten wird im vorliegenden Kasten untersucht, welche Faktoren hinter der zuvor beobachteten Widerstandsfähigkeit der Renditeabstände von Unternehmensanleihen in den Vereinigten Staaten standen. Zudem werden die möglichen Risiken eines Wiederanstiegs der Spreads in nächster Zeit bewertet.

Abbildung A

Renditeabstände von Unternehmensanleihen in den Vereinigten Staaten

(in Basispunkten)



Quellen: Federal Reserve Economic Data (FRED) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die auf ICE-BofA-Indizes basierenden optionsadjustierten Spreads (OAS) werden ermittelt als die Renditeabstände zwischen einem errechneten OAS-Index sämtlicher Anleihen in einer bestimmten Ratingklasse und einer Zinsstrukturkurve von US-Staatsanleihen am Kassamarkt. Der Index für hochverzinsliche Anleihen umfasst Papiere mit einem Rating von BB oder schlechter, der Index für Investment-Grade-Anleihen Papiere mit einem Rating von BBB oder besser. Das erste Quintil entspricht dem 20. Perzentil der Zeitreihe, die am 1. Januar 1999 beginnt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 11. April 2025.

Bis vor Kurzem wurde die lebhafte Nachfrage nach US-amerikanischen Unternehmensanleihen nicht nur durch die starken Fundamentaldaten der Unternehmen, sondern auch durch eine ausgeprägte hohe Risikoneigung an den internationalen Finanzmärkten getragen. Diese Umstände erklären zu einem Großteil die Verengung der Spreads. Die kräftigen realisierten Gewinne

und die hohen Gewinnerwartungen, die zum Teil auf die Erwartung von Produktivitätszuwächsen durch Anwendung künstlicher Intelligenz (KI) zurückzuführen sind, kamen den Aktienkursen in den USA zugute und ließen die Renditeabstände an den Märkten für US-Unternehmensanleihen kleiner werden.¹ Schätzungen der Zusatzprämie auf Anleihen (Excess Bond Premium – EBP), d. h. des über das durch Fundamentaldaten (z. B. Ausfallrisiken) gerechtfertigte Maß hinausgehenden Aufschlags, den Anleger für das Halten von Unternehmensanleihen verlangen, deuteten seit Ende 2022 auf eine anhaltend hohe Risikoneigung hin (siehe Abbildung B, Grafik a).² Die Verengung der Spreads war zudem auf breiter Front zu beobachten. Bis Ende Februar 2025 notierten nahezu 90 % der Anleihen in

¹ Zu den Bestimmungsfaktoren der hohen Aktienkurse siehe auch EZB, [Gründe für die Robustheit der Aktienkurse in den Vereinigten Staaten – Marktstruktur, Gewinnerwartungen oder Risikoprämien?](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 8/2024.

² Die EBP stellt den Anteil der von Anlegern für das Halten von Unternehmensanleihen verlangten Vergütung dar, der über einen reinen Ausgleich für die Standardrisiken im Zusammenhang mit Zinserwartungen oder Kreditrisiken hinausgeht. In der Prämie schlagen sich Faktoren wie die Stimmung an den Märkten, die Liquiditätsbedingungen und andere gesamtwirtschaftliche Unsicherheiten nieder, die Anleihekurse beeinflussen. Ein Anstieg der EBP impliziert eine geringere Risikotragfähigkeit des Finanzsektors, was zu einem Rückgang des Kreditangebots und einer Eintrübung der gesamtwirtschaftlichen Lage führt. Die EBP kann somit herangezogen werden, um die Konjunktorentwicklung in der Tendenz zu prognostizieren. Weitere Einzelheiten zu ihrer Berechnung finden sich in: S. Gilchrist und E. Zakrajšek, Credit Spreads and Business Cycle Fluctuations, American Economic Review, Bd. 102, Nr. 4, 2012.

der Stichprobe unterhalb des durch die unternehmensspezifischen Fundamentaldaten implizierten Stands. In vergangenen geldpolitischen Straffungszyklen war eine ähnliche Entwicklung zu verzeichnen. So wies die EBP im Zeitraum von 1993 bis 1995 und von 2004 bis 2006 ähnliche oder sogar niedrigere Werte auf.³ Modellanalysen deuten darauf hin, dass die Renditeabstände von Unternehmensanleihen in diesen Phasen mit hoher Risikoneigung der Tendenz nach weniger stark auf makroökonomische und geldpolitische Schocks reagieren als in Phasen mit niedriger Risikoneigung (siehe Abbildung B, Grafik b). Dies könnte die verhaltene Reaktion der Spreads auf solche Schocks bei einer anhaltend positiven Risikostimmung erklären. Im Zuge der jüngsten Ereignisse kam es jedoch zu einem raschen Stimmungsumschwung. Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen weiteten sich deutlich aus und signalisierten damit eine erhebliche Neubewertung der Risiken. Infolgedessen scheint der Markt zunehmend auf makroökonomische und politische Entwicklungen zu reagieren. Dadurch vergrößert sich die Gefahr einer erhöhten Volatilität und einer stärkeren Reaktion auf künftige Schocks, da sich die Marktstimmung weiter anpasst.

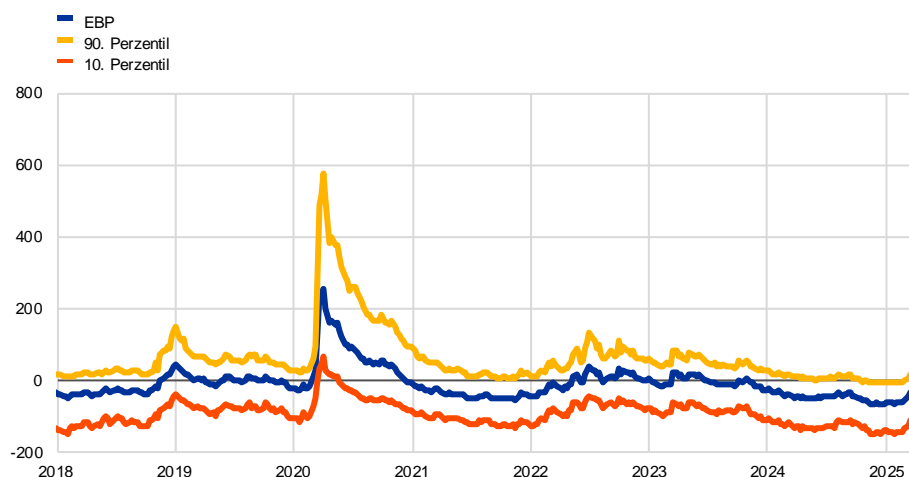
³ Der in früheren Straffungszyklen beobachtete Optimismus der Anleger könnte der Tatsache zuzuschreiben sein, dass die Anleger eine weiche Landung der Wirtschaft erwarteten. Siehe A. S. Blinder, [Landings, Soft and Hard: The Federal Reserve, 1965-2022](#), Journal of Economic Perspectives, Bd. 37, Nr. 1, Winter 2023.

Abbildung B

Bestimmungsfaktoren für die Widerstandsfähigkeit der Renditeabstände von Unternehmensanleihen

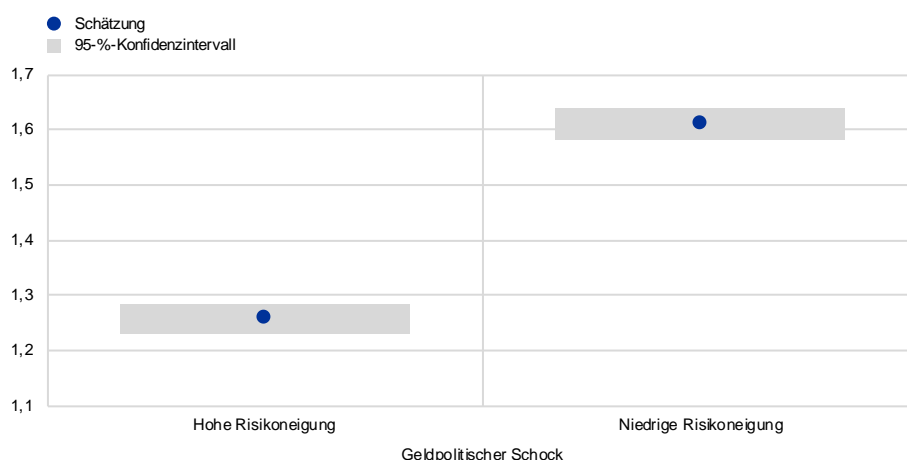
a) Zusatzprämien (EBP)

(in Basispunkten)



b) Reagibilität von Unternehmensanleihen gegenüber Schocks in Phasen hoher und niedriger Risikoneigung

(in Basispunkten)



Quellen: Moody's Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In Grafik a wird die EBP gemäß der Basisspezifikation berechnet, die in S. Gilchrist und E. Zakrajšek, a. a. O. vorgestellt wird. Die erklärenden Variablen umfassen die Entfernung zur Ausfallschwelle, die Duration, den Umlauf, die Kuponzinsen, eine Indikatorvariable, die gleich eins ist, wenn die Anleihe kündbar ist, und sich ansonsten auf null beläuft, sowie branchen- und ratingspezifische fixe Effekte. Die Schätzung basiert auf vorrangigen unbesicherten Anleihen mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr. Die Linien geben die Zeitreihen der Durchschnitts-EBP in der Querschnittsbetrachtung sowie das 90. und das 10. Perzentil wieder. In Grafik b liegt eine Phase niedriger Risikoneigung gemäß Definition dann vor, wenn der Median des Querschnitts der EBP über dem Median der vollständigen Stichprobe der EBP liegt. In einer Phase hoher Risikoneigung liegt der Median des Querschnitts der EBP indes unterhalb des Medians der vollständigen Stichprobe. Die grau schattierten Bereiche stellen das 95%-Konfidenzintervall dar. Die strukturellen geldpolitischen Schocks gehen auf ein Zweiländermodell zurück, das in folgender Arbeit beschrieben wird: L. Brandt, A. Saint Guilhem, M. Schröder und I. Van Robays, [What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2560, 2021. Dementsprechend werden mit Blick auf restriktive geldpolitische Schocks in den USA die täglichen Schocks wöchentlich kumuliert. Die Schocks sind so standardisiert, dass ein Anstieg um eine Einheit einer Zunahme der Größenordnung der Schock-Datenreihe um eine Standardabweichung entspricht. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 11. April 2025 (wöchentliche Daten in Grafik a) bzw. den 10. Januar 2025 (in Grafik b).

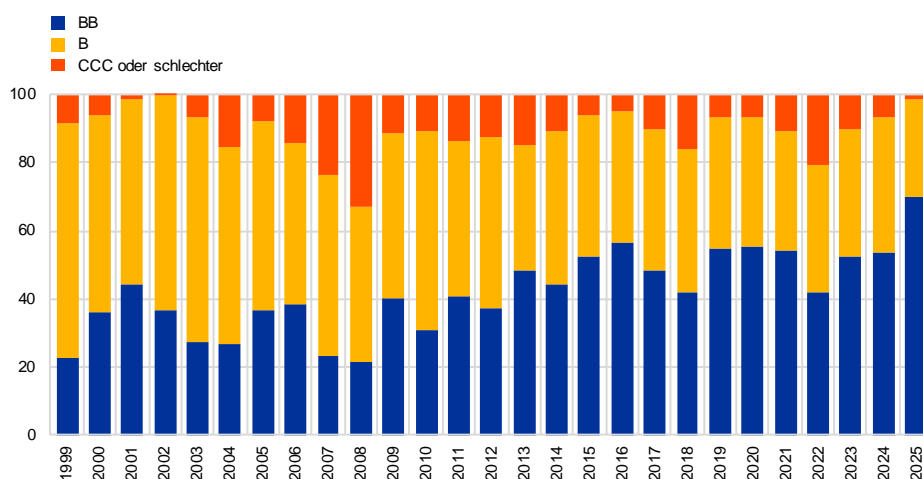
Auch die Zusammensetzung der Emission von US-Unternehmensanleihen im Hochzinssegment, bei der sich eine Verlagerung hin zu höherwertigen Anleihen vollzog, trug zu den insgesamt niedrigeren Spreads bei. Seit 2007 ist der Anteil der Anleihen mit einem Rating von BB gemessen an den Neuemissionen

im Hochzinssegment gestiegen; die Emission von risikoreicheren Anleihen mit einem Rating von B ist hingegen rückläufig. Die Ausgabe von Anleihen mit einem Rating von CCC oder schlechter blieb unterdessen auf einem relativ niedrigen Niveau und fiel in den beiden vergangenen Jahren besonders gering aus (siehe Abbildung C). Die Anzahl der Herab- und Heraufstufungen von Unternehmensanleihen war recht ausgewogen. Die tendenzielle Abnahme risikoreicher hochverzinslicher Anleihen könnte auch den in den vergangenen Jahren relativ robusten Unternehmensbilanzen und der zugleich stabilen Ertragslage zuzuschreiben sein. Dies könnte ebenfalls ein Bestimmungsfaktor für die insgesamt niedrigeren Spreads gewesen sein.

Abbildung C

Zerlegung der Anleiheemission im Hochzinssegment nach Rating

(in %)



Quellen: Dealogic und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 11. April 2025.

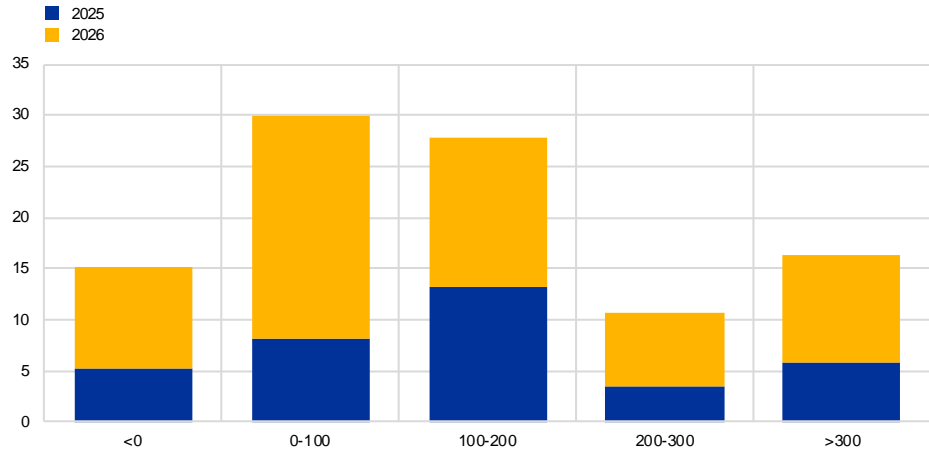
In diesem Zusammenhang lassen sich zwei Arten von Risiken ausmachen, nämlich das Umschuldungsrisiko und das Neubewertungsrisiko. Ein erheblicher Teil der Unternehmensanleihen in den USA muss in den kommenden Monaten und Jahren potenziell refinanziert werden. Darunter fallen Anleihen mit einer planmäßigen Fälligkeit im restlichen Jahresverlauf 2025 (im Umfang von 642 Mrd. USD), solche mit einer Fälligkeit im Jahr 2026 (930 Mrd. USD) und Papiere mit einer Fälligkeit im Jahr 2027 (860 Mrd. USD). Trotz der jüngsten Leitzinssenkungen durch die US-amerikanische Notenbank sind die Finanzierungskosten der Unternehmen nach wie vor erhöht, da die Zinsen allgemein weiterhin höher sind als zum Zeitpunkt der Emission. Hierdurch sind die US-Unternehmen mit gesteigerten Kosten konfrontiert, wenn sie ihre Anleihen refinanzieren wollen. Simulationsrechnungen deuten darauf hin, dass 85 % der fällig werdenden Anleihen zu höheren Zinssätzen refinanziert werden müssten. Bei einer Refinanzierung zu den aktuellen Zinssätzen würde dies bei mehr als der Hälfte der fällig werdenden Anleihen einen Anstieg der Zinsen um mehr als 1 Prozentpunkt bedeuten; für rund 25 % der fälligen Papiere käme es zu einem Anstieg um mehr als 2 Prozentpunkte (siehe Abbildung D). Derartige Kostensteigerungen könnten die

Fundamentaldaten der Unternehmen schwächen, was die Ausfallrisiken erhöhen und die Risikoneigung beeinträchtigen würde.⁴

Abbildung D

Künftige Risiken – geschätzter Anstieg der Zinsen für fällig werdende Anleihen

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



Quellen: Moody's Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Um den Zinsanstieg bei der Refinanzierung fällig werdender Anleihen zu berechnen, werden die aktuellen Renditen für Unternehmensanleihen an den Sekundärmärkten (d. h. die Rückzahlungsrenditen) mit den Zinssätzen zum Zeitpunkt der Anleiheemission (d. h. den nominalen Kuponzinsen) verglichen. Die x-Achse zeigt den geschätzten Zinsanstieg in Basispunkten. Auf der y-Achse ist der prozentuale Anteil der gesamten ausstehenden Verbindlichkeiten mit Fälligkeit in den Jahren 2025 oder 2026 dargestellt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 11. April 2025 (wöchentliche Daten).

Ein Rückgang der Risikoneigung führt zu einer erhöhten Reagibilität von Anleihen und zu einer überproportionalen Ausweitung der Spreads bei vulnerableren Unternehmen.

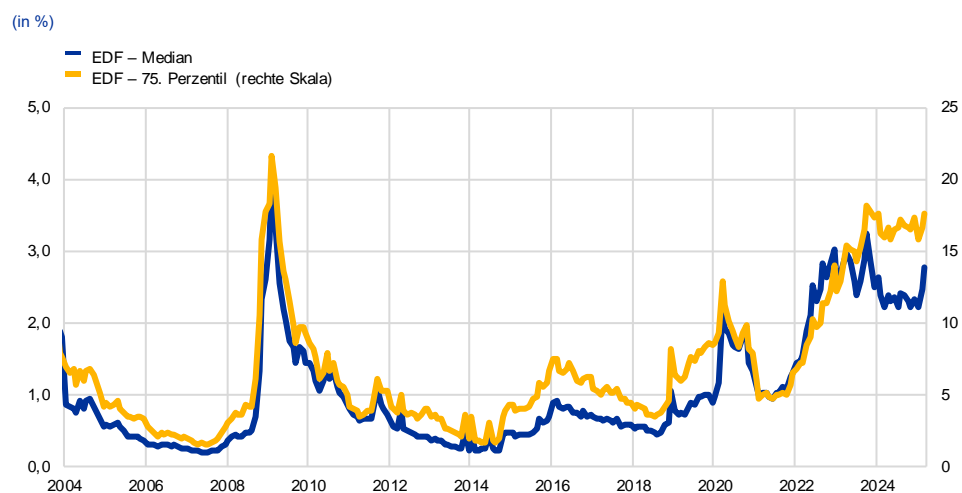
Der jüngste abrupte Umschwung der Risikoneigung könnte erhebliche Auswirkungen haben. Er könnte nicht nur das im Mittel verzeichnete Ausmaß der Reaktionen auf Schocks am Markt verändern, sondern auch Einfluss darauf haben, welche Anleihen am stärksten reagieren. In Phasen mit niedriger Risikoneigung weisen Anleihen eine erhöhte Reagibilität auf, d. h., sie reagieren stärker auf Entwicklungen am Markt (siehe Abbildung B, Grafik b). Darüber hinaus zeigt die Analyse, dass Anleger in diesen Phasen tendenziell von Anleihen Abstand nehmen, die von Unternehmen mit schlechteren Finanzierungsbedingungen (gemessen an ihren Fundamentaldaten) ausgegeben werden (Anleihen am rechten Rand der EBP-Verteilung). Dies führt dazu, dass sich die Renditeabstände dieser Firmen überproportional erhöhen. Obwohl die Fundamentaldaten der Unternehmen weiterhin robust sind, signalisieren die Ausfallwahrscheinlichkeiten (Expected Default Frequencies – EDFs) der Unternehmen – ein Indikator der Wahrscheinlichkeit, mit der es bei einer Firma innerhalb eines Jahres zu einem Zahlungsausfall kommen wird – potenzielle, wenn auch begrenzte Anfälligkeiten. So weist etwa das 75. Perzentil der EDFs einen

⁴ Siehe auch B. Albuquerque, N. Abbas, J. M. Garrido, D. Gautam, B. Mosk, T. Piontek, A. Rosha, T. Tressel und A. Yokoyama, [Corporate Sector Vulnerabilities and High Levels of Interest Rates](#), Departmental Papers des IWF, Nr. 2025/001, 2025. In dieser Studie wird auf Bilanzdaten nichtfinanzieller Unternehmen aus einer großen Ländergruppe zurückgegriffen. Es finden sich empirische Belege, wonach Unternehmen mit einem hohen Refinanzierungsbedarf nach einer geldpolitischen Straffung tendenziell deutlichere Rückgänge bei Investitionen und Schulden erfahren. Die Studie zeigt auch die möglichen Auswirkungen auf die Finanzstabilität auf, die sich aus den sich abzeichnenden Anfälligkeiten der Firmen ergeben.

starken Aufwärtstrend auf. Ende März 2025 lag es bei rund 18 % und war damit so hoch wie seit der globalen Finanzkrise nicht mehr (siehe Abbildung E).

Abbildung E

Künftige Risiken – Ausfallwahrscheinlichkeiten (EDFs)



Quellen: Moody's Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung weist den Median und das 75. Perzentil (drittes Quartil) der EDF innerhalb eines Jahres für nichtfinanzielle Unternehmen in den Vereinigten Staaten aus. Bei der EDF handelt es sich um einen von Moody's KMV entwickelten marktbasierten Indikator der Wahrscheinlichkeit, mit der ein Unternehmen innerhalb eines Jahres ausfallen wird (d. h. seinem geplanten Schuldendienst nicht nachkommen kann). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 31. März 2025 (monatliche Daten).

Auswirkungen der Handelsspannungen zwischen den Vereinigten Staaten und China auf den Euroraum – Erkenntnisse zu Zöllen aus der Zeit der ersten Trump-Regierung

Vanessa Gunnella, Giovanni Stamato und Alicja Kobayashi

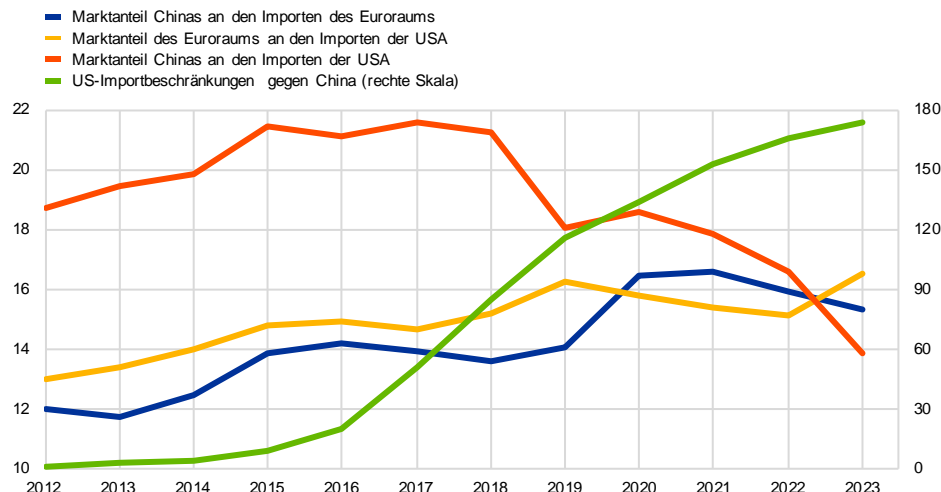
Im vorliegenden Kasten wird untersucht, wie sich die im Jahr 2018 von den Vereinigten Staaten gegen China verhängten Zölle auf die Handelsstrukturen im Euroraum ausgewirkt haben. Dabei wird beleuchtet, ob Exporteure aus dem Euroraum dank ihrer gegenüber den Exportunternehmen in China gesteigerten Wettbewerbsfähigkeit Marktanteile in den Vereinigten Staaten hinzugewinnen konnten. Ferner wird untersucht, wie sich die Exportanteile in China verändert haben. Hierbei wird insbesondere aufgezeigt, auf welche Weise Ausfuhren aus China in andere Märkte als die USA – darunter den Euroraum – umgelenkt wurden. Eine Untersuchung der Folgen dieser früheren Maßnahmen kann Hinweise auf die möglichen Kanäle liefern, über die sich die aktuellen US-Zölle auf chinesische Waren auf das Eurogebiet auswirken könnten.

Im Jahr 2018 führten Handelsspannungen zu einem deutlichen Rückgang der Exporte Chinas in die Vereinigten Staaten, sodass sich Exporteure aus China gezwungen sahen, andere Absatzmärkte für ihre Produkte zu suchen. Die US-Regierung implementierte mit Blick auf Waren aus China zahlreiche tarifäre und nichttarifäre Maßnahmen, in deren Folge die Handelsbeschränkungen ab 2018 deutlich zunahmen. Aufgrund der Maßnahmen erhöhte sich der effektive Zollsatz auf Importe aus China in die Vereinigten Staaten um fast 18 Prozentpunkte. Diese Eskalation ließ die Gesamtausfuhren Chinas in die USA deutlich sinken, und der Anteil Chinas am US-Importmarkt schrumpfte gegenüber dem Jahr 2017 erheblich. Zwar lassen sich die Effekte der zunehmenden Handelsbeschränkungen aufgrund der Corona-Pandemie nur schwer voneinander abgrenzen, doch haben sich die chinesischen Exporteure nach Inkrafttreten der US-Zölle offenbar in Richtung alternativer Märkte orientiert. Dabei verlagerte sich der Handel unter anderem in den Euroraum, wo der Importmarktanteil Chinas in den Jahren nach Einführung der Zölle rascher stieg (siehe Abbildung A).

Abbildung A

Importmarktanteile und US-Importbeschränkungen gegen China

(linke Skala: in %; rechte Skala: Anzahl der umgesetzten Maßnahmen)



Quellen: Trade Data Monitor, Global Trade Alert und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die grüne Linie zeigt die kumulierte Anzahl der von den Vereinigten Staaten gegen Importe aus China implementierten tarifären und nichttarifären Maßnahmen. Für die Marktanteile wurde der Warenhandel zugrunde gelegt.

Eine eingehende Analyse der Handelsdaten auf Produktebene zeigt, dass sich die von den USA verhängten Zölle in erheblichem Maße auf die Ausfuhren Chinas auswirkten, wobei Warenströme möglicherweise in den Euroraum umgelenkt wurden. Analysiert man granulare Handelsdaten auf der sechststelligen Ebene der Warenklassifizierung, lassen sich die von den US-Zöllen betroffenen Produkte aus China ermitteln und die Größenordnung der Handelsverlagerung abschätzen.¹ Nach den hier gewonnenen Erkenntnissen waren die Ausfuhren der betroffenen Waren in die Vereinigten Staaten deutlich rückläufig, was den Marktanteil Chinas in den USA erheblich schrumpfen ließ. Aus Abbildung B, Grafik a geht hervor, wie die Waren, auf die Zölle erhoben wurden – darunter Bekleidung, IT-Ausrüstungen, Kraftfahrzeugteile und Möbel –, vor allem zu einem Rückgang des Anteils Chinas an den Gesamtimporten in die Vereinigten Staaten führten. Gleichzeitig wurden diese Waren in andere Märkte exportiert, so in asiatische Nachbarländer und insbesondere in den Euroraum (siehe Abbildung B, Grafik b).² Tatsächlich wurden von den US-Zöllen betroffene Waren ab 2019 offensichtlich in das Eurogebiet umgelenkt, was den dortigen Marktanteil Chinas kräftig steigen ließ. Zwar haben aufgrund der Corona-Pandemie stärker nachgefragte Produkte in den Bereichen medizinische Ausrüstung und Elektronik – beispielsweise Computer und damit verbundene IT-Ausrüstungen – diesen Trend während der Pandemie vermutlich verstärkt, doch hatte die strukturelle Veränderung der Handelsströme auch danach noch Bestand.

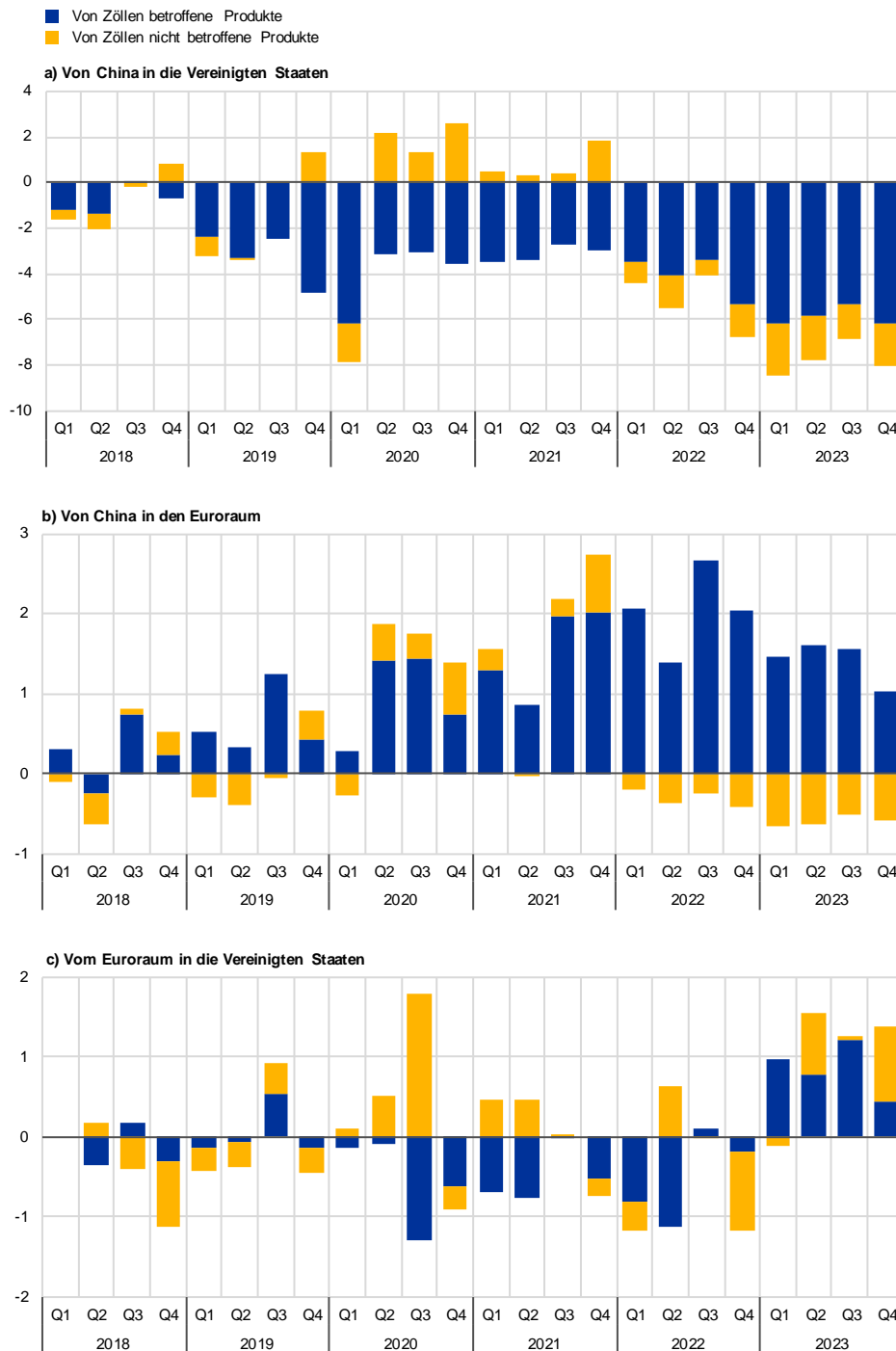
¹ Siehe F. Haberkorn, T. Hoang, G. Lewis, C. Mix und D. Moore, [Global trade patterns in the wake of the 2018-2019 U.S.-China tariff hikes](#), FEDS Notes, Board of Governors of the Federal Reserve System, 12. April 2024.

² Siehe C. P. Bown, [Four years into the trade war, are the US and China decoupling?](#), PIEE RealTime Economics Blog, 20. Oktober 2022.

Abbildung B

Veränderungen der Importmarktanteile

(Veränderung in Prozentpunkten seit 2017)



Quellen: Trade Data Monitor, Peterson Institute for International Economics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Von Zöllen betroffene Produkte sind Waren aus China, für die offiziellen Dokumenten zufolge US-Einfuhrzölle galten. Die Anteile wurden anhand der Importwerte berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2023.

Der Euroraum konnte hingegen seinen Marktanteil in den Vereinigten Staaten nicht ausbauen. Nachdem auf Einfuhren aus China in die USA Zölle verhängt worden waren, wären Waren aus dem Euroraum an den US-Märkten preislich

wettbewerbsfähiger gewesen. Dennoch konnte das Eurogebiet seinen Anteil am US-Importmarkt gegenüber dem Jahr 2017 nicht nennenswert steigern. Die Entwicklung der Marktanteile scheint in keinem Zusammenhang zu den von den USA gegen China verhängten Zöllen zu stehen (siehe Abbildung B, Grafik c). Andere Länder mit Exportkörben, die dem Chinas ähnlicher sind, konnten möglicherweise ihren Marktanteil in den Vereinigten Staaten erhöhen, da die US-Lieferketten umgestaltet wurden, um die direkte Beschaffung aus China zu reduzieren.³

Aus einem Gravitationsmodell gewonnene empirische Erkenntnisse bestätigen, dass die Ausfuhren Chinas in die USA zu einem gewissen Teil in den Euroraum umgelenkt wurden. Zur Beurteilung der Effekte der Handelsverlagerung dient ein strukturelles Gravitationsmodell der bilateralen sektoralen Handelsströme im verarbeitenden Gewerbe im Zeitraum von 2012 bis 2023.⁴ Die in Abbildung C dargestellten Ergebnisse bestätigen einen deutlichen Rückgang der chinesischen Exporte in die Vereinigten Staaten. Dieser stand im Zusammenhang mit den Handelsmaßnahmen, deren Anzahl sich im betrachteten Zeitraum in etwa verdoppelte und die US-Importe aus China um rund 10 % sinken ließ. Ausfuhren aus China wurden überwiegend in süd- und südostasiatische Länder, den Euroraum und andere internationale Märkte umgeleitet. Die von den Vereinigten Staaten gegen chinesische Waren verhängten Handelsbeschränkungen führten im Euroraum zu einem statistisch signifikanten Anstieg der Importe aus China um 2 % bis 3 %.

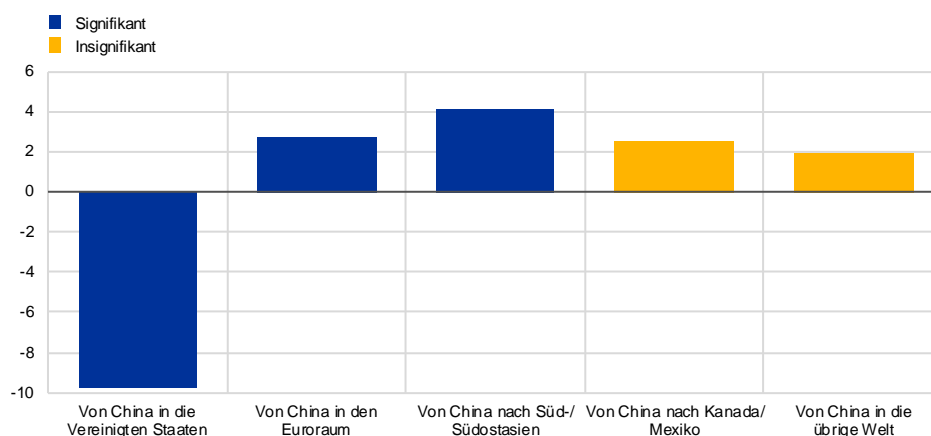
³ Siehe L. Alfaro und D. Chor, [Global supply chains: The looming 'great reallocation'](#), Working Paper Series des NBER, Nr. 31661, 2023; C. Freund, A. Mattoo, A. Mulabdic und M. Ruta, [Is US trade policy reshaping global supply chains?](#), Journal of International Economics, Bd. 152, Nr. 104011, 2024.

⁴ Bei der Regression werden die Effekte des Pandemiezeitraums berücksichtigt, indem dort a) zeitvariable sektorale Grenzeffekte der Handelskosten mit einbezogen werden, die allen globalen nicht beobachtbaren Faktoren Rechnung tragen, die den Außenhandel im Vergleich zum Binnenhandel beeinflussen; und b) export-/import- und zeitspezifische fixe Effekte berücksichtigt werden, die alle sektorspezifischen Entwicklungen der Exporte und Importe der Länder umfassen, darunter sektorspezifische Nachfrage- oder Angebotsfaktoren, wie sie beispielsweise während der Pandemie beobachtet wurden. Auch das Preisniveau fließt über länder- und zeitspezifische fixe Effekte mit ein.

Abbildung C

Empirische Belege für den Effekt von US-Importbeschränkungen auf Exporte aus China

(Effekte in %)



Quellen: UN Comtrade, MRIO-Datenbank der Asian Development Bank, Global Trade Alert, RTA-Datenbank von Egger und Larch sowie EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Balken entsprechen dem Koeffizienten der US-Handelsbeschränkungen auf Importe aus China, der mit Dummy-Variablen für aus einem sektoralen Gravitationsmodell abgeleitete bilaterale Handelsströme seit 2019 interagiert wurde. Die Effekte werden berechnet, indem die geschätzten Elastizitäten mit der seit 2019 beobachteten Veränderung der US-Handelsbeschränkungen auf Importe aus China multipliziert werden. Die blauen Balken stellen statistisch signifikante Elastizitäten dar. Bei der abhängigen Variable handelt es sich um die nominalen Warenausfuhren. Für die Schätzung wird der Pseudo-Maximum-Likelihood-Schätzer nach Poisson verwendet. Die Stichprobe umfasst den Zeitraum von 2012 bis 2023 sowie 62 Länder und 15 Sektoren. Dabei werden die Auswirkungen verschiedener bilateraler/sektoraler zeitvariabler Effekte kontrolliert, darunter bilaterale sektorale, zeitvariable handelsbeschränkende Maßnahmen, sektorspezifische zeitvariable Grenzeffekte, handelssektorspezifische zeitfixe Effekte sowie export-/importspezifische sektorfixe Effekte. Die Standardfehler sind nach Länderpaaren und Sektoren zusammengefasst.

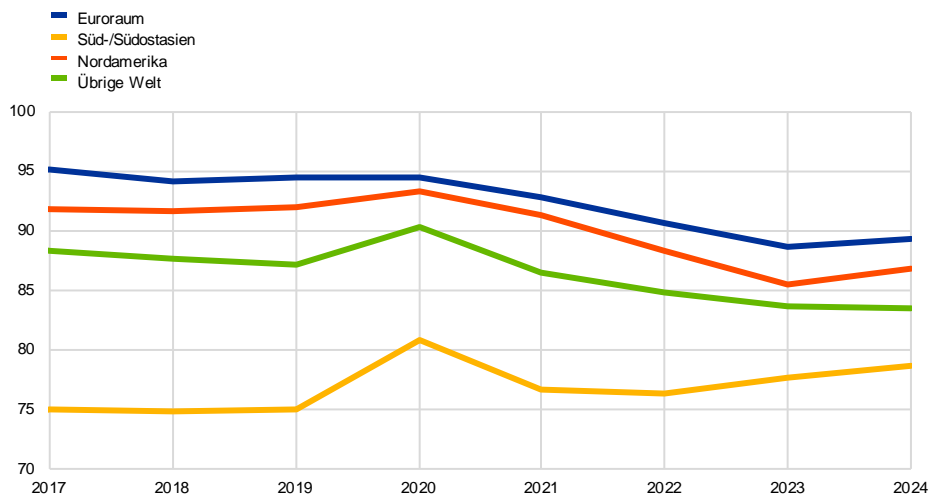
Im Zuge des sich verlagernden globalen Handels lenkte China seine Ausfuhren strategisch um. Dabei erwies sich der Euroraum als wichtiger alternativer Absatzmarkt, da die chinesischen Exporte in die USA strukturell den in den Euroraum fließenden Ausfuhren ähneln. Die in Abbildung D dargestellten Messgrößen für die Ähnlichkeit zeigen, dass der Euroraum im Vergleich zu den anderen Handelspartnern Chinas mit die größten Ähnlichkeiten zu den Vereinigten Staaten aufwies. Daher bot sich die Umlenkung des Handels in das Eurogebiet für chinesische Exportunternehmen, die alternative Märkte suchten, geradezu an. Gleichzeitig verlagerte China seinen Handel noch stärker in andere, insbesondere asiatische Länder. Hierfür scheinen jedoch andere Gründe ausschlaggebend zu sein, denn die Ähnlichkeiten zwischen den chinesischen Exporten und den Importen einiger süd- und südostasiatischer Länder waren weit weniger ausgeprägt. Stattdessen verfolgte China mit der Umlenkung seiner Ausfuhren in diese Länder womöglich das Ziel, seine Lieferketten stärker auf benachbarte Länder auszurichten.⁵

⁵ Siehe C. Freund, A. Mattoo, A. Mulabdic und M. Ruta, a. a. O. In dieser Arbeit wird aufgezeigt, dass Länder, die am US-Markt an die Stelle Chinas getreten sind, auch ein rascheres Wachstum der Importe aus China verzeichnen. In S. Xue, Trade Wars with FDI Diversion, Princeton University, August 2024, kommt der Autor zu dem Schluss, dass für die Umlenkung von Handelsströmen empfänglichere Länder wie Vietnam nach dem Handelskrieg zwischen China und den USA vergleichsweise höhere Direktinvestitionszuflüsse verzeichneten.

Abbildung D

Ähnlichkeiten der Exporte Chinas in die Vereinigten Staaten und in andere Regionen

(Indexwert)



Quellen: Trade Data Monitor, J. M. Finger und M. E. Kreinin, *A measure of 'export similarity' and its possible uses*, The Economic Journal, Bd. 89, Nr. 356, S. 905-912, 1979, sowie EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt den von Finger und Kreinin entwickelten Exportähnlichkeitsindex (Export Similarity Index – ESI). Die ESI-Werte reichen von 0 bis 100 und repräsentieren den Grad der Ähnlichkeit der Exportstrukturen. Höhere Werte deuten auf eine größere Ähnlichkeit der sektoralen Zusammensetzung der ausgeführten Waren hin. Nordamerika umfasst Kanada und Mexiko, Süd-/Südostasien die Staaten Indien, Indonesien, Thailand und Vietnam.

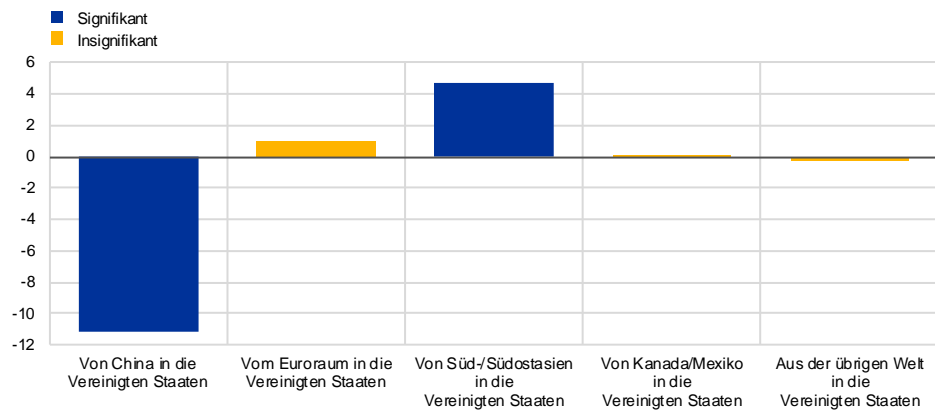
Empirische Belege bestätigen, dass der Euroraum seine Exporte in die

Vereinigten Staaten nicht steigern konnte. Mithilfe des Gravitationsmodells wird untersucht, wie die US-Importe infolge der Beschränkungen gegen Ausfuhren aus China umgestaltet wurden. Die Ergebnisse der Gravitationsschätzung belegen, dass im Zuge des Rückgangs der Exporte aus China in die USA die süd- und südostasiatischen Länder ihre Ausfuhren in die USA erhöht haben. Dies ist darauf zurückzuführen, dass sich innerhalb der globalen Lieferketten die Fertigung in die Nachbarländer Chinas verlagerte. Damit werden die im vorhergehenden Absatz dargestellten Erkenntnisse bestätigt. Das Gravitationsmodell zeigt, dass die Ausfuhren des Euroraums in die Vereinigten Staaten nicht nennenswert gestiegen sind (siehe Abbildung E). Auch dieses Ergebnis spiegelt Exportähnlichkeiten wider. So setzten sich 2018 die Exporte aus süd- und südostasiatischen Ländern in die USA ganz ähnlich zusammen wie die Ausfuhren aus China in die Vereinigten Staaten. Für diese süd- und südostasiatischen Länder, die in den USA an die Stelle Chinas traten, zeigte sich interessanterweise eine zunehmende Ähnlichkeit der Exportkörbe. Dies bestätigt die allmähliche Substitution Chinas als Handelspartner der USA durch diese Länder. Andererseits wies der Exportkorb des Euroraums, der zu den größten Handelspartnern der USA zählt, die geringste Ähnlichkeit mit dem Chinas auf.

Abbildung E

Empirische Belege für die Auswirkungen der Beschränkungen auf US-Importe aus China

(Effekte in %)



Quellen: UN Comtrade, MRIO-Datenbank der Asian Development Bank, Global Trade Alert, RTA-Datenbank von Egger und Larch sowie EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Siehe die Anmerkung zu Abbildung C.

Die Handelsbarrieren werden aktuell weiter erhöht – mit den entsprechenden Konsequenzen für das Eurogebiet.

Eine neuerliche Periode von Handelsspannungen zwischen den Vereinigten Staaten und China könnte sich negativ auf den Außenbeitrag und das Wachstum des Euroraums auswirken. Allerdings dürften mögliche Effekte der Handelsumlenkung stark von der Ausgestaltung der bilateralen Handelsbarrieren durch die USA und von den entsprechenden Reaktionen abhängen. Zu beachten ist aber auch, dass sich die Handelsstrukturen in den vergangenen sieben Jahren weiterentwickelt haben. Daher könnten sich die Auswirkungen von den in früheren Zeiträumen beobachteten Effekten unterscheiden.

Wer möchte schon länger arbeiten? Eine Analyse des Rückgangs der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden

Clémence Berson und Marco Weissler

In den meisten Ländern des Euroraums sind die durchschnittlichen Arbeitsstunden je Arbeitnehmer seit 2020 rückläufig und bleiben unter ihrem Vorpandemieniveau. Der Rückgang war im Jahr 2020 aufgrund der politischen Maßnahmen zur Eindämmung der Covid-19-Pandemie besonders stark.¹ Die Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zeigen, dass die durchschnittlichen Arbeitsstunden im vierten Quartal 2024 immer noch 1,8 % niedriger waren als zehn Jahre zuvor (siehe Abbildung A), obwohl der Anteil der Teilzeitbeschäftigten im selben Zeitraum weitgehend stabil blieb. Der Rückgang ging mit einem Beschäftigungszuwachs einher. So nahm die Beschäftigung im Euroraum in den vergangenen zehn Jahren um 13,1 % zu, was etwa 19,9 Millionen Erwerbstätigen entspricht. Daher stiegen die geleisteten Gesamtarbeitsstunden trotz der abnehmenden Arbeitsstunden je Arbeitnehmer. Im vorliegenden Kasten wird anhand von Daten aus der Arbeitskräfteerhebung der EU untersucht, inwieweit der Rückgang der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden auf Erwerbstätige zurückzuführen ist, die in der Referenzwoche entweder null Stunden arbeiteten (z. B. urlaubs- oder krankheitsbedingt) oder überlang arbeiteten (z. B. aufgrund von Überstunden).²

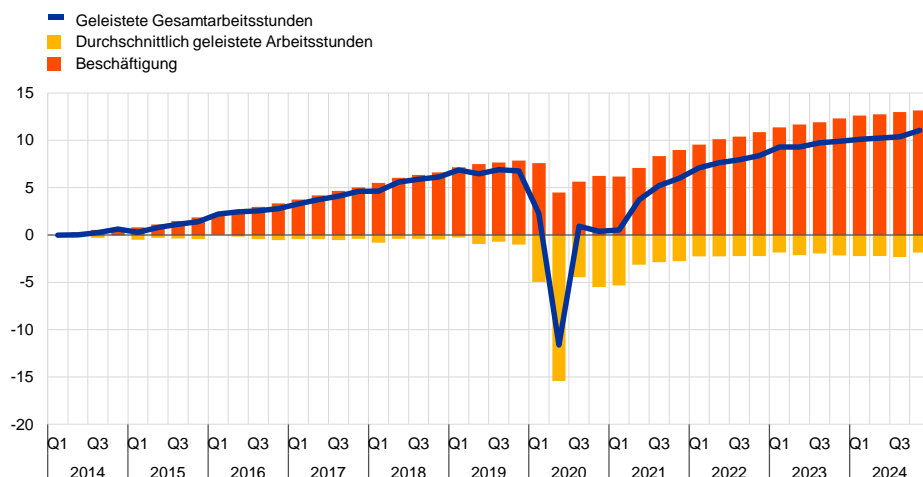
¹ Siehe EZB, [Geleistete Arbeitszeit im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 6/2021.

² In der Arbeitskräfteerhebung werden Beschäftigte gefragt, wie viele Stunden sie in ihrer Haupttätigkeit in der betreffenden Referenzwoche von Montag bis Sonntag insgesamt tatsächlich gearbeitet haben. Waren sie während der gesamten Woche abwesend (z. B. wegen Urlaub, Krankheit, Mutterschutz oder Elternzeit), lautet die Antwort 0. Aufgrund von Datenproblemen blieben die Slowakei und Irland im hier zugrunde gelegten Euroraum-Aggregat unberücksichtigt. Arbeitnehmer, die in der Referenzwoche überhaupt nicht oder mehr als 49 Stunden gearbeitet haben, wurden mit „null Arbeitsstunden“ bzw. „überlangen Arbeitszeiten“ erfasst. Obgleich ihr Anteil gemessen an allen Arbeitnehmern 2023 nur bei rund 12 % bzw. 4 % lag, wirkten sich diese beiden Gruppen in Relation zur Gruppe der Beschäftigten mit „üblichen Arbeitszeiten“ (1-49 Arbeitsstunden je Woche) stark auf die Zahl der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden aus.

Abbildung A

Beitrag der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden zur Veränderung der geleisteten Gesamtarbeitsstunden seit 2014

(Veränderung in %)



Quellen: Eurostat und Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen.

Beim Rückgang der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden spielen sowohl Faktoren des Arbeitskräfteangebots als auch der Arbeitskräftenachfrage eine Rolle.

Der Konjunkturzyklus wirkt sich unmittelbar auf die geleistete Arbeitszeit aus. Bevor Unternehmen Mitarbeiter entlassen, setzen sie zunächst an der intensiven Marge an und reduzieren die geleisteten Arbeitsstunden ihrer Beschäftigten. Folglich kann eine geringere Nachfrage nach Arbeitskräften zu einer Arbeitskräftehortung führen. Wenn Unternehmen der Auffassung sind, dass der Nachfragerückgang nur vorübergehend ist und Entlassungen und Wiedereinstellungen zu kostspielig sind, beschließen sie, ihr Personal auch bei nicht voller Auslastung zu halten.³ Andererseits kann auch ein niedrigeres Arbeitskräfteangebot, beispielsweise wegen veränderter Arbeitszeitpräferenzen, eines höheren Krankenstands oder einer stärkeren Inanspruchnahme von Elternzeit, zu einer Verringerung der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden führen.⁴ Sind diese Effekte bei bestimmten demografischen Gruppen (z. B. jüngere oder ältere Arbeitnehmer) oder in bestimmten Wirtschaftssektoren besonders ausgeprägt, könnten Kompositionseffekte einen Einfluss auf die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden haben.

Der Rückgang der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden ist vor allem darauf zurückzuführen, dass in der Referenzwoche ein geringerer Anteil der Arbeitnehmer überlange gearbeitet und ein höherer Anteil null Arbeitsstunden geleistet hat.⁵ Die bis 2023 vorliegenden detaillierten Daten aus der

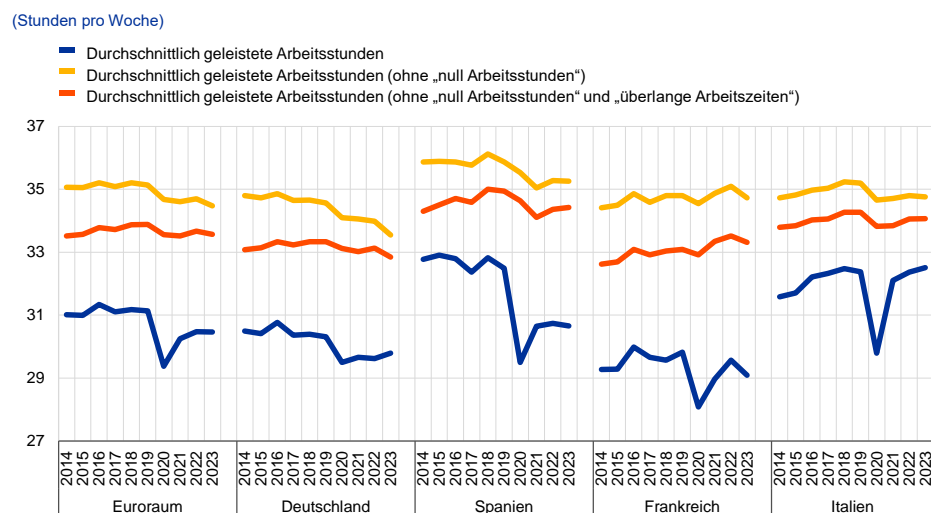
³ Siehe P. Baptista, C. Bates, A. Dias da Silva, M. Dossche und M. Weissler, [Those who work less worry more: the effect of lower workloads on consumption](#), Der EZB-Blog, 20. Februar 2024.

⁴ Siehe O. Arce, A. Consolo, A. Dias da Silva und M. Mohr, [More jobs but fewer working hours](#), Der EZB-Blog, 7. Juni 2023; D. Astinova, R. Duval, N.-J. Hansen, B. Park, I. Shibata und F. Toscani, [Dissecting the Decline in Average Hours Worked in Europe](#), Working Paper des IWF, Nr. 2024/002, 2024.

⁵ Siehe EZB, [Wie lässt sich die Widerstandsfähigkeit des Arbeitsmarkts im Euroraum von 2022 bis 2024 erklären?](#), Wirtschaftsbericht 8/2024.

Arbeitskräfteerhebung der EU bestätigen den Rückgang der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden (siehe Abbildung B), zeigen aber auch erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern auf. Insgesamt verringerten sich die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden von 2014 bis 2023 um 0,6 Stunden je Woche, was einem Minus von 1,8 % entspricht. Diese Differenz ist in erster Linie dadurch bedingt, dass sich der Anteil der Arbeitnehmer mit überlangen Arbeitszeiten (d. h. mehr als 49 Arbeitsstunden pro Woche) gemessen an allen Arbeitnehmern von 6,5 % auf 3,7 % reduzierte. Obwohl die Beschäftigten mit überlangen Arbeitszeiten nur einen geringen Prozentsatz der Erwerbsbevölkerung ausmachen, hat sich die erhebliche Kürzung ihrer Arbeitszeit auf den Durchschnitt des Euroraums ausgewirkt.⁶ Darüber hinaus hatten in der Pandemie auch Arbeitnehmer mit null Arbeitsstunden einen starken Einfluss auf die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden. Während 2022 rund ein Drittel des Rückgangs der durchschnittlichen Arbeitszeit auf Arbeitnehmer mit null Arbeitsstunden zurückzuführen war, fiel deren Beitrag im Folgejahr weitgehend neutral aus, was mit dem geringeren Krankenstand im Einklang steht. Ohne Berücksichtigung der Arbeitnehmer mit null Arbeitsstunden oder überlangen Arbeitszeiten wurden 2023 durchschnittlich 0,1 Arbeitsstunden mehr geleistet als 2014, womit die durchschnittlich geleistete Arbeitszeit in diesem Zeitraum weitgehend stabil blieb.⁷

Abbildung B
Durchschnittlich geleistete Arbeitsstunden aller Arbeitnehmer sowie ohne Arbeitnehmer mit null Arbeitsstunden/überlangen Arbeitszeiten



Quellen: Eurostat und Arbeitskräfteerhebung der EU.

Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf Arbeitnehmer im Alter von 20 bis 64 Jahren. Die Linien zeigen die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden in der Referenzwoche. „Überlange Arbeitszeiten“ sind definiert als über 49 Stunden pro Woche.

Der Anteil der Arbeitnehmer mit null Arbeitsstunden ist nach dem Höchststand in der Pandemie zumeist gesunken. Der Anteil der Beschäftigten, die in der

⁶ Im Jahr 2023 arbeiteten Arbeitnehmer mit überlangen Arbeitszeiten durchschnittlich 57 Stunden pro Woche und somit deutlich länger als der Gesamtdurchschnitt von 31 Stunden.

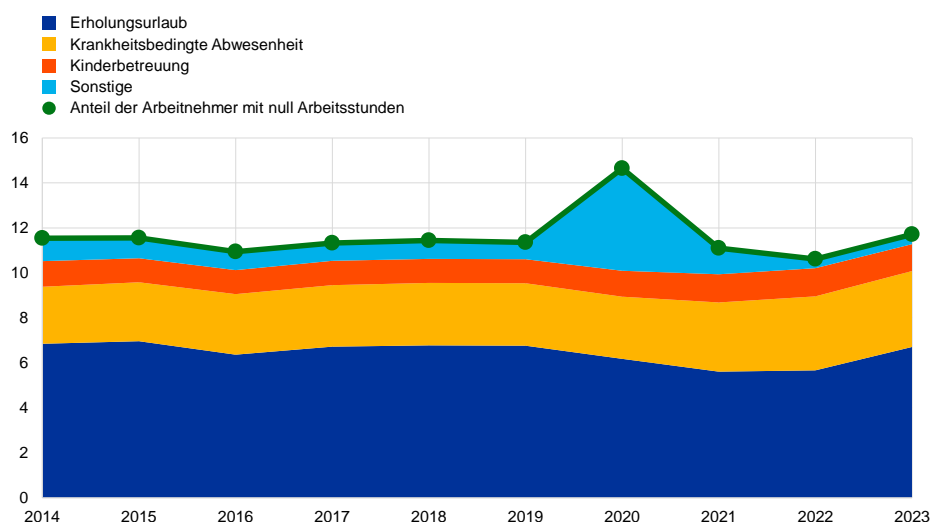
⁷ Astinova et al., a. a. O., zeigen, dass sich die durchschnittlichen Arbeitsstunden in den europäischen Ländern tendenziell verringert und aneinander angeglichen haben. Ausschlaggebend dafür war vor allem ein Rückgang des Anteils der Beschäftigten mit überlangen Arbeitszeiten. Bei den Arbeitnehmern, die weniger als 50 Stunden pro Woche arbeiten, kam es indes in den letzten Jahren zu keiner länderübergreifenden Angleichung der durchschnittlichen Arbeitszeit.

Referenzwoche nicht gearbeitet haben, kehrte nach dem Höchststand in der Pandemie teilweise wieder auf sein Vorpandemieniveau zurück (siehe Abbildung C). Allerdings blieb er vor allem in Spanien und Frankreich erhöht und war dort 2023 um 4 Prozentpunkte bzw. 1 Prozentpunkt höher als 2014. In beiden Ländern kam es zu Arbeitsmarktreformen, die den Eintritt von Randarbeitnehmern durch unbefristete Saisonverträge (Spanien) und berufsausbildende Maßnahmen (Frankreich) erleichterten. Diese Beschäftigten arbeiten häufiger unregelmäßig (z. B. während der Nebensaison oder während der Ausbildung). Somit weisen sie mehr Arbeitswochen auf, in denen sie null Arbeitsstunden leisten. Wie bereits erwähnt wird der Anteil der Arbeitnehmer mit null Arbeitsstunden auch immer noch durch leicht erhöhte Krankenstände und eine etwas stärkere Inanspruchnahme von Elternzeit beeinflusst.

Abbildung C

Anteil der Arbeitnehmer mit null Arbeitsstunden nach Hauptgrund

(in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und Arbeitskräfteerhebung der EU.

Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf Arbeitnehmer im Alter von 20 bis 64 Jahren.

Der Anteil der Erwerbstätigen mit überlangen Arbeitszeiten ist weiter gesunken. Damit setzte sich der bereits vor der Pandemie verzeichnete Abwärtstrend fort. Allerdings hat sich ihr Anteil zuletzt stärker verringert als der Anteil derjenigen mit einer Präferenz dafür. Zwar streben einige

Arbeitnehmer nach wie vor an, deutlich mehr Stunden zu arbeiten, als sie tatsächlich arbeiten (z. B. Teilzeitbeschäftigte), doch nimmt der Anteil jener, die überlang arbeiten möchten, ab (siehe Abbildung D). Dieser Trend ist weitgehend einheitlich in den Ländern des Euroraums und auch bei den Selbstständigen zu beobachten. Während rund 29 % der Selbstständigen überlange Arbeitszeiten haben, trifft dies auf weniger als 4 % der Arbeitnehmer zu.⁸ In den letzten zehn Jahren ist der jeweilige Anteil um 7 Prozentpunkte bzw. 2 Prozentpunkte gesunken. Die Präferenz für überlange Arbeitszeiten ist weitgehend im Einklang mit den tatsächlich geleisteten überlangen Arbeitsstunden zurückgegangen. Dies deutet darauf hin,

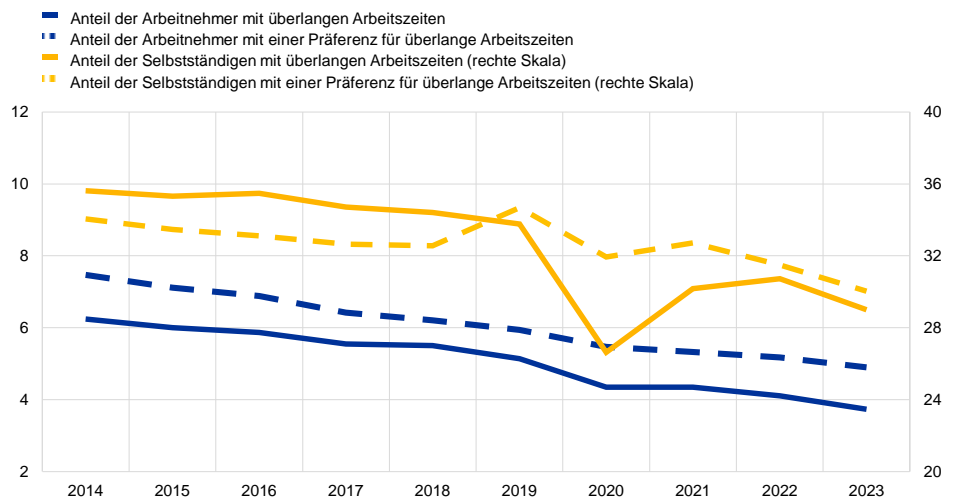
⁸ Dieser Anteil variiert je nach Tätigkeit erheblich. Unter den Führungskräften lag der Anteil der Beschäftigten mit überlangen Arbeitszeiten im Jahr 2023 bei 14 %, verglichen mit 24 % im Jahr 2014.

dass der hier beobachtete Rückgang zumindest teilweise angebotsbedingt ist und wahrscheinlich von Dauer sein wird. Nach der Pandemie verringerte sich der Anteil der Erwerbstätigen mit überlangen Arbeitszeiten jedoch etwas stärker als der Anteil derjenigen mit einer Präferenz dafür. Demzufolge dürfte der Rückgang der durchschnittlichen Arbeitsstunden nicht ausschließlich auf eine gesunkene Präferenz für überlange Arbeitszeiten zurückzuführen sein, sondern zum Teil auch auf die geringe Nachfrage nach Arbeitskräften, die sich konjunkturbedingt erholen könnte.

Abbildung D

Anteil der Erwerbstätigen mit überlangen Arbeitszeiten und Präferenz dafür

(in %)



Quelle: Eurostat.

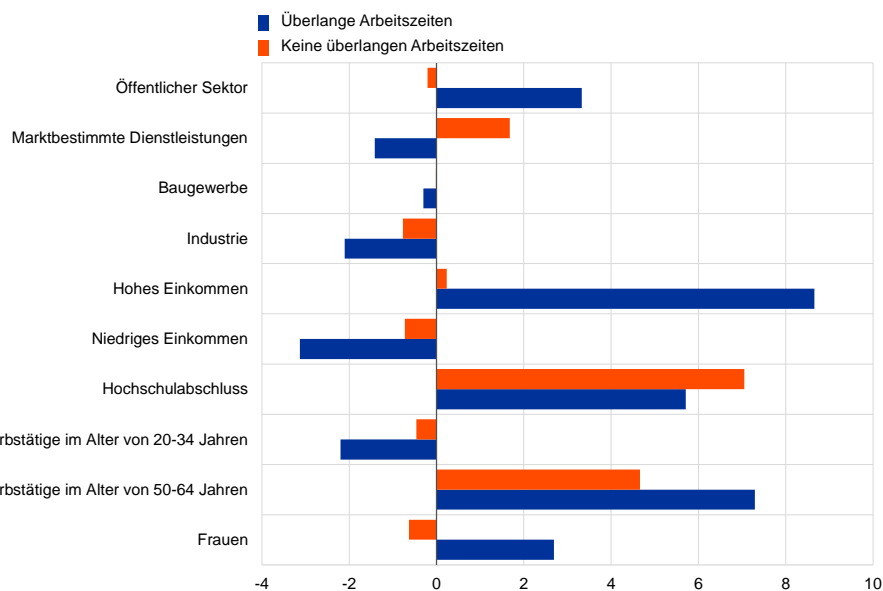
Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf Erwerbstätige im Alter von 20 bis 64 Jahren.

Im Vergleich zum Jahr 2014 findet man Arbeitnehmer mit überlangen Arbeitszeiten nun häufiger im öffentlichen Sektor an. Außerdem arbeitet inzwischen ein geringerer Anteil der Beschäftigten mit Hochschulabschluss überlange Stunden. Die stärkste Veränderung gegenüber 2014 war bei den Beschäftigten mit hohem Einkommen zu beobachten. So stieg der Anteil der Beschäftigten in den obersten drei Einkommensdezilen an allen Beschäftigten mit überlangen Arbeitszeiten von 59 % im Jahr 2014 auf 68 % im Jahr 2023 (siehe Abbildung E). Zugleich hat sich der Anteil der Arbeitnehmer mit einer hohen Zahl an durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden im öffentlichen Sektor gegenüber dem Stand vor zehn Jahren erhöht, während sich der Anteil in der gewerblichen Wirtschaft verringert hat. Darüber hinaus stieg der Anteil der Beschäftigten mit Hochschulabschluss unter den Arbeitnehmern mit überlangen Arbeitszeiten, allerdings in geringerem Maße als in der Gesamtwirtschaft.

Abbildung E

Veränderung der Anteile der Arbeitnehmer mit und ohne überlange Arbeitszeiten seit 2014

(Veränderung in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf Arbeitnehmer im Alter von 20 bis 64 Jahren. „Keine überlangen Arbeitszeiten“ bezieht sich auf Arbeitnehmer, die 0-49 Stunden pro Woche arbeiten. Arbeitnehmer mit hohem (niedrigem) Einkommen sind jene in den obersten (untersten) drei Einkommensdezilen. Die Balken zeigen die Veränderung des Anteils der Arbeitnehmer mit überlangen Arbeitszeiten bzw. ohne überlange Arbeitszeiten in der jeweiligen Kategorie. Beispielsweise erhöhte sich der Anteil der Beschäftigten mit überlangen Arbeitszeiten im öffentlichen Sektor um 3,3 Prozentpunkte, während der Anteil der Beschäftigten ohne überlange Arbeitszeiten hier um 0,2 Prozentpunkte sank.

Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen

Gabe de Bondt, Richard Morris und Moreno Roma

Im vorliegenden Kasten werden die Ergebnisse zusammengefasst, die die EZB aus dem jüngsten Dialog mit Vertreterinnen und Vertretern von 79 führenden nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum gewinnen konnte. Die Umfrage fand vom 17. bis zum 26. März 2025 statt, also vor den Zollankündigungen der US-Regierung vom 26. März und 2. April.¹

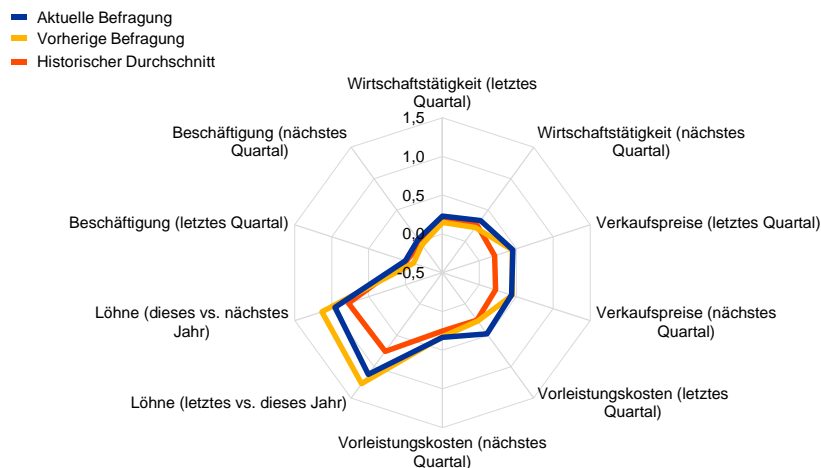
Den befragten Unternehmen zufolge hat sich die Wirtschaftstätigkeit allmählich belebt. Dies wurde vor allem auf die beginnende Erholung des Industriesektors zurückgeführt (siehe Abbildung A und Abbildung B). Die Einschätzung der Firmen entsprach der leichten Verbesserung des Wirtschaftswachstums im ersten und zweiten Quartal. In ihren Antworten spiegelte sich die relativ verbreitete Wahrnehmung wider, dass die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Baugewerbe ihre Talsohle erreicht oder schon durchschritten hat und dass die Auftragseingänge entweder wieder zunehmen oder dies im Jahresverlauf 2025 der Fall sein dürfte. Im Dienstleistungssektor ist das Wachstum indes laut der Umfrage weitgehend stabil geblieben.

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

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 2025. Bei der vorherigen Befragung bezogen sich die Begriffe auf das vierte Quartal 2024 und das erste Quartal 2025. Im Hinblick auf die Lohnentwicklung werden die Unternehmen im Januar und im März/April in der Regel danach gefragt, wie sie die Aussichten für das laufende Jahr im Vergleich zum Vorjahr einschätzen. Im Juni/Juli sowie im September/Okttober liegt der Schwerpunkt dann auf den Aussichten für das nächste Jahr im Vergleich zum laufenden Jahr. Der historische Durchschnitt wird mithilfe von Zusammenfassungen vergangener Befragungen ermittelt (bis ins Jahr 2008 zurückreichend).

Zur Entwicklung der Konsumausgaben gab es weiterhin unterschiedliche

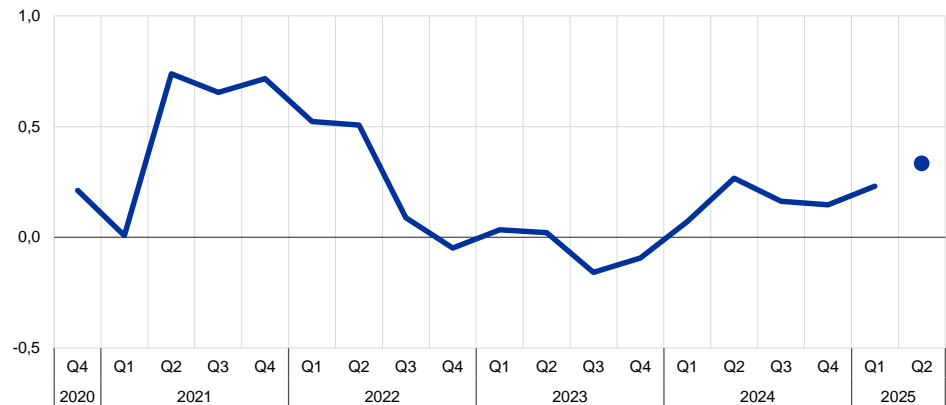
Aussagen. Die Unternehmen aus der Konsumgüterbranche berichteten

überwiegend von einer guten oder wieder zunehmenden Nachfrage. Einige Firmen begründeten dies mit dem robusten Arbeitsmarkt und einer Erholung der Kaufkraft. Vor allem bei Küchengeräten und Unterhaltungselektronik habe sich die Nachfrage spürbar belebt. Dies sei teilweise auf den Austausch von Geräten zurückzuführen, die während der Pandemie gekauft worden waren. Die meisten Einzelhändler berichteten dagegen von einer relativ gedämpften Wirtschaftstätigkeit. Als Grund hierfür nannten sie unter anderem die anhaltenden Auswirkungen des vergangenen Inflationsschubs. Außerdem wurde angeführt, dass die wahrgenommene Inflation höher sei als die tatsächliche und dass das Verbrauchervertrauen durch die bestehende Unsicherheit gedämpft werde. Darüber hinaus gaben zwar einige wenige Firmen an, dass sich die in den vergangenen Jahren zu beobachtende Nachfrageverlagerung in Richtung preisgünstigerer Produkte teilweise wieder umgekehrt habe, doch viele Unternehmen schätzen diesen Trend als mehr oder weniger dauerhaft ein. Aus der Reise- und Tourismusbranche gab es unterschiedliche Aussagen: Ein Teil der Unternehmen verzeichnete nach wie vor ein kräftiges Nachfragewachstum und rechnete damit, dass sich dies auch fortsetzen wird. Die übrigen Unternehmen gaben hingegen an, dass die Buchungen bei ihnen weniger stark zunähmen als erwartet.

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.

Trotz der hohen Unsicherheit gab es Anzeichen einer Erholung der Nachfrage nach Maschinen und Ausrüstungsgütern sowie einer Wende bei der Bautätigkeit.

Die meisten Unternehmen im Maschinenbau sowie deren Zulieferer waren der Auffassung, dass die Wirtschaftstätigkeit die Talsohle durchschritten hat und die Auftragseingänge erste Anzeichen einer Erholung aufweisen. Das steigende Vertrauen war teilweise mit den jüngsten Ankündigungen höherer Staatsausgaben für Verteidigung und Infrastruktur verbunden, was (potenzielle) Anbieter dazu veranlassen dürfte, in die Anpassung und Erweiterung ihrer Kapazitäten zu investieren. Die Unternehmen aus dem Baugewerbe sowie deren Zulieferer berichteten überwiegend von einer Belebung aufgrund der allmählich durchwirkenden Zinssenkungen. Der anhaltende Fokus vieler Unternehmen auf Produktivitätssteigerung und Kostensenkung treibt die Nachfrage nach künstlicher Intelligenz und Cloud Computing an, was ein wichtiger Wachstumsfaktor im Bereich der unternehmensbezogenen Dienstleistungen ist. Allerdings teilten auch mehrere Anbieter solcher Dienstleistungen (unter anderem in den Bereichen Arbeitsvermittlung, IT- und Beratungsleistungen) mit, dass einige Kunden angesichts der aktuellen Unsicherheit – etwa im Zusammenhang mit Zöllen – große Projekte ausgesetzt hätten. Die Pkw-Nachfrage stagnierte der Umfrage zufolge weitgehend. Sie dürfte auf kurze Sicht niedrig bleiben oder allenfalls leicht wachsen. Die Hersteller von Lkws scheinen sich hingegen auf eine Ausweitung der Produktion im weiteren Jahresverlauf vorzubereiten. Hersteller von sonstigen Transportmitteln und ihre Ausrüstungslieferanten erwarteten angesichts großer Auftragsrückstände ein anhaltend starkes Produktionswachstum.

Die Beschäftigungsaussichten blieben trotz einer leichten Aufhellung weitgehend unverändert, da sich die Unternehmen nach wie vor auf Effizienz- und Produktivitätssteigerungen konzentrierten.

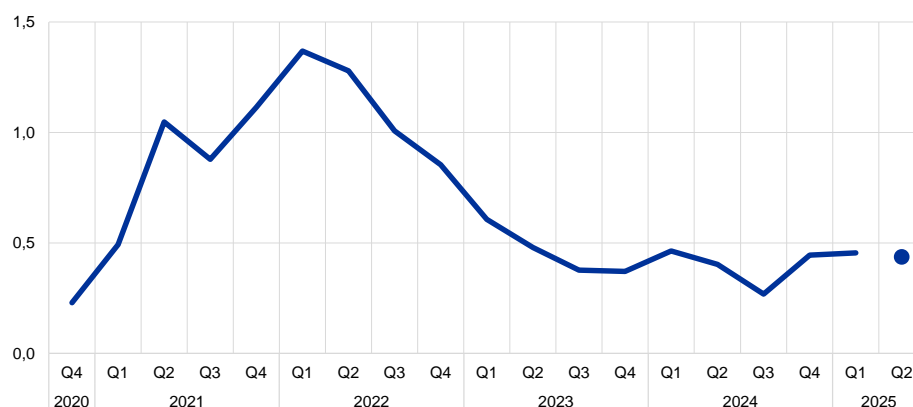
Viele Firmen hielten beim Personalmanagement an einem konservativen Ansatz fest und legten ihr Hauptaugenmerk auf die Kostenkontrolle. Statt Entlassungen setzten sie vor allem

auf natürliche Fluktuation, Einstellungsstopps und Vorruhestandsregelungen, um Personal abzubauen. Dies galt selbst für das energieintensive verarbeitende Gewerbe und die Automobilindustrie, die sich an die strukturell bedingt niedrigere Wirtschaftstätigkeit anpassen mussten. Im Baugewerbe und in der Rüstungsindustrie nahmen die Beschäftigungsmöglichkeiten indessen zu. Auch in den meisten Dienstleistungssektoren stieg die Beschäftigung, wenn auch nur moderat. Die Personalakquise war für viele Unternehmen weiterhin eine Herausforderung, aber nicht mehr so sehr wie über weite Strecken der jüngsten Vergangenheit. Die Fluktuationsraten waren nach wie vor gering, und einige Unternehmen berichteten, dass sie die Kosten im Zusammenhang mit Fehlzeiten verstärkt in den Blick nahmen. Die Arbeitsvermittlungsagenturen meldeten noch immer rückläufige Zahlen bei der befristeten und unbefristeten Einstellung von Arbeitskräften. Im historischen Vergleich ist hier nunmehr ein außergewöhnlich langer Abwärtstrend zu verzeichnen.

Abbildung C

Einschätzungen der aktuellen und zukünftigen Preisentwicklung

(Durchschnitt der von den Fachleuten der EZB vergebenen Werte)



Quelle: EZB.

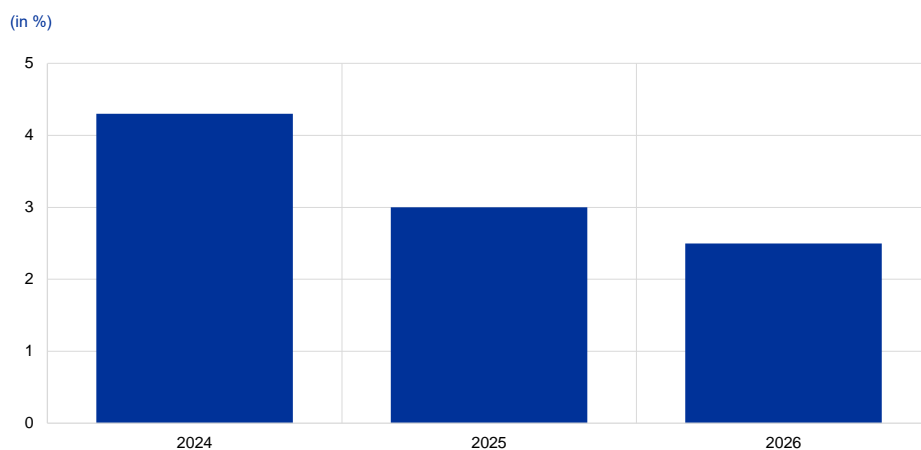
Anmerkung: Die Werte spiegeln wider, wie die Fachleute der EZB die Antworten der befragten Unternehmen zur vierteljährlichen Entwicklung der Verkaufspreise durchschnittlich einschätzen. Die Skala reicht von -2 (deutlicher Rückgang) bis +2 (deutlicher Anstieg). Ein Wert von 0 bedeutet keine Veränderung.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

Die befragten Firmen sahen ein moderates Preiswachstum ohne Veränderung der allgemeinen Preisdynamik oder der kurzfristigen Aussichten (siehe Abbildung A und Abbildung C). Die Preise erhöhten sich im Dienstleistungssektor zwar immer noch kräftiger als in der Industrie, doch laut der Umfrage war eine gewisse Konvergenz zu beobachten: Der Preisanstieg im verarbeitenden Gewerbe beschleunigte sich, während er im Dienstleistungssektor etwas nachlasse. Die Befragten im Investitions- und Konsumgütersektor berichteten im Allgemeinen von einem „normalen“ Preismfeld mit moderat steigenden Preisen und stabilen Margen. Die Preise für viele Vorleistungsgüter hätten indessen die Talsohle durchschritten und nähmen wieder zu. Das Preiswachstum sei in weiten Teilen des Dienstleistungssektors relativ robust geblieben. Einige Unternehmen aus dem Bereich Reiseverkehr und Tourismus schätzten den Preisanstieg hingegen moderater ein, da sich die Nachfrage abschwäche. Von einer vergleichbaren Entwicklung berichteten auch einige unternehmensnahe Dienstleister, deren Kunden ihre Kosten senkten oder Investitionen auf Eis legten. Im Einzelhandel blieb der

Preisanstieg angesichts eines starken Wettbewerbs um Marktanteile und des Preisbewusstseins der Verbraucherinnen und Verbraucher zumeist verhalten.

Die Unternehmen zeigten sich zunehmend zuversichtlich, dass sich das Lohnwachstum abschwäche (siehe Abbildung D). Auf Basis einfacher Durchschnittswerte der quantitativen Angaben dürfte das Lohnwachstum von 4,3 % im Jahr 2024 auf 3,0 % im Jahr 2025 und 2,5 % im Jahr 2026 sinken. Die Angaben für 2025 sind damit rund einen halben Prozentpunkt niedriger als in früheren Umfragen. Von wenigen Ausnahmen abgesehen erachteten die Befragten die Lohnaussichten inzwischen als „normal“. Lohnsteigerungen dürften im Einklang mit der Inflation und den Produktivitätszuwächsen stehen.

Abbildung D
Quantitative Einschätzung des Lohnwachstums



Quelle: EZB.
Anmerkung: Dargestellt sind die Durchschnittswerte des von den befragten Unternehmen im eigenen Sektor wahrgenommenen Lohnwachstums im Jahr 2024 und ihre Erwartungen für die Jahre 2025 und 2026. Die Durchschnittswerte für 2024, 2025 und 2026 basieren auf den Angaben von 70, 68 bzw. 44 befragten Unternehmen.

In der aktuellen Befragung wurden die Unternehmen gefragt, ob die Ankündigungen zu Zöllen und Verteidigungsausgaben sie dazu veranlasst hätten, die Konjunkturaussichten und/oder die Preise neu zu bewerten. Die meisten Befragten gaben an, dass die (bis Mitte/Ende März erfolgten) Ankündigungen sie nicht zu einer Neubewertung veranlasst hätten. Unter dem Strich führten vor allem die Ankündigungen zu den Verteidigungsausgaben jedoch bei etwas mehr Unternehmen zu einer positiveren Neubewertung als zu einer negativeren. Die Mehrzahl der Unternehmen nahm in Bezug auf die Zölle nach wie vor eine abwartende Haltung ein oder blieb skeptisch, was deren Einführung oder Dauer betraf. Sie betrachteten die Zölle eher als ein Risiko und weniger als Bestandteil der Basislinie. In dieser Skepsis kam zum Ausdruck, dass sich die Zölle negativ auf den Konsum in den Vereinigten Staaten auswirken würden. Zudem sei es eher unwahrscheinlich, dass Zollerhebungen die Investitionstätigkeit in den USA belebten. Vielmehr hielten sich Unternehmen damit zurück, langfristige Entscheidungen als Reaktion auf einen möglicherweise vorübergehenden Politikwechsel zu treffen. Bisher hätten die Zollankündigungen hauptsächlich dazu geführt, dass die Unternehmen einige Investitionen aussetzten und ihre Abhängigkeit von Vorleistungen aus den Vereinigten Staaten neu bewerteten. Die

Firmen, die ihre Aussichten aufgrund der aktuellen oder erwarteten Zölle neu bewertet hatten, gingen nun von einer geringeren Wirtschaftstätigkeit und insgesamt höheren Preisen aus (siehe Abbildung E). In den höheren Preisen kommt die zunehmende Erwartung zum Ausdruck, dass die von den Vereinigten Staaten erhobenen Zölle zu Gegenmaßnahmen führen werden, einschließlich Schutzmaßnahmen zur Minderung von Handelsumlenkungen.

Die Pläne für höhere Verteidigungsausgaben, auch im Bereich der digitalen Sicherheit und der Cybersicherheit, könnten die Konjunktur relativ rasch stützen. Die angekündigten Erhöhungen der Verteidigungsausgaben, zu denen viele auch die Infrastrukturausgaben in Deutschland rechneten, seien ausreichend groß und sicher, um die Erwartungen hinsichtlich der künftigen Nachfrage nach vielen Waren und Dienstleistungen zu steigern (auch wenn sie üblicherweise nur einen kleinen Teil des Kundenstamms betreffen). Viele Unternehmen planten, ihre Kapazitäten auszuweiten oder anzupassen, sobald sicher sei, dass genügend neue Mittel an europäische Unternehmen flössen. Dem würde eine steigende Nachfrage nach Vorleistungen vorausgehen. Einige Unternehmen äußerten jedoch Bedenken darüber, dass Staatsausgaben von anderen Investitionsvorhaben abgezogen würden und/oder dass sich die steigende Verschuldung und der Preisdruck in höheren Zinsen niederschlagen könnten. Einige rechneten zudem damit, dass die höheren Verteidigungsausgaben über eine steigende Nachfrage nach Materialien, Komponenten und Fachkräften preistreibend wirken könnten.

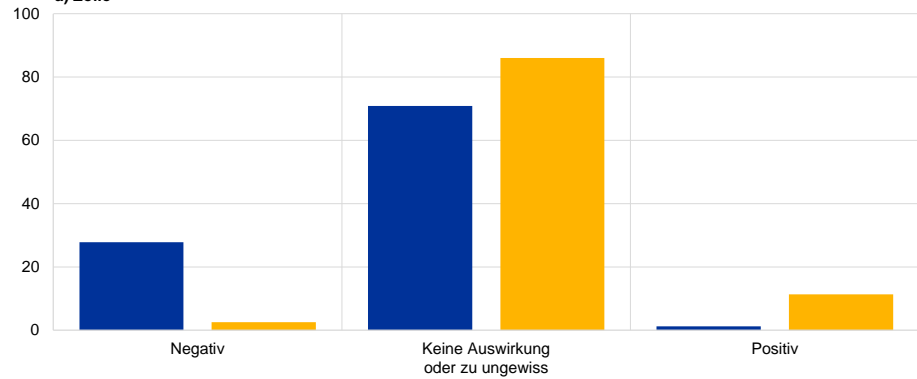
Abbildung E

Auswirkungen der Ankündigung höherer Zölle und Verteidigungsausgaben auf die Konjunktur- und Preisaussichten der Unternehmen

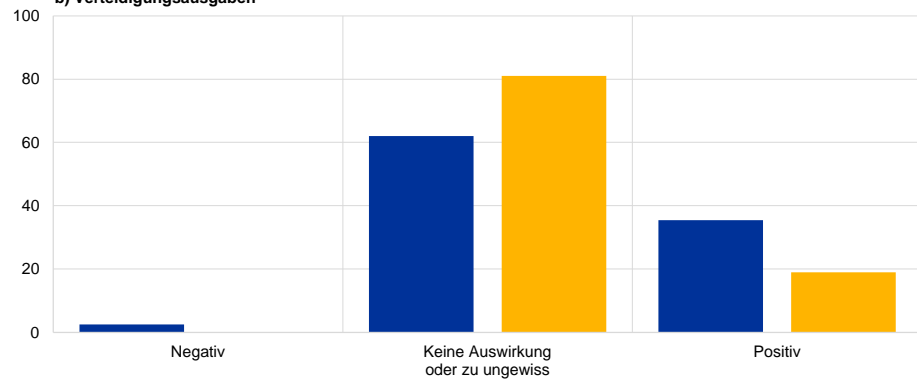
(in %)

■ Wirtschaftstätigkeit
■ Preise

a) Zölle



b) Verteidigungsausgaben



Quelle: EZB.

Langfristige Inflationserwartungen der Verbraucherinnen und Verbraucher – ein Überblick

Pedro Baptista, Colm Bates, Omiros Kouvavas, Justus Meyer und Katia Werkmeister

Die in der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey – CES) erfassten Messgrößen der Inflationserwartungen wurden bei der Datenveröffentlichung im April 2025 erstmals durch die Inflationserwartungen in fünf Jahren als weitere Kennzahl ergänzt. Zuvor wurden in der CES seit April 2020 auf monatlicher Basis lediglich die Inflationserwartungen der Verbraucherinnen und Verbraucher auf kurze Sicht (in einem Jahr) und auf mittlere Sicht (in drei Jahren) erfragt. Die Erwartungen für die Inflation in drei Jahren sind von besonderer Bedeutung für die Beurteilung der mittelfristigen Inflationsrisiken. Erstmals im August 2022 wurde in die CES darüber hinaus eine Messgröße für die in fünf Jahren erwartete Inflation aufgenommen, damit die EZB die längerfristigen Inflationserwartungen genauer beobachten kann.^{1,2} Der vorliegende Kasten untersucht die Entwicklung dieser langfristigen Erwartungen (Fünfjahreshorizont) und ihre Nutzung zur Beurteilung des Verankerungsgrads der Inflationserwartungen.

Trotz des Inflationsschubs im Euroraum, zu dem es nach dem Wiederhochfahren der Wirtschaft im Anschluss an die Pandemie und dem ungerechtfertigten Einmarsch Russlands in die Ukraine kam, liegen die langfristigen Inflationserwartungen nach wie vor nahe am Zielwert der EZB von 2 %. Der Median der Erwartungen für die jährliche Inflationsrate in fünf Jahren liegt seit 2022 bemerkenswert stabil bei rund 2,1 %, nachdem er von einem anfänglichen Höchststand von 2,3 % im August 2022 – damals betrug die Teuerung 9,1 % – zurückgegangen war (siehe Abbildung A, Grafik a). Ähnlich verhält es sich beim Mittelwert der Erwartungen (siehe Abbildung A, Grafik b).³ Die abwärtsgerichtete Verlaufskurve dieser Indikatoren und die stabilen Erwartungen für die Inflation in fünf Jahren zeigen, dass die Verbraucherinnen und Verbraucher eindeutig davon ausgehen, dass sich die Teuerungsrate im Zeitverlauf dem Zielwert der EZB annähern wird. Die Inflationserwartungen sind somit weiterhin fest verankert.

¹ Siehe K. Bańkowska et al., [ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 287, 2021; F. D'Acunto et al., [Household inflation expectations: an overview of recent insights for monetary policy](#), Discussion Paper Series der EZB, Nr. 24, 2024.

² Die Befragten sollen anhand der folgenden Optionen angeben, wie sie die Preisentwicklung über den Zwölfmonatszeitraum in fünf Jahren einschätzen: „Die Preise werden (geringfügig/deutlich) steigen“, „Die Preise werden (geringfügig/deutlich) sinken“ oder „Die Preise werden genau gleich bleiben (0 % Veränderung)“. In einer offenen Frage sollen die Befragten anschließend angeben, um wie viel Prozent sich die Preise ihrer Meinung nach ändern werden. Die Option „Weiß nicht“ ist nicht enthalten, um eine selektive Verzerrung durch Nichtbeantwortung zu vermeiden.

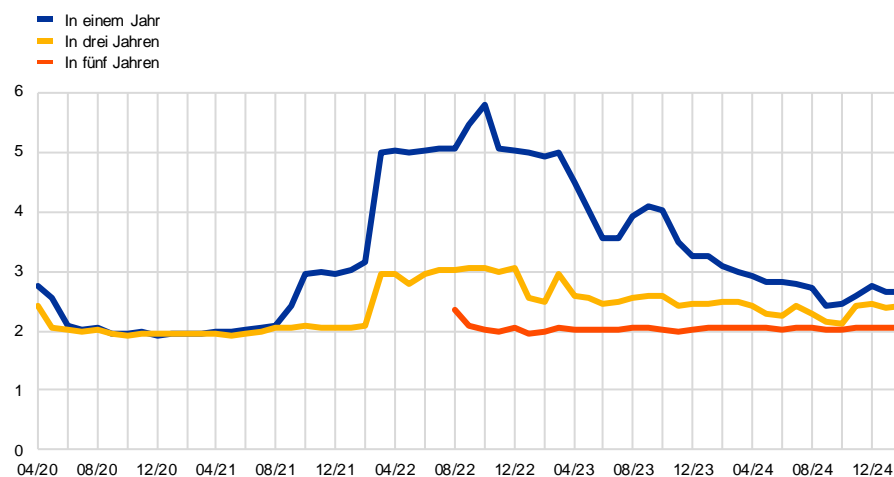
³ Die quantitativen Inflationserwartungen der Verbraucherinnen und Verbraucher sind tendenziell rechtsschief (d. h., das Mittel liegt über dem Median), da relativ wenige Befragte negative Preisänderungen erwarten und Ausreißer in der Tendenz positiv sind.

Abbildung A

Langfristige Inflationserwartungen der Verbraucherinnen und Verbraucher

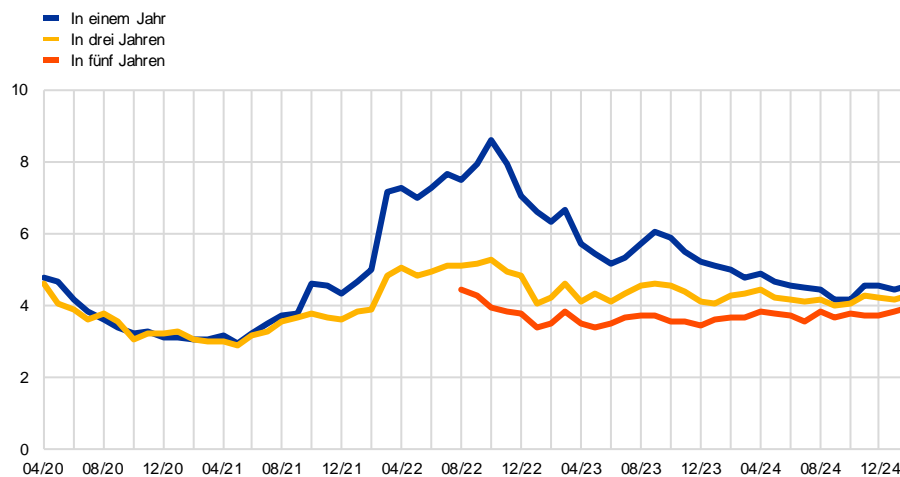
a) Median der Erwartungen

(Veränderung in %, Median)



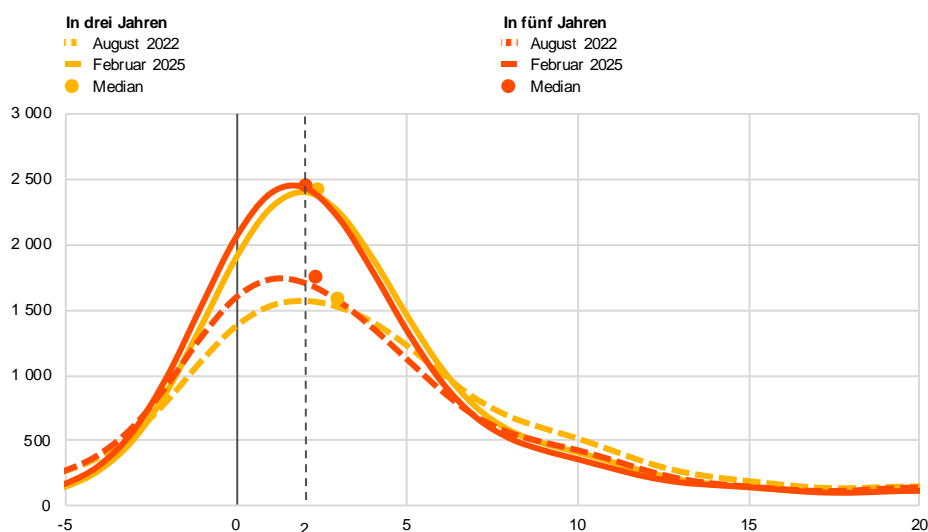
b) Mittelwert der Erwartungen

(Veränderung in %, Mittelwert)



c) Verteilung der Erwartungen

(Veränderung in %, Häufigkeit)



Quellen: Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (CES) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Statistik bevölkerungsgewichtet. Die Erwartungen sind auf Ebene der Ländererhebung (2-98) winsorisiert. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2025. In Grafik c zeigt die graue gestrichelte Linie die Veränderung von 2 % an. Die Kurve basiert auf der symmetrisch linear interpolierten Verteilung, in der die aus Rundungseffekten bei den Verbrauchererwartungen resultierende Verzerrung berücksichtigt ist. Für die Visualisierung wurde eine Bandbreite von 2 gewählt.

Die längerfristigen Inflationserwartungen der Verbraucherinnen und

Verbraucher zentrieren sich im Vergleich zu kürzeren Zeithorizonten stärker um den mittelfristigen Zielwert der EZB.

Vergleicht man die Gesamtverteilung der Inflationserwartungen über einen Zeithorizont von drei und fünf Jahren (siehe Abbildung A, Grafik c), so liegt ein Großteil der längerfristigen Erwartungen der Befragten nahe am EZB-Zielwert von 2 %. Zu einem erheblichen Teil befinden sich die längerfristigen Erwartungen der Verbraucherinnen und Verbraucher aber auch unter dem Zielwert und zeigen einen ausgeprägten rechten Rand (siehe Abbildung A, Grafik c). Beide Verteilungen bewegen sich um den Zielwert von 2 %, wobei für die jeweiligen Höchstwerte im Zuge des Rückgangs der Teuerungsrate im Euroraum in den Jahren 2022 bis 2024 eine stärkere Ausprägung zu erkennen ist. Insbesondere ist die Konzentration um den Zielwert von 2 % sowohl im August 2022 als auch im Februar 2025 für die in fünf Jahren erwartete Inflation höher als für die in drei Jahren erwartete Inflation. Dass der Median für die in fünf Jahren erwartete Inflation unter dem Median für die in drei Jahren erwartete Inflation liegt, ist auch auf eine leicht höhere Häufigkeit einer Inflationserwartung von null für den längeren Zeithorizont zurückzuführen.⁴ Mit sinkender Inflation erhöhte sich der Anteil der nahe am Zielwert liegenden längerfristigen Inflationserwartungen (siehe Abbildung B, Grafik a).⁵

⁴ Im Februar 2025 rechneten 21,3 % der Befragten mit „keiner Veränderung“ der Preise für den Fünfjahreshorizont. Damit lag dieser Wert etwas höher als für den Dreijahreshorizont (17,6 %). Die Erwartung einer Null-Inflation bei den längeren Zeithorizonten könnte eine Mischung aus Unsicherheit und Überzeugungen hinsichtlich der Preisstabilität widerspiegeln, die fälschlicherweise als „keine Veränderung“ der Preise erfasst wurde.

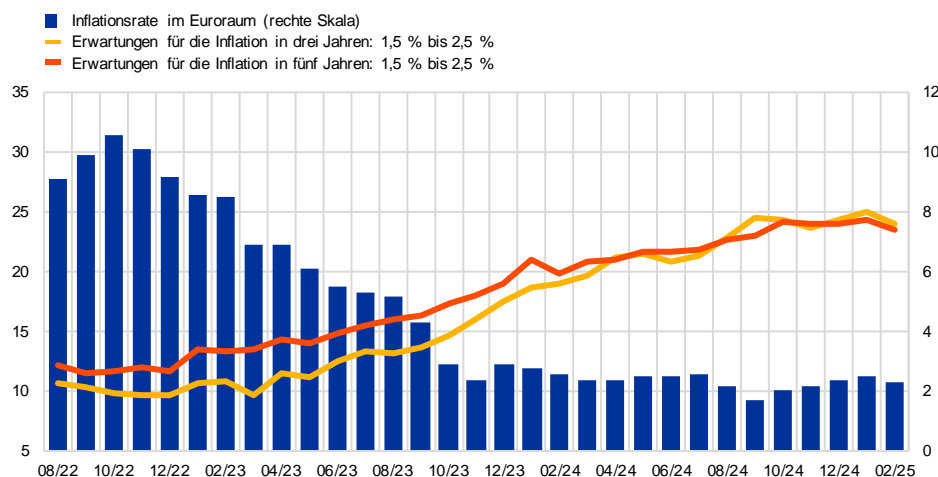
⁵ Zu einem erheblichen Anteil liegen die Angaben der Befragten weitab vom Median, was auf eine größere Streuung der Erwartungen unter den Verbraucherinnen und Verbrauchern beispielsweise im Vergleich zu professionellen Prognostikern hinweist.

Abbildung B

Langfristige Inflationserwartungen der Verbraucherinnen und Verbraucher und EZB-Zielwert von 2 %

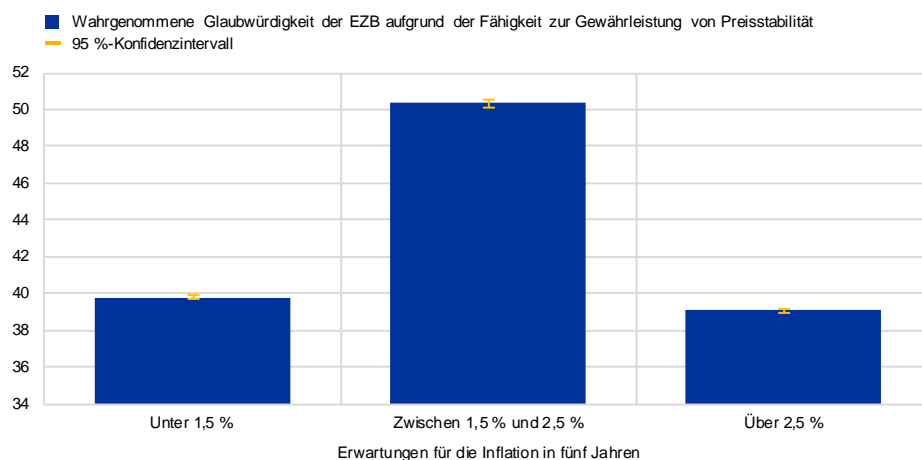
a) Erwartungen nahe am Zielwert

(linke Skala: in % der Verbraucherinnen und Verbraucher; rechte Skala: Veränderung in %)



b) Erwartungen für die Inflation in fünf Jahren und Wahrscheinlichkeit, dass die Inflation nahe am Zielwert liegt

(mittlere Wahrscheinlichkeit in %)



Quellen: Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (CES) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Statistik bevölkerungsgewichtet. Die Erwartungen sind auf Ebene der Ländererhebung (2-98) winsorisiert. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2025.

Den Teilnehmerinnen und Teilnehmern der CES wird auch die direkte Frage gestellt, wie wahrscheinlich es ist, dass die EZB über einen Horizont von drei und fünf Jahren Preisstabilität gewährleisten kann. Die Antworten liefern eine quantitative Messgröße der Glaubwürdigkeit der EZB aus Verbrauchersicht und sind für die weitere Beurteilung der Verankerung der längerfristigen Erwartungen hilfreich.⁶ In Abbildung B, Grafik b) wird die wahrgenommene Wahrscheinlichkeit, dass die EZB in den kommenden fünf Jahren für Preisstabilität sorgen kann, den

⁶ Siehe M. Ehrmann et al., [Credibility gains from communicating with the public: evidence from the ECB's new monetary policy strategy](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2785, 2023.

quantitativen Erwartungen an die Inflation in fünf Jahren gegenübergestellt.⁷ Befragte, deren Erwartungen näher am EZB-Zielwert liegen (zwischen 1,5 % und 2,5 %), zeigen mit einer mittleren Wahrscheinlichkeit von 48,5 % auch ein höheres Vertrauen in die Fähigkeit der EZB, Preisstabilität zu gewährleisten. Langfristige Inflationserwartungen unter 1,5 % bzw. über 2,5 % sind dagegen mit einer geringeren wahrgenommenen Wahrscheinlichkeit von 39,1 % bzw. 37,7 % verbunden. Dies deutet darauf hin, dass Abweichungen der langfristigen Inflationserwartungen vom Zielwert von 2 % mit einem geringeren Vertrauen in die Fähigkeit der EZB, die Inflation mittelfristig zu steuern, korrelieren.⁸ Abbildung C, Grafik a zeigt die positive Korrelation zwischen der Wahrscheinlichkeit, dass die Erwartungen für die Inflation in fünf Jahren in etwa beim Zielwert von 2 % liegen, und der Überzeugung, dass die EZB in der Lage ist, in den kommenden fünf Jahren Preisstabilität zu gewährleisten. Die geschätzten Koeffizienten steigen linear an, was darauf hinweist, dass die Befragten mit zunehmendem Vertrauen in die Fähigkeit der EZB, Preisstabilität zu gewährleisten, auch eher erwarten, dass die längerfristige Inflationsrate nahe am Zielwert bleiben wird.

Die langfristigen Inflationserwartungen der Verbraucherinnen und Verbraucher zeigen im Vergleich zu den mittelfristigen Erwartungen eine geringere Sensitivität gegenüber unerwarteten Inflationsentwicklungen. Diese sind definiert als Differenz zwischen der kurzfristigen Erwartung der befragten Person in Bezug auf die Inflation in einem Jahr und ihrer ein Jahr darauf erfragten wahrgenommenen Inflation im abgelaufenen Jahr. Während des Inflationsschubs im Zeitraum 2022-2023 passten die Verbraucherinnen und Verbraucher ihre längerfristigen Inflationserwartungen als Reaktion auf diese unerwartete Abweichung relativ gesehen weniger stark an als ihre Erwartungen für die folgenden zwölf Monate. Dies zeigen die abnehmenden Koeffizienten der in Abbildung C, Grafik b dargestellten Regression. Daraus lässt sich schließen, dass die Verbraucherinnen und Verbraucher den Signalen unerwarteter Inflationsentwicklungen bei der Formulierung ihrer langfristigen Erwartungen deutlich weniger Beachtung schenkten.

⁷ In der CES wird auch regelmäßig die wahrgenommene Glaubwürdigkeit der EZB in Bezug auf ihre Fähigkeit, die Preise stabil zu halten, erfragt: „Für wie wahrscheinlich halten Sie es, dass die Europäische Zentralbank (EZB) im Euroraum über die nächsten fünf Jahre Preisstabilität gewährleisten wird?“

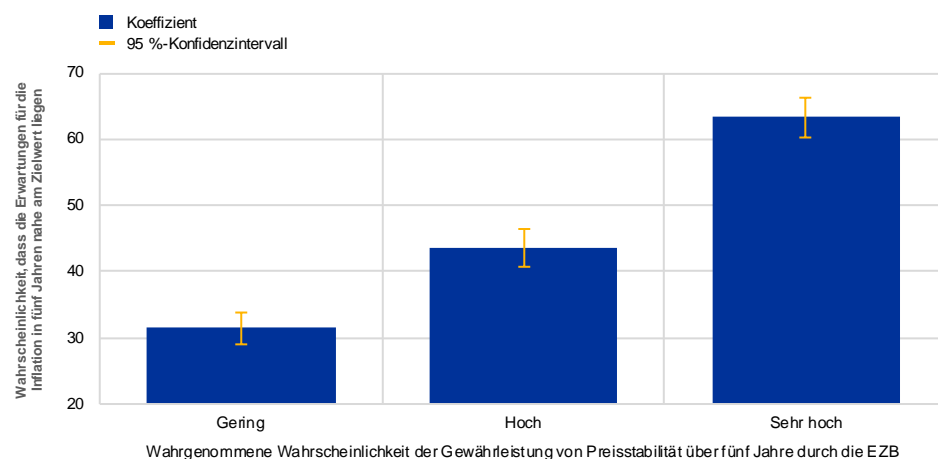
⁸ Siehe D. Christelis et al., [Trust in the central bank and inflation expectations](#), International Journal of Central Banking, Bd. 16(6), S. 1-37, 2020.

Abbildung C

Langfristige Inflationserwartungen der Verbraucherinnen und Verbraucher, EZB-Zielwert und unerwartete Inflationsentwicklungen

a) Einschätzung der Glaubwürdigkeit der EZB und Wahrscheinlichkeit, dass Erwartungen nahe am EZB-Zielwert liegen

(in %)



b) Sensitivität gegenüber unerwarteten Inflationsentwicklungen

(in Prozentpunkten)



Quellen: Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (CES) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Statistik bevölkerungsgewichtet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2025. Grafik a stellt die Koeffizienten einer Probit-Regression mit erhebungs- und länderspezifischen fixen Effekten dar. Die Erwartungen für die Inflation in fünf Jahren werden dann als nahe am EZB-Zielwert eingestuft, wenn sie zwischen 1,5 % und 2,5 % liegen. Grafik b veranschaulicht die marginalen Effekte der Regressionen der unerwarteten Inflationsentwicklungen (unabhängige Variable) auf die jährliche Anpassung der Inflationserwartungen (abhängige Variable). Unerwartete Inflationsentwicklungen sind auf Ebene der Ländererhebung (5-95) winsorisiert.

Zukünftig dürfte die Beobachtung der Inflationserwartungen über verschiedene Zeithorizonte zu weiteren Erkenntnissen über den Inflationsausblick der Verbraucherinnen und Verbraucher führen. Im Vergleich zu kürzeren Zeithorizonten liefert die Erfassung der Erwartungen zur Inflation in fünf Jahren zusätzliche Informationen über den Grad der Verankerung der Inflationserwartungen – insbesondere während starker und anhaltender Inflationsschocks. Darüber hinaus können die jüngsten CES-Daten zu den längerfristigen Inflationserwartungen die Befürchtung weiter mildern, dass sich für

den Euroraum aufgrund des vorangegangenen Inflationsschubs das Risiko ergeben könnte, dass sich die längerfristigen Inflationserwartungen vom EZB-Zielwert von 2 % entfernen und die Inflationsraten infolgedessen dauerhaft auf einem höheren Niveau liegen.

Analyse des Inflationsschubs 2021-2024 mithilfe des ECB-BASE-Modells

Elena Angelini, Matthieu Darracq Pariès und Srećko Zimic

Die Auswirkungen von Russlands Krieg gegen die Ukraine konnten in den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2021 nicht antizipiert werden und führten 2022 zu großen Prognosefehlern.¹ Bezogen auf die Projektion vom Dezember 2021

machte der Fehler bei der HVPI-Inflation knapp 8 Prozentpunkte aus. Beim BIP-Wachstum fiel er mit fast 1 Prozentpunkt zwar etwas geringer aus, war aber immer noch erheblich (siehe Abbildung A).

Auch bei ökonomischen Modellen wie dem ECB-BASE-Modell ergaben sich Prognosefehler, wobei unklar ist, ob hierfür Modelleinschränkungen oder unvorhersehbare Schocks verantwortlich sind. So hätten Prognosen auf Grundlage dieses Modells, die auf denselben Annahmen beruhen wie die gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2021, ebenfalls zu signifikanten Fehlern geführt (siehe Abbildung A).² Um dies zu untersuchen, werden zwei modellbasierte Prognosen vom Dezember 2021 miteinander verglichen, und zwar die tatsächliche Echtzeitprognose und eine kontrafaktische Prognose. Dabei wird angenommen, dass zu diesem Zeitpunkt die tatsächliche Entwicklung der im HVPI erfassten Energie- und Nahrungsmittelpreise sowie anderer technischer Annahmen im Projektionszeitraum 2022-2024 bekannt war.³ Die Abweichung der prognostizierten kontrafaktischen Inflation von der tatsächlichen Inflationsrate hängt deshalb weder mit unerwarteten Entwicklungen der im HVPI erfassten Energie- und Nahrungsmittelpreise noch mit Änderungen der technischen Annahmen für die Finanzpolitik, die Finanzierungsbedingungen (einschließlich der Geldpolitik) und das außenwirtschaftliche Umfeld zusammen. Eine nach Berücksichtigung all dieser Faktoren eventuell verbleibende Restgröße wäre dann anderen unerwarteten

¹ Prognosefehler wurden auch in anderen Beiträgen im EZB-Wirtschaftsbericht untersucht. Siehe beispielsweise EZB, [Prognosegüte der Projektionen des Eurosystems und der EZB für das Wirtschaftswachstum seit der Covid-19-Pandemie](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 7/2024; EZB, [Analyse der empirischen Prognosegüte der Inflationsprojektionen von Fachleuten der EZB/des Eurosystems seit dem Jahr 2000](#), Wirtschaftsbericht 5/2024; EZB, [Genauigkeit der jüngsten Projektionen von Fachleuten des Eurosystems bzw. der EZB zur kurzfristigen Inflationsentwicklung – ein Update](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 2/2024; EZB, [Aktualisierte Bewertung der kurzfristigen Inflationsprojektionen des Eurosystems und der EZB](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 1/2023; EZB, [Erklärungen für die jüngsten Fehler in den Inflationsprojektionen des Eurosystems und der EZB](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 3/2022.

² Siehe hierzu Angelini et al., [Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2315, 2019. Das ECB-BASE-Modell wird bei der EZB regelmäßig zur Gegenprüfung der Basisprojektionen und zur Durchführung von Szenarioanalysen verwendet.

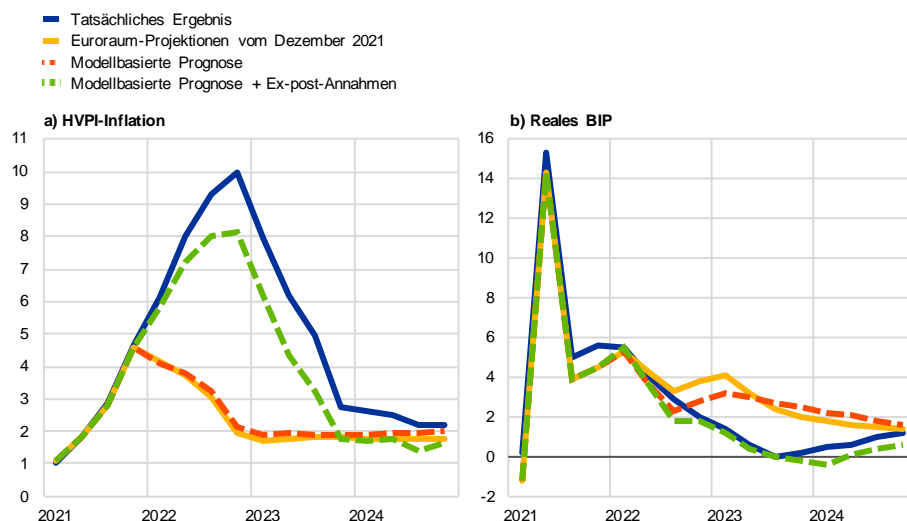
³ Zu den finanziellen Annahmen zählen jene zu kurz- und langfristigen Zinsen, Kreditzinsen und Aktienkursen. Finanzpolitische Annahmen beziehen sich auf Konsumausgaben des Staates, öffentliche Investitionen, Sozialtransfers, direkte Steuern für private Haushalte und Unternehmen sowie indirekte Steuern. Annahmen zu externen Faktoren betreffen die Auslandsnachfrage, die Preise der Wettbewerber, Wechselkurse sowie die Öl- und Gaspreise (synthetischer Energiepreisindex). Bei den kontrafaktischen Projektionen werden alle Einschätzungen außer Acht gelassen, die in die Projektionen vom Dezember 2021 hätten einfließen können.

wirtschaftlichen Entwicklungen, Messfehlern oder Modell-Fehlspezifikationen zuzuschreiben.

Abbildung A

Kontrafaktische Prognosen zur HVPI-Inflation und zum BIP-Wachstum im Euroraum seit den Euroraum-Projektionen vom Dezember 2021 unter Verwendung des ECB-BASE-Modells

(Veränderung gegen Vorjahr in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen mit dem ECB-BASE-Modell.

Anmerkung: „Modellbasierte Prognose + Ex-post-Annahmen“ wird anhand der Prognosen aus den Euroraum-Projektionen vom Dezember 2021 simuliert, die mithilfe des ECB-BASE-Modells erstellt wurden. Dabei wird jedoch die tatsächliche Entwicklung der HVPI-Teuerungsrate für Energie und Nahrungsmittel sowie anderer technischer Annahmen zugrunde gelegt, und die Analysen werden auf die kurzfristige Aussicht konditioniert. Weitere Einzelheiten finden sich in: Angelini et al., a. a. O., Abschnitt 4.3.

Im Schlussquartal 2022 lassen sich rund 70 % der Prognosefehler bei der HVPI-Inflation auf unerwartete Entwicklungen der Energie- und Nahrungsmittelpreise zurückführen.

Abbildung B zeigt eine Zerlegung der Prognosefehler in verschiedene Faktoren. Am stärksten wirken sich zunächst die modifizierten Annahmen für die Energiepreise (dunkelblaue und gelbe Balken) auf die Fehler in Bezug auf die Inflation und das reale BIP im Jahr 2022 aus.⁴ Den Nahrungsmittelpreisen (rote Balken) kommt 2023 eine höhere relative Bedeutung zu, was auch die verzögerte Reaktion dieser Preise auf die Energiepreisentwicklung und die Auswirkungen des Krieges in der Ukraine widerspiegelt. Die unvorhergesehenen diskretionären Fiskalmaßnahmen, die ergriffen wurden, um den auf die höheren Energiepreise folgenden Anstieg der Lebenshaltungskosten abzufedern, leisteten einen negativen Beitrag zum Prognosefehler bezüglich der Inflation im Jahr 2023. Dies kehrte sich Anfang 2024 um, als einige dieser Maßnahmen (dunkelgrüne Balken) zurückgenommen wurden. Die unerwarteten Veränderungen bei den Annahmen zu externen Faktoren (hellblaue Balken) im Zeitraum 2022-2024 trugen in eher begrenztem Maße zu den Prognosefehlern bezüglich der Inflation und Produktion bei. Im Jahr 2023 waren die finanziellen Annahmen (hellgrüne Balken)

⁴ Der Beitrag der HVPI-Teuerungsrate für Energie zum Fehler in Bezug auf die HVPI-Gesamtinflation wird in zwei Komponenten aufgeteilt, nämlich die Auswirkungen der Annahmen zu den Energiepreisen (dunkelblaue Balken) und den verbleibenden Effekt, der sich aus der tatsächlichen Entwicklung der im HVPI erfassten Preise für Energiegüter ergibt (gelbe Balken).

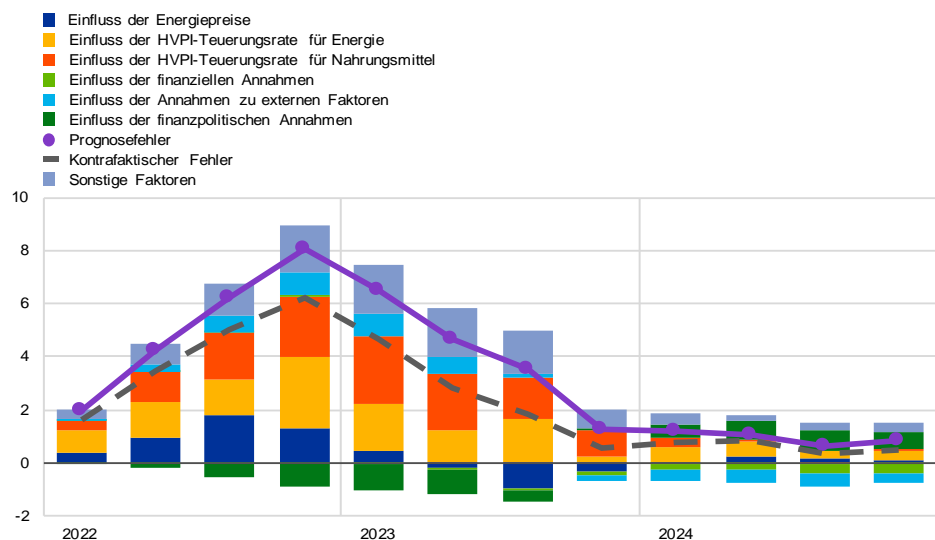
restriktiver, weil von deutlich höheren Kurzfristzinsenausgegangen wurde, und leisteten einen erheblichen Beitrag zum Prognosefehler beim BIP-Wachstum. Die finanziellen Annahmen hatten hingegen einen minimalen und zeitlich verzögerten Einfluss auf den Prognosefehler in Bezug auf die Inflation, hauptsächlich, weil die geldpolitische Transmission nicht vollständig berücksichtigt wurde (siehe unten). Die grauen Balken stellen sonstige Faktoren dar, darunter mögliche unerwartete wirtschaftliche Entwicklungen, Messfehler und Modell-Fehlspezifikationen.

Abbildung B

Zerlegung der kontrafaktischen Prognosen zur HVPI-Inflation und zum BIP-Wachstum im Euroraum unter Verwendung des ECB-BASE-Modells

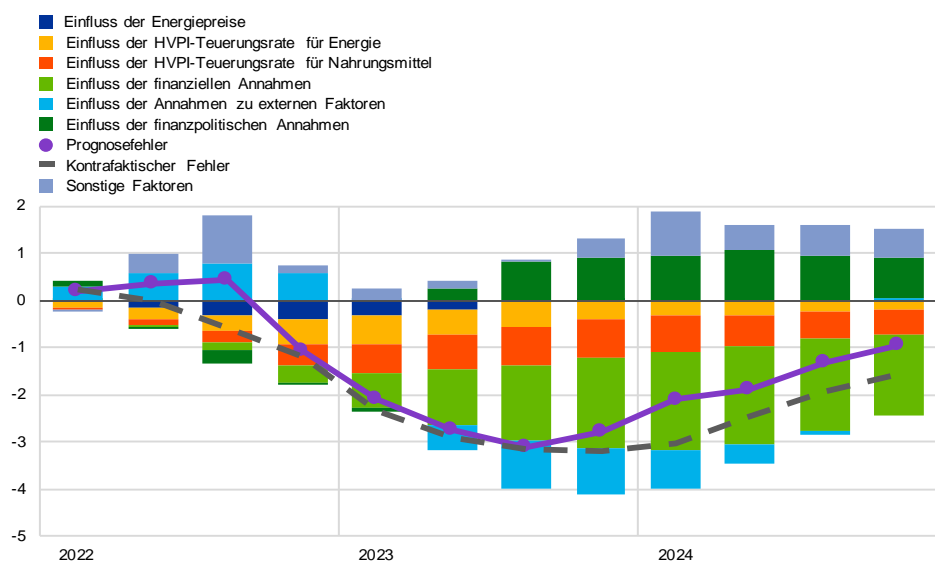
a) HVPI-Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



b) Reales BIP

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen und Simulationen mit dem ECB-BASE-Modell.

Anmerkung: „Prognosefehler“ bezieht sich auf den gesamten Prognosefehler unter Verwendung des ECB-BASE-Modells und „kontrafaktischer Fehler“ auf den Fehler, der sich durch die Modellsimulation erklären lässt.

Prognosefehler bei der Kerninflation lassen sich am besten dadurch verringern, dass im Vergleich zur Modellschätzung stärkere

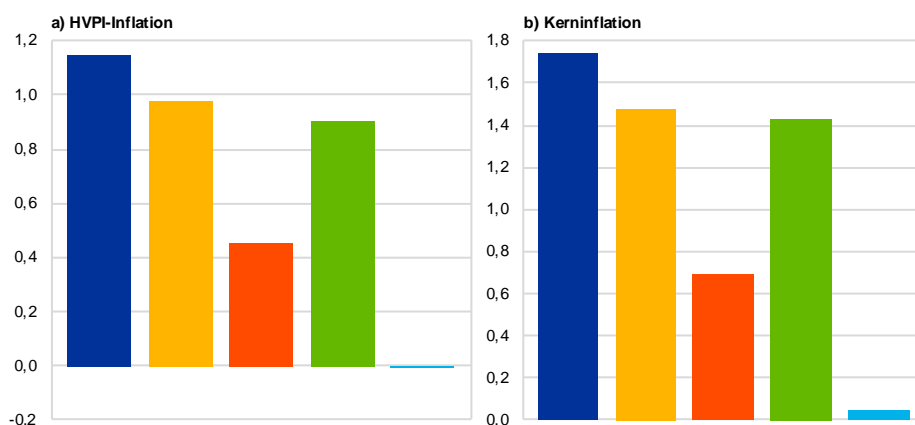
Zweitrundeneffekte abgebildet werden. Die verbleibenden Fehler in der Prognose zur HVPI-Gesamtinflation sind auf eine Unterschätzung der Kernpreise zurückzuführen. Diese Unterschätzung könnte durch die begrenzte Weitergabe der Energiepreise an andere im Modell erfasste Preise bedingt sein und Nichtlinearitäten widerspiegeln. Zu nennen wären vor dem Hintergrund der umfangreichen Preisschocks bei Energie und Nahrungsmitteln vor allem Veränderungen hinsichtlich der historischen Weitergabe auf andere Preise. Die roten Balken in Abbildung C zeigen, dass sich der durchschnittliche Prognosefehler bei der Kerninflation um rund 60 % verringert, wenn die Weitergabe der Energiepreise verstärkt wird. Darüber hinaus lässt sich der Fehler bei der HVPI-Gesamtinflation zum Teil auch durch falsche Vorhersagen in Bezug auf das Lohn- und Beschäftigungswachstum erklären. Im Modell hätte der realwirtschaftliche Einbruch zu einem Lohn- und Beschäftigungsrückgang geführt, nachdem sich die Terms of Trade aufgrund höherer Energie- und Nahrungsmittelpreise und der sich verschärfenden Finanzierungsbedingungen verschlechtert hatten. Tatsächlich sind die Nominallöhne und die Beschäftigung jedoch relativ stark gestiegen. Daher verbessert sich die Aussagekraft der Modellprognosen deutlich, wenn dem engeren Zusammenhang zwischen Löhnen und Preisen und der stärkeren Arbeitskräftehortung Rechnung getragen wird (siehe die hellblauen Balken in Abbildung C).

Abbildung C

Erklärung der bislang nicht erklärbaren Komponente des Prognosefehlers

(Veränderung gegen Vorquartal in %)

- Nicht erklärbarer Gesamtfehler
- Lohnindexierung 1)
- Stärkere Weitergabe 2)
- Arbeitskräftehortung 3)
- Kombinierte Effekt



Quelle: EZB-Berechnungen und Simulationen mit dem ECB-BASE-Modell.

Anmerkung: Um die in Abbildung B dargestellten verbleibenden Fehler zu erklären, werden folgende technische Modifikationen im Modell vorgenommen: 1) Anpassung der Lohnindexierung: Der Koeffizient, der die Auswirkungen des zurückliegenden Anstiegs der Verbraucherpreise auf die Löhne misst, wurde um 25 % nach oben angepasst mit dem Ziel, den engen Zusammenhang zwischen der vergangenen Inflation und den in diesem Zeitraum erfolgten Lohnanpassungen widerzuspiegeln; 2) stärkere Weitergabe: Im Rahmen des Modells wurden die Parameter der Phillips-Kurve neu kalibriert, um das Durchwirken der Energiepreise auf die Grenzkosten und den BIP-Deflator zu erhöhen und so einen reagibleren Transmissionsmechanismus zu erhalten; 3) Arbeitskräftehortung: Es wurde ein Arbeitsnachfrageschock simuliert, um das Okun'sche Gesetz zu brechen und die Nachfrage nach Arbeitskräften vom beobachteten Produktionsrückgang abzukoppeln, damit sich die unerwartete Resilienz des Arbeitsmarktes widerspiegelt. Durch diese Anpassungen ist das Modell besser geeignet, das Verhalten der Wirtschaftsakteure während des Berichtszeitraums zu prognostizieren, vor allem, wenn es um die Reaktion von Kernpreisen, Löhnen und Beschäftigung auf den Inflationsdruck geht. Werden alle diese Zusatzfaktoren berücksichtigt, verkleinern sich die grauen Balken in Abbildung B (sonstige Faktoren) deutlich.

Wird ein umfassenderes Spektrum an Übertragungsmechanismen berücksichtigt (u. a. die mögliche Entankerung der langfristigen Inflationserwartungen), kommt der Geldpolitik eine wesentliche Rolle bei der Stabilisierung der Inflationsraten auf mittlere Sicht zu. Aus Abbildung B wird

ersichtlich, dass sich allein aus einer Veränderung der finanziellen Annahmen noch kein nennenswerter Inflationsrückgang ergibt. Im Rahmen der vorliegenden Analyse werden allerdings lediglich die mechanischen Effekte veränderter finanzieller Annahmen (wie Zinssätze) berücksichtigt. Alle endogenen Übertragungskanäle der Geldpolitik bleiben außer Acht – beispielsweise die Auswirkungen von Zinsänderungen auf den Wechselkurs, denn der Wechselkurs wird in derartigen Analysen als Annahme zu externen Faktoren angesehen. Hier wurde eine kontrafaktische Standardsimulation der Geldpolitik durchgeführt. Sie beruht auf der Annahme, dass die Kurzfristzinsen das in den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Dezember 2021 genannte Niveau beibehielten, wofür geldpolitische Schocks verantwortlich waren, und dass alle anderen Reaktionen durch die endogenen Mechanismen des Modells bestimmt wurden.⁵ Wie aus Abbildung D hervorgeht, wäre die Teuerung ohne geldpolitische Interventionen Ende 2024 möglicherweise 0,7 Prozentpunkte höher gewesen. Darüber hinaus spielte die ausgeprägte geldpolitische Reaktion eine wichtige Rolle bei der Verankerung der Inflationserwartungen. Bei Verwendung entankerter Erwartungen, die stärker von der Inflation in der Vergangenheit beeinflusst werden als vom Zielwert der Zentralbank, hätte sich für 2024 eine um 2 Prozentpunkte höhere Teuerungsrate ergeben (siehe Abbildung D), wodurch aus einem vorübergehenden Schock ein länger andauernder Schock würde.⁶

⁵ Kennzeichnend für das ECB-BASE-Modell ist, dass es im Vergleich zu anderen stochastischen allgemeinen Gleichgewichtsmodellen (DSGE-Modellen) eine schwächere Transmission geldpolitischer Schocks unterstellt. Ein Vergleich der unterschiedlichen Reaktionen auf eine Phase geldpolitischer Straffung findet sich in: EZB, [Gesamtwirtschaftliche Auswirkungen der geldpolitischen Straffung der EZB seit Dezember 2021: eine modellbasierte Auswertung](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 3/2023.

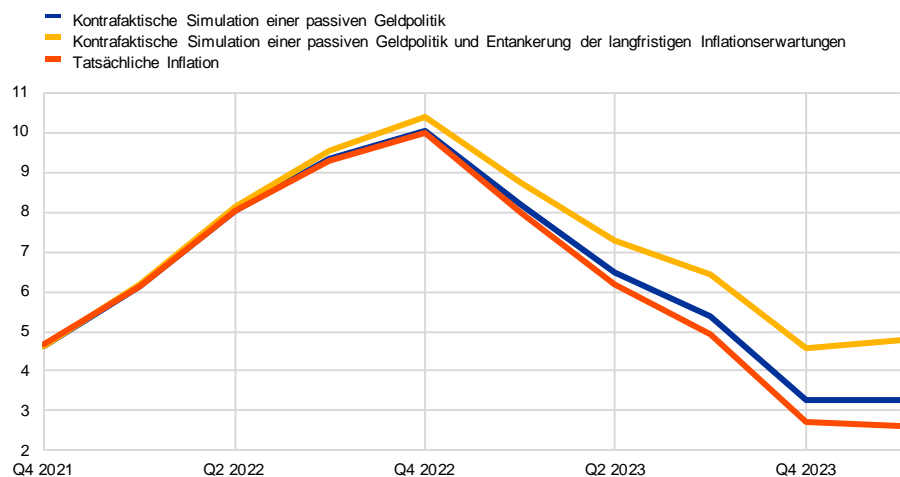
⁶ Die Entankerung wird erfasst, indem die Erwartungsbildung innerhalb des Modells so verändert wird, dass langfristige Erwartungen stärker von der Inflation in der Vergangenheit abhängen als vom Inflationsziel der Zentralbank. Zur Schätzung des Prozesses und der Parameter, die in der Simulation eine deutlich stärkere Entankerung der Erwartungen implizieren, werden US-Daten aus der Zeit des Energieschocks in den 1970er-Jahren herangezogen.

Abbildung D

Kontrafaktische Simulationen mit dem ECB-BASE-Modell zur Beurteilung der geldpolitischen Auswirkungen

HVPI-Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB-Berechnungen und Simulationen mit dem ECB-BASE-Modell.

Anmerkung: Die rote Linie entspricht der tatsächlichen Inflation. Die blaue Linie stellt die kontrafaktische Inflation unter der Annahme dar, dass die Zinssätze das in den Euroraum-Projektionen vom Dezember 2021 genannte Niveau beibehalten. Dies spiegelt eine passive Geldpolitik wider. Die gelbe Linie zeigt die kontrafaktische Inflation in einem Szenario, in dem sich die langfristigen Inflationserwartungen entankern. Ein Beispiel hierfür ist die Phase hoher Inflationsraten nach den Energiepreisschocks in den Vereinigten Staaten in den 1970er-Jahren.

Einführung statistischer interner Bonitätsanalysesysteme als zusätzliche Quelle von Bonitätsbeurteilungen nach dem allgemeinen Sicherheitenrahmen

Cláudia Duarte, Janina Engel, Oleg Reichmann und Tomislav Džaja

Die Bonitätsbeurteilung von Sicherheiten, die bei Kreditgeschäften mit dem Eurosystem hinterlegt werden, basiert auf dem Rahmenwerk für Bonitätsbeurteilungen im Eurosystem (Eurosystem Credit Assessment Framework – ECAF).¹

Kreditgeschäfte sind ein wesentlicher Bestandteil der geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems. Gemäß seiner Satzung darf das Eurosystem Kredite an Banken und andere Geschäftspartner nur gegen angemessene Sicherheiten vergeben.² Derzeit stützt sich das ECAF auf Informationen aus drei Quellen: den internen Bonitätsanalysesystemen (ICASs) der NZBen, den externen Ratingagenturen und den auf internen Ratings basierenden Ansätzen (IRB-Ansätzen) der Geschäftspartner des Eurosystems.³

Ab 2026 wird der allgemeine Sicherheitenrahmen um eine zusätzliche ECAF-kompatible Quelle ergänzt, nämlich um statistische interne Bonitätsanalysesysteme (S-ICASs) der NZBen. Dadurch sollen die internen Möglichkeiten des Eurosystems zur Bonitätsbeurteilung gestärkt und das Spektrum potenzieller Sicherheiten erweitert werden.^{4,5} Mithilfe der ICASs und S-ICASs bewertet das Eurosystem die Kreditwürdigkeit nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften als Schuldner/Sicherungsgeber von Kreditforderungen für besicherte Kreditgeschäfte. S-ICASs zielen speziell auf Kleinstunternehmen sowie kleine und mittlere Unternehmen (KMUs) ab, von denen einige möglicherweise nicht durch andere ECAF-Quellen abgedeckt werden.

Die statistischen Analysesysteme der NZBen wurden in erster Linie als Reaktion auf die Corona-Pandemie in den zeitlich befristeten Sicherheitenrahmen aufgenommen, um das Spektrum der verfügbaren Sicherheiten zu erweitern.⁶

Während der Pandemie wurden fünf S-ICASs von NZBen betrieben. Vier davon wurden damals neu eingeführt. Ihre Anerkennung und Ausweitung erwies sich als effiziente Möglichkeit, die Verfügbarkeit von Sicherheiten für geldpolitische Geschäfte während der Pandemie zu erhöhen. Aktuell betreiben

¹ Siehe [Eurosystem credit assessment framework \(ECAF\)](#) auf der Website der EZB.

² Siehe Artikel 18.1 des Protokolls über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank.

³ Siehe L. Auria et al., [Overview of central banks' in-house credit assessment systems in the euro area](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 284, 2021.

⁴ Geregelt ist der allgemeine Sicherheitenrahmen in der [Leitlinie \(EU\) 2015/510 der Europäischen Zentralbank vom 19. Dezember 2014 über die Umsetzung des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems](#) (EZB/2014/60) (Neufassung) (ABl. L 91 vom 2.4.2015, S. 3).

⁵ Siehe EZB, [EZB kündigt Änderungen am Sicherheitenrahmen des Eurosystems zwecks stärkerer Harmonisierung an](#), Pressemitteilung vom 29. November 2024; EZB, [Beschlüsse des EZB-Rats \(ohne Zinsbeschlüsse\) – Januar 2025](#), Pressemitteilung vom 31. Januar 2025.

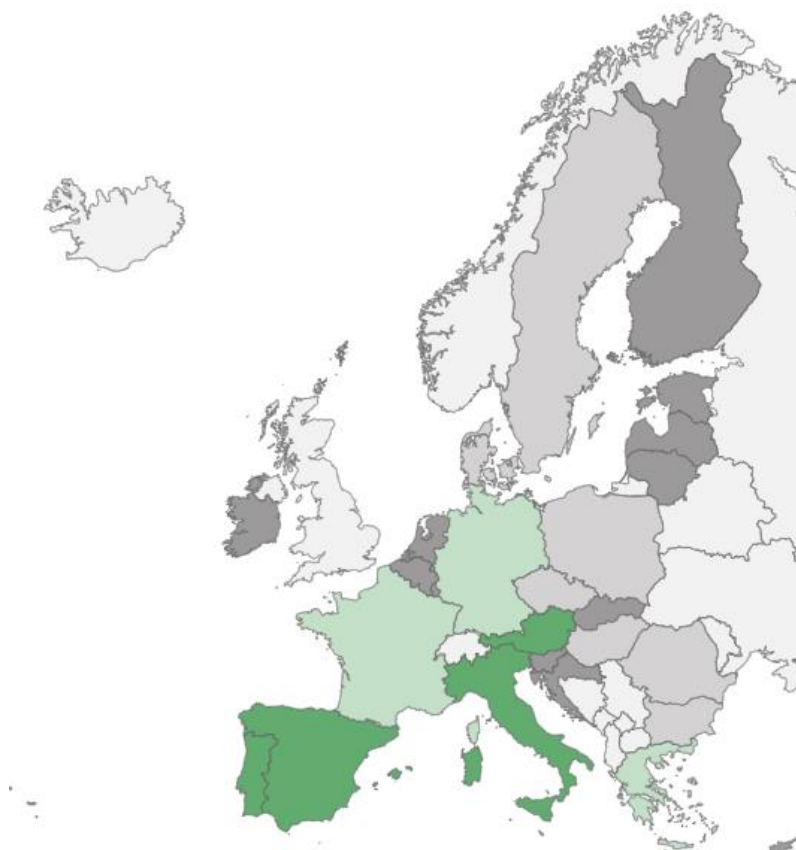
⁶ Geregelt ist der zeitlich befristete Sicherheitenrahmen in der [Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 9. Juli 2014 über zusätzliche zeitlich befristete Maßnahmen hinsichtlich der Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems und der Notenbankfähigkeit von Sicherheiten und zur Änderung der Leitlinie EZB/2007/9](#) (EZB/2014/31) (Neufassung) (ABl. L 240 vom 13.8.2014, S. 28).

vier NZBen S-ICASSs unter dem zeitlich befristeten Sicherheitenrahmen: die Banca d'Italia, die Banco de España, die Banco de Portugal und die Oesterreichische Nationalbank (siehe Schaubild A). Um Störungen zu vermeiden und einen reibungslosen Übergang zum neuen Rahmenwerk zu gewährleisten, dürfen die NZBen ihre bestehenden Systeme unter den aktuellen Bedingungen weiterverwenden, bis diese endgültig gemäß dem allgemeinen Sicherheitenrahmen anerkannt sind.

Schaubild A

Länder, deren NZBen derzeit ICASSs und S-ICASSs betreiben

- Länder mit ICASSs und S-ICASSs
- Länder mit ICASSs, aber ohne S-ICASSs
- Andere Länder des Euroraums
- Andere EU-Länder
- Nicht-EU-Länder



Die Anerkennung von S-ICASSs im allgemeinen Sicherheitenrahmen basiert auf einem neu entwickelten harmonisierten Rahmenwerk, das die Risikoeffizienz erhöhen, gleiche Wettbewerbsbedingungen fördern und die Krisenvorsorge verbessern soll. Das harmonisierte Rahmenwerk baut auf dem bestehenden Rahmen für ICASSs auf. Dieser wird durch Anforderungen und Sicherheitsvorkehrungen ergänzt, die gewährleisten, dass quantitative Systeme

ohne oder mit nur geringer Experteneinschätzung dennoch gute Ergebnisse liefern.⁷ Zu den quantitativen Informationen, die üblicherweise in die Bewertung einfließen, zählen Finanzkennzahlen aus Finanzberichten, gruppenstrukturspezifische Indikatoren sowie Daten zum Zahlungsverhalten. Experteneinschätzungen würden beispielsweise die Analyse öffentlich verfügbarer Informationen sowie detaillierter Unternehmensberichte umfassen. Das harmonisierte Rahmenwerk zeichnet sich durch folgende wesentliche Merkmale aus: a) die Spanne der Unternehmen, deren Bonität sich damit beurteilen lässt (KMU ohne hohe Kreditpositionen), b) die methodischen Anforderungen für die Bewertung der Unternehmen (unter anderem Berücksichtigung von Klimaaspekten), c) eine starke Governance-Struktur der Systeme im Einklang mit den branchenspezifischen Best Practices, d) eine detaillierte Überwachung der Systeme durch die NZBen und e) robuste Validierungsverfahren.⁸ Um sicherzustellen, dass ausreichende und harmonisierte Informationen für die Bonitätsbeurteilung vorliegen, können außerdem nur inländische Unternehmen, deren Kredite an AnaCredit gemeldet werden, von S-ICASS bewertet werden.⁹ Es wurden Leitlinien für eine gemeinsame Nutzung von S-ICASS durch mehrere NZBen erstellt. Dies könnte eine effiziente Möglichkeit darstellen, die Nutzung von S-ICASS auf das gesamte Eurosystem auszuweiten und dazu beitragen, Sicherheitenknappheiten in Krisensituationen entgegenzuwirken.

⁷ S-ICASS basieren überwiegend auf quantitativen Ansätzen. ICASS beinhalten dagegen zusätzlich eine qualitative Expertenbeurteilung. Daher sind S-ICASS im täglichen Betrieb weniger ressourcenintensiv als ICASS.

⁸ Einzelheiten zu den Best Practices im Bereich Governance und Validierung finden sich beispielsweise in: EBA, [Supervisory handbook on the validation of rating systems under the internal ratings based approach](#) (EBA/REP/2023/29).

⁹ [AnaCredit](#) ist ein Datensatz, der detaillierte Informationen zu einzelnen Bankkrediten im Euroraum enthält. Siehe [Verordnung \(EU\) 2016/867 der Europäischen Zentralbank vom 18. Mai 2016 über die Erhebung granularer Kreditdaten und Kreditrisikodaten](#) (EZB/2016/13) (ABl. L 144 vom 1.6.2016, S. 44).

Zu den gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der diskretionären finanzpolitischen Maßnahmen im Euroraum ab dem Beginn der Corona-Pandemie

Elena Angelini, Krzysztof Bańkowski, Cristina Checherita-Westphal, Philip Muggenthaler-Gerathewohl und Srećko Zimic

Dieser Kasten analysiert modellbasiert die makroökonomische Wirkung der von den Regierungen der Euro-Länder seit Beginn der Corona-Pandemie ergriffenen diskretionären finanzpolitischen Maßnahmen, die in den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom März 2025 enthalten sind.¹ Untersucht wird der Einfluss der Maßnahmen auf das Wachstum des realen BIP und die Inflation im Vergleich zu einem kontrafaktischen Szenario, das eine ausbleibende finanzpolitische Unterstützung ab 2020 unterstellt. Dabei kommen zwei quantitative Instrumente zum Einsatz, die regelmäßig für Projektionen und geldpolitische Simulationen der EZB herangezogen werden: die Basismodellelastizitäten (BMEs) und das ECB-BASE-Modell.² Der Schwerpunkt der Analyse liegt auf der makroökonomischen Wirkung der diskretionären finanzpolitischen Maßnahmen. Diese werden anhand der Veränderung des diskretionären finanzpolitischen Impulses im Vergleich zu 2019, d. h. dem Jahr vor der Pandemie, approximiert.³ Darüber hinaus werden die Effekte der Stützungsmaßnahmen bewertet, die von den Regierungen im Euroraum ab Ende 2021 als Reaktion auf die Energiekrise und die hohe Inflation ergriffen wurden.⁴

Die Finanzpolitik leistete umfangreiche Unterstützung für die Wirtschaft des Euroraums, um die Auswirkungen der Pandemie und der Energiekrise abzumildern. Besonders umfangreich waren die als Reaktion auf die Pandemie ergriffenen Stützungsmaßnahmen im Jahr 2020 und 2021 (siehe Abbildung A, Grafik a). Ab 2022 ließen die Regierungen einen Teil dieser Maßnahmen auslaufen,

¹ Siehe auch EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB](#), März 2025. Die Projektionen, einschließlich jener zum fiskalischen Kurs, wurden am 19. Februar 2025 abgeschlossen. Infolgedessen berücksichtigen sie nicht die zuletzt von Regierungen der Euro-Länder bzw. auf Ebene des Euroraums angekündigten Erhöhungen der Verteidigungsausgaben und sonstigen öffentlichen Ausgaben. Zu älteren Analysen der Wirkung diskretionärer finanzpolitischer Maßnahmen auf Wachstum und Inflation siehe EZB, [Finanzpolitik und hohe Inflation](#), Wirtschaftsbericht 2/2023; EZB, [Auswirkungen diskretionärer finanzpolitischer Maßnahmen auf das Wachstum des realen BIP von 2020 bis 2022](#), Kasten 2 in: Die Rolle von Angebots- und Nachfragefaktoren bei der Erholung im Euroraum nach der Pandemie, Wirtschaftsbericht 4/2023.

² Weitere Einzelheiten zu den BMEs finden sich in: EZB, [A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises](#), Abschnitt 3.4, Juli 2016, S. 26-27. Zum ECB-BASE-Modell siehe E. Angelini et al., [Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2315, 2019; K. Bańkowski, [Fiscal policy in the semi-structural model ECB-BASE](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2802, 2023.

³ Der Indikator der diskretionären finanzpolitischen Maßnahmen wird für ein bestimmtes Jahr unter Berücksichtigung sowohl einnahmen- als auch ausgabenseitiger Maßnahmen ermittelt. Auf der Einnahmenseite werden die Veränderungen erfasst, die sich durch neue (bzw. überarbeitete) Rechtsvorschriften ergeben. Auf der Ausgabenseite werden diskretionäre Maßnahmen als Abweichung des Wachstums der Primärausgaben vom Nominalwachstum des Produktionspotenzials berechnet.

⁴ Eine detaillierte Beschreibung dieser Maßnahmen und der potenziellen Kanäle, über die sie sich auf die Inflation auswirken, findet sich in: EZB, [Die finanzpolitische Reaktion im Euroraum auf die Energiekrise und die hohe Inflation – eine aktuelle Einschätzung](#), Kasten 9, Wirtschaftsbericht 2/2023.

was unter sonst gleichen Bedingungen eine finanzpolitische Straffung bewirkt hätte. Allerdings sahen sich die Regierungen in dieser Zeit durch den Beginn des Krieges in der Ukraine und die sich abzeichnende Energiekrise zu weiteren finanzpolitischen Unterstützungsmaßnahmen veranlasst (siehe Abbildung A, Grafik b). Zusätzliche Ausgaben flossen in Hilfen für Flüchtlinge und die Ukraine sowie in die Verteidigung. Somit war die diskretionäre Finanzpolitik 2022 – gemessen an den durchgeführten Maßnahmen – weitgehend neutral. Im Folgejahr kam es indes zu einer fiskalischen Straffung, als ein weiterer Teil der pandemiebedingten Unterstützung und der Maßnahmen zum Ausgleich der hohen Energiepreise auslief. Dieser Effekt überwog den anhaltenden Anstieg der öffentlichen Investitionen, der größtenteils durch das Programm Next Generation EU (NGEU) finanziert wurde, sowie die verringerte Abgabenlast auf Einkommen (einschließlich niedrigerer Sozialbeiträge). Im Jahr 2024 war die Finanzpolitik abermals restriktiv. Dies war in erster Linie einem weitreichenden Abbau der energiebezogenen Ausgleichsmaßnahmen in dieser Zeit geschuldet, der eine erneute Erhöhung der staatlichen Konsumausgaben (hauptsächlich für Waren und Dienstleistungen sowie soziale Sachleistungen) kompensierte. Der Staatskonsum war im Zeitraum 2022-2023 etwas gesunken, nachdem er 2020 und 2021 pandemiebedingt stark gestiegen war.⁵

⁵ Die Beschäftigung und die Arbeitsentgelte im öffentlichen Sektor leisteten in dieser Zeit nur einen begrenzten Beitrag zur gesamten finanzpolitischen Unterstützung.

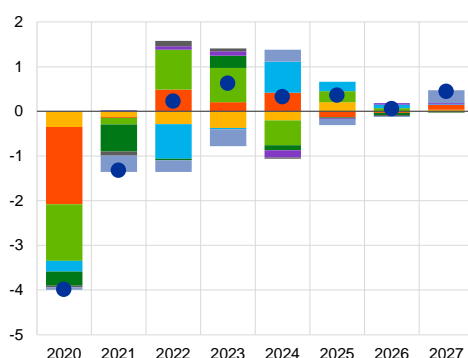
Abbildung A

Diskretionäre finanzpolitische Maßnahmen ab Pandemiebeginn und ihre Zusammensetzung nach makroökonomischen Kanälen

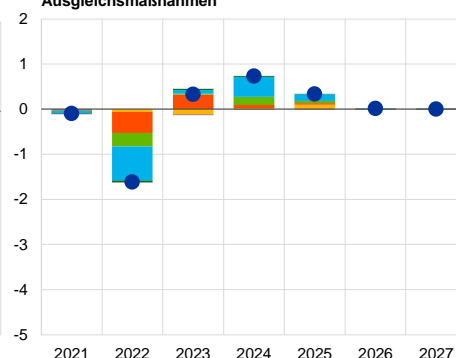
(Veränderung gegen Vorjahr; in % des BIP)

- Insgesamt
- Direkte Steuern privater Haushalte
- Transferleistungen an private Haushalte
- Unterstützung für Unternehmen
- Indirekte Steuern (netto)
- Staatlicher Konsum
- Arbeitsentgelte im öffentlichen Sektor
- Beschäftigung im öffentlichen Sektor
- Staatliche Investitionen

a) Gesamtbetrag diskretionärer Maßnahmen



b) Energie- und inflationsbezogene Ausgleichsmaßnahmen



Quelle: Schätzungen von Fachleuten der EZB bzw. des Eurosystems gemäß den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom März 2025.

Anmerkung: Negative (positive) Zahlen entsprechen einer fiskalischen Lockerung (Straffung). Diskretionäre finanzpolitische Maßnahmen sind im Sinne des fiskalischen Kurses zu verstehen und werden als jährliche Veränderung angegeben. Jährliche Maßnahmen werden als prozentualer Anteil am nominalen Potenzial-BIP im Vorjahr ausgedrückt. Die Abbildung zeigt die Zusammensetzung der Maßnahmen nach den in den Modellsimulationen verwendeten und nachstehend beschriebenen makroökonomischen Kanälen.

i) Die vom Eurosystem als energie- und inflationsbezogene Stützungsmaßnahmen erfassten Subventionen haben gemäß den Modellsimulationen einen direkten Einfluss auf die Energieinflation. Alle übrigen Subventionen werden als Unterstützung für Unternehmen eingestuft, die in der Modellsimulation zu einem Anstieg des Betriebsüberschusses führen.

ii) Vermögenstransfers werden überwiegend als Unterstützung für Unternehmen eingestuft und führen in der Modellsimulation zu einem Anstieg des Betriebsüberschusses. Ausgenommen sind a) die (umfangreichen) NGEU-finanzierten Vermögenstransfers, die der Unterstützung gesamtwirtschaftlicher Investitionen dienen und als öffentliche Investitionen simuliert werden (siehe K. Bańkowski et al., [Four years into NextGenerationEU: what impact on the euro area economy?](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 362, 2024) und b) der „Superbonus“ Italiens, mit dem die beträchtlichen, jedoch zyklischen (temporären) positiven Effekte von Wohnungsbau-investitionen auf das Wachstum simuliert werden, die in anderen Analysen ermittelt wurden (siehe beispielsweise A. Accetturo et al., [Incentives for dwelling renovations: evidence from a large fiscal programme](#), Occasional Papers der Banca d'Italia, Nr. 860, 2024, wo ein Fiskalmultiplikator von 0,7 (nur direkte Auswirkungen) bis 0,9 (einschließlich indirekter Auswirkungen) errechnet wird).

Obwohl die diskretionären Maßnahmen in den kommenden Jahren zurückgefahren werden dürften, wird sich für den Zeitraum 2020-2027 voraussichtlich eine insgesamt noch immer expansive Finanzpolitik ergeben.

Die für den Projektionszeitraum angenommenen diskretionären Maßnahmen deuten darauf hin, dass der fiskalische Kurs auch im Zeitraum 2025-2027 restriktiv sein wird (0,9 % des BIP). Für den gesamten Zeitraum 2020-2027 ergeben die Schätzungen allerdings weiterhin eine erhebliche fiskalische Lockerung (3,3 Prozentpunkte des BIP). Dies zeigt, dass bisher nur ein Teil der umfassenden Stützungsmaßnahmen, die nach dem Beginn der Pandemie ergriffen wurden, ausgelaufen ist.

Ausschlaggebend für die anhaltende expansive Ausrichtung sind mehrere einkommensteuersenkende Maßnahmen sowie eine breit angelegte Erhöhung der Staatsausgaben. Durch die finanzpolitische Unterstützung sind die euroraumweite Defizit- und Schuldenquote weiter gestiegen. Sie dürften 2027 noch immer deutlich über den vor der Pandemie verzeichneten Werten liegen.⁶

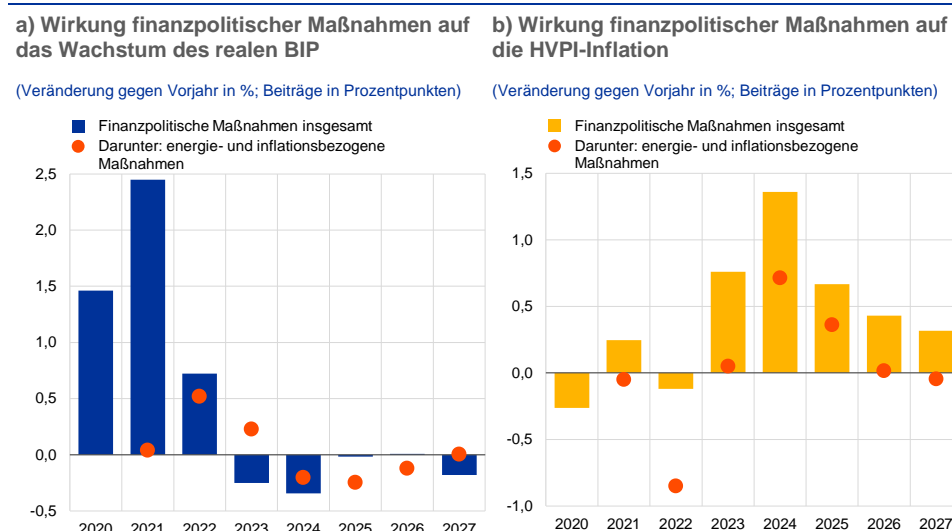
Die Modellsimulationen deuten darauf hin, dass die seit Pandemiebeginn ergriffenen diskretionären finanzpolitischen Maßnahmen umfassende gesamtwirtschaftliche Auswirkungen haben; dies zeigt der Vergleich mit einem kontrafaktischen Szenario ohne solche Maßnahmen. Die diskretionären finanzpolitischen Maßnahmen, die insgesamt seit 2020 umgesetzt wurden, dürften das Wachstum des realen BIP im Zeitraum 2020-2022 erheblich unterstützt und danach überwiegend neutral bzw. etwas wachstumsdämpfend gewirkt haben (siehe Abbildung B, Grafik a). Was die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Inflation betrifft, so zeigen die Simulationen einen dämpfenden Effekt im Jahr 2022. Geschuldet ist dieser vor allem den energie- und inflationsbezogenen Ausgleichsmaßnahmen, die dazu beitrugen, die Maximalwirkung des Energieschocks abzuschwächen. Allerdings ergibt sich aus den Simulationen für den Zeitraum danach eine allgemein inflationserhöhende Wirkung (siehe Abbildung B, Grafik b). Dies gilt besonders für die Jahre 2023 und 2024, als die Regierungen die energiebezogenen Entlastungsmaßnahmen aus dem Jahr 2022 allmählich auslaufen ließen und sich aufgrund der finanzpolitischen Impulse der Vorjahre Inflationsdruck aufbaute.⁷

⁶ In ihren Projektionen vom März 2025 schätzen die Fachleute der EZB die euroraumweite Defizitquote 2027 auf 3,3 % (2019: 0,5 %) und die euroraumweite Schuldenquote 2027 auf 89,8 % (2019: 83,6 %).

⁷ Art und Zusammensetzung des fiskalischen Schocks führten dazu, dass sich dessen Inflationseffekt im Jahr 2022 zuerst in der Energiekomponente des HVPI zeigte. Eine teilweise gegenläufige Wirkung hatte indes die durch fiskalische Impulse herbeigeführte Nachfragestabilisierung.

Abbildung B

Wirkung diskretionärer finanzpolitischer Maßnahmen auf Wachstum und Inflation im Euroraum im Zeitraum 2020-2027, verglichen mit einem kontrafaktischen Szenario ohne finanzpolitische Unterstützung



Quelle: EZB-Berechnungen

Anmerkung: In den Simulationen werden die gleichen fiskalischen Schocks zugrunde gelegt wie in Abbildung A. Die Wirkung auf das BIP-Wachstum und die Inflation werden als durchschnittliche Ergebnisse aus Simulationen mit dem ECB-BASE-Modell und den Basismodellelastizitäten (BMEs) ausgedrückt. Alle anderen Faktoren und Politikbereiche (insbesondere die Geldpolitik) wurden in den Simulationen unverändert belassen. Das ECB-BASE-Modell wurde mit exogenen geldpolitischen Maßnahmen, Wechselkursen und Renditeabständen simuliert. Die BME-Simulationen wurden auf Länderebene durchgeführt und die makroökonomischen Ergebnisse auf Euroraumebene aggregiert. Der standardmäßige Simulationszeitraum für die BMEs beträgt vier Jahre ab Eintritt des Schocks (T+4). In den BME-Simulationen wird für einen Schock im Jahr T nach Ablauf von T+4 keine Persistenz (der Wirkung auf das Wachstum des realen BIP und die Inflation) berücksichtigt.

Die Simulationsergebnisse unterliegen modell- und datenbezogenen

Unsicherheiten, darunter nichtlineare und heterogene Verhaltensreaktionen von privaten Haushalten und Unternehmen auf die verschiedenen finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen.

In Sensitivitätsanalysen zeigt sich, dass die geschätzten Inflationseffekte stark von den Annahmen abhängen, die bezüglich der gesamtwirtschaftlichen Verbreitung der unterschiedlichen finanzpolitischen Instrumente (insbesondere Subventionen) und bezüglich deren Wirkung auf die Preise (entweder direkt oder über die Gewinnmargen der Unternehmen) zugrunde gelegt werden. Die endogenen Effekte der untersuchten finanzpolitischen Maßnahmen auf die Geldpolitik bleiben im vorliegenden Kasten unberücksichtigt, um die Wirkung der Finanzpolitik zu isolieren.

Aufsatz

1 Die mittelfristigen strukturellen Fiskalpläne im Rahmen des überarbeiteten Stabilitäts- und Wachstumspakts

Othman Bouabdallah, Cristina Checherita-Westphal, Roberta De Stefani, Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier, Christian Huber, Daphne Momferatou, Philip Muggenthaler-Gerathewohl, Ralph Setzer und Nico Zorell

1 Einleitung

Der neue wirtschaftspolitische Steuerungsrahmen der EU beruht auf der Annahme, dass sich tragfähige öffentliche Finanzen, Reformen und Investitionen gegenseitig verstärken. Diese drei Elemente sollten daher im Rahmen eines integrierten Ansatzes gefördert werden.¹ Der überarbeitete Steuerungsrahmen trat am 30. April 2024 in Kraft und konnte erstmals 2025 angewendet werden. Die Reform betraf insbesondere den Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP). Ziel des reformierten SWP ist es, tragfähige Haushaltspositionen sicherzustellen. Sie sind eine wesentliche Voraussetzung für Preisstabilität und nachhaltiges Wachstum in einer gut funktionierenden Wirtschafts- und Währungsunion. Des Weiteren soll der SWP unterschiedliche Erfordernisse miteinander in Einklang bringen – einerseits Haushaltsanpassungen und andererseits eine bessere Umsetzung von produktiven Investitionen und Reformen, die sich vor allem auf strategische Bereiche wie den ökologischen und digitalen Wandel und die Verteidigung konzentrieren.

Ein Meilenstein in der Umsetzung des reformierten wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens war die Billigung der von den Mitgliedstaaten erstmals eingereichten mittelfristigen strukturellen Fiskalpläne. Im vergangenen Jahr erstellten die EU-Mitgliedstaaten zum ersten Mal die vorgesehenen mittelfristigen strukturellen Fiskalpläne. Der Zeitraum dieser Pläne richtet sich grundsätzlich nach der Legislaturperiode eines Landes und beträgt vier oder fünf Jahre. Jeder Staat verpflichtet sich in seinem Plan auf einen mehrjährigen Nettoausgabenpfad und erläutert, mit welchen Investitionen und Reformen er auf die wichtigsten Herausforderungen zu reagieren gedenkt, die im Rahmen des Europäischen Semesters festgestellt wurden.² Der Rat für Wirtschaft und Finanzen der EU

¹ Siehe Stellungnahme der Europäischen Zentralbank vom 5. Juli 2023 zu einem Vorschlag für eine Reform der wirtschaftspolitischen Steuerung in der Union (CON/2023/20) (ABl. C 290 vom 18.8.2023, S. 17-25).

² Das Europäische Semester wird jährlich durchgeführt und dient der Koordinierung der Wirtschafts- und Sozialpolitik der EU. Während des Europäischen Semesters stimmen die EU-Mitgliedstaaten ihre Haushalts- und Wirtschaftspolitik mit den auf EU-Ebene vereinbarten Zielen und Regeln ab.

(ECOFIN-Rat) billigte die Fiskalpläne der meisten Mitgliedstaaten und veröffentlichte am 21. Januar 2025 die entsprechenden Empfehlungen.³

Angesichts der erhöhten geopolitischen Spannungen und der Notwendigkeit, die Verteidigungsfähigkeit Europas zu stärken, schlug die Europäische Kommission am 19. März 2025 eine koordinierte Aktivierung der nationalen Ausweichklausel vor. Die Ausweichklausel wurde im Zuge der Reform des SWP eingeführt. Sie gestattet den Ländern nun Abweichungen vom Nettoausgabenpfad des mittelfristigen strukturellen Fiskalplans bzw. vom Korrekturpfad des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit, sofern diese Abweichungen durch höhere Verteidigungsausgaben begründet sind. Um die zusätzlichen Verteidigungsausgaben zu berücksichtigen, ist es nicht erforderlich, dass die Staaten die bereits vom ECOFIN-Rat gebilligten Pläne aktualisieren. Beantragt ein Land die Aktivierung der Ausweichklausel, erhält es die Flexibilität, im Zeitraum 2025-2028 Mehrausgaben von jährlich bis zu 1,5 Prozentpunkten des BIP gegenüber den bestehenden Haushaltszusagen zu tätigen, wenn diese Ausgaben in die Verteidigung fließen. Gemäß dem SWP darf eine derartige Abweichung vom vereinbarten Nettoausgabenpfad jedoch nicht die mittelfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen gefährden. Länder, die noch keinen Fiskalplan eingereicht haben oder deren Plan noch nicht gebilligt wurde, dürften gegenüber den anderen Mitgliedstaaten gleichbehandelt werden, wenn sie die Aktivierung der Ausweichklausel beantragen.

Dieser Aufsatz enthält auf Basis der bereits vorliegenden mittelfristigen strukturellen Fiskalpläne eine erste Einschätzung zu den kurz- bis mittelfristigen finanzpolitischen und wirtschaftlichen Auswirkungen des reformierten SWP sowie zu den Folgen der koordinierten Aktivierung der nationalen Ausweichklausel. In Abschnitt 2 werden die sich aus den reformierten Fiskalregeln ergebenden Anforderungen mit dem bisherigen Regelungsrahmen verglichen. Abschnitt 3 beschreibt die in den mittelfristigen strukturellen Fiskalplänen enthaltenen haushaltspolitischen Pfade und bewertet die Risiken der Aussichten für die Staatsverschuldung (siehe Kasten 1) sowie für Wachstum und Inflation. Abschnitt 4 befasst sich mit dem Vorschlag der Europäischen Kommission, den Mitgliedstaaten im Rahmen des SWP Flexibilität einzuräumen, um höhere Verteidigungsausgaben zu ermöglichen. In Abschnitt 5 soll die Frage beantwortet werden, ob der überarbeitete SWP zusätzliche Reformen und Investitionen in Gang setzen wird. Abschnitt 6 enthält Schlussbemerkungen.

³ Belgien und Bulgarien haben ihre Fiskalpläne am 19. März bzw. 27. Februar 2025 bei der Europäischen Kommission eingereicht. Die Pläne von Österreich, Deutschland und Litauen liegen noch nicht vor.

2 Vergleich der neuen und alten Fiskalregeln

Im reformierten SWP wurde ein risikobasierter Ansatz der Haushaltsüberwachung eingeführt. Dieser legt anhand einer Schuldentragfähigkeitsanalyse haushaltspolitische Anpassungspfade fest, mit denen die Staatsverschuldung bis zum Ende eines Anpassungszeitraums auf einen plausibel rückläufigen Pfad gebracht wird. Der Anpassungszeitraum beträgt vier Jahre und kann auf bis zu sieben Jahre verlängert werden.⁵⁵ Ergänzt wird der Haushaltsüberwachungsansatz durch numerische Sicherheitslinien zum Schulden- und Defizitabbau sowie durch Mindestanforderungen für Länder, die sich in einem Defizitverfahren befinden.⁵⁶ Alle Staaten, die im Jahr 2024 eine Schuldenquote von über 60 % und/oder eine Defizitquote von über 3 % aufwiesen, erhielten von der Europäischen Kommission im Juni 2024 im Rahmen der Vorab-Leitlinien einen sogenannten Referenzpfad. Ländern mit einer niedrigeren Schulden- bzw. Defizitquote übermittelte die Kommission auf Anfrage sogenannte technische Informationen. Der Referenzpfad spezifiziert Konsolidierungsanforderungen, die als Höchstwert des Nettoausgabenwachstums ausgedrückt werden.⁵⁷ Dieser Wert leitet sich wiederum aus der Veränderung des strukturellen Primärsaldos ab, die der Schuldentragfähigkeitsanalyse zugrunde liegt. Im überarbeiteten finanzpolitischen Steuerungsrahmen wird das Konzept der Nettoausgaben als der einzige operationelle Indikator herangezogen. Es tritt an die Stelle des vormaligen Ansatzes der Haushaltsüberwachung, der auf dem strukturellen Finanzierungssaldo (d. h. dem konjunkturbereinigten Saldo ohne Anrechnung befristeter Maßnahmen) beruhte. Abweichungen vom Nettoausgabenpfad werden mithilfe eines Kontrollkontos verfolgt. Überschreiten sie auf kumulierter Basis bestimmte numerische Schwellenwerte, können sie die Einleitung eines mit dem Schuldenkriterium begründeten Defizitverfahrens auslösen.⁵⁸

Die fiskalischen Anpassungsanforderungen, die sich aus dem risikobasierten Ansatz der Haushaltsüberwachung ergeben, sind im Vergleich zu den vormals geltenden Regeln differenzierter (siehe Abbildung 1). Gemäß der vorherigen Fassung des SWP mussten sich die Länder dem mittelfristigen Ziel eines nahezu ausgeglichenen Haushalts annähern. Die jährlichen Konsolidierungsanforderungen

⁵⁵ Die neuen Regeln des SWP unterscheiden zwischen a) dem Anpassungszeitraum, der sich über vier Jahre oder im Fall einer Verlängerung über vier Jahre plus einen zusätzlichen Zeitraum von bis zu drei Jahren erstreckt, und b) dem Planungszeitraum, der je nach der regulären Dauer der Legislaturperiode des Mitgliedstaats einen Zeitraum von vier oder fünf Jahren abdeckt. Die [Verordnung \(EU\) 2024/1263 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 29. April 2024 über die wirksame Koordinierung der Wirtschaftspolitik und über die multilaterale haushaltspolitische Überwachung und zur Aufhebung der Verordnung \(EG\) Nr. 1466/97 des Rates](#) (ABl. L, 2024/1263 vom 30.4.2024) sieht die Verlängerung des Anpassungszeitraums um bis zu drei Jahre vor. In der Praxis wurden bisher jedoch ausschließlich Verlängerungen auf sieben Jahre gewählt.

⁵⁶ Zum reformierten SWP siehe S. Haroutunian et al., [The path to the reformed EU fiscal framework: a monetary perspective](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 349, 2024.

⁵⁷ Nettoausgaben werden definiert als Staatsausgaben ohne Zinsausgaben, diskretionäre einnahmenseitige Maßnahmen, Ausgaben für EU-Programme, die vollständig durch Einnahmen aus den EU-Fonds ausgeglichen werden, nationale Ausgaben für die Kofinanzierung von EU-finanzierten Programmen, konjunkturelle Komponenten der Ausgaben für Leistungen bei Arbeitslosigkeit und einmalige und sonstige befristete Maßnahmen.

⁵⁸ Das Kontrollkonto im Sinne der Verordnung (EU) 2024/1263 ist „eine Aufzeichnung der kumulierten Abweichungen nach oben und nach unten der festgestellten Nettoausgaben eines Mitgliedstaats von dem Nettoausgabenpfad gemäß der Festsetzung durch den Rat“.

wurden anhand einer Matrix unter Berücksichtigung der Konjunkturlage und Schuldenhöhe kalibriert. Obwohl erhebliche Unterschiede bei der Staatsverschuldung bestanden, war eine länderspezifische Differenzierung in der Praxis nur begrenzt möglich. Der neue Ansatz hingegen beruht auf Projektionen zur Entwicklung der Staatsverschuldung und betrachtet die Haushaltsdisziplin als intertemporal; demnach erhöhen sich die Anpassungsanforderungen im Falle einer sich verschärfenden Schuldenproblematik bzw. einer ungünstigen anfänglichen Haushaltsposition. Wie Abbildung 1 zeigt, ergeben sich aus dem überarbeiteten finanzpolitischen Regelwerk für mehrere niedrig verschuldete Staaten nur sehr begrenzte Konsolidierungsanforderungen oder sogar Spielräume für fiskalische Impulse. Dies gilt für die Anforderungen während des regulären Anpassungszeitraums von vier Jahren, verglichen mit den Anforderungen, die im selben Zeitraum bei Fortbestehen des SWP in seiner vorherigen Fassung zu erfüllen gewesen wären. Für einige Länder mit erhöhten Schuldenquoten liegt die erforderliche Anpassung jedoch weit über dem Niveau des in der Vorpandemiezeit tatsächlich Erreichten. In den meisten Fällen war die erzielte Haushaltskonsolidierung deutlich niedriger als der durchschnittliche historische Anpassungsbedarf von rund 0,5 % des BIP.

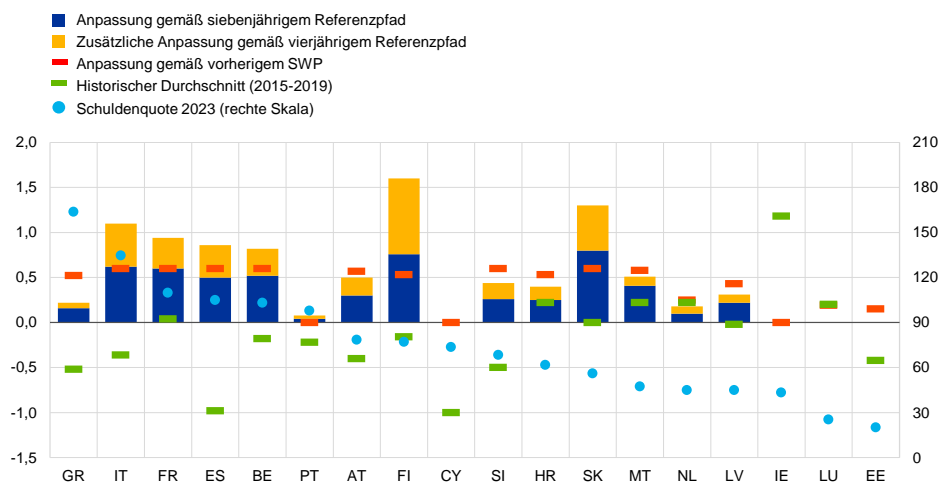
Die Option einer Verlängerung des Anpassungszeitraums von vier auf sieben Jahre als Gegenleistung für die Zusage von Strukturreformen und öffentliche Investitionen könnte den Mitgliedstaaten beträchtliche finanzpolitische Handlungsspielräume verschaffen.⁵⁹ Im überarbeiteten Rahmen wird der mittelfristige Nutzen anerkannt, den produktive öffentliche Investitionen und produktivitätssteigernde Strukturreformen für die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen haben. Diese positive Wirkung zeigt sich im Nennereffekt, denn bei einem höheren Wirtschaftswachstum sinkt die Schuldenquote. Die Länder können daher eine Verlängerung des Anpassungszeitraums auf bis zu sieben Jahre beantragen, wenn sie sich gleichzeitig an entsprechende politische Zusagen binden. Aus Abbildung 1 wird ersichtlich, dass sich die Konsolidierungsanforderungen in diesem Fall deutlich reduzieren (blaue Balken = durchschnittliche jährliche Anpassung bei Verlängerung; orangefarbene Balken = zusätzliche Anpassungsanforderung im vierjährigen Standardszenario).

⁵⁹ Siehe O. Bouabdallah, E. Dorrucci, L. Hoendervangers und C. Nerlich, [Mind the gap: Europe's strategic investment needs and how to support them](#), Der EZB-Blog, 27. Juni 2024.

Abbildung 1

Durchschnittliche Haushaltsanpassung im Planungszeitraum gemäß SWP in der neuen und der vorherigen Fassung

(Veränderung des strukturellen Primärsaldos in % des BIP-Potenzials und in % des BIP)



Quellen: AMECO-Datenbank (Annual Macro-Economic Database) der Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen der Europäischen Kommission, EZB-Berechnungen, die vier- und siebenjährigen Referenzpfade gemäß den auf der Website der Europäischen Kommission veröffentlichten [Berechnungstabellen zu den Vorab-Leitlinien](#), Herbstprognose 2024 der Europäischen Kommission und Daten des [österreichischen Bundesministeriums für Finanzen](#). Die Referenzpfade werden erst nach Veröffentlichung der mittelfristigen strukturellen Fiskalpläne veröffentlicht. Österreich hat seine Daten selbst veröffentlicht. Für Deutschland und Litauen (nicht dargestellt) sind keine öffentlichen Daten verfügbar.

Anmerkung: Die nach der alten Fassung des SWP bestehenden Anforderungen für den Zeitraum 2025-2028 wurden auf Basis der jüngsten Prognose der Europäischen Kommission (Herbst 2024) berechnet und entsprechen damit der Anpassungsanforderung, die bei Fortbestehen der vormaligen Regeln zu erfüllen gewesen wäre. Für Staaten, die sich in einem mit dem Defizitkriterium begründeten Defizitverfahren befinden, wird bis zur Korrektur des übermäßigen Defizits eine jährliche Konsolidierungsanstrengung von 0,6 % des BIP angenommen. Für Länder, die der präventiven Komponente des SWP unterliegen, wird der Anpassungsbedarf anhand der Matrix berechnet, die den Schuldenstand (Über- oder Unterschreitung des Referenzwerts von 60 % des BIP) und die Konjunkturlage (Höhe der Produktionslücke und deren Schwankungen) berücksichtigt. Annahmegemäß dauert diese Konsolidierung solange an, bis das in Form des strukturellen Finanzierungssaldos definierte mittelfristige Haushaltsziel erreicht ist. Siehe hierzu auch den [Verhaltenskodex](#) des vorherigen SWP.

3 Die haushaltspolitischen Pfade gemäß den mittelfristigen strukturellen Fiskalplänen

Am 21. Januar 2025 nahm der ECOFIN-Rat die Empfehlungen der Kommission an, 15 der 16 nationalen mittelfristigen strukturellen Fiskalpläne zu billigen.⁶⁰

Belgien reichte seinen Fiskalplan am 19. März ein. Die Einschätzung der Kommission und der Beschluss des ECOFIN-Rates hierzu stehen noch aus. Drei Euro-Länder (Deutschland, Litauen und Österreich) haben noch keinen Plan eingereicht.

Von den 17 Euro-Ländern, deren Fiskalpläne bereits vorliegen, haben sich bislang erst fünf Länder für einen verlängerten Anpassungszeitraum entschieden und gleichzeitig zu Reformen und Investitionen verpflichtet. Diese Länder machen allerdings die Hälfte der Wirtschaftskraft des Euroraums aus.

Belgien, Spanien, Frankreich, Italien und Finnland haben eine Verlängerung des Anpassungszeitraums um drei Jahre beantragt und einschlägige Reformen und Investitionen zugesagt (siehe Abbildung 2, Grafik a).

Eine Reihe von Euro-Ländern (auf die mehr als zwei Fünftel des Euroraum-BIP entfallen) haben entweder keinen Plan eingereicht oder verfügen nach Ansicht der Kommission nicht über einen ausreichenden politischen Rückhalt für die Umsetzung ihres Plans, woraus sich Risiken für die kurzfristigen Haushaltsaussichten ergeben (siehe Abbildung 2, Grafik b). Spanien hat seinen Fiskalplan zwar bei der Kommission eingereicht, doch konnte der Haushaltsentwurf 2025 bislang nicht durch das spanische Parlament verabschiedet werden. Die Pläne von Deutschland, Litauen und Österreich liegen noch nicht vor.

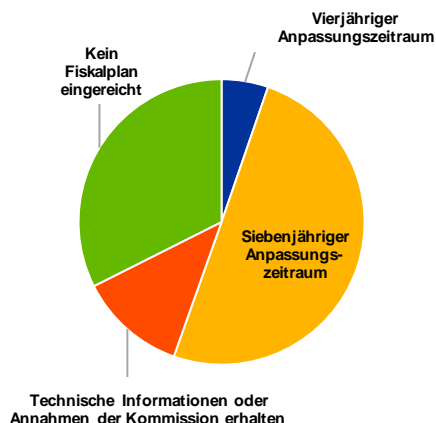
⁶⁰ Im Herbstpaket des Europäischen Semesters 2025, das am 26. November 2024 veröffentlicht wurde, empfahl die Europäische Kommission die Billigung von 15 der 16 bis dato von den Mitgliedstaaten bei ihr eingereichten Pläne. Bei der Prüfung der Pläne gelangte die Kommission zu der Ansicht, dass das geplante Nettoausgabenwachstum der Niederlande nicht den Anforderungen des überarbeiteten finanzpolitischen Regelwerks genüge, da es den Projektionen zufolge im Jahr 2029 zu einer Defizitquote von über 3 % und im Jahr 2033 zu einer Schuldenquote von über 60 % und damit zu einer Überschreitung der Referenzwerte des AEUV führen werde. Die Kommission schlug dem Rat deshalb vor, einen Nettoausgabenpfad zu empfehlen, der mit den von der Kommission im Juni 2024 übermittelten technischen Informationen im Einklang steht.

Abbildung 2

Die mittelfristigen strukturellen Fiskalpläne der Euro-Länder im Überblick

a) Vorlage der Fiskalpläne

(in % des BIP des Euroraums)



b) Politische Unterstützung für die Umsetzung der Fiskalpläne

(in % des BIP des Euroraums)



Quellen: AMECO-Datenbank, Angaben aus den mittelfristigen strukturellen Finanzplänen gemäß Veröffentlichung auf der [Website der Europäischen Kommission](#) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Anteile am BIP des Euroraums beziehen sich auf das nominale BIP 2023. Unter den 17 Euro-Ländern, die einen Fiskalplan eingereicht haben, erhielten folgende Länder einen Referenzpfad, der mit der Anforderung verbunden ist, den strukturellen Primärsaldo im Zeitraum 2025-2028 zu verbessern: Belgien, Griechenland, Spanien, Frankreich, Italien, Malta, Portugal, Slowenien, Slowakei und Finnland. Auch Estland und Zypern übermittelte die Europäische Kommission einen Referenzpfad. Dieser geht jedoch nicht mit der Anforderung einher, den strukturellen Primärsaldo zu verbessern. Kroatien, Lettland und die Niederlande erhielten von der Kommission sogenannte technische Informationen, die ebenfalls eine Aufforderung zur Verbesserung ihres jeweiligen strukturellen Primärsaldos beinhalteten. Hierbei handelte es sich nicht um einen Referenzpfad, denn die Defizit- und Schuldenquoten dieser Länder überschreiten nicht die im AEUV vorgeschriebenen Referenzwerte von 3 % bzw. 60 %. Auch die Defizit- und Schuldenquoten von Irland und Luxemburg lagen unter den Referenzwerten. Daher forderten diese Länder keine technischen Informationen von der Europäischen Kommission an. Spanien fehlt als einzigem Land die politische Unterstützung für die Umsetzung des Plans. Deutschland, Litauen und Österreich haben hingegen noch keinen Plan vorgelegt.

Mehrere mittelfristige strukturelle Fiskalpläne weichen von den Vorab-

Leitlinien der Europäischen Kommission ab. Dies hängt vor allem mit einer Aktualisierung der Daten zur Haushaltslage und zur gesamtwirtschaftlichen Lage zusammen.

Die meisten Mitgliedstaaten haben in ihren Plänen eine höhere kumulierte Wachstumsrate der Nettoausgaben angesetzt, als die Referenzpfade der Kommission vorgeben. In Abbildung 3, Grafik a, ist dies an den über der 45-Grad-Linie liegenden Werten zu erkennen. Zumeist sind diese Unterschiede der Tatsache geschuldet, dass die Länder die Vorab-Leitlinien am 21. Juni 2024 erhielten, ihre Fiskalpläne jedoch erst im Herbst des Jahres einreichten. Zu diesem Zeitpunkt waren die damaligen Daten zu den Haushaltspositionen 2024, auf deren Grundlage die Schuldentragfähigkeitsanalyse zur Ermittlung der Anpassungsanforderungen durchgeführt worden war, nicht mehr aktuell. Nach Einschätzung der Kommission waren die aktualisierten makroökonomischen Annahmen in den meisten Fällen hinreichend gerechtfertigt. Zugleich wird deutlich, wie sehr das neue finanzpolitische Regelwerk auf geänderte Annahmen reagiert (siehe Kasten 1).

Alle Mitgliedstaaten, in denen hohe Schuldentragfähigkeitsrisiken bestehen, müssen im Schnitt ein geringeres Nettoausgabenwachstum einplanen – nicht zuletzt, weil ihre am BIP gemessenen Primärausgaben vergleichsweise hoch sind. Wie aus Abbildung 3, Grafik c hervorgeht, verzeichnen einige dieser Länder Primärausgabenquoten von rund 40 % oder mehr. Das Nettoausgabenwachstum

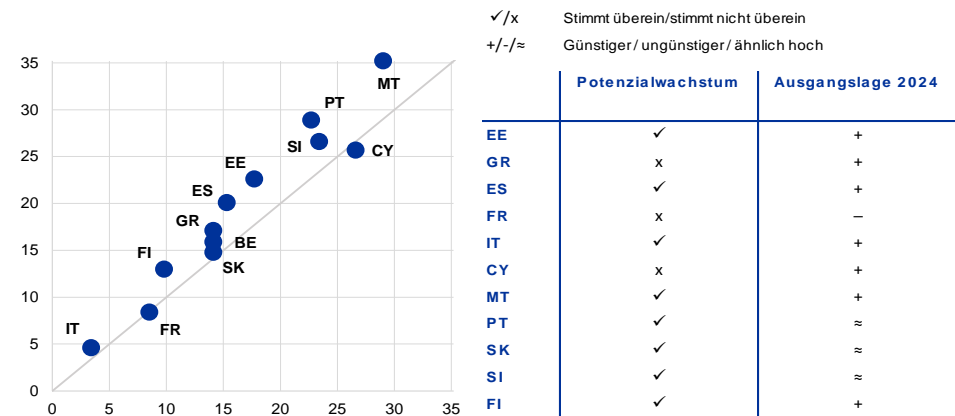
wird aus diesen Quoten abgeleitet. Je höher die Quoten sind, desto niedriger müssen die Obergrenzen für das Ausgabenwachstum sein, um eine bestimmte Haushaltskonsolidierung zu erreichen. Ebenso gilt: Bei einer Erhöhung der erforderlichen Konsolidierungsanstrengungen in Form einer Verbesserung des strukturellen Primärsaldos muss in den mittelfristigen strukturellen Fiskalplänen im Schnitt ein niedrigeres Nettoausgabenwachstum angesetzt werden.

Abbildung 3
Nettoausgabenpfade in den Planungen der Mitgliedstaaten

a) Kumuliertes Wachstum der Nettoausgaben 2024-2028: Mittelfristige strukturelle Fiskalpläne (y-Achse) und Referenzpfade der Europäischen Kommission (x-Achse)

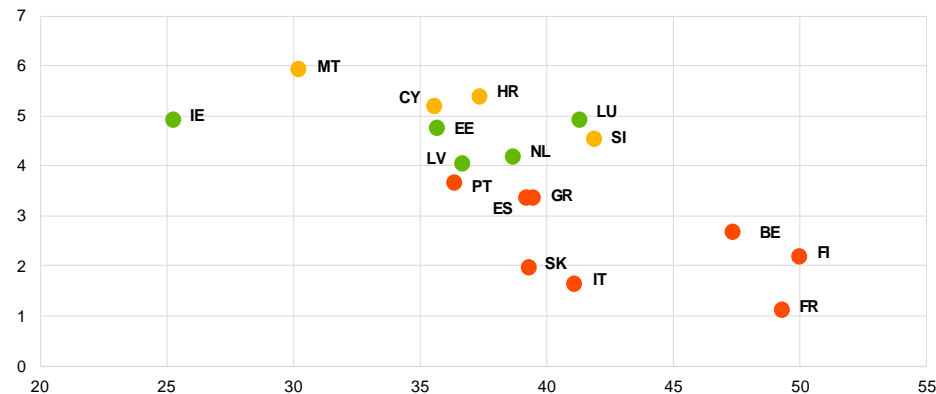
b) Unterschied zwischen den Annahmen in den Fiskalplänen und in den Referenzpfaden der Europäischen Kommission

(in %)



c) Durchschnittliches Nettoausgabenwachstum 2025-2028 gemäß Fiskalplänen und Schuldentragfähigkeitsrisiken

(x-Achse: Primärausgabenquote 2023; y-Achse: durchschnittliches Nettoausgabenwachstum in %)



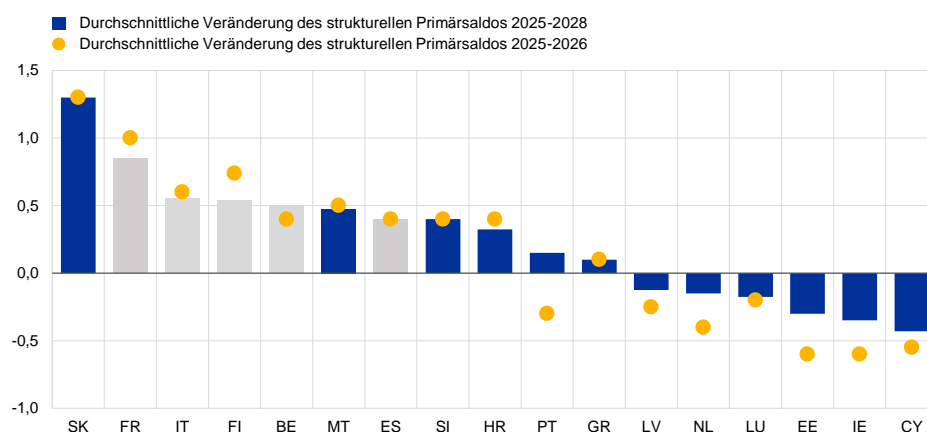
Quellen: AMECO-Datenbank, mittelfristige strukturelle Fiskalpläne, von der Europäischen Kommission übermittelte Vorab-Leitlinien und Einschätzungen der mittelfristigen strukturellen Fiskalpläne (gemäß Veröffentlichung auf der [Website der Europäischen Kommission](#)) und Schuldentragfähigkeitsmonitor (Debt Sustainability Monitor) 2023 der Europäischen Kommission.
Anmerkung: Grafik a zeigt die Staaten, die von der Kommission einen Referenzpfad erhalten haben. Die Punkte über (unter) der 45-Grad-Linie stehen für die Länder, die in ihren Fiskalplänen ein höheres (geringeres) kumuliertes Nettoausgabenwachstum (gegenüber dem Basisjahr 2023) ansetzen, als es im Referenzpfad der Kommission vorgegeben ist. Grafik b zeigt die Unterschiede bei den Annahmen zum Wachstum des BIP-Potenzials und des BIP-Deflators sowie bei den anfänglichen Haushaltspositionen 2024. Ein Häkchen bedeutet, dass die in den Fiskalplänen enthaltenen Annahmen nach Ansicht der Kommission in Einklang mit ihren eigenen Annahmen stehen. Dementsprechend steht „x“ für eine Nichtübereinstimmung. Die Symbole „+“, „-“ und „≈“ beziehen sich auf die anfängliche Haushaltsposition für 2024 und zeigen an, ob diese im Fiskalplan günstiger oder ungünstiger ist als im Referenzpfad der Kommission, oder ob sie ähnlich hoch ist. Eine Einschätzung der Kommission zum Fiskalplan Belgiens lag zum Veröffentlichungszeitpunkt nicht vor. Grafik c zeigt die Euro-Länder, die einen Fiskalplan eingereicht haben. Die Farben kennzeichnen das mittelfristige Tragfähigkeitsrisiko gemäß Schuldentragfähigkeitsmonitor 2023 der Europäischen Kommission. Rot bedeutet ein hohes, gelb ein mittleres und grün ein niedriges Tragfähigkeitsrisiko. Für Irland werden die Primärausgaben auf Basis des Bruttonationaleinkommens berechnet, weil dieses den Zustand der irischen Volkswirtschaft besser widerspiegelt.

Die mittelfristigen strukturellen Fiskalpläne stehen dahingehend mit dem reformierten wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmen in Einklang, dass offenbar keine Verschiebung der Konsolidierungsanstrengungen in spätere Jahre stattfinden soll. Aus Abbildung 4 geht hervor, dass die Pläne in den ersten beiden Jahren (d. h. 2025 und 2026) eine durchschnittliche Verbesserung des strukturellen Primärsaldos vorsehen, die in den meisten Fällen genauso hoch oder sogar höher ist als die für 2025 bis 2028 insgesamt geplanten Anpassungen. Dies lässt darauf schließen, dass die Staaten nicht planen, ihre Haushaltsanpassungen in das Ende des Planungszeitraums zu verschieben.

Abbildung 4

Durchschnittliche Veränderung des strukturellen Primärsaldos in den mittelfristigen strukturellen Fiskalplänen

(in Prozentpunkten des BIP-Potenzials)



Quelle: Mittelfristige strukturelle Fiskalpläne gemäß Veröffentlichung auf der [Website der Europäischen Kommission](#).
Anmerkung: Dargestellt sind die 17 Euro-Länder, die ihre Fiskalpläne vorgelegt haben. Die grauen Balken kennzeichnen die Staaten, deren Anpassungszeitraum sieben Jahre beträgt.

In ihren Stellungnahmen zur Haushaltsplanung der Euro-Länder für 2025 gibt die Europäische Kommission zu verstehen, dass einige Länder Konsolidierungslücken gegenüber den Nettoausgabenpfaden ihrer mittelfristigen strukturellen Fiskalpläne aufweisen, die zu einem Minus auf dem Kontrollkonto führen. Wird im Zuge eines Regierungswechsels auch noch der Kontostand zurückgesetzt, kann dieses Minus dazu führen, dass sich die Konsolidierungsanstrengungen während des Planzeitraums deutlich verringern. Wie zuvor dargelegt, sind die Konsolidierungsanstrengungen bereits jetzt tendenziell niedriger als in den Referenzpfaden der Europäischen Kommission und den ihnen zugrunde liegenden Annahmen vorgesehen. Derartige Abweichungen vom Referenzpfad können sich vor allem für Länder mit hohen Schuldenquoten spürbar negativ auf die Schuldenentwicklung auswirken.

Bevor Flexibilität für zusätzliche Verteidigungsausgaben in Aussicht gestellt wurde, schätzten die Fachleute des Eurosystems, dass die im überarbeiteten SWP geforderten Konsolidierungsanstrengungen insgesamt nur begrenzte negative makroökonomische Auswirkungen hätten, vor allem, wenn die produktiven öffentlichen Investitionen zumindest aufrechterhalten würden. Eine umfassende Beurteilung der neuen SWP-Regeln muss auch die

gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der Anpassungsanforderungen nach dem überarbeiteten EU-Regelwerk in den Blick nehmen. So kam eine vorläufige Analyse im Frühjahr 2024 – als die Länder noch keine mittelfristigen strukturellen Fiskalpläne eingereicht hatten – zu dem Schluss, dass sich aus einer vollständigen Einhaltung der Konsolidierungsanforderungen des SWP gewisse kurzfristige Abwärtsrisiken für das Wachstum auf Euroraumebene und gedämpfte Effekte auf die Inflation ergeben würden.⁶¹ Im Rahmen einer aktualisierten Analyse für den Zeitraum 2025-2027, die Teil der von Fachleuten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Dezember 2024 war, wurden auch neue Angaben aus den Fiskalplänen und Haushaltsentwürfen 2025 (insbesondere die gewählten Anpassungszeiträume und die geplante Konsolidierung) berücksichtigt. Diese Untersuchung stellte ebenfalls nur begrenzte negative gesamtwirtschaftliche Auswirkungen fest und bestätigte somit im Großen und Ganzen die frühere Analyse.⁶² Einige der in den nationalen Plänen hinreichend konkretisierten Maßnahmen flossen in die Basisprojektionen vom Dezember mit ein, sodass diese in Bezug auf Wachstum und Inflation leicht korrigiert wurden.⁶³ Die Schätzungen der gesamtwirtschaftlichen und fiskalischen Effekte sind mit Unsicherheit behaftet. Dies gilt vor allem für Länder, die noch keinen oder einen inzwischen veralteten mittelfristigen strukturellen Fiskalplan vorgelegt haben. Unsicherheit erwächst auch aus der Befürchtung, dass die vorgenommene Haushaltskonsolidierung letztlich anders zusammengesetzt ist. Bleiben die haushaltspolitischen Anpassungen aus, könnten zudem Vertrauenseffekte eine Rolle spielen – insbesondere in den Ländern mit einer hohen Verschuldung. Die zusätzlichen Verteidigungsausgaben, die angesichts verschärfter geopolitischer Spannungen im Rahmen der neuen Fiskalregeln zulässig sind, bewirken ebenfalls, dass die Aussichten für Wachstum und Inflation im Euroraum mit einer höheren Unsicherheit behaftet sind. Eine Erhöhung der Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben könnte indes auch wachstumsfördernd und durch ihren Effekt auf die Gesamtnachfrage inflationstreibend wirken.⁶⁴

⁶¹ Siehe EZB, [Reform der EU-Haushaltsregeln – potenzielle makroökonomische Auswirkungen auf den Euroraum](#), Kasten 8, Wirtschaftsbericht 3/2024. Im Rahmen dieser Analyse wurden mehrere Szenarien angenommen. Je nach Dauer des Anpassungszeitraums (für alle Länder wurden entweder Vier- oder Siebenjahreszeiträume unterstellt) ergaben sich für die auf der vollständigen Einhaltung der neuen SWP-Anforderungen basierenden Szenarios im Schnitt zusätzliche Konsolidierungsanforderungen von 0,4 bis 0,6 Prozentpunkten des BIP für den Zeitraum 2025-2026. In den Szenarios, die um die bereits in die EZB-Basisprojektion vom März 2024 eingeflossenen Maßnahmen bereinigt wurden, lagen die Konsolidierungsanforderungen bei 0,3 bis 0,5 Prozentpunkten des BIP.

⁶² Die neue Analyse schätzt im Rahmen zweier Szenarios die Haushaltsrisiken, mit denen das Basisszenario der Eurosystem-Projektionen vom Dezember 2024 behaftet ist. Das erste Szenario beruht auf einer Experteneinschätzung und deutet für den Euroraum auf einen zusätzlichen jährlichen Konsolidierungsbedarf von voraussichtlich 0,07 Prozentpunkten des BIP im Zeitraum 2025-2027 hin. Im zweiten, standardisierten Szenario, das die vollständigen Konsolidierungsanstrengungen laut den mittelfristigen strukturellen Fiskalplänen berücksichtigt, ergibt sich eine zusätzliche Konsolidierung von 0,13 Prozentpunkten des BIP. Während des genannten Zeitraums würde das BIP-Wachstum in den beiden Szenarios um durchschnittlich 0,03 Prozentpunkte bzw. 0,07 Prozentpunkte pro Jahr sinken. Der Effekt auf die Inflation wäre jeweils nahe null.

⁶³ Die [gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2024](#) beinhalten für den Euroraum im Zeitraum 2025-2027 eine Gesamtanpassung von durchschnittlich 0,16 Prozentpunkten des BIP pro Jahr (näherungsweise ermittelt anhand der Veränderung des strukturellen Primärsaldos).

⁶⁴ Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom März 2025](#) und [Erklärung zur Geldpolitik](#) vom 6. März 2025.

4 Flexibilität für zusätzliche Verteidigungsausgaben

Nachdem der ECOFIN-Rat die mittelfristigen strukturellen Fiskalpläne der meisten EU-Mitgliedstaaten gebilligt hatte, schlug die Europäische Kommission im März 2025 auch angesichts der geopolitischen Entwicklungen die koordinierte Aktivierung der im SWP enthaltenen nationalen Ausweichklausel vor. Dieses Vorgehen war Teil des am 19. März 2025

angekündigten Plans „ReArm Europe“/Bereitschaft 2030 der Europäischen Kommission.⁶⁵ Anfang März hatten die Staats- und Regierungschefs der EU die Absicht der Kommission begrüßt, dem Rat die koordinierte Aktivierung der nationalen Ausweichklausel zu empfehlen. Die Kommission wurde ferner dazu aufgefordert, weitere Maßnahmen zu prüfen, um umfangreiche Verteidigungsausgaben aller Mitgliedstaaten auf nationaler Ebene zu erleichtern und gleichzeitig die Schuldentragfähigkeit zu gewährleisten.⁶⁶ In ihrer [Mitteilung](#) vom 19. März („Erhöhung der Verteidigungsausgaben im Stabilitäts- und Wachstumspakt“) erläuterte die Kommission die Umsetzung der nationalen Ausweichklausel näher.

Die Kommission wird die nationale Ausweichklausel im SWP aktivieren, wenn außergewöhnliche Umstände vorliegen, die sich der Kontrolle der Mitgliedstaaten entziehen und erhebliche Auswirkungen auf die Umsetzung der mittelfristigen strukturellen Fiskalpläne haben. Die Länder müssen ihr Ersuchen bis Ende April einreichen. Wird die Klausel aktiviert, darf ein Mitgliedstaat von seinem Nettoausgabenpfad gemäß der Festsetzung durch den ECOFIN-Rat bzw. vom Korrekturpfad des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit abweichen, sofern diese Abweichung nicht die mittelfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen gefährdet. Die Haushaltsflexibilität für die Länder, die diese Klausel aktivieren, wird unter zwei Bedingungen gewährt: Erstens dürfen die Mehrausgaben die jährliche Obergrenze von 1,5 % des BIP im Zeitraum 2025-2028 nicht überschreiten. Dies gilt für jeden Staat unabhängig davon, wie weit er vom 2 %-Ziel, das die NATO für Verteidigungsausgaben vorsieht, entfernt ist. Wird diese Obergrenze überschritten, erfolgt die übliche Bewertung der Einhaltung der Regelungen. Zweitens darf der fiskalische Spielraum nur für zusätzliche Verteidigungsausgaben genutzt werden und soll dabei sowohl Investitionen als auch die laufenden Ausgaben umfassen.⁶⁷ Die Erhöhung der Verteidigungsausgaben, die durch die Flexibilität im Rahmen der nationalen Ausweichklausel abgedeckt ist, wird bezogen auf das Jahr 2021 berechnet. Nach 2028 müssen die Staaten das höhere Ausgabenniveau durch eine schrittweise Umschichtung innerhalb ihrer nationalen Haushalte auffangen, um die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu gewährleisten.

⁶⁵ Europäische Kommission, [Kommission präsentiert Weißbuch zur europäischen Verteidigung und zum Plan „ReArm Europe“/Bereitschaft 2030](#), Pressemitteilung vom 19. März 2025.

⁶⁶ Europäischer Rat, [European Council conclusions on European defence](#), Pressemitteilung vom 6. März 2025.

⁶⁷ Die Anwendung der nationalen Ausweichklausel entspricht der gesamten statistischen Kategorie COFOG-Abteilung 02 – Verteidigung („COFOG“ ist die Klassifikation der Aufgabenbereiche des Staates). Diese Abteilung deckt sich in etwa mit dem von der NATO verwendeten Aggregat.

Abgesehen von der Flexibilität für zusätzliche Verteidigungsausgaben sollte der finanzpolitische Rahmen weiter regulär funktionieren. Konkret bedeutet dies, dass die Obergrenzen für das Nettoausgabenwachstum, die in den mittelfristigen strukturellen Fiskalplänen der einzelnen Mitgliedstaaten festgelegt wurden, gültig bleiben. Entsprechend wird die EU bei der Haushaltsüberwachung prüfen, ob die Nettoausgabenpfade der Fiskalpläne und ggf. die Nettoausgaben-Korrekturpfade, die in den Empfehlungen zum Defizitverfahren dargelegt sind, eingehalten werden. Bei der Beurteilung der Einhaltung vereinbarter Ausgabenobergrenzen sollten jedoch die unter die Ausweichklausel fallenden Verteidigungsausgaben herausgerechnet werden. Ohne ausgleichende Maßnahmen würde die Entwicklung der Verschuldung von der zum Zeitpunkt der Billigung projizierten Entwicklung abweichen. Welchen Einfluss die Aktivierung der nationalen Ausweichklausel auf die zusätzlichen Verteidigungsausgaben hat, wird in Kasten 1 untersucht.

Kasten 1

Flexibilität im überarbeiteten wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmen der EU und Auswirkungen auf die Staatsverschuldung

Im vorliegenden Kasten wird eine Sensitivitätsanalyse der verschiedenen Faktoren vorgenommen, aufgrund deren im überarbeiteten wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmen Flexibilität eingeräumt wird. Dabei werden die Risiken für die Entwicklung der Staatsverschuldung quantifiziert. Diese können sich aus folgenden Faktoren ergeben: a) Abweichungen der makroökonomischen Annahmen, die den mittelfristigen strukturellen Fiskalplänen zugrunde liegen, von den Annahmen, die in den Vorab-Leitlinien der Europäischen Kommission gemeinsam festgelegt wurden, b) Abweichungen der Nettoausgaben nach oben, d. h., wenn auf dem Kontrollkonto ein Minus verbucht wird, und c) die Möglichkeit, bei der Bildung einer neuen Regierung das Kontrollkonto auf null zurückzusetzen.

Die einzigen öffentlich verfügbaren Referenzpfade der Europäischen Kommission beruhen auf ihrer Frühjahrsprognose 2024. Aus diesem Grund werden zunächst von Fachleuten der EZB erstellte Neuberechnungen des Konsolidierungsbedarfs betrachtet, die anhand der Herbstprognose 2024 der Kommission ermittelt wurden. Dies ermöglicht es, bei der Analyse von den jüngsten Projektionen auszugehen. Auf diese Weise können die Auswirkungen der aktualisierten Ausgangslage des Staatshaushalts (2024) und des makrofinanziellen Umfelds beurteilt werden. Szenario S1 zeigt die Auswirkungen auf die Staatsverschuldung, wenn die überarbeiteten Vorgaben vollständig eingehalten werden. Szenario S2 zeigt die Entwicklung der Verschuldung gemäß dem im Fiskalplan enthaltenen haushaltspolitischen Pfad, wobei die makroökonomischen und finanziellen Annahmen aus Szenario S1 gelten. Da den Fiskalplänen der meisten Länder unterschiedliche Annahmen zugrunde liegen (siehe Abschnitt 3), verdeutlicht der Unterschied zwischen Szenario S1 und S2 die Wirkung derartiger Abweichungen auf die Staatsverschuldung. In Szenario S3 wird angenommen, dass das Land von dem ursprünglichen Pfad des Fiskalplans abweicht, wobei jedoch der Schwellenwert von 0,6 Prozentpunkten des BIP kumuliert über die erwartete Legislaturperiode nicht überschritten wird. Die Überschreitung des Schwellenwerts wird in der überarbeiteten Verordnung als Grundlage für Durchsetzungsmaßnahmen genannt.⁶⁸ Das

⁶⁸ Siehe [Verordnung \(EG\) Nr. 1467/97 des Rates vom 7. Juli 1997 über die Beschleunigung und Klärung des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit](#) (ABl. L 209 vom 2.8.1997, S. 6), Artikel 2 Absatz 2 und [Verordnung \(EU\) 2024/1263](#), Artikel 15 Absatz 2 und Artikel 22 Absatz 2.

Szenario enthält zwar keine Einschätzung, wie wahrscheinlich eine derartige Überschreitung ist, bildet aber eine Untergrenze für den Anpassungspfad und die Auswirkungen auf die Verschuldung ab. Im Vergleich zum Basisszenario S1 untersuchen die beiden alternativen Szenarios unterschiedliche haushaltspolitische Pfade im ausgewählten Anpassungszeitraum. Dadurch kann quantifiziert werden, wie sich Abweichungen von der vollständigen Regeleinhaltung bei veränderten Annahmen auswirken. Um einen aussagekräftigen Vergleich zu gewährleisten, enthalten alle drei Szenarios – wie in der Verordnung vorgesehen – eine Aktualisierung des Anpassungsplans nach vier Jahren.

Die Simulationsrechnungen zeigen, dass sich die optimistischeren Annahmen einiger nationaler Fiskalpläne insgesamt nur begrenzt auf die Entwicklung der Staatsverschuldung auswirken (siehe die blaue und die gelbe Linie in Abbildung A). Eine genauere Betrachtung der zugrunde liegenden Faktoren ergibt, dass generell eine deutliche Reduzierung der haushaltspolitischen Anforderungen im Vergleich zum ursprünglichen Referenzpfad durch die Sicherheitslinien, die in den neuen Regeln enthalten sind, verhindert wird. Diese Sicherheitslinien ergänzen die aus der Schuldentragfähigkeitsanalyse abgeleiteten haushaltspolitischen Anforderungen. Allerdings könnte ein verbuchtes Minus auf dem Kontrollkonto und/oder eine Zurücksetzung des Kontrollkontos, sobald eine neue Regierung eingesetzt wird, die Konsolidierungsanstrengungen innerhalb des Zeitraums des mittelfristigen strukturellen Fiskalplans deutlich verringern (siehe die rote Linie in Abbildung A).⁶⁹ Für hoch verschuldete Euro-Länder könnten sich aus einer Abweichung vom Referenzpfad erhebliche negative Auswirkungen ergeben. Wird in allen drei Szenarios eine Aktualisierung der Anpassungspläne nach vier Jahren unterstellt, zeigen die Simulationen, dass die Abweichung zu einer ungünstigeren Entwicklung und höheren Schuldenquoten führen könnte. In Szenario S3 könnten die Schuldenquoten innerhalb von zehn Jahren um mehr als zehn Prozentpunkte ansteigen. Außerdem könnten sich die Finanzierungskosten erhöhen. Die Auswirkungen auf Länder mit niedriger Verschuldung sind etwas geringer. Zudem würde die aggregierte Schuldenquote auch in Szenario S3 unter dem Referenzwert des AEUV von 60 % bleiben. Der wirtschaftspolitische Steuerungsrahmen scheint den Aufbau zusätzlicher Staatsschulden zu verhindern. Die in der Verordnung vorgesehene Möglichkeit dauerhafter Abweichungen deutet indes darauf hin, dass nicht zwangsläufig in Zukunft umfangreichere Konsolidierungsmaßnahmen erforderlich sind, wenn die ursprünglichen Vorgaben nicht rechtzeitig vollständig eingehalten werden. Vielmehr werden mit den Verordnungen lediglich die Verschuldung auf dem bestehenden erhöhten Niveau stabilisiert und ein deutlicherer Rückgang der Schuldenquote verhindert.

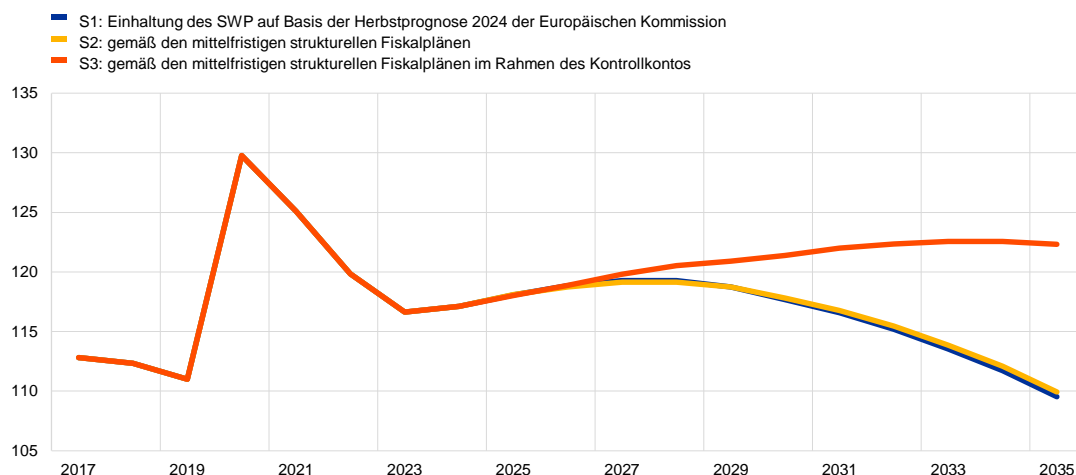
⁶⁹ Wird ein struktureller Fiskalplan überarbeitet, wird der Konsolidierungsbedarf durch zwei gegenläufige Faktoren beeinflusst – einen *Anstieg* aufgrund der Abweichung vom ursprünglichen Plan sowie einen *Rückgang* aufgrund einer verbesserten Ausgangslage für den strukturellen Finanzierungssaldo und einer Verschiebung des Zeitraums, in dem eine Stabilisierung der Verschuldung erforderlich ist. Die Gesamtwirkung hängt von den spezifischen Gegebenheiten des Landes ab.

Abbildung A

Entwicklung der Staatsverschuldung in verschiedenen Szenarios

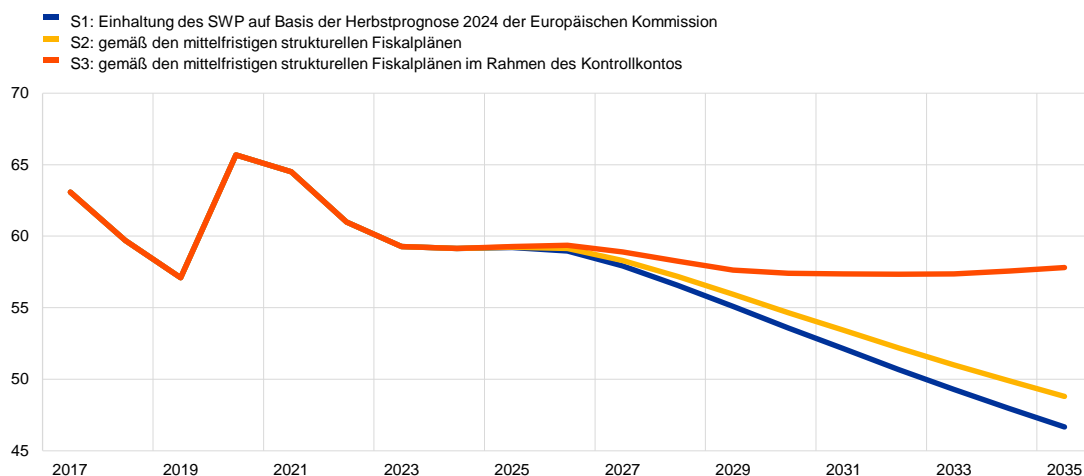
a) Aggregat der Länder mit hoher Verschuldung

(in % des BIP)



b) Aggregat der Länder mit niedriger Verschuldung

(in % des BIP)



Quellen: EZB-Berechnungen auf Basis der Herbstprognose 2024 der Europäischen Kommission.

Anmerkung: Länder mit einer Schuldenquote von über 90 % im Jahr 2023 zählen zur Gruppe der Länder mit hoher Verschuldung (Belgien, Griechenland, Spanien, Frankreich, Italien und Portugal). Die aktualisierten Referenzpfade gehen für jeden Staat von einem Anpassungszeitraum aus, der dem Zeitraum des jeweiligen mittelfristigen strukturellen Fiskalplans entspricht. Für die Niederlande wurde im Einklang mit der Empfehlung der Kommission der im Referenzpfad vom Juni 2024 geforderte Konsolidierungsbedarf herangezogen. Unter den Ländern, die bis zum Abschluss des vorliegenden Aufsatzes noch keinen Fiskalplan eingereicht hatten (Deutschland, Litauen und Österreich), wird für Deutschland ein siebenjähriger Anpassungszeitraum unterstellt. Im Durchschnitt sind die Anforderungen durch die Generalrevisionen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen im Vergleich zu den Konsolidierungspfaden vom Juni 2024, die auf der Frühjahrsprognose der Europäischen Kommission basieren, leicht gestiegen. In Szenario S2 werden die in den Fiskalplänen beschriebenen haushaltspolitischen Anpassungspfade zusammen mit den gesamtwirtschaftlichen und finanziellen Annahmen aus Szenario S1 verwendet. In Szenario S3 wird kumuliert eine (gegenüber Szenario S2 bestehende) Abweichung von 0,6 Prozentpunkten des BIP über zwei aufeinanderfolgende Jahre zu Beginn des Anpassungszeitraums (2025 und 2026) unterstellt. Dabei wird eine zusätzliche Abweichung angenommen, wenn während des Anpassungszeitraums eine Neuwahl angesetzt wird. Nach vier Jahren werden diese Referenzpfade aktualisiert, wobei für Szenario S1 und S2 eine vollständige Einhaltung über den zweiten Zyklus und für Szenario S3 eine kontinuierliche Abweichung unterstellt wird.

Bei der Untersuchung, wie sich eine Aktivierung der nationalen Ausweichklausel auf die Entwicklung der Staatsverschuldung auswirkt, wird von einer koordinierten Aktivierung ausgegangen. Damit darf jeder Mitgliedstaat seine Verteidigungsausgaben im Zeitraum 2025-2028 um maximal 1,5 % des BIP pro Jahr erhöhen. Für einige Staaten waren die Sicherheitslinien zum Schuldenabbau und zur Defizitresilienz bei der Festlegung des Konsolidierungsbedarfs verbindlich. Diese Sicherheitslinien gelten nun nicht mehr. Daher können die betreffenden Staaten ihre

Ausgaben zusätzlich zur Regelgrenze von 1,5 % erhöhen. Obwohl die Flexibilität für zusätzliche Verteidigungsausgaben parallel zu jener über das Kontrollkonto funktioniert und beide Mechanismen zusätzlichen fiskalischen Spielraum ermöglichen, wird im Folgenden ausschließlich die Auswirkung der nationalen Ausweichklausel auf den Schuldenaufbau betrachtet. Wie bei der Beurteilung des Kontrollkontos wird auch hier angenommen, dass die haushaltspolitischen Anforderungen nach dem ersten Planungszeitraum durch die Kommission aktualisiert werden. So wird quantifiziert, wie hoch der zusätzliche Konsolidierungsbedarf sein dürfte, um den anfänglichen Ausgabenanstieg auszugleichen.

In Abbildung B sind die aggregierten Auswirkungen auf Länder mit hoher Verschuldung dargestellt, d. h., es wird gezeigt, wie sich die nationale Ausweichklausel auf die Entwicklung der Staatsverschuldung auswirken könnte. In Szenario S4 wird die nationale Ausweichklausel für vier Jahre aktiviert. Es werden für alle Länder allmählich und linear steigende Ausgaben unterstellt, sodass am Ende des Zeitraums die Obergrenze von 1,5 % des BIP erreicht wird. Dadurch würde sich die Haushaltskonsolidierung der hoch verschuldeten Länder gegenüber den vereinbarten mittelfristigen strukturellen Fiskalplänen insgesamt um rund 1,7 Prozentpunkte verringern. Die Verschuldungsdynamik würde sich demnach zunächst verschlechtern. Werden die Vorgaben des SWP im zweiten Planungszeitraum ab 2029 wie vorgesehen vollständig eingehalten, würden die Schulden selbst bei vollständiger Inanspruchnahme der nationalen Ausweichklausel letztlich sinken (siehe Abbildung B, Grafik a). Folglich würde sich die umfangreiche Haushaltsanpassung vom ersten auf den zweiten Planungszeitraum verschieben (siehe Abbildung B, Grafik b). Zu beachten ist, dass dieses Szenario und seine Auswirkungen auf die Verschuldung lediglich der Veranschaulichung dienen, da hier zwei starke Annahmen zum Tragen kommen. Zum einen wird eine koordinierte Aktivierung der nationalen Ausweichklausel und eine allmähliche sowie lineare Erhöhung der Verteidigungsausgaben um 1,5 % des BIP in den Jahren 2025 bis 2028 unterstellt. Zum anderen wird angenommen, dass die gesamte Finanzierung über die Begebung von Staatsschuldtiteln erfolgt.⁷⁰

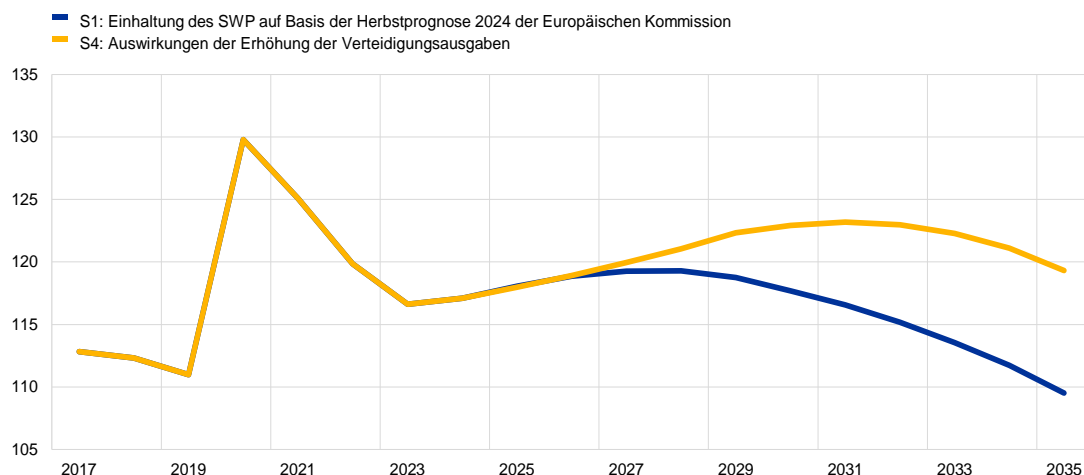
⁷⁰ Die mögliche Inanspruchnahme der im Rahmen des Instruments „Sicherheitsmaßnahmen für Europa“ (SAFE) bereitgestellten Kreditfazilität in Höhe von bis zu 150 Mrd. € auf EU-Ebene wird in der vorliegenden Simulationsrechnung nicht berücksichtigt. Weitere Optionen wurden ebenfalls untersucht, nämlich die Umwidmung von Kohäsionsmitteln, eine stärkere Rolle der Europäischen Investitionsbank (EIB) oder die Mobilisierung von privatem Kapital durch die Vertiefung der Spar- und Investitionsunion. Wie bereits im vorangegangenen Abschnitt erwähnt, besteht zudem große Unsicherheit im Hinblick auf die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der Verteidigungsausgaben. In den dargestellten Simulationen wird ein standardmäßiger Fiskalmultiplikator von 0,75 gemäß dem Rahmenwerk für die Schuldentragfähigkeit der Europäischen Kommission verwendet, um den positiven Wachstumseffekt dieses zusätzlichen Fiskalimpulses abzubilden.

Abbildung B

Auswirkung einer im SWP vorgesehenen maximalen Flexibilität für zusätzliche Verteidigungsausgaben in Ländern mit hoher Verschuldung

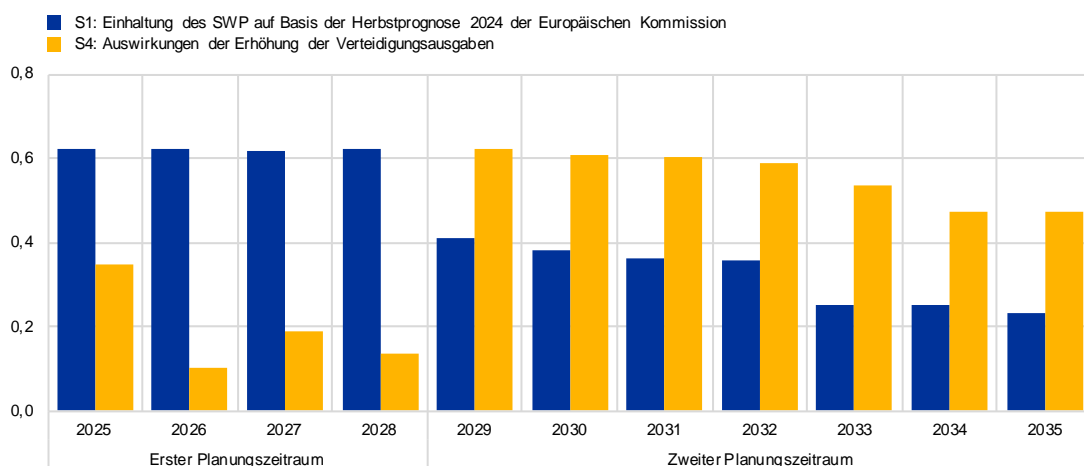
a) Entwicklung der Staatsverschuldung

(in % des BIP)



b) Erforderliche Haushaltsanpassung

(in % des BIP)



Quellen: EZB-Berechnungen auf Basis der Herbstprognose 2024 der Europäischen Kommission.

Anmerkung: Länder mit einer Schuldenquote von über 90 % im Jahr 2023 zählen zur Gruppe der Länder mit hoher Verschuldung (Belgien, Griechenland, Spanien, Frankreich, Italien und Portugal). Die aktualisierten Referenzpfade gehen für jeden Staat von einem Anpassungszeitraum aus, der dem Zeitraum des jeweiligen mittelfristigen strukturellen Fiskalplans entspricht. Für die Niederlande wurde im Einklang mit der Empfehlung der Kommission der im Referenzpfad vom Juni 2024 geforderte Konsolidierungsbedarf herangezogen. Unter den Ländern, die noch keinen Fiskalplan eingereicht hatten (Deutschland, Litauen und Österreich), wird für Deutschland ein siebenjähriger Anpassungszeitraum unterstellt. In Szenario S4 wird kumuliert eine (gegenüber Szenario S1 bestehende) Abweichung von 1,5 % des BIP über vier aufeinanderfolgende Jahre (2025-2028) und eine zusätzliche Abweichung infolge der Ausnahmeregelung bezüglich der Sicherheitslinien für die Schuldentragfähigkeit und Defizitresilienz angenommen. Nach vier Jahren werden die Referenzpfade aktualisiert, wobei für Szenario S1 und S4 eine vollständige Einhaltung über den zweiten Zyklus unterstellt wird.

5 Zusagen öffentlicher Investitionen und Strukturreformen

Ein weiteres wesentliches Merkmal des überarbeiteten Steuerungsrahmens besteht darin, dass er auf die Förderung produktiver öffentlicher Investitionen und wachstumsfördernder Reformen abzielt.⁷¹ Länder, die eine Verlängerung des Anpassungszeitraums anstreben, müssen sicherstellen, dass das geplante Niveau der national finanzierten öffentlichen Investitionen während der Laufzeit ihres mittelfristigen strukturellen Fiskalplans nicht unter dem vorherigen mittelfristigen Niveau liegt. Die Europäische Kommission vergleicht hierzu das durchschnittliche Verhältnis der national finanzierten öffentlichen Investitionen zum BIP im Planungszeitraum mit dem durchschnittlichen Niveau in dem Zeitraum, der vom jeweiligen Aufbau- und Resilienzplan (ARF-Plan) abgedeckt wird (d. h. 2021/2022 mit 2026). Bei der Beurteilung der Fiskalpläne stellte die Kommission fest, dass bislang vier Euro-Länder, die eine Verlängerung des Anpassungszeitraums beantragt haben, die Bedingung erfüllen (Spanien, Frankreich, Italien und Finnland).⁷² Die überarbeiteten Regeln sehen vor, dass Länder, die eine Verlängerung des Anpassungszeitraums anstreben, geeignete Reformen zusagen, wodurch sich der Anreiz für Reformen erhöht. Abzielen sollten diese Reformen auf die wichtigsten politischen Herausforderungen, die im Rahmen des Europäischen Semesters festgestellt wurden. Im Ergebnis sollten die in den nationalen Fiskalplänen aufgezeigten Reformen zu einem höheren Potenzialwachstum führen und so den fiskalischen Anpassungsbedarf verringern.

Laut den Fiskalplänen werden die national finanzierten öffentlichen Investitionen in allen fünf Euro-Ländern, die eine Verlängerung des Anpassungszeitraums beantragt haben, auf dem vor der Pandemie herrschenden Durchschnittsniveau liegen bzw. dieses übersteigen. In

Abbildung 5 werden die im Zeitraum 2025-2028 national finanzierten öffentlichen Investitionen gemessen am BIP dem Durchschnitt 2014-2019 gegenübergestellt. Dieser Durchschnitt kann die Operationalisierung der Kommission um zusätzliche Einblicke ergänzen, denn der betreffende Zeitraum war nicht von den in den ARF-Plänen vorgesehenen umfangreichen Investitionen betroffen. Die Fiskalpläne von Belgien, Spanien, Italien und Finnland sehen für die national finanzierten öffentlichen Investitionen ein Niveau vor, das im Schnitt deutlich über dem Durchschnitt des Zeitraums 2014-2019 liegt. Nur im Fall Frankreichs entsprechen sie weitgehend dem Niveau von 2014 bis 2019. Größtenteils scheinen sich die in den Fiskalplänen gemachten Investitionszusagen und die bereits in den ARF-Plänen enthaltenen Maßnahmen zu überschneiden oder zu ergänzen. Im Einklang mit dem überarbeiteten wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmen tragen die Zusagen nach

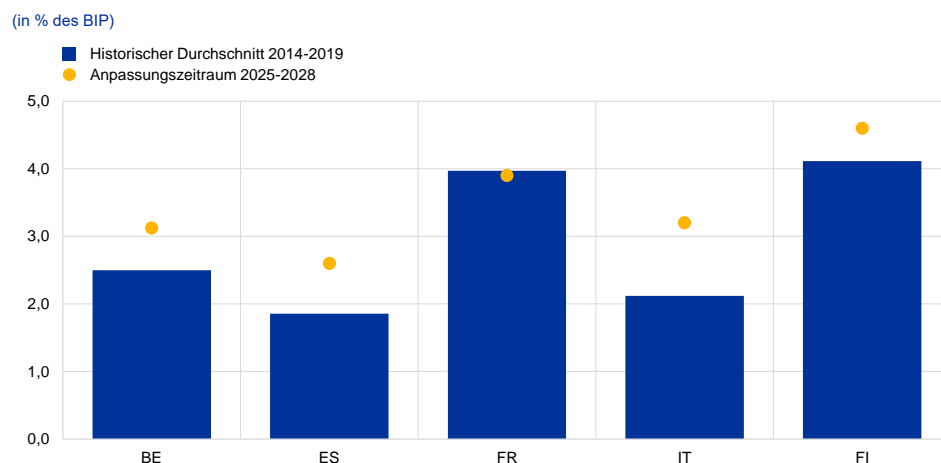
⁷¹ Schätzungen auf der Grundlage empirischer Analysen deuten tendenziell auf einen positiven Zusammenhang zwischen öffentlichen Investitionen und Wachstum hin, doch gibt es verschiedene Ergebnisse. Eine Metaanalyse von Bom und Ligthart zeigt, dass die meisten empirischen Studien eine positive Beziehung zwischen dem Anteil produktiver öffentlicher Investitionen und dem Wirtschaftswachstum feststellen (siehe hierzu P. R. D. Bom und J. E. Ligthart, What have we learned from three decades of research on the productivity of public capital?, Journal of Economic Surveys, Bd. 28, Nr. 5, 2014, S. 889-916). Dies trifft vor allem dann zu, wenn öffentliche Investitionen privates Kapital ergänzen oder eine Kapitalstocklücke verhindern.

⁷² Belgien hat seinen Fiskalplan im März 2025 eingereicht und ebenfalls eine Verlängerung des Anpassungszeitraums beantragt. Die Bewertung der Kommission steht jedoch noch aus.

Auffassung der Kommission den gemeinsamen Prioritäten der EU, einschließlich des ökologischen und digitalen Wandels, Rechnung.

Abbildung 5

Durchschnitt der national finanzierten öffentlichen Investitionen gemäß den mittelfristigen strukturellen Fiskalplänen für 2025-2028 im Vergleich zu 2014-2019

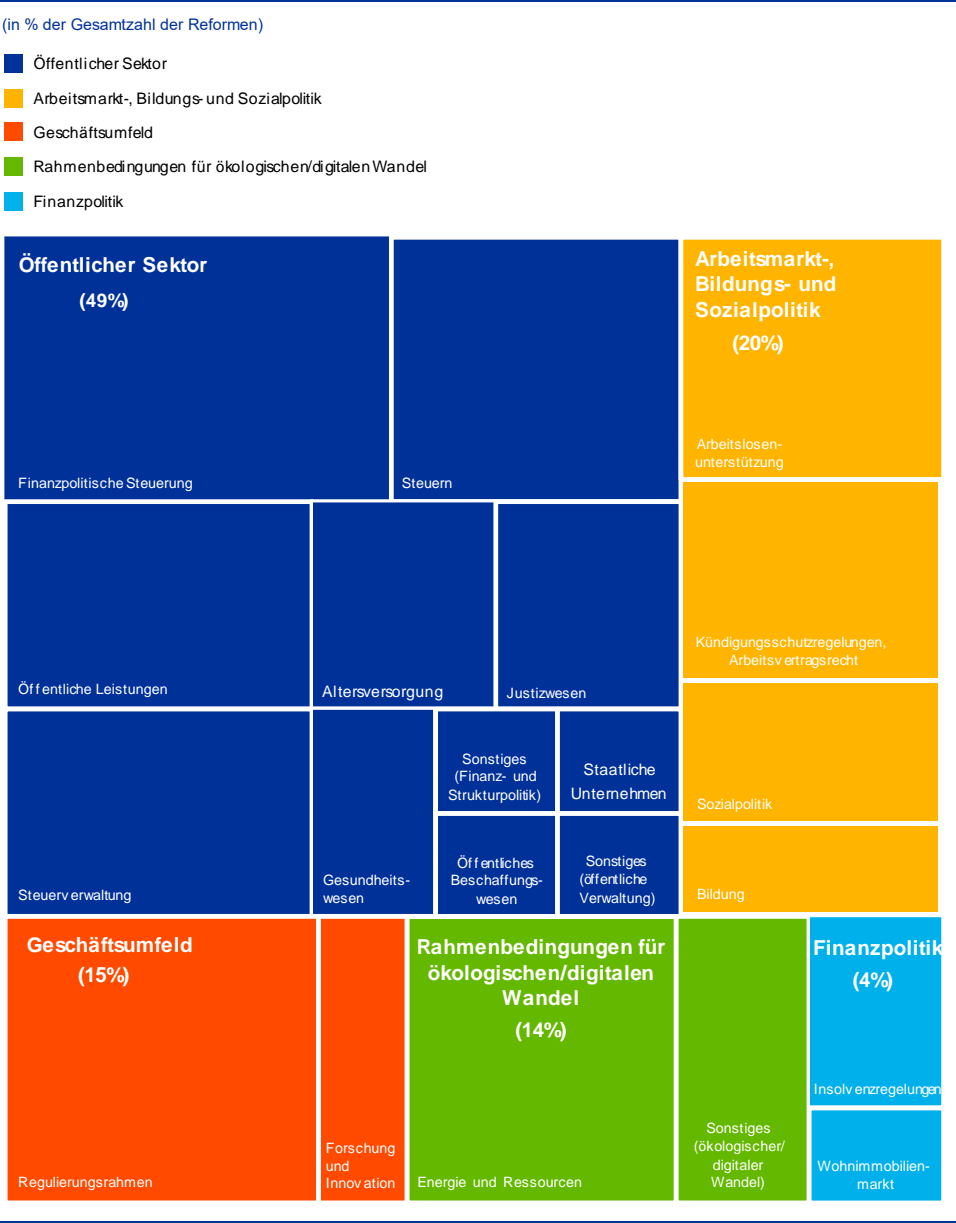


Quellen: AMECO-Datenbank und Bewertungen der mittelfristigen strukturellen Fiskalpläne durch die Europäische Kommission. Da die Bewertung von Belgiens Fiskalplan durch die Europäische Kommission noch nicht vorlag, entspricht der hier ausgewiesene Durchschnitt der national finanzierten öffentlichen Investitionen dem Wert, der im Fiskalplan des Landes gemeldet wurde.
Anmerkung: Im Fokus der Abbildung stehen die vier Länder des Euroraums, die eine Verlängerung des Anpassungszeitraums von vier auf sieben Jahre beantragt haben. Für den Zeitraum 2014-2019 werden die national finanzierten öffentlichen Investitionen als Zeitreihe der Bruttoanlageinvestitionen ohne EU-Vermögenstransfers definiert.

Die Reformen, die die Länder für eine Verlängerung des Anpassungszeitraums zusagen müssen, beziehen sich vor allem auf den öffentlichen Sektor. Die Pläne der fünf Euro-Länder, die um eine Verlängerung ersucht haben, beinhalten 71 Reformen rein im Zusammenhang mit der Verlängerung. Die Hälfte davon betrifft im Wesentlichen den öffentlichen Sektor. Es sind beispielsweise Reformen zur Verbesserung der Steuerverwaltung oder des Justizwesens (siehe Abbildung 6). Rund ein Fünftel bezieht sich auf die Arbeitsmarkt-, Bildungs- und Sozialpolitik. Die Kategorien „Geschäftsumfeld“ und „ökologischer/digitaler Wandel“ machen 15 % bzw. 12 % aus. Die übrigen Reformen betreffen die Finanzpolitik (4 %) und hier vor allem die Insolvenzregelungen und den Wohnimmobilienmarkt. Folglich ist der Reformmix in den strukturellen Fiskalplänen durch seinen Fokus auf Reformen des öffentlichen Sektors mit jenem in den ARF-Plänen vergleichbar.⁷³

⁷³ Siehe EZB, [Vier Jahre Next Generation EU – Bestandsaufnahme der wirtschaftlichen Auswirkungen](#), Wirtschaftsbericht 8/2024.

Abbildung 6
 Reformen in Ländern, die eine Verlängerung des Anpassungszeitraums anstreben, aufgeschlüsselt nach Politikbereichen



Quelle: EZB-Aggregation auf Basis der mittelfristigen strukturellen Fiskalpläne.
 Anmerkung: Die Abbildung bezieht sich auf die fünf Länder des Euroraums, die eine Verlängerung des Anpassungszeitraums anstreben (Belgien, Spanien, Frankreich, Italien und Finnland). Die Zuordnung basiert auf einer Einschätzung der EZB und deckt nur die Reformen ab, die im Zusammenhang mit der beantragten Verlängerung stehen.

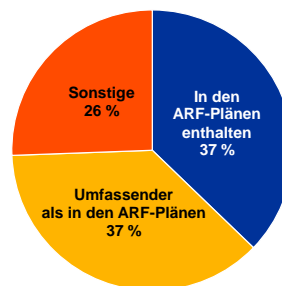
Die meisten Reformen sind bereits in den ARF-Plänen enthalten oder sollen diese ergänzen. Solange die Aufbau- und Resilienzfazilität in Kraft ist, können die Staaten aufgrund des überarbeiteten Steuerungsrahmens Reformen in ihre mittelfristigen strukturellen Fiskalpläne aufnehmen, die bereits im Rahmen der ARF-Pläne umgesetzt oder geplant wurden. Rund 37 % der Reformen, die im Zusammenhang mit einer Verlängerung des Anpassungszeitraums stehen, fallen in diese Kategorie (siehe Abbildung 7). Weitere 37 % sollen die in den ARF-Plänen enthaltenen Reformen ergänzen oder erweitern. Die verbleibenden 26 % stellen

neue, eigenständige Reformen ohne direkten Zusammenhang mit den ARF-Plänen dar. Hierzu zählen etwa die geplante Straffung und Effizienzsteigerung bei staatlichen Unternehmen in Italien.

Abbildung 7

Reformen in Ländern, die um eine Verlängerung des Anpassungszeitraums ersucht haben – Zusammenhang mit ARF-Plänen

(in % der Gesamtzahl der Reformen)



Quelle: EZB-Aggregation auf Basis der mittelfristigen strukturellen Fiskalpläne.

Anmerkung: Die Zuordnung basiert auf einer Einschätzung der Europäischen Kommission und deckt nur die Reformen ab, die im Zusammenhang mit der beantragten Verlängerung stehen. Die Abbildung umfasst mit Ausnahme Belgiens die Länder des Euroraums, die eine Verlängerung des Anpassungszeitraums anstreben. Für Belgien lag bei Abschluss dieses Aufsatzes noch keine Bewertung durch die Europäische Kommission vor.

Die Auswirkungen der vorgeschlagenen Reformen auf das Wachstum lassen sich nur schwer abschätzen. Erstens gibt es keine vereinbarte Methodik, um zu quantifizieren, wie sich die Reformen auf die gemäß den neuen Regeln erforderlichen Haushaltsanpassungen auswirken dürften.⁷⁴ Von den fünf Ländern des Euroraums, die eine Verlängerung des Anpassungszeitraums anstreben, haben nur Spanien und Italien umfassende Schätzungen der erwarteten Wachstumseffekte abgegeben. Diese sind zwar nicht miteinander vergleichbar, beruhen aber auf spezifischen Modellen oder Vergleichen mit dem jeweiligen Basisszenario. Zweitens handelt es sich bei den Reformen bislang nur um öffentliche Zusagen – wichtige Parameter zu Ausgestaltung und Umsetzung der Reformen wurden noch nicht festgelegt. Aus diesem Grund lässt sich die Gesamtwirkung auf das Potenzialwachstum nur schwer beziffern.

6 Schlussbemerkungen

Die Umsetzung des reformierten wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens ist mit erheblicher Unsicherheit behaftet. Die Haushaltsüberwachung im Rahmen des SWP sollte zwar weiterhin regulär funktionieren, sie muss aber einer koordinierten Aktivierung der nationalen Ausweichklausel des SWP Rechnung tragen. Überdies gab es bereits eine längere Phase (2020-2023), in der die allgemeine Ausweichklausel des SWP aktiviert wurde, was de facto eine Aussetzung der europäischen Fiskalregeln bedeutete. Abgesehen von den Herausforderungen

⁷⁴ Siehe Z. Darvas, L. Welslau und J. Zettelmeyer, Incorporating the impact of social investments and reforms in the European Union's new fiscal framework, Working Papers, Nr. 7, 2024, Bruegel.

im Zusammenhang mit der Ausweichklausel erwächst auch Unsicherheit daraus, dass einige Staaten noch keinen Fiskalplan vorgelegt haben bzw. für ihren eingereichten Plan keinen politischen Rückhalt erfahren. Die künftigen Pläne müssen außerdem auf den Vorab-Leitlinien der Europäischen Kommission beruhen, die auf aktuelleren Prognosen basieren und die jüngsten Veränderungen im politischen und wirtschaftlichen Umfeld berücksichtigen. Insgesamt ist der Kurs der Finanzpolitik im Euroraum 2025 und in den Folgejahren nach wie vor mit hoher Unsicherheit behaftet – nicht zuletzt, weil die Länder ihre Verteidigungsausgaben noch darlegen müssen.

Angesichts der hohen Unsicherheit ist die vollständige Umsetzung der in den mittelfristigen strukturellen Fiskalplänen der Mitgliedstaaten abgegebenen Zusagen von entscheidender Bedeutung. Im Zuge der anhaltenden Umsetzung der SWP-Regeln sollten die Länder ihre finanz- und strukturpolitischen Zusagen vollständig einhalten. Dies wird gleichfalls dazu beitragen, die defizit- und schuldenstandserhöhenden Auswirkungen der zusätzlichen Verteidigungsausgaben zu begrenzen. Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung müssen gut konzipiert sein und mit wachstumsfördernden Reformen und öffentlichen Investitionen einhergehen, um negative makroökonomische Auswirkungen durch die gesamtwirtschaftliche Nachfrage in Grenzen zu halten. Diese Auswirkungen würden zum Teil auch – vor allem in hoch verschuldeten Ländern – durch Vertrauenseffekte ausgeglichen.

Die nationale Ausweichklausel muss zielgerichtet umgesetzt werden, und zwar so, dass die Verteidigungsausgaben erhöht werden können, während gleichzeitig die mittelfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen im Einklang mit den Vorgaben des SWP gewahrt bleibt. Dabei ist es von wesentlicher Bedeutung, dass die Flexibilität, von einem vereinbarten Nettoausgabenpfad abzuweichen – wie in der Mitteilung der Kommission vorgesehen –, nur für die notwendigen zusätzlichen Verteidigungsausgaben genutzt wird. Dadurch wird die Glaubwürdigkeit des reformierten finanzpolitischen Regelwerks der EU gewahrt, und die Ausgabenziele für Verteidigung lassen sich ohne Tragfähigkeitsrisiken erreichen. Um eine reguläre Überwachung der Einhaltung der in den Fiskalplänen gemachten Zusagen zu gewährleisten, sollten Abweichungen vom Nettoausgabenpfad weiterhin erfasst werden.

Eine angemessene Überwachung und Beobachtung der Haushaltsanpassungen sowie der Reform- und Investitionszusagen wird von entscheidender Bedeutung sein, um sicherzustellen, dass die Ziele des überarbeiteten finanz- und wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens erreicht werden. Der Steuerungsrahmen beruht auf der Annahme, dass sich tragfähige öffentliche Finanzen, Reformen und Investitionen gegenseitig verstärken – daher sollten diese drei Elemente im Rahmen eines integrierten Ansatzes gefördert werden. Schätzungen der EZB deuten darauf hin, dass auf kurze Sicht Lücken bei der Haushaltsanpassung gegenüber den für Nettoausgaben geltenden Obergrenzen der mittelfristigen strukturellen Fiskalpläne entstehen könnten. Sollten sich diese Lücken als umfangreich und lang anhaltend erweisen, könnten sie dem Ziel des neuen Rahmens zuwiderlaufen, die Verschuldung mittelfristig auf einen plausibel rückläufigen Pfad zu bringen. Dies gilt insbesondere angesichts der Notwendigkeit

von Mehrausgaben für die Verteidigung. Es ist wichtig, dass die Staaten die Flexibilität des Kontrollkontos nicht im Vorhinein nutzen. Das Kontrollkonto dient dazu, Abweichungen von den vereinbarten Konsolidierungspfaden zu überwachen und soll keinen zusätzlichen fiskalischen Spielraum schaffen. Für die Zukunft ist eine ordnungsgemäße Überwachung der Umsetzung der Fiskalpläne von entscheidender Bedeutung, um sicherzustellen, dass der umfassende neue Steuerungsrahmen an Glaubwürdigkeit gewinnt und seine erklärten Ziele von Anfang an erfüllt.

Ferner müssen die Reform- und Investitionsinitiativen des Plans wirksam umgesetzt werden.

Die Unterstützung öffentlicher Investitionen in den einzelnen Ländern im Einklang mit den in den mittelfristigen strukturellen Fiskalplänen enthaltenen Zusagen ist wesentlich, um auch Herausforderungen in anderen strategischen Bereichen als der Verteidigung, wie etwa dem ökologischen und dem digitalen Wandel, zu bewältigen. Die Pläne der Mitgliedstaaten umfassen zudem wichtige Reforminitiativen, die sich in hohem Maße mit den Zusagen im Rahmen des Programms „Next Generation EU“ überschneiden oder diese ergänzen. Gut umgesetzte Reformen und Investitionen können das Potenzialwachstum steigern und somit einen wichtigen Beitrag zur Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen leisten. Die jüngsten Herausforderungen, denen sich Europa gegenübersteht, haben den Argumenten für verstärkte Bemühungen um ein nachhaltig höheres Wirtschaftswachstum zusätzliches Gewicht verliehen.

Statistik

Statistik

Inhaltsverzeichnis

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

Zusätzliche Informationen

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

Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP ¹⁾ (Veränderung gegen Vorperiode in %)						VPI (Veränderung gegen Vorjahr in %)						
	G 20	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	OECD-Länder		Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich (HVPI)	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum ²⁾ (HVPI)
	1	2	3	4	5	6	Insgesamt	Ohne Energie und Nahrungsmittel	9	10	11	12	13
2022	3,4	2,5	4,8	0,9	3,0	3,5	9,5	6,8	8,0	9,1	2,5	2,0	8,4
2023	3,4	2,9	0,4	1,5	5,2	0,4	6,8	7,0	4,1	7,4	3,2	0,2	5,4
2024	3,2	2,9	1,1	0,1	5,0	0,9	5,2	5,7	2,9	2,5	2,7	0,2	2,4
2024 Q2	0,7	0,7	0,5	0,8	0,9	0,2	5,8	6,1	3,2	2,1	2,7	0,3	2,5
Q3	0,9	0,8	0,0	0,4	1,3	0,4	4,9	5,3	2,6	2,0	2,8	0,5	2,2
Q4	0,9	0,6	0,1	0,6	1,6	0,2	4,6	5,0	2,7	2,5	2,9	0,2	2,2
2025 Q1	-	-	-	-	-	-	-	-	2,7	2,8	-	-	2,3
2024 Okt.	-	-	-	-	-	-	4,6	5,1	2,6	2,3	2,3	0,3	2,0
Nov.	-	-	-	-	-	-	4,7	5,0	2,7	2,6	2,9	0,2	2,2
Dez.	-	-	-	-	-	-	4,7	4,9	2,9	2,5	3,6	0,1	2,4
2025 Jan.	-	-	-	-	-	-	4,7	4,8	3,0	3,0	4,0	0,5	2,5
Febr.	-	-	-	-	-	-	4,5	4,7	2,8	2,8	3,7	-	2,3
März	-	-	-	-	-	-	-	-	2,4	2,6	-	-	2,2

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes; saisonbereinigt)									Wareneinfuhr ¹⁾		
	Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex						Globaler Einkaufsmanagerindex ²⁾			Global	Industrieländer	Schwellenländer
	Global ²⁾	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungen	Auftrags-eingänge im Exportgeschäft			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,1	4,6	1,8
2023	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,6	-3,9	2,6
2024	52,9	53,7	52,5	51,3	52,1	50,1	50,7	53,1	49,0	2,6	3,5	1,8
2024 Q2	53,2	53,5	53,1	51,5	53,2	51,6	52,1	53,3	50,1	1,3	1,9	0,7
Q3	52,9	54,3	53,1	52,5	50,9	50,3	49,8	53,4	48,4	1,2	1,9	0,6
Q4	53,0	54,8	50,9	50,1	51,8	49,3	49,9	53,3	48,4	1,0	0,5	1,4
2025 Q1	52,0	52,6	50,8	50,6	51,5	50,4	-	52,1	-	-	-	-
2024 Okt.	52,8	54,1	51,8	49,6	51,9	50,0	50,1	53,1	48,3	1,4	1,2	1,6
Nov.	53,2	54,9	50,5	50,1	52,2	48,3	50,4	53,1	48,6	0,7	0,6	0,8
Dez.	53,2	55,4	50,4	50,5	51,4	49,6	49,2	53,8	48,2	1,0	0,5	1,4
2025 Jan.	52,0	52,7	50,6	51,1	51,1	50,2	50,7	52,2	49,4	-	-	-
Febr.	51,7	51,6	50,5	52,0	51,5	50,2	51,5	51,5	49,6	-	-	-
März	52,3	53,5	51,5	48,9	51,8	50,9	-	52,7	-	-	-	-

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

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

2) Ohne Euroraum.

2 Konjunkturentwicklung

2.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung								Außenbeitrag ¹⁾		
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Zusam- men	Bruttoanlageinvestitionen			Vorrats- verände- rungen ²⁾	Zusam- men	Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾
						Bau- investi- tionen	Ausrüstungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)												
2021	13 724,4	13 448,1	7 232,5	2 943,7	3 015,6	1 557,3	867,7	584,2	256,4	-276,2	7 403,4	7 127,1
2022	14 599,7	14 077,2	7 730,5	3 092,9	3 195,1	1 643,5	923,9	621,4	58,8	-522,5	7 382,0	6 859,5
2023	15 155,6	14 481,3	8 007,3	3 272,2	3 197,8	1 652,0	910,9	628,2	3,9	-674,3	7 513,9	6 839,6
2024 Q1	3 740,6	3 568,6	1 982,3	799,5	801,3	413,8	227,5	158,4	-14,4	-172,0	1 854,6	1 682,6
Q2	3 765,8	3 581,1	1 990,9	813,4	783,2	410,6	229,1	141,8	-6,4	-184,7	1 897,0	1 712,3
Q3	3 802,3	3 643,3	2 008,3	825,8	801,7	411,0	225,9	163,1	7,5	-159,0	1 875,7	1 716,7
Q4	3 844,9	3 687,8	2 026,4	833,6	812,8	416,8	229,4	164,9	14,9	-157,2	1 889,7	1 732,5
In % des BIP												
2024	100,0	95,6	52,8	21,6	21,1	10,9	6,0	4,1	0,0	-4,4	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2024 Q1	0,3	-0,3	0,5	0,3	-1,9	-0,2	-0,5	-7,9	-	-	1,1	-0,2
Q2	0,2	-0,1	0,0	1,1	-2,5	-0,8	0,5	-11,3	-	-	1,5	1,1
Q3	0,4	1,4	0,6	0,9	1,8	-0,4	-2,2	14,8	-	-	-1,3	0,5
Q4	0,2	0,3	0,4	0,5	0,7	0,7	1,0	-0,1	-	-	0,0	0,1
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2022	3,5	3,8	5,0	1,1	2,0	-0,1	3,5	5,1	-	-	7,4	8,4
2023	0,4	0,1	0,5	1,4	1,7	0,7	2,2	3,6	-	-	-0,8	-1,4
2024	0,9	0,5	1,1	2,7	-1,8	-1,4	-2,6	-1,8	-	-	1,1	0,3
2024 Q1	0,5	0,0	1,0	2,1	-0,9	-2,0	-2,6	4,4	-	-	-0,6	-1,6
Q2	0,5	-0,6	0,6	2,9	-3,2	-2,0	-1,8	-8,7	-	-	1,9	-0,4
Q3	1,0	1,0	1,1	3,0	-1,5	-1,9	-4,4	3,8	-	-	1,6	1,7
Q4	1,2	1,3	1,5	2,7	-2,0	-0,6	-1,3	-6,3	-	-	1,3	1,5
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2024 Q1	0,3	-0,3	0,3	0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,2	0,6	-	-
Q2	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,5	0,2	0,2	-	-
Q3	0,4	1,3	0,3	0,2	0,4	0,0	-0,1	0,6	0,5	-0,9	-	-
Q4	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,0	-	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2022	3,5	3,8	2,6	0,3	0,4	0,0	0,2	0,2	0,5	-0,2	-	-
2023	0,4	0,1	0,3	0,3	0,4	0,1	0,1	0,2	-0,9	0,3	-	-
2024	0,9	0,4	0,6	0,6	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	0,4	-	-
2024 Q1	0,5	0,0	0,5	0,4	-0,2	-0,2	-0,2	0,2	-0,7	0,4	-	-
Q2	0,5	-0,6	0,3	0,6	-0,7	-0,2	-0,1	-0,4	-0,8	1,1	-	-
Q3	1,0	1,0	0,6	0,6	-0,3	-0,2	-0,3	0,2	0,1	0,0	-	-
Q4	1,2	1,2	0,8	0,6	-0,4	-0,1	-0,1	-0,3	0,3	0,0	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

2 Konjunkturentwicklung

2.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellingspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)												
2022	12 339,8	217,9	2 422,4	646,3	2 342,4	633,1	544,6	1 340,7	1 490,5	2 324,6	377,3	1 384,6
2023	13 205,2	225,6	2 607,1	720,2	2 437,9	678,4	601,6	1 467,1	1 600,2	2 459,3	408,0	1 394,6
2024	13 641,1	229,5	2 535,8	738,7	2 528,8	720,4	632,7	1 538,2	1 680,8	2 607,3	428,8	1 514,5
2024 Q1	3 370,0	56,6	630,7	184,6	625,0	177,0	155,9	382,2	413,2	639,3	105,5	370,6
Q2	3 392,0	56,9	627,1	184,6	630,6	178,4	157,9	384,3	418,2	647,0	107,0	373,8
Q3	3 420,2	57,2	632,8	184,2	632,9	180,8	159,2	384,8	423,1	657,2	108,2	382,1
Q4	3 456,8	58,7	642,9	185,5	640,3	184,2	159,7	387,0	426,5	663,9	108,2	388,1
In % der Wertschöpfung												
2024	100,0	1,7	18,6	5,4	18,5	5,3	4,6	11,3	12,3	19,1	3,1	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2024 Q1	0,1	0,9	-1,5	0,1	0,7	1,0	1,1	0,9	0,1	0,3	0,8	2,2
Q2	0,2	-1,6	-0,1	-1,0	0,2	0,4	0,1	0,3	0,7	0,3	0,4	0,2
Q3	0,3	-0,5	0,1	-0,6	0,0	1,2	0,1	0,1	0,4	0,7	1,1	1,9
Q4	0,2	0,5	-0,2	0,2	0,4	1,4	-1,0	0,4	0,0	0,5	-1,0	0,5
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2022	3,9	-0,9	0,5	0,0	8,1	5,6	-1,8	2,8	6,3	2,9	16,1	0,7
2023	0,7	0,3	-1,3	1,3	-0,1	4,6	-1,3	1,7	1,5	1,1	3,9	-1,9
2024	0,9	-0,6	-1,0	-1,6	0,8	3,9	0,5	1,9	1,9	1,6	1,2	0,8
2024 Q1	0,7	0,6	-1,4	-1,6	0,5	4,1	0,3	1,8	2,1	1,1	1,4	-1,4
Q2	0,7	-1,5	-1,3	-2,1	0,6	3,2	0,2	2,0	2,3	1,5	1,0	-0,9
Q3	1,0	-0,9	-0,2	-2,0	0,6	3,8	0,6	2,0	2,0	1,7	1,0	0,7
Q4	0,8	-0,7	-1,6	-1,3	1,3	4,1	0,3	1,7	1,2	1,8	1,3	4,9
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2024 Q1	0,1	0,0	-0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
Q2	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
Q3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
Q4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2022	3,9	0,0	0,1	0,0	1,5	0,3	-0,1	0,3	0,8	0,6	0,5	-
2023	0,7	0,0	-0,2	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2024	0,9	0,0	-0,2	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,3	0,0	-
2024 Q1	0,7	0,0	-0,3	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0	-
Q2	0,7	0,0	-0,3	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,3	0,3	0,0	-
Q3	1,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,3	0,0	-
Q4	0,8	0,0	-0,3	-0,1	0,2	0,2	0,0	0,2	0,1	0,3	0,0	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

2 Konjunkturentwicklung

2.3 Beschäftigung¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

2 Konjunkturentwicklung

2.4 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Erwerbs- personen in Mio.	Unter- beschäfti- gung in % der Erwerbs- personen	Arbeitslosigkeit ¹⁾											Vakanz- quote ³⁾
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ²⁾	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio.	In % der Er- werbs- perso- nen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In % der Stellen insge- samt
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Gewichte in % (2020)			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2022	167,966	3,1	11,400	6,8	2,7	9,148	6,0	2,252	14,6	5,734	6,4	5,666	7,2	3,2
2023	170,280	2,9	11,183	6,6	2,4	8,886	5,8	2,297	14,5	5,651	6,2	5,531	6,9	3,0
2024	171,876	2,8	10,938	6,4	2,1	8,610	5,5	2,328	14,6	5,605	6,1	5,334	6,6	2,6
2024 Q1	171,641	2,9	11,251	6,6	2,3	8,914	5,7	2,336	14,6	5,686	6,2	5,565	6,9	2,9
Q2	171,794	2,8	11,034	6,4	2,1	8,691	5,6	2,342	14,7	5,619	6,2	5,415	6,7	2,6
Q3	171,945	2,8	10,865	6,3	1,9	8,499	5,4	2,366	14,8	5,654	6,2	5,211	6,5	2,5
Q4	172,125	2,8	10,605	6,2	2,0	8,335	5,4	2,269	14,4	5,461	6,0	5,144	6,4	2,5
2024 Sept.	-	-	10,837	6,3	-	8,485	5,4	2,352	14,7	5,607	6,1	5,230	6,5	-
Okt.	-	-	10,730	6,2	-	8,421	5,4	2,309	14,5	5,526	6,0	5,204	6,5	-
Nov.	-	-	10,631	6,2	-	8,344	5,3	2,287	14,4	5,477	6,0	5,154	6,4	-
Dez.	-	-	10,680	6,2	-	8,427	5,4	2,253	14,2	5,492	6,0	5,187	6,4	-
2025 Jan.	-	-	10,650	6,2	-	8,390	5,3	2,259	14,2	5,482	6,0	5,168	6,4	-
Febr.	-	-	10,580	6,1	-	8,308	5,3	2,272	14,2	5,440	5,9	5,140	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. Infolge der Umsetzung der Verordnung über die integrierte europäische Sozialstatistik kommt es im ersten Quartal 2021 zu einem Zeitreihenbruch. Bei der Einführung der neuen integrierten Haushaltsbefragungen in Deutschland, die auch die Arbeitskräfteerhebung beinhalten, traten technische Probleme auf. Daher umfassen die Angaben für den Euroraum ab dem ersten Quartal 2020 Daten aus Deutschland, die keine direkte Schätzung der Mikrodaten aus der Arbeitskräfteerhebung sind. Vielmehr basieren diese Daten auf einer größeren Stichprobe, die auch Daten aus den anderen integrierten Haushaltsbefragungen enthält.

2) Nicht saisonbereinigt.

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

2.5 Konjunkturstatistiken

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

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

1) Ohne Handels- und Finanzdienstleistungen.

2 Konjunkturentwicklung

2.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)							Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)				
	Indika- tor der wirtschaft- lichen Einschät- zung (langfris- tiger Durch- schnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauens- indikator für die Verbraucher	Vertrauens- indikator für das Bau- gewerbe	Ver- trauens- indikator für den Einzel- handel	Dienstleistungs- branchen		Einkaufs- manager- index (EMI) für das ver- arbeitende Gewerbe	Produk- tion im verarbei- tenden Gewerbe	Geschäfts- tätigkeit im Dienst- leistungs- sektor	Zusam- menge- setzter EMI für die Pro- duktion
		Vertrauens- indikator für die Industrie	Kapazitäts- auslastung (in %)				Vertrauens- indikator für den Dienstlei- stungssektor	Kapazitäts- auslastung (in %)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2020	99,7	-4,2	80,1	-11,0	-12,6	-6,7	6,4	.	-	-	-	-
2022	102,3	5,0	82,4	-21,9	5,2	-3,6	9,3	89,9	-	-	-	-
2023	96,2	-6,1	80,7	-17,4	-1,3	-4,2	6,7	90,4	-	-	-	-
2024	95,7	-11,0	78,4	-14,0	-4,5	-6,9	6,3	90,1	45,9	46,2	51,5	50,1
2024 Q2	95,8	-10,7	78,9	-14,2	-5,2	-7,2	6,8	89,9	46,2	47,6	53,1	51,6
Q3	96,1	-11,0	78,2	-13,0	-5,0	-8,7	6,1	90,2	45,5	45,4	52,1	50,3
Q4	95,2	-12,6	77,4	-13,4	-3,7	-5,6	5,8	90,4	45,4	45,1	50,9	49,3
2025 Q1	95,6	-11,3	77,2	-14,1	-3,2	-5,7	4,4	90,3	47,6	48,8	51,0	50,4
2024 Okt.	96,2	-12,5	77,4	-12,3	-3,8	-7,6	7,0	90,4	46,0	45,8	51,6	50,0
Nov.	95,9	-11,1	.	-13,6	-3,7	-4,8	5,0	.	45,2	45,1	49,5	48,3
Dez.	93,6	-14,2	.	-14,3	-3,8	-4,6	5,4	.	45,1	44,3	51,6	49,6
2025 Jan.	95,3	-12,3	77,2	-14,1	-2,9	-5,2	5,7	90,3	46,6	47,1	51,3	50,2
Febr.	96,3	-11,0	.	-13,6	-3,3	-5,1	5,1	.	47,6	48,9	50,6	50,2
März	95,2	-10,6	.	-14,5	-3,4	-6,8	2,4	.	48,6	50,5	51,0	50,9

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

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto)	Schulden- quote	Real- verfügbares Brutto- einkommen	Geld- vermögens- bildung	Sach- vermögens- bildung (brutto)	Rein- vermö- gen ²⁾	Immo- bilien- vermö- gen	Gewinn- quote ³⁾	Spar- quote (brutto)	Schulden- quote ⁴⁾	Geld- vermögens- bildung	Sach- vermögens- bildung (brutto)	Finan- zierung
	In % des bereinig- ten verfügbaren Bruttoeinkom- mens ¹⁾		Veränderung gegen Vorjahr in %					In % der Brutto- wertschöpfung		In % des BIP	Veränderung gegen Vorjahr in %		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022	13,6	91,1	0,5	2,2	12,5	2,1	7,7	37,5	5,0	72,9	4,9	9,7	3,4
2023	14,2	85,0	1,2	1,8	3,5	3,9	1,6	35,7	5,1	68,8	1,7	2,2	0,8
2024	15,4	81,9	2,3	2,4	-1,8	4,4	3,4	33,3	3,0	67,3	1,8	-2,7	0,9
2024 Q1	14,6	83,8	2,6	1,9	-3,1	3,7	1,7	34,9	4,5	68,0	1,9	-5,9	0,9
Q2	15,0	83,2	1,8	2,2	-1,7	3,8	2,4	34,2	3,9	68,0	2,0	-8,4	1,0
Q3	15,2	82,6	2,3	2,3	-0,9	5,7	2,9	33,7	3,6	67,7	2,2	2,8	1,1
Q4	15,4	81,9	2,4	2,4	-1,5	4,4	3,4	33,3	3,0	67,3	1,8	1,0	0,9

Quellen: EZB und Eurostat.

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

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

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

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

2 Konjunkturentwicklung

2.8 Zahlungsbilanz des Euroraums – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz

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

	Leistungsbilanz											Vermögens- änderungsbilanz ¹⁾	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundär- einkommen		Ein- nahmen	Ausgaben
	Ein- nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein- nahmen	Aus- gaben	Ein- nahmen	Aus- gaben	Ein- nahmen	Aus- gaben	Ein- nahmen	Aus- gaben		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2024 Q1	1 442,4	1 333,5	108,9	705,9	600,7	369,6	335,3	320,7	316,8	46,2	80,7	20,4	32,5
Q2	1 491,9	1 358,5	133,4	713,8	616,3	390,5	338,5	341,2	313,1	46,4	90,6	24,4	22,2
Q3	1 470,6	1 380,5	90,1	704,4	620,3	376,9	341,4	339,1	325,9	50,1	92,9	21,3	16,5
Q4	1 488,3	1 405,1	83,2	708,7	624,4	384,8	338,8	341,7	338,4	53,1	103,4	34,4	23,0
2024 Sept.	486,7	454,4	32,3	233,8	206,3	122,8	112,3	113,8	105,3	16,4	30,5	5,2	5,7
Okt.	488,4	463,0	25,4	231,0	204,8	125,4	110,3	114,8	114,9	17,1	32,9	7,5	4,7
Nov.	495,7	474,1	21,6	239,2	209,4	126,8	114,9	112,7	117,5	17,1	32,3	6,6	5,2
Dez.	504,3	468,0	36,2	238,5	210,2	132,6	113,6	114,3	106,0	18,9	38,2	20,3	13,1
2025 Jan.	506,6	466,3	40,3	248,0	206,3	132,3	120,5	111,1	110,8	15,2	28,7	12,4	11,9
Febr.	515,4	481,1	34,3	253,5	219,7	136,1	122,0	110,1	113,4	15,7	26,0	11,5	10,3
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen													
2025 Febr.	5 952,5	5 541,5	411,0	2 864,4	2 493,7	1 542,2	1 372,8	1 350,0	1 304,8	195,9	370,1	114,7	94,7
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP													
2025 Febr.	39,3	36,6	2,7	18,9	16,5	10,2	9,1	8,9	8,6	1,3	2,4	0,8	0,6

1) Nicht saisonbereinigt.

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

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus- fuhren	Ein- fuhren	Insgesamt				Nachricht- lich:	Insgesamt				Nachrichtlich:	
			Ins- gesamt	Vorleistungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Ins- gesamt	Vorleistungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Werte (in Mrd. €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)													
2024 Q1	-2,8	-11,8	712,5	336,6	143,1	219,4	588,7	655,1	371,3	106,6	159,0	468,1	75,7
Q2	1,7	-4,4	716,8	338,5	137,4	224,2	592,7	672,4	384,9	109,7	162,8	481,1	78,9
Q3	2,2	0,4	711,2	338,7	136,8	218,8	590,2	675,8	381,3	112,1	165,2	490,9	75,0
Q4	1,1	2,1	715,3	335,8	138,7	223,3	593,5	683,0	379,7	111,1	170,7	492,8	70,3
2024 Aug.	-2,7	-1,6	237,4	113,4	45,3	73,8	197,0	228,2	128,3	37,4	55,8	165,0	26,0
Sept.	0,2	-1,0	236,8	112,4	46,2	71,6	197,5	223,4	125,4	37,1	55,0	163,9	22,3
Okt.	2,4	3,3	233,7	110,9	44,4	73,4	195,3	227,4	127,4	36,4	57,1	165,3	23,9
Nov.	-1,7	-0,4	241,0	112,5	47,5	74,5	199,2	229,2	127,5	37,6	56,8	165,1	23,3
Dez.	2,9	3,6	240,6	112,4	46,8	75,4	199,0	226,4	124,8	37,1	56,9	162,4	23,1
2025 Jan.	3,0	7,6	245,6	.	.	.	200,1	231,6	.	.	.	162,3	.
Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)													
2024 Q1	-3,6	-6,6	97,1	90,6	97,1	107,4	97,0	97,6	94,3	94,0	103,7	96,9	129,6
Q2	-1,1	-4,2	95,7	89,7	92,1	108,2	95,5	98,6	95,0	96,9	104,7	98,2	133,2
Q3	-0,5	-0,9	94,5	88,8	90,6	106,2	94,6	98,8	94,8	99,0	105,5	99,8	129,8
Q4	-2,4	1,4	93,7	86,9	89,9	107,5	94,0	99,7	94,9	96,1	109,3	99,9	133,2
2024 Juli	5,4	0,9	93,8	89,0	89,4	105,3	93,5	97,9	94,1	98,3	103,5	98,4	127,5
Aug.	-5,1	-3,5	95,7	89,1	90,5	109,4	96,0	99,8	95,6	99,9	107,3	100,9	132,8
Sept.	-2,1	-0,1	94,0	88,3	91,9	104,0	94,3	98,9	94,8	98,7	105,7	100,2	129,2
Okt.	-0,5	4,2	92,5	87,0	88,1	104,9	93,2	100,0	95,9	94,8	109,2	100,8	132,1
Nov.	-4,9	-0,9	95,0	87,4	92,2	108,4	95,1	100,2	95,5	97,0	108,0	99,7	134,6
Dez.	-1,7	0,8	93,6	86,4	89,4	109,4	93,7	99,0	93,2	96,5	110,8	99,3	132,9

Quellen: EZB und Eurostat.

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

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

3 Preise und Kosten

3.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) ²⁾						Administrierte Preise	
	Index: 2015 = 100	Insgesamt		Waren	Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrielerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen	HVPI insgesamt ohne administrierte Preise	Administrierte Preise
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Gewichte in % (2024)	100,0	100,0	70,6	55,1	44,9	100,0	15,1	4,3	25,7	9,9	44,9	88,5	11,5
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8
2023	123,2	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9
2024	126,1	2,4	2,8	1,1	4,0	-	-	-	-	-	-	2,3	3,3
2024 Q2	126,3	2,5	2,8	1,3	4,0	0,5	0,4	-0,4	0,0	-0,5	1,2	2,5	2,8
Q3	126,6	2,2	2,8	0,6	4,0	0,5	0,8	0,9	0,3	-1,4	1,0	1,9	4,0
Q4	126,9	2,2	2,7	0,8	3,9	0,5	0,8	1,7	0,1	-0,6	0,7	2,0	4,3
2025 Q1	127,3	2,3	2,6	1,2	3,7	0,8	0,5	0,5	0,2	2,9	0,8	2,2	3,7
2024 Okt.	127,0	2,0	2,7	0,4	4,0	0,3	0,4	1,3	0,0	0,4	0,3	1,7	4,1
Nov.	126,6	2,2	2,7	0,9	3,9	0,1	0,2	0,1	0,1	0,5	0,1	2,0	4,3
Dez.	127,1	2,4	2,7	1,2	4,0	0,2	0,1	-0,3	0,0	0,6	0,3	2,2	4,4
2025 Jan.	126,7	2,5	2,7	1,4	3,9	0,5	0,2	0,1	0,1	3,0	0,3	2,3	4,4
Febr.	127,3	2,3	2,6	1,2	3,7	0,2	0,2	0,4	0,1	-0,3	0,3	2,2	3,3
März	128,0	2,2	2,4	1,1	3,5	0,1	0,1	0,8	0,0	-1,4	0,3	2,0	3,5

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3 Preise und Kosten

3.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe ¹⁾										Bauge- werbe ²⁾	Preise für Wohn- immobilien	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien ³⁾
	Insge- samt (Index: 2021 = 100)	Insgesamt		Industrie ohne Baugewerbe und Energie						Energie			
		Insge- samt	Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorlei- stungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter						
							Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Gewichte in % (2021)	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7			
2022	132,7	32,7	17,0	13,8	19,8	7,1	12,2	16,6	6,8	81,1	11,9	7,1	0,6
2023	130,0	-2,1	1,9	3,7	-0,2	4,8	8,3	8,4	5,6	-13,3	6,9	-1,2	-8,2
2024	124,6	-4,2	-0,6	-0,1	-2,4	1,6	1,6	0,3	1,2	-12,2	2,2	2,0	.
2024 Q1	124,9	-7,9	-1,6	-1,3	-5,3	2,1	1,6	-0,2	1,5	-20,5	3,6	-0,3	-8,0
Q2	122,8	-4,4	-0,2	-0,4	-3,1	1,6	1,1	-0,4	1,1	-12,2	2,5	1,4	-6,5
Q3	124,4	-2,7	-0,6	0,4	-0,9	1,3	1,5	0,5	1,1	-8,9	1,8	2,7	-8,0
Q4	126,2	-1,5	-0,2	0,9	-0,3	1,4	2,1	1,5	1,2	-6,0	0,8	4,2	.
2024 Sept.	124,1	-3,5	-1,5	0,6	-0,8	1,3	1,7	0,9	1,1	-11,6	-	-	-
Okt.	124,6	-3,3	-0,9	0,8	-0,5	1,3	2,1	1,3	1,3	-11,2	-	-	-
Nov.	126,7	-1,2	-0,1	0,9	-0,3	1,4	2,1	1,6	1,1	-5,0	-	-	-
Dez.	127,3	0,1	0,5	1,0	0,0	1,5	2,1	1,5	1,2	-1,6	-	-	-
2025 Jan.	128,2	1,7	1,0	1,3	0,5	1,7	2,2	1,4	1,6	3,4	-	-	-
Febr.	128,5	3,0	0,8	1,4	0,9	1,6	2,1	1,5	1,5	7,4	-	-	-

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

1) Nur Inlandsabsatz.

2) Baupreisindex für neue Wohngebäude.

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

3.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

	BIP-Deflatoren							Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)						
	Insge- samt (saison- berei- nigt; Index: 2020 = 100)	Insge- samt	Inländische Verwendung				Exporte ¹⁾		Importe ¹⁾	Importgewichtet ²⁾			Nach Verwendung gewichtet ²⁾		
			Zu- sam- men	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Gewichte in %										100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6
2022	107,3	5,1	7,0	6,7	4,5	8,2	12,8	17,4	95,0	18,3	28,8	9,6	19,3	27,7	10,9
2023	113,7	6,0	4,6	6,4	3,6	4,2	0,6	-2,3	76,4	-12,8	-11,6	-14,0	-13,7	-12,5	-15,0
2024	117,1	2,9	2,4	2,5	3,0	1,9	0,7	-0,6	77,8	9,4	13,6	5,1	9,2	12,2	5,5
2024 Q2	116,6	2,9	2,7	2,7	3,2	1,8	0,8	-0,1	85,0	13,0	16,5	9,4	11,4	13,1	9,4
2024 Q3	117,3	2,7	2,2	2,1	2,9	1,9	1,3	0,1	.	10,0	11,6	8,2	10,9	12,4	9,1
2024 Q4	118,3	2,5	2,0	1,9	2,4	2,0	1,6	0,5	.	17,7	23,5	11,8	17,8	22,0	12,8
2025 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	19,5	27,2	11,4	18,9	24,3	12,2
2024 Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	13,5	14,7	12,2	13,0	13,1	12,9
2024 Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	17,6	23,2	12,0	17,9	21,8	13,2
2024 Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	22,0	32,7	11,2	22,6	31,3	12,3
2025 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	23,8	36,6	10,7	24,1	34,6	11,6
2025 Febr.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	22,4	31,2	13,0	21,0	26,8	13,8
2025 März	-	-	-	-	-	-	-	-	.	12,7	14,9	10,3	12,0	12,5	11,3

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

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

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

3 Preise und Kosten

3.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)					Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden 3 Monate)				Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate	Inputpreise		Outputpreise	
	Verarbeiten- des Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleis- tungssektor	Baugewerbe		Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2020	4,7	5,8	4,0	-3,3	29,0	-	-	-	-
2022	48,5	53,1	27,4	42,1	71,6	-	-	-	-
2023	9,1	28,8	19,6	14,8	74,5	-	-	-	-
2024	6,0	14,5	15,2	4,5	55,1	49,0	59,7	48,8	54,2
2024 Q2	5,9	14,1	15,0	4,3	56,7	49,9	60,5	48,6	54,6
Q3	6,5	13,5	13,8	2,8	50,4	52,0	57,9	50,1	53,0
Q4	7,4	13,9	14,7	4,9	48,8	49,1	58,0	48,2	53,3
2025 Q1	10,6	16,9	14,7	4,7	50,3	52,2	60,1	50,0	54,1
2024 Okt.	6,9	12,8	15,0	2,9	46,8	48,2	56,5	48,2	52,8
Nov.	7,4	14,5	13,8	5,1	49,4	49,3	57,9	47,9	53,3
Dez.	7,9	14,3	15,4	6,6	50,3	50,0	59,6	48,6	53,9
2025 Jan.	10,1	17,3	16,7	6,8	51,6	52,0	60,8	50,0	53,9
Febr.	10,2	16,6	13,9	4,1	49,8	52,2	60,8	49,8	54,7
März	11,4	16,7	13,6	3,2	49,5	52,4	58,7	50,4	53,6

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

3.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2020 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste ¹⁾
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2020)	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2022	105,7	4,5	3,7	7,0	5,1	3,3	2,9
2023	110,7	4,7	4,6	4,9	5,0	4,0	4,4
2024	115,8	4,6	4,6	4,5	4,6	4,6	4,5
2024 Q1	108,4	5,2	5,4	4,9	5,0	5,7	4,8
Q2	119,9	5,1	4,9	5,6	5,0	5,3	3,6
Q3	112,1	4,5	4,3	5,1	4,7	4,2	5,4
Q4	122,8	3,7	4,1	2,6	3,9	3,3	4,1

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

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, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Lohnstückkosten												
2022	103,0	3,4	4,2	4,6	8,1	1,4	2,9	5,1	5,7	3,3	2,1	-5,7
2023	109,6	6,4	3,8	7,7	4,9	7,9	4,0	7,4	4,0	6,4	5,0	2,5
2024	114,7	4,7	5,0	5,7	6,7	4,6	2,0	5,2	0,9	3,4	4,9	4,1
2024 Q1	113,2	5,5	4,2	6,5	7,1	5,0	2,4	5,6	2,7	3,9	5,8	5,2
Q2	114,1	5,2	6,1	6,6	6,9	4,9	2,5	6,3	0,2	3,1	5,4	4,6
Q3	114,9	4,5	5,5	4,6	7,2	4,9	1,7	5,2	-0,5	3,5	4,8	3,7
Q4	115,9	3,7	4,6	5,7	6,1	3,8	1,8	4,0	1,3	3,2	3,8	2,9
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2022	109,0	4,5	4,0	3,9	4,2	6,1	2,5	3,1	5,2	5,7	3,4	8,1
2023	114,8	5,3	6,4	5,4	4,8	5,7	5,0	5,4	3,8	6,3	4,8	5,0
2024	120,0	4,5	4,4	4,4	3,9	4,4	4,2	4,9	3,6	4,8	4,8	4,8
2024 Q1	118,4	4,8	4,3	4,8	3,7	4,1	3,9	5,2	4,0	5,2	5,3	6,1
Q2	119,5	4,8	4,0	4,7	3,5	4,9	4,0	5,9	3,5	4,8	5,0	5,0
Q3	120,6	4,5	4,4	4,1	4,2	4,5	4,1	5,0	3,4	4,7	4,8	4,1
Q4	121,8	4,1	4,9	4,0	3,9	4,0	4,6	3,5	3,4	4,6	4,1	4,3
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2022	105,8	1,1	-0,2	-0,7	-3,6	4,6	-0,4	-1,9	-0,5	2,4	1,4	14,7
2023	104,8	-1,0	2,5	-2,1	0,0	-2,1	1,0	-1,8	-0,1	-0,2	-0,2	2,4
2024	104,6	-0,1	-0,6	-1,2	-2,6	-0,2	2,1	-0,3	2,6	1,4	-0,2	0,7
2024 Q1	104,6	-0,7	0,1	-1,6	-3,1	-0,8	1,5	-0,4	1,3	1,2	-0,5	0,9
Q2	104,6	-0,4	-2,0	-1,8	-3,2	0,0	1,5	-0,4	3,3	1,7	-0,4	0,4
Q3	104,8	0,0	-1,1	-0,5	-2,8	-0,3	2,4	-0,1	3,9	1,2	-0,1	0,3
Q4	105,0	0,4	0,3	-1,6	-2,1	0,2	2,8	-0,5	2,0	1,3	0,2	1,3
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2022	103,6	3,4	5,4	4,0	4,0	2,0	2,5	3,8	3,8	4,6	4,2	5,0
2023	109,1	5,3	6,0	5,7	5,1	5,7	5,1	5,8	4,6	6,0	4,6	4,3
2024	113,8	4,4	3,9	4,3	4,0	4,2	3,8	4,9	3,5	4,0	4,8	4,6
2024 Q1	112,1	5,1	5,8	5,4	4,2	4,5	4,3	5,6	4,5	4,8	5,6	6,7
Q2	113,0	4,8	3,4	4,7	4,2	5,1	3,8	6,0	4,0	4,2	5,1	4,7
Q3	114,1	4,7	3,6	4,6	4,5	4,7	4,2	5,1	2,7	4,5	5,3	4,2
Q4	114,7	3,7	3,3	3,7	3,7	3,5	4,1	3,7	3,6	3,6	3,7	3,7
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2022	100,1	0,0	0,4	-0,6	-4,1	0,6	-0,7	-1,1	-2,4	1,8	2,1	10,8
2023	99,2	-0,9	2,5	-1,9	0,4	-1,9	1,2	-1,4	0,2	-0,2	-0,4	2,0
2024	99,0	-0,2	0,0	-1,3	-2,6	-0,2	1,8	-0,1	3,1	0,7	-0,2	0,4
2024 Q1	98,8	-0,3	1,8	-1,0	-2,7	-0,5	1,9	0,2	2,9	0,9	-0,2	1,3
Q2	98,8	-0,3	-1,6	-1,7	-2,8	0,2	1,4	-0,1	4,2	1,3	-0,3	0,1
Q3	99,1	0,4	-0,1	-0,1	-2,3	0,0	2,6	0,1	4,4	1,1	0,5	0,5
Q4	98,8	0,1	0,2	-1,9	-2,3	0,1	2,4	0,1	1,6	0,4	-0,1	0,4

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)	SOFR	TONAR
	1	2	3	4	5	6	7
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04
2024	3,64	3,56	3,57	3,48	3,27	5,15	0,12
2024 Okt.	3,34	3,21	3,17	3,00	2,69	4,85	0,23
Nov.	3,16	3,07	3,01	2,79	2,51	4,66	0,23
Dez.	3,06	2,89	2,82	2,63	2,44	4,53	0,23
2025 Jan.	2,92	2,80	2,70	2,61	2,52	4,32	0,29
Febr.	2,69	2,61	2,52	2,46	2,41	4,34	0,48
März	2,50	2,40	2,44	2,39	2,40	4,33	0,48

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)}		Vereinigtes Königreich	Euroraum ^{1), 2)}			
	3 Monate	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64
2024	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	-0,06	1,86	1,89	2,50	2,91
2024 Okt.	2,88	2,47	2,24	2,25	2,52	0,05	0,00	-0,19	2,10	2,00	2,52	2,96
Nov.	2,73	2,18	1,91	1,92	2,19	0,00	-0,12	-0,26	1,72	1,65	2,20	2,59
Dez.	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	-0,06	1,86	1,89	2,50	2,91
2025 Jan.	2,45	2,17	2,06	2,21	2,53	0,37	0,38	0,11	1,94	2,00	2,59	3,01
Febr.	2,24	2,06	1,97	2,11	2,47	0,41	0,11	0,53	1,90	1,91	2,50	3,03
März	2,18	2,03	1,99	2,27	2,78	0,75	0,18	0,61	1,92	2,03	2,88	3,52

Quelle: EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

4.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Gesamt-index	Euro STOXX 50	Grundstoffe	Verbrauchernahe Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2022	414,6	3 757,0	937,3	253,4	171,3	110,0	160,6	731,7	748,4	353,4	283,2	825,8	4 098,5	27 257,8
2023	452,0	4 272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4 285,6	30 716,6
2024	502,8	4 870,4	992,6	299,1	161,1	123,9	231,6	951,6	1 069,3	378,7	301,6	792,1	5 430,7	38 395,3
2024 Okt.	511,2	4 948,4	1 000,1	285,2	164,7	123,6	244,9	977,8	1 036,0	402,4	327,0	840,7	5 792,3	38 843,8
Nov.	497,5	4 795,1	939,9	271,5	155,5	121,6	241,8	975,3	997,8	386,1	328,9	816,8	5 929,9	38 617,4
Dez.	507,4	4 918,3	932,6	283,1	151,7	118,8	245,5	996,6	1 065,8	381,4	331,4	816,9	6 012,2	39 297,0
2025 Jan.	523,1	5 098,1	939,9	292,0	149,6	123,8	258,2	1 024,4	1 103,1	380,9	334,7	859,5	5 979,5	39 298,0
Febr.	553,7	5 420,0	1 008,0	305,6	155,4	128,1	282,1	1 084,2	1 154,8	387,0	364,1	901,7	6 038,7	38 735,3
März	559,1	5 417,7	1 028,5	283,6	160,4	127,6	306,0	1 133,6	1 078,3	407,9	372,4	885,3	5 684,0	37 311,8

Quelle: LSEG.

4 Finanzmarktentwicklungen

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

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

	Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite		Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite							
	Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz ³⁾		Mit anfänglicher Zinsbindung				Effek- tiver Jahres- zins- satz ³⁾	Gewich- teter Indikator der Kreditfin- anzierungs- kosten		
			Bis zu 2 Jah- ren	Mehr als 2 Jahre						Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren			Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren	Mehr als 10 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2024	März	0,39	1,72	3,18	2,91	8,19	16,96	8,03	7,79	8,53	5,15	4,80	3,99	3,57	3,44	4,05	3,80
	April	0,39	1,73	3,13	2,89	8,14	16,98	8,03	7,85	8,57	5,20	4,84	3,98	3,59	3,42	4,05	3,81
	Mai	0,39	1,73	3,10	2,81	8,21	17,04	7,65	7,94	8,68	5,26	4,81	3,96	3,62	3,42	4,04	3,81
	Juni	0,38	1,74	3,03	2,84	8,18	17,01	7,41	7,71	8,45	5,15	4,80	3,95	3,63	3,39	4,03	3,78
	Juli	0,38	1,74	3,01	2,77	8,15	17,00	7,55	7,79	8,49	5,03	4,75	3,93	3,64	3,38	4,00	3,75
	Aug.	0,38	1,75	2,97	2,69	8,16	16,99	7,85	7,82	8,60	5,03	4,69	3,87	3,62	3,37	3,99	3,73
	Sept.	0,37	1,75	3,00	2,73	8,23	17,04	7,55	7,76	8,53	4,89	4,58	3,79	3,55	3,28	3,89	3,64
	Okt.	0,36	1,74	2,73	2,63	8,06	16,89	7,24	7,71	8,46	4,65	4,37	3,69	3,47	3,22	3,79	3,55
	Nov.	0,35	1,74	2,61	2,52	7,96	16,84	6,52	7,69	8,41	4,58	4,27	3,62	3,43	3,16	3,72	3,47
	Dez.	0,35	1,74	2,45	2,51	7,91	16,84	6,77	7,48	8,26	4,36	4,16	3,57	3,36	3,09	3,65	3,39
2025	Jan.	0,34	1,72	2,33	2,42	7,80	16,76	7,15	7,69	8,50	4,40	4,06	3,49	2,88	2,97	3,41	3,25
	Febr.	0,32	1,53	2,20	2,36	7,74	16,34	6,70	7,66	8,38	4,45	4,00	3,53	3,37	3,09	3,61	3,33

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

4.5 Zinssätze der MFIs für Kredite an und Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)^{1), 2)}

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

	Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Gewichteter Indikator der Kredit- finan- zierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio. €			Mehr als 1 Mio. €			
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2024 März	0,91	3,68	3,60	5,37	5,47	5,73	5,52	5,44	5,18	4,33	5,18	5,17	4,15	5,20
April	0,91	3,67	3,34	5,37	5,31	5,64	5,62	5,38	5,11	4,30	5,20	5,01	4,14	5,20
Mai	0,91	3,65	3,61	5,33	5,37	5,77	5,68	5,40	5,09	4,29	4,99	4,96	4,19	5,12
Juni	0,87	3,54	3,54	5,25	5,33	5,69	5,67	5,24	4,99	4,22	5,02	5,05	4,14	5,08
Juli	0,87	3,48	3,28	5,21	5,13	5,44	5,50	5,27	4,93	4,17	5,08	4,99	4,12	5,07
Aug.	0,89	3,42	3,12	5,18	5,14	5,40	5,47	5,17	4,85	4,11	5,03	4,78	4,06	5,01
Sept.	0,88	3,28	2,97	5,12	5,03	5,29	5,49	5,02	4,64	4,04	4,73	4,47	3,85	4,79
Okt.	0,82	3,06	2,96	4,89	4,82	5,10	5,29	4,80	4,39	3,92	4,64	4,29	3,85	4,67
Nov.	0,81	2,92	2,65	4,80	4,80	4,99	5,29	4,62	4,26	3,85	4,42	4,20	3,70	4,52
Dez.	0,77	2,80	2,80	4,64	4,63	4,79	5,08	4,48	4,14	3,76	4,31	4,06	3,62	4,36
2025 Jan.	0,76	2,66	2,60	4,48	4,35	4,60	4,82	4,34	4,02	3,75	4,19	3,88	3,65	4,25
Febr.	0,72	2,50	2,74	4,34	4,37	4,54	4,79	4,22	3,81	3,70	3,92	3,77	3,58	4,10

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Im Einklang mit dem ESVG 2010 werden Holdinggesellschaften nichtfinanzieller Unternehmensgruppen seit Dezember 2014 nicht mehr dem Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, sondern dem Sektor der finanziellen Kapitalgesellschaften zugerechnet.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.6 Von Ansässigen im Euroraum begebene Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen und Ursprungslaufzeiten

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

	Umlauf							Bruttoabsatz ¹⁾						
	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte			
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)		Ins-gesamt	Darunter: Zentral-staaten			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)		Ins-gesamt	Darunter: Zentral-staaten		
			Ins-gesamt	FMKGs					Ins-gesamt	FMKGs				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Kurzfristig														
2022	1 386,4	483,3	141,1	51,0	95,1	667,0	621,7	480,2	179,9	115,8	48,3	50,6	133,9	97,1
2023	1 570,4	619,7	162,4	65,1	86,6	701,8	659,1	502,5	211,8	114,1	39,4	49,1	127,5	103,8
2024	1 561,9	564,5	185,0	68,8	71,0	741,4	674,7	470,4	179,7	116,7	44,3	39,3	134,7	108,2
2024 Okt.	1 560,5	573,2	184,1	63,7	84,8	718,3	656,0	472,3	157,2	128,4	43,6	39,6	147,0	126,5
Nov.	1 567,3	573,6	188,8	67,5	80,1	724,8	665,7	490,9	187,1	132,1	48,1	31,9	139,8	125,8
Dez.	1 561,9	564,5	185,0	68,8	71,0	741,4	674,7	449,6	173,2	127,8	51,2	28,9	119,8	91,5
2025 Jan.	1 545,3	582,1	179,0	67,1	79,4	704,8	636,1	596,0	266,5	145,4	54,9	41,7	142,5	116,6
Febr.	1 538,8	577,9	184,5	66,8	83,5	692,8	628,8	523,8	231,4	138,1	53,8	36,7	117,7	97,0
März	1 546,2	595,5	179,0	64,5	77,3	694,4	630,7	517,7	221,5	130,2	51,3	35,3	130,7	108,8
Langfristig														
2022	17 690,6	3 895,6	3 101,3	1 320,5	1 420,8	9 272,9	8 560,9	292,0	76,5	68,0	28,1	17,1	130,4	121,0
2023	19 322,0	4 438,0	3 241,8	1 315,5	1 536,0	10 106,1	9 366,3	320,3	92,9	67,6	25,6	21,4	138,4	129,9
2024	20 466,1	4 768,6	3 545,4	1 349,4	1 640,7	10 511,5	9 739,7	349,0	89,4	87,0	24,3	26,8	145,9	135,2
2024 Okt.	20 334,0	4 746,6	3 464,2	1 324,3	1 623,6	10 499,7	9 722,4	364,9	88,4	95,7	27,0	25,0	155,8	145,6
Nov.	20 669,9	4 793,1	3 526,3	1 339,7	1 654,3	10 696,2	9 915,5	317,2	68,2	94,9	32,4	27,5	126,6	119,9
Dez.	20 466,1	4 768,6	3 545,4	1 349,4	1 640,7	10 511,5	9 739,7	253,2	69,0	96,5	31,4	16,9	70,8	64,7
2025 Jan.	20 675,5	4 834,0	3 553,0	1 337,8	1 653,1	10 635,5	9 853,1	488,4	163,8	80,7	20,7	29,5	214,4	190,7
Febr.	20 887,2	4 865,3	3 589,5	1 341,2	1 662,7	10 769,7	9 976,4	395,1	97,4	83,6	21,0	23,0	191,1	175,3
März	20 655,7	4 819,6	3 588,8	1 352,9	1 645,6	10 601,6	9 816,6	390,8	97,0	94,9	38,1	31,1	167,8	151,5

Quelle: EZB.

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

4.7 Jahreswachstumsraten und Umlauf von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

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

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien			
	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesell- schaften (ohne MFIs)	Nicht- finanzielle Kapitalgesell- schaften	
			Finanzielle Kapital- gesellschaften (ohne MFIs)		Insgesamt	Darunter: Zentral- staaten					
			Insgesamt	FMKGs							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Umlauf											
2022	19 077,0	4 378,8	3 242,4	1 371,5	1 515,9	9 939,9	9 182,6	8 703,4	525,2	1 288,3	6 889,2
2023	20 892,4	5 057,7	3 404,2	1 380,6	1 622,6	10 807,9	10 025,4	9 684,2	619,8	1 416,2	7 647,7
2024	22 027,9	5 333,1	3 730,3	1 418,1	1 711,6	11 252,9	10 414,4	10 179,5	751,3	1 590,7	7 837,0
2024 Okt.	21 894,5	5 319,8	3 648,3	1 388,0	1 708,4	11 218,0	10 378,4	10 104,6	750,1	1 555,1	7 799,0
Nov.	22 237,2	5 366,7	3 715,1	1 407,2	1 734,3	11 421,1	10 581,2	10 183,6	722,0	1 587,3	7 873,9
Dez.	22 027,9	5 333,1	3 730,3	1 418,1	1 711,6	11 252,9	10 414,4	10 179,5	751,3	1 590,7	7 837,0
2025 Jan.	22 220,9	5 416,1	3 732,0	1 404,9	1 732,5	11 340,3	10 489,2	10 864,7	829,9	1 684,5	8 349,9
Febr.	22 426,0	5 443,2	3 774,0	1 408,0	1 746,2	11 462,6	10 605,2	11 126,3	934,1	1 745,4	8 446,4
März	22 201,8	5 415,1	3 767,7	1 417,3	1 722,9	11 296,0	10 447,4	10 633,4	937,1	1 721,7	7 974,2
Wachstumsraten ¹⁾											
2024 Aug.	4,6	5,1	4,3	-1,7	3,5	4,5	4,4	-0,2	-3,4	-0,7	0,1
Sept.	4,6	6,0	4,4	-1,2	3,6	4,2	4,0	-0,1	-2,1	-0,6	0,2
Okt.	4,7	5,5	3,9	-1,6	3,7	4,7	4,5	0,3	-2,2	-0,6	0,7
Nov.	4,5	4,3	5,2	0,3	3,4	4,5	4,4	0,2	-1,9	-0,7	0,6
Dez.	4,3	3,8	5,9	0,8	2,8	4,2	4,1	0,1	-2,5	-0,6	0,5
2025 Jan.	4,2	3,3	4,3	-0,8	3,2	4,8	4,6	0,1	-2,3	-0,6	0,5
Febr.	4,1	2,8	4,8	-0,1	3,2	4,6	4,6	0,1	-2,0	-0,6	0,4
März	3,8	2,2	5,7	0,8	3,1	4,1	4,0	0,0	-1,8	-0,7	0,2

Quelle: EZB.

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

4 Finanzmarktentwicklungen

4.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

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

	EWK-19						EWK-42	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2022	95,3	90,8	93,3	84,3	64,4	82,8	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	97,8	89,0	66,9	86,6	121,8	94,7
2024	98,4	94,4	97,9	89,6	67,4	87,7	124,1	95,1
2024 Q2	98,7	94,6	98,2	89,7	67,9	88,0	124,1	95,2
Q3	99,0	95,0	98,5	90,1	67,3	88,2	125,1	95,6
Q4	97,6	93,7	97,0	89,1	66,1	87,0	123,6	94,2
2025 Q1	97,1	93,2	96,2	.	.	.	122,9	93,5
2024 Okt.	98,2	94,3	97,7	-	-	-	124,4	95,0
Nov.	97,5	93,6	96,9	-	-	-	123,5	94,2
Dez.	96,9	93,0	96,4	-	-	-	122,7	93,5
2025 Jan.	96,7	92,9	95,8	-	-	-	122,3	93,2
Febr.	96,3	92,4	95,4	-	-	-	121,8	92,7
März	98,3	94,3	97,3	-	-	-	124,5	94,6
Veränderung gegen Vormonat in %								
2025 März	2,0	2,0	2,0	-	-	-	2,2	2,1
Veränderung gegen Vorjahr in %								
2025 März	-0,5	-0,6	-1,1	-	-	-	0,2	-1,0

Quelle: EZB.

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

4.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chine- sischer Renminbi ¥uan 1	Kroatische Kuna 2	Tsche- chische Krone 3	Dänische Krone 4	Unga- rischer Forint 5	Japani- scher Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumäni- scher Leu 9	Schwe- dische Krone 10	Schweizer Franken 11	US-Dollar 12
2022	7,079	7,535	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2023	7,660	.	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2024	7,787	.	25,120	7,459	395,304	163,852	4,306	0,847	4,9746	11,433	0,953	1,082
2024 Q2	7,797	.	24,959	7,460	391,332	167,773	4,300	0,853	4,9750	11,504	0,974	1,077
Q3	7,870	.	25,195	7,461	394,101	163,952	4,283	0,845	4,9746	11,451	0,952	1,098
Q4	7,675	.	25,248	7,459	407,465	162,549	4,307	0,832	4,9754	11,494	0,936	1,068
2025 Q1	7,655	.	25,082	7,460	405,023	160,453	4,201	0,836	4,9763	11,235	0,946	1,052
2024 Okt.	7,728	.	25,298	7,459	401,901	163,197	4,317	0,835	4,9750	11,405	0,939	1,090
Nov.	7,662	.	25,301	7,458	409,251	163,234	4,332	0,834	4,9762	11,583	0,936	1,063
Dez.	7,630	.	25,136	7,459	411,986	161,083	4,270	0,828	4,9749	11,504	0,934	1,048
2025 Jan.	7,556	.	25,163	7,461	411,725	161,921	4,247	0,839	4,9752	11,480	0,941	1,035
Febr.	7,575	.	25,077	7,459	403,128	158,087	4,172	0,831	4,9770	11,247	0,941	1,041
März	7,835	.	25,001	7,460	399,805	161,167	4,182	0,837	4,9768	10,968	0,955	1,081
Veränderung gegen Vormonat in %												
2025 März	3,4	.	-0,3	0,0	-0,8	1,9	0,2	0,8	0,0	-2,5	1,4	3,8
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2025 März	0,1	.	-1,1	0,0	1,2	-1,0	-2,9	-2,1	0,1	-3,0	-1,1	-0,6

Quelle: EZB.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt ¹⁾			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bestände (Auslandsvermögensstatus)												
2024 Q1	33 779,6	33 098,8	680,8	12 402,7	9 938,6	13 176,7	15 307,8	-19,9	7 005,0	7 852,3	1 215,1	16 680,2
Q2	34 353,6	33 249,9	1 103,7	12 418,9	9 849,1	13 599,4	15 603,0	-12,8	7 080,5	7 797,9	1 267,7	16 629,3
Q3	34 680,1	33 430,0	1 250,1	12 222,3	9 681,6	13 913,4	15 953,4	-22,3	7 247,6	7 795,1	1 319,1	16 698,1
Q4	35 826,3	34 169,3	1 656,9	12 620,2	9 956,9	14 652,6	16 504,8	-20,3	7 179,7	7 707,7	1 394,2	16 699,0
Bestände in % des BIP												
2024 Q4	236,4	225,5	10,9	83,3	65,7	96,7	108,9	-0,1	47,4	50,9	9,2	110,2
Transaktionen												
2024 Q1	575,4	459,1	116,3	135,4	35,5	173,7	191,4	16,3	248,8	232,2	1,2	-
Q2	184,8	54,0	130,8	-26,1	-124,3	175,6	276,7	16,7	14,8	-98,3	3,7	-
Q3	451,4	301,3	150,0	21,1	-9,0	177,2	231,5	-4,6	261,7	78,9	-4,0	-
Q7	22,2	-72,4	94,7	66,1	48,8	207,5	148,8	18,9	-274,0	-270,1	3,7	-
2024 Sept.	210,6	131,0	79,6	6,0	1,1	79,6	99,4	4,6	118,3	30,6	2,2	-
Okt.	47,2	24,3	22,9	18,6	-16,6	67,4	40,1	16,9	-55,4	0,9	-0,3	-
Nov.	163,5	129,0	34,6	13,0	-12,8	73,2	65,1	-3,4	79,4	76,7	1,3	-
Dez.	-188,5	-225,7	37,2	34,5	78,3	66,9	43,6	5,5	-298,1	-347,6	2,7	-
2025 Jan.	303,4	295,0	8,4	23,5	-8,7	79,5	62,2	6,2	195,7	241,4	-1,5	-
Febr.	213,0	162,2	50,8	11,9	8,8	42,5	38,2	-0,2	157,4	115,3	1,3	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen												
2025 Febr.	1 366,0	861,1	505,0	171,9	-48,3	737,6	799,8	26,3	427,4	109,5	2,8	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP												
2025 Febr.	9,0	5,7	3,3	1,1	-0,3	4,9	5,3	0,2	2,8	0,7	0,0	-

Quelle: EZB.

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

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

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

	M3											Insgesamt	
	M2						M3-M2						
	M1			M2-M1			Zusammen	Repo-geschäfte	Geldmarkt-fondsanteile	Schuld-verschrei-bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Zusammen		
	Bargeld-umlauf	Täglich fällige Einlagen	Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs-frist von bis zu 3 Monaten	Zusammen							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bestände													
2022	1 538,9	9 758,1	11 297,0	1 366,9	2 565,3	3 932,2	15 229,2	123,0	646,6	49,4	819,0	16 048,2	
2023	1 536,2	8 809,4	10 345,6	2 294,1	2 460,4	4 754,6	15 100,2	184,9	740,0	70,5	995,3	16 095,5	
2024	1 556,9	9 021,5	10 578,4	2 528,2	2 469,1	4 997,3	15 575,7	253,4	885,5	27,9	1 166,7	16 742,4	
2024	Q1	1 526,2	8 740,0	10 266,3	2 440,0	2 427,5	4 867,6	15 133,8	193,9	786,0	73,8	1 053,8	16 187,6
	Q2	1 533,9	8 796,3	10 330,3	2 536,0	2 422,7	4 958,7	15 288,9	211,2	814,9	60,3	1 086,3	16 375,2
	Q3	1 541,7	8 842,5	10 384,2	2 590,7	2 424,8	5 015,5	15 399,8	238,1	858,4	47,6	1 144,2	16 543,9
	Q4 ^(p)	1 556,9	9 021,5	10 578,4	2 528,2	2 469,1	4 997,3	15 575,7	253,4	885,5	27,9	1 166,7	16 742,4
2024	Sept	1 541,7	8 842,5	10 384,2	2 590,7	2 424,8	5 015,5	15 399,8	238,1	858,4	47,6	1 144,2	16 543,9
	Okt.	1 545,6	8 892,8	10 438,3	2 555,8	2 427,7	4 983,5	15 421,8	249,7	857,9	47,9	1 155,5	16 577,4
	Nov.	1 550,9	8 996,8	10 547,7	2 560,0	2 433,8	4 993,7	15 541,4	245,6	867,7	37,1	1 150,4	16 691,8
	Dez.	1 556,9	9 021,5	10 578,4	2 528,2	2 469,1	4 997,3	15 575,7	253,4	885,5	27,9	1 166,7	16 742,4
2025	Jan.	1 555,8	9 040,8	10 596,6	2 511,5	2 472,0	4 983,6	15 580,2	267,7	887,7	47,1	1 202,5	16 782,7
	Febr. ^(p)	1 559,5	9 101,6	10 661,2	2 491,2	2 475,0	4 966,1	15 627,3	275,2	922,8	33,4	1 231,4	16 858,7
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2022	69,9	-57,3	12,6	425,5	55,6	481,1	493,7	3,6	2,5	76,7	82,8	576,5	
2023	-4,1	-969,2	-973,3	920,6	-99,5	821,2	-152,1	40,3	93,8	23,5	157,6	5,5	
2024	21,3	167,9	189,2	201,1	9,0	210,1	399,2	75,7	136,4	-38,2	174,0	573,3	
2024	Q1	-9,3	-75,0	-84,3	144,2	-32,4	111,8	27,4	11,0	45,8	8,5	65,3	92,8
	Q2	7,7	55,5	63,2	71,5	-4,8	66,8	130,0	16,9	25,8	-13,3	29,4	159,3
	Q3	7,8	24,5	32,3	59,4	2,1	61,5	93,8	28,2	39,6	-11,7	56,1	149,9
	Q4 ^(p)	15,2	162,8	178,0	-74,0	44,0	-29,9	148,0	19,7	25,2	-21,7	23,2	171,2
2024	Sept	3,0	50,7	53,7	33,3	1,0	34,3	88,0	-4,7	18,1	-4,1	9,3	97,3
	Okt.	3,9	44,4	48,3	-38,5	2,8	-35,7	12,6	10,6	-1,6	0,5	9,5	22,1
	Nov.	5,3	97,6	102,9	-1,6	6,0	4,3	107,2	-5,4	8,9	-13,7	-10,1	97,1
	Dez.	6,0	20,8	26,8	-33,9	35,3	1,4	28,2	14,5	17,9	-8,5	23,8	52,0
2025	Jan.	-1,1	20,2	19,1	-16,4	1,9	-14,5	4,6	18,8	1,0	13,7	33,5	38,2
	Febr. ^(p)	3,7	60,8	64,5	-20,5	2,9	-17,6	47,0	7,5	32,6	-13,5	26,6	73,6
Wachstumsraten													
2022	4,8	-0,6	0,1	45,9	2,2	14,0	3,4	2,9	0,4	459,5	11,1	3,7	
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,0	-3,9	20,9	-1,0	32,7	14,5	44,7	19,3	0,0	
2024	1,4	1,9	1,8	8,8	0,4	4,4	2,6	41,3	18,4	-58,5	17,5	3,6	
2024	Q1	-1,1	-7,6	-6,7	49,9	-4,7	16,6	-0,3	69,6	18,1	-16,3	20,8	0,9
	Q2	-0,1	-4,0	-3,4	34,8	-3,6	12,7	1,2	62,8	17,0	-28,9	18,9	2,3
	Q3	0,5	-1,6	-1,3	22,9	-1,7	9,6	2,0	61,6	19,3	-34,0	21,8	3,2
	Q4 ^(p)	1,4	1,9	1,8	8,8	0,4	4,4	2,6	41,3	18,4	-58,5	17,5	3,6
2024	Sept	0,5	-1,6	-1,3	22,9	-1,7	9,6	2,0	61,6	19,3	-34,0	21,8	3,2
	Okt.	0,7	0,1	0,2	16,8	-1,1	7,3	2,4	55,6	18,8	-39,1	20,2	3,4
	Nov.	1,1	1,5	1,5	13,3	-0,6	6,1	2,9	39,3	18,7	-50,1	17,7	3,8
	Dez.	1,4	1,9	1,8	8,8	0,4	4,4	2,6	41,3	18,4	-58,5	17,5	3,6
2025	Jan.	1,5	2,9	2,7	5,7	1,1	3,3	2,9	51,3	16,1	-49,4	17,3	3,8
	Febr. ^(p)	1,7	3,8	3,5	2,3	1,7	2,0	3,0	57,8	18,7	-60,3	19,8	4,0

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.2 In M3 enthaltene Einlagen¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ²⁾	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte ⁴⁾
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Bestände													
2022	3 361,5	2 721,2	499,5	134,7	6,2	8 374,2	5 542,6	437,9	2 392,9	0,9	1 282,8	231,5	563,3
2023	3 334,1	2 419,5	771,8	131,3	11,6	8 421,5	5 110,8	1 015,9	2 293,3	1,4	1 223,9	227,0	542,3
2024	3 430,7	2 500,8	791,9	133,7	4,3	8 756,4	5 199,1	1 254,3	2 301,5	1,5	1 304,8	232,1	548,2
2024 Q1	3 337,5	2 381,4	817,7	127,5	10,9	8 455,8	5 056,9	1 133,0	2 264,9	1,0	1 244,8	223,0	540,4
Q2	3 381,9	2 410,2	833,8	127,1	10,8	8 529,1	5 062,8	1 203,4	2 261,6	1,3	1 299,7	221,8	533,8
Q3	3 364,9	2 404,7	823,6	125,6	11,0	8 618,7	5 091,3	1 260,2	2 266,2	1,0	1 331,7	230,1	550,8
Q4 ^(p)	3 430,7	2 500,8	791,9	133,7	4,3	8 756,4	5 199,1	1 254,3	2 301,5	1,5	1 304,8	232,1	548,2
2024 Sept	3 364,9	2 404,7	823,6	125,6	11,0	8 618,7	5 091,3	1 260,2	2 266,2	1,0	1 331,7	230,1	550,8
Okt.	3 378,3	2 422,3	815,9	127,5	12,7	8 658,5	5 122,5	1 267,6	2 267,3	0,9	1 319,9	220,5	548,7
Nov.	3 408,8	2 453,8	812,1	129,8	13,2	8 699,3	5 165,8	1 261,5	2 271,2	0,8	1 335,1	229,4	563,5
Dez.	3 430,7	2 500,8	791,9	133,7	4,3	8 756,4	5 199,1	1 254,3	2 301,5	1,5	1 304,8	232,1	548,2
2025 Jan.	3 430,8	2 472,9	809,0	136,0	12,8	8 751,7	5 203,1	1 245,4	2 301,9	1,3	1 330,8	230,0	548,8
Febr. ^(p)	3 447,1	2 479,5	811,0	136,3	20,3	8 772,0	5 235,7	1 230,3	2 304,9	1,2	1 347,9	232,8	543,3
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2022	122,9	-89,2	207,7	5,9	-1,5	295,8	166,8	74,9	54,0	0,1	-10,2	6,2	12,5
2023	-31,6	-306,8	271,1	-1,4	5,6	18,9	-459,8	572,6	-94,5	0,6	-64,2	-3,0	-27,8
2024	94,5	75,9	15,6	2,9	0,1	297,5	55,7	233,6	8,2	0,1	54,5	4,0	3,2
2024 Q1	2,1	-40,1	45,1	-3,2	0,3	31,5	-54,8	115,1	-28,4	-0,4	20,6	-4,6	-1,9
Q2	42,0	28,9	13,6	-0,3	-0,2	72,6	5,6	70,0	-3,3	0,2	34,0	-1,5	-8,0
Q3	-11,0	-1,7	-8,1	-1,7	0,4	60,5	-1,9	57,9	4,7	-0,3	38,9	9,3	16,5
Q4 ^(p)	61,4	88,9	-35,1	8,1	-0,5	132,9	106,7	-9,6	35,2	0,5	-39,0	0,7	-3,4
2024 Sept	1,8	9,0	-8,0	-0,5	1,3	30,5	1,0	27,7	1,8	0,0	28,5	12,6	6,8
Okt.	9,5	15,0	-9,0	1,9	1,6	37,5	29,7	6,8	1,1	0,0	-14,9	-10,0	-2,6
Nov.	26,3	29,0	-5,2	2,3	0,3	38,7	43,7	-8,7	3,8	-0,2	8,7	8,3	14,5
Dez.	25,6	44,9	-20,9	3,9	-2,3	56,8	33,4	-7,7	30,3	0,8	-32,7	2,3	-15,3
2025 Jan.	0,2	-27,8	17,1	2,3	8,5	-5,7	4,0	-8,9	-0,6	-0,2	31,4	-2,1	0,7
Febr. ^(p)	16,3	6,6	1,9	0,3	7,4	20,0	32,3	-15,1	3,0	-0,2	17,4	2,9	-5,8
Wachstumsraten													
2022	3,8	-3,2	70,3	4,6	-17,5	3,7	3,1	20,6	2,3	19,9	-0,5	2,8	2,3
2023	-0,9	-11,2	54,2	-1,1	90,8	0,2	-8,3	129,3	-4,0	67,7	-4,9	-1,3	-4,9
2024	2,8	3,1	2,0	2,2	1,8	3,5	1,1	23,0	0,4	6,1	4,4	1,8	0,6
2024 Q1	0,1	-8,3	36,4	-3,4	38,9	0,8	-7,1	101,7	-4,7	11,9	1,3	-2,2	-6,0
Q2	1,8	-3,3	21,4	-3,0	-8,9	2,0	-4,8	71,5	-3,6	48,4	6,8	-2,1	-5,5
Q3	1,6	-1,0	11,5	-4,2	-15,0	2,8	-2,7	47,9	-1,4	21,7	6,9	10,0	-1,6
Q4 ^(p)	2,8	3,1	2,0	2,2	1,8	3,5	1,1	23,0	0,4	6,1	4,4	1,8	0,6
2024 Sept	1,6	-1,0	11,5	-4,2	-15,0	2,8	-2,7	47,9	-1,4	21,7	6,9	10,0	-1,6
Okt.	1,7	0,5	5,9	-2,5	17,5	3,3	-1,2	39,1	-0,9	25,2	7,9	3,6	0,2
Nov.	2,3	1,8	4,5	-1,0	-4,1	3,5	0,2	30,1	-0,4	-3,1	7,8	1,6	4,6
Dez.	2,8	3,1	2,0	2,2	1,8	3,5	1,1	23,0	0,4	6,1	4,4	1,8	0,6
2025 Jan.	3,0	3,5	0,3	6,2	188,4	3,3	1,7	16,4	0,8	19,1	8,1	3,0	3,0
Febr. ^(p)	3,5	4,1	-0,6	6,6	323,5	3,4	2,7	10,8	1,4	15,7	9,3	4,3	-0,1

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum¹⁾

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum									
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)		
					Insgesamt		An nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen ³⁾			An Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen	
					Insgesamt	Bereinigte Kredite ²⁾							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Bestände													
2022	6 352,0	1 001,3	5 325,7	15 389,8	12 987,5	13 174,9	5 126,5	6 631,8	1 082,5	146,7	1 565,9	836,4	
2023	6 305,3	990,6	5 289,3	15 492,9	13 033,8	13 253,1	5 123,2	6 648,1	1 124,5	138,0	1 560,7	898,4	
2024	6 259,1	988,5	5 244,7	15 778,6	13 246,4	13 501,8	5 183,1	6 677,1	1 246,2	140,0	1 578,5	953,7	
2024	Q1	6 219,2	976,6	5 217,1	15 546,1	13 046,8	5 116,5	6 641,9	1 151,2	137,2	1 569,2	930,1	
	Q2	6 195,6	978,6	5 191,2	15 572,4	13 101,2	5 130,7	6 644,8	1 194,9	130,9	1 553,8	917,3	
	Q3	6 255,2	975,4	5 254,1	15 633,3	13 143,6	5 140,2	6 661,4	1 209,2	132,8	1 561,0	928,7	
	Q4	6 259,1	988,5	5 244,7	15 778,6	13 246,4	5 183,1	6 677,1	1 246,2	140,0	1 578,5	953,7	
2024	Sept.	6 255,2	975,4	5 254,1	15 633,3	13 143,6	5 140,2	6 661,4	1 209,2	132,8	1 561,0	928,7	
	Okt.	6 246,0	986,6	5 233,6	15 669,3	13 166,0	5 144,3	6 660,6	1 225,4	135,7	1 573,0	930,4	
	Nov.	6 276,4	990,4	5 260,2	15 693,9	13 179,3	5 149,8	6 673,8	1 221,2	134,5	1 576,0	938,6	
	Dez.	6 259,1	988,5	5 244,7	15 778,6	13 246,4	5 183,1	6 677,1	1 246,2	140,0	1 578,5	953,7	
2025	Jan.	6 305,4	996,4	5 283,1	15 832,4	13 280,8	5 192,9	6 696,5	1 254,5	136,8	1 576,4	975,3	
	Febr.	6 299,6	1 001,5	5 272,1	15 892,4	13 338,1	5 205,7	6 711,1	1 284,9	136,3	1 572,7	981,7	
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2022	173,8	8,5	163,8	636,4	623,8	680,5	269,0	241,8	126,3	-13,3	18,6	-5,9	
2023	-161,1	-17,4	-144,0	65,2	24,5	72,3	-5,7	7,7	30,7	-8,2	-4,6	45,4	
2024	-63,1	-1,4	-62,2	285,7	228,7	271,0	76,6	44,7	105,6	1,8	9,1	47,9	
2024	Q1	-61,8	-11,6	-50,4	61,6	31,1	44,6	-2,2	-2,7	36,8	-0,8	8,6	22,0
	Q2	-2,8	2,4	-5,4	18,2	37,6	47,8	16,3	5,2	22,5	-6,5	-15,1	-4,3
	Q3	-4,4	-3,2	-1,2	68,3	59,8	53,5	18,7	20,0	19,0	2,1	3,7	4,8
	Q4	5,9	11,0	-5,2	137,7	100,3	125,2	43,8	22,3	27,3	6,9	12,0	25,4
2024	Sept.	-5,1	-1,6	-3,6	21,3	15,5	14,6	5,4	7,7	2,8	-0,4	3,7	2,0
	Okt.	6,9	8,6	-1,7	37,3	22,2	41,1	5,9	-0,1	13,6	2,8	11,5	3,6
	Nov.	-6,5	4,8	-11,3	12,4	6,3	-3,1	3,4	14,0	-9,9	-1,2	-1,5	7,6
	Dez.	5,6	-2,4	7,9	87,9	71,9	87,2	34,5	8,4	23,5	5,4	2,0	14,1
2025	Jan.	50,1	7,9	42,2	49,8	39,7	29,9	13,9	21,1	7,9	-3,2	-2,7	12,8
	Febr.	-14,5	5,1	-19,6	62,1	58,2	51,4	15,4	14,4	29,4	-1,0	-5,1	9,0
Wachstumsraten													
2022	2,7	0,9	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,2	-0,6	
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,5	-0,3	5,3	
2024	-1,0	-0,1	-1,2	1,8	1,8	2,0	1,5	0,7	9,4	1,3	0,6	5,3	
2024	Q1	-2,6	-1,6	-2,8	0,8	0,4	0,8	-0,2	-0,2	6,6	-1,3	1,1	7,0
	Q2	-1,4	-0,4	-1,6	0,9	0,9	1,1	0,3	0,3	8,4	-8,5	-1,1	4,6
	Q3	-1,2	-0,9	-1,2	1,2	1,3	1,6	0,8	0,6	8,5	-3,7	-1,5	4,2
	Q4	-1,0	-0,1	-1,2	1,8	1,8	2,0	1,5	0,7	9,4	1,3	0,6	5,3
2024	Sept.	-1,2	-0,9	-1,2	1,2	1,3	1,6	0,8	0,6	8,5	-3,7	-1,5	4,2
	Okt.	-0,8	-0,1	-1,0	1,2	1,2	1,7	0,8	0,5	7,9	0,2	-0,1	3,8
	Nov.	-0,7	0,6	-1,0	1,3	1,2	1,5	1,0	0,5	6,3	0,0	0,2	5,6
	Dez.	-1,0	-0,1	-1,2	1,8	1,8	2,0	1,5	0,7	9,4	1,3	0,6	5,3
2025	Jan.	0,3	1,2	0,2	2,1	2,2	2,3	2,0	1,2	9,5	1,7	-1,0	5,9
	Febr.	0,4	1,9	0,1	2,3	2,4	2,5	2,2	1,4	9,9	-0,2	-1,2	6,3

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 Pensions-einrichtungen (VGPEs) ausgewiesen.

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾				
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		Konsumen- tenkredite	Wohnungs- baukredite	Sonstige Kredite
	Insgesamt	Bereinigte Kredite ⁴⁾				Insgesamt	Bereinigte Kredite ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2022	5 126,5	5 126,4	960,0	1 076,9	3 089,6	6 631,8	6 832,5	715,1	5 214,2	702,6
2023	5 123,2	5 138,3	907,2	1 090,3	3 125,8	6 648,1	6 866,2	731,3	5 228,8	688,0
2024	5 183,1	5 203,9	921,7	1 099,0	3 162,3	6 677,1	6 928,6	745,0	5 255,2	676,8
2024 Q1	5 116,5	5 132,7	885,4	1 089,6	3 141,5	6 641,9	6 873,4	738,9	5 221,4	681,6
Q2	5 130,7	5 148,1	902,5	1 088,0	3 140,2	6 644,8	6 880,6	737,5	5 227,1	680,1
Q3	5 140,2	5 162,3	912,5	1 090,1	3 137,7	6 661,4	6 899,1	742,3	5 245,1	674,0
Q4	5 183,1	5 203,9	921,7	1 099,0	3 162,3	6 677,1	6 928,6	745,0	5 255,2	676,8
2024 Sept	5 140,2	5 162,3	912,5	1 090,1	3 137,7	6 661,4	6 899,1	742,3	5 245,1	674,0
Okt.	5 144,3	5 162,7	920,8	1 088,3	3 135,3	6 660,6	6 907,1	741,8	5 240,6	678,2
Nov.	5 149,8	5 166,1	919,2	1 087,3	3 143,3	6 673,8	6 918,6	741,3	5 250,4	682,1
Dez.	5 183,1	5 203,9	921,7	1 099,0	3 162,3	6 677,1	6 928,6	745,0	5 255,2	676,8
2025 Jan.	5 192,9	5 206,3	924,6	1 102,0	3 166,3	6 696,5	6 941,8	747,5	5 272,3	676,8
Febr.	5 205,7	5 217,0	929,4	1 104,6	3 171,7	6 711,1	6 956,1	747,5	5 285,8	677,8
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2022	269,0	308,3	78,0	77,3	113,7	241,8	250,0	23,2	217,7	0,9
2023	-5,7	24,2	-44,0	10,3	27,9	7,7	26,5	18,9	10,1	-21,3
2024	76,6	87,8	21,1	14,3	41,1	44,7	77,0	26,6	28,3	-10,1
2024 Q1	-2,2	0,9	-16,6	-0,6	14,9	-2,7	9,2	8,4	-6,1	-5,0
Q2	16,3	19,0	17,1	-0,6	-0,2	5,2	10,9	0,4	5,9	-1,1
Q3	18,7	22,7	13,6	4,5	0,6	20,0	20,7	7,1	17,9	-5,1
Q4	43,8	45,2	7,0	11,0	25,8	22,3	36,3	10,7	10,5	1,0
2024 Sept	5,4	19,1	6,5	4,5	-5,6	7,7	9,1	1,8	5,9	0,0
Okt.	5,9	4,8	6,5	-1,2	0,7	-0,1	9,3	3,4	-3,1	-0,4
Nov.	3,4	1,0	-2,7	-1,0	7,1	14,0	12,2	1,9	9,1	3,0
Dez.	34,5	39,3	3,2	13,3	18,0	8,4	14,7	5,4	4,6	-1,6
2025 Jan.	13,9	5,8	2,8	4,8	6,3	21,1	15,2	3,0	17,5	0,7
Febr.	15,4	13,6	4,9	3,8	6,6	14,4	15,0	1,0	13,6	-0,2
Wachstumsraten										
2022	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,1
2023	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2024	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,5
2024 Q1	-0,2	0,3	-4,1	-0,2	1,0	-0,2	0,2	3,3	-0,2	-3,1
Q2	0,3	0,7	-0,8	0,0	0,7	0,3	0,3	2,7	0,4	-2,5
Q3	0,8	1,3	2,0	0,7	0,4	0,6	0,6	2,7	0,6	-2,2
Q4	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,5
2024 Sept	0,8	1,3	2,0	0,7	0,4	0,6	0,6	2,7	0,6	-2,2
Okt.	0,8	1,4	2,7	0,3	0,4	0,5	0,8	3,1	0,4	-1,9
Nov.	1,0	1,2	2,4	0,4	0,7	0,5	0,9	3,2	0,4	-1,5
Dez.	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,5
2025 Jan.	2,0	2,0	4,3	1,6	1,4	1,2	1,3	3,9	1,1	-1,1
Febr.	2,2	2,2	4,9	2,1	1,5	1,4	1,5	3,7	1,3	-0,8

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände ²⁾	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen	Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2022	639,4	6 731,2	1 783,0	45,7	2 109,0	2 793,4	1 332,5	344,5	137,2	147,2
2023	447,4	7 327,2	1 827,5	90,2	2 413,8	2 995,6	1 858,1	213,8	152,1	152,6
2024	377,9	7 836,6	1 843,9	116,5	2 588,3	3 288,0	2 688,6	230,7	140,4	135,9
2024 Q1	395,4	7 457,0	1 829,0	103,9	2 488,6	3 035,6	2 051,2	223,5	178,0	174,2
Q2	410,5	7 526,1	1 828,2	109,9	2 526,1	3 061,9	2 243,8	300,1	182,6	176,5
Q3	402,8	7 679,4	1 833,1	114,3	2 541,1	3 190,9	2 490,4	247,2	184,9	188,5
Q4 ^(p)	377,9	7 836,6	1 843,9	116,5	2 588,3	3 288,0	2 688,6	230,7	140,4	135,9
2024 Sept.	402,8	7 679,4	1 833,1	114,3	2 541,1	3 190,9	2 490,4	247,2	184,9	188,5
Okt.	445,4	7 753,4	1 832,3	115,7	2 561,1	3 244,3	2 599,6	261,2	169,6	172,2
Nov.	424,2	7 805,9	1 839,8	115,9	2 575,6	3 274,6	2 641,7	309,9	176,8	164,0
Dez.	377,9	7 836,6	1 843,9	116,5	2 588,3	3 288,0	2 688,6	230,7	140,4	135,9
2025 Jan.	404,5	7 924,8	1 839,9	117,4	2 592,0	3 375,6	2 764,0	210,3	163,2	146,6
Febr. ^(p)	425,5	7 954,0	1 841,5	118,5	2 599,6	3 394,4	2 828,6	217,6	196,1	159,7
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2022	-93,4	51,9	-88,8	-4,6	13,2	132,2	-69,0	-206,2	10,4	18,0
2023	-198,2	324,3	25,2	40,0	227,0	32,1	457,2	-229,7	17,1	9,0
2024	-69,1	286,8	16,3	26,2	164,2	80,1	564,8	3,6	-11,7	-16,7
2024 Q1	-51,7	109,9	4,1	13,6	88,4	3,7	137,2	13,9	25,9	21,5
Q2	15,7	42,8	-0,8	6,0	31,8	5,8	149,4	53,0	4,6	2,3
Q3	-7,7	64,1	7,5	4,4	38,2	14,0	173,8	-31,3	2,4	12,0
Q4 ^(p)	-25,4	70,1	5,5	2,2	5,7	56,7	104,3	-32,0	-44,5	-52,6
2024 Sept.	-16,4	31,9	11,1	1,6	12,8	6,4	61,6	35,0	-8,3	17,8
Okt.	42,5	11,3	-3,0	1,4	5,2	7,6	42,1	-10,4	-15,3	-16,3
Nov.	-21,5	5,4	5,5	0,2	-0,5	0,2	10,5	64,6	7,2	-8,2
Dez.	-46,5	53,5	3,0	0,6	1,0	48,8	51,7	-86,2	-36,3	-28,1
2025 Jan.	26,5	22,7	-3,9	1,8	5,7	19,1	1,1	-13,6	22,8	10,6
Febr. ^(p)	21,2	7,7	1,4	1,1	6,4	-1,3	33,8	21,1	32,9	13,2
Wachstumsraten										
2022	-12,7	0,8	-4,8	-13,0	0,5	4,6	-	-	7,8	12,7
2023	-30,8	4,7	1,4	80,3	10,7	1,1	-	-	12,4	6,0
2024	-15,5	3,9	0,9	29,1	6,8	2,5	-	-	-7,7	-10,9
2024 Q1	-31,8	5,0	1,4	89,7	11,7	0,6	-	-	18,6	7,1
Q2	-16,1	4,4	0,7	78,5	9,8	0,9	-	-	9,6	4,3
Q3	-11,2	3,8	0,0	54,7	9,2	0,6	-	-	20,5	15,4
Q4 ^(p)	-15,5	3,9	0,9	29,1	6,8	2,5	-	-	-7,7	-10,9
2024 Sept.	-11,2	3,8	0,0	54,7	9,2	0,6	-	-	20,5	15,4
Okt.	0,6	3,6	0,1	47,0	8,3	0,8	-	-	5,5	13,7
Nov.	0,2	3,4	0,7	37,4	7,6	0,8	-	-	5,7	1,2
Dez.	-15,5	3,9	0,9	29,1	6,8	2,5	-	-	-7,7	-10,9
2025 Jan.	-10,0	3,2	0,6	23,5	5,4	2,3	-	-	0,0	-8,2
Febr. ^(p)	-1,0	3,1	0,6	19,0	5,0	2,5	-	-	18,5	-7,9

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Nicht saisonbereinigt.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Finanzierungssaldo					Nachrichtlich: Primärsaldo
	Insgesamt	Zentralstaat	Länder	Gemeinden	Sozialversicherung	
	1	2	3	4	5	6
2020	-7,0	-5,7	-0,4	0,0	-0,9	-5,5
2021	-5,1	-5,1	0,0	0,0	0,0	-3,7
2022	-3,5	-3,7	0,0	0,0	0,3	-1,8
2023	-3,6	-3,6	-0,2	-0,2	0,4	-1,8
2023 Q4	-3,6	.	.	.	.	-1,8
2024 Q1	-3,6	.	.	.	.	-1,8
Q2	-3,5	.	.	.	.	-1,6
Q3	-3,2	.	.	.	.	-1,4

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

6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Einnahmen						Ausgaben						
	Insgesamt	Laufende Einnahmen				Vermögens- wirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende Ausgaben					Vermögens- wirksame Ausgaben
		Ins- gesamt	Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial- beiträge			Ins- gesamt	Arbeitnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Sozial- ausgaben	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	46,6	46,1	12,7	12,9	15,4	0,5	53,6	48,9	10,7	6,0	1,5	25,1	4,7
2021	46,9	46,2	13,0	13,2	15,0	0,8	52,0	46,9	10,3	6,0	1,4	23,7	5,1
2022	46,5	45,8	13,3	12,9	14,6	0,8	50,0	44,8	9,8	5,9	1,7	22,4	5,2
2023	46,0	45,1	13,2	12,3	14,6	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,7	22,3	5,3
2023 Q4	46,0	45,1	13,2	12,3	14,6	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,7	22,3	5,3
2024 Q1	46,0	45,2	13,2	12,3	14,6	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,8	22,4	5,3
Q2	46,2	45,4	13,3	12,3	14,7	0,8	49,6	44,4	9,9	5,9	1,8	22,6	5,3
Q3	46,4	45,5	13,3	12,4	14,7	0,8	49,6	44,5	9,9	6,0	1,9	22,7	5,1

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

6.3 Verschuldung

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

	Insge- samt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld- verschrei- bungen	Gebietsansässige		Gebiets- fremde	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder Euro- Vorgänger- währungen	Andere Währungen
					Ins- gesamt	MFIs								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2020	96,5	3,1	14,5	78,8	53,9	38,8	42,6	11,1	85,4	18,7	30,7	47,1	94,8	1,6
2021	93,8	2,9	13,8	77,1	54,4	40,9	39,4	9,8	84,1	17,3	29,8	46,8	92,4	1,4
2022	89,5	2,6	13,1	73,7	52,5	39,6	37,0	8,7	80,8	16,0	28,4	45,2	88,5	1,0
2023	87,4	2,4	12,2	72,8	49,3	35,9	38,1	7,9	79,5	15,0	28,1	44,3	86,6	0,8
2023 Q4	87,4	2,4	12,2	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2024 Q1	87,9	2,3	12,0	73,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	88,2	2,2	11,9	74,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	88,2	2,2	11,8	74,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren¹⁾

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Veränderung der Schuldenquote ²⁾	Primär-saldo	Deficit-Debt-Adjustments								Zins-Wachstums-Differenz	Nachrichtlich: Nettoneuverschuldung
			Insgesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva					Neubewertungseffekte und sonstige Volumensänderungen	Sonstige		
				Zusammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Anteile an Investmentfonds				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	12,9	5,5	2,2	2,5	2,0	0,5	-0,1	0,1	-0,3	0,0	5,2	9,5
2021	-2,7	3,7	-0,1	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,7	-6,2	5,0
2022	-4,3	1,8	-0,2	-0,2	-0,7	0,3	0,1	0,1	0,6	-0,6	-5,9	2,7
2023	-2,1	1,8	-0,4	-0,4	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,6	2,6
2023 Q4	-2,1	1,8	-0,4	-0,4	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,6	2,6
2024 Q1	-1,4	1,8	-0,5	-0,7	-0,8	-0,1	0,1	0,1	0,4	-0,3	-2,6	2,6
Q2	-0,6	1,6	-0,3	-0,5	-0,6	-0,1	0,1	0,1	0,3	-0,1	-2,0	2,8
Q3	-0,2	1,4	0,0	-0,3	-0,4	0,0	0,1	0,1	0,3	0,0	-1,6	3,0

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

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

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

6.5 Staatliche Schuldverschreibungen¹⁾

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

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

Quelle: EZB.

1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilsektoren des Staates.

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

3) Restlaufzeit am Ende des Berichtszeitraums.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den Ländern des Euroraums

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

	Belgien 1	Deutschland 2	Estland 3	Irland 4	Griechenland 5	Spanien 6	Frankreich 7	Kroatien 8	Italien 9	Zypern 10
Finanzierungssaldo										
2020	-9,0	-4,4	-5,4	-4,9	-9,6	-9,9	-8,9	-7,2	-9,4	-5,6
2021	-5,4	-3,2	-2,6	-1,4	-6,9	-6,7	-6,6	-2,6	-8,9	-1,6
2022	-3,6	-2,1	-1,1	1,7	-2,5	-4,6	-4,7	0,1	-8,1	2,6
2023	-4,2	-2,6	-2,8	1,5	-1,3	-3,5	-5,5	-0,9	-7,2	2,0
2023 Q4	-4,2	-2,6	-2,8	1,5	-1,3	-3,5	-5,5	-0,9	-7,2	2,0
2024 Q1	-4,1	-2,7	-3,0	1,4	-0,6	-3,7	-5,6	-0,8	-6,6	3,7
Q2	-4,2	-2,6	-3,5	1,9	0,3	-3,3	-5,7	-1,7	-6,1	4,3
Q3	-4,5	-2,6	-3,1	5,0	1,1	-3,2	-6,0	-2,0	-5,1	4,2
Verschuldung										
2020	111,2	68,0	19,1	57,0	209,4	119,3	114,8	86,5	154,3	113,6
2021	108,4	68,1	18,4	52,6	197,3	115,7	112,7	78,2	145,7	96,5
2022	102,6	65,0	19,1	43,1	177,0	109,5	111,2	68,5	138,3	81,0
2023	103,1	62,9	20,2	43,3	163,9	105,1	109,9	61,8	134,8	73,6
2023 Q4	103,1	62,9	20,2	43,3	163,9	105,1	110,0	61,8	134,8	73,6
2024 Q1	106,6	62,6	24,1	42,5	161,8	106,3	110,8	62,0	135,2	72,6
Q2	106,6	61,9	23,8	42,7	160,0	105,3	112,4	60,0	136,9	70,5
Q3	105,6	62,4	24,0	42,2	158,2	104,3	113,8	59,7	136,3	69,7
	Lettland 11	Litauen 12	Luxemburg 13	Malta 14	Niederlande 15	Österreich 16	Portugal 17	Slowenien 18	Slowakei 19	Finnland 20
Finanzierungssaldo										
2020	-4,1	-6,3	-3,1	-8,7	-3,6	-8,2	-5,8	-7,7	-5,3	-5,5
2021	-7,2	-1,1	1,0	-7,0	-2,2	-5,7	-2,8	-4,6	-5,1	-2,7
2022	-4,9	-0,7	0,2	-5,2	0,0	-3,3	-0,3	-3,0	-1,7	-0,2
2023	-2,4	-0,7	-0,7	-4,5	-0,4	-2,6	1,2	-2,6	-5,2	-3,0
2023 Q4	-2,4	-0,7	-0,8	-4,6	-0,4	-2,6	1,2	-2,6	-5,2	-3,0
2024 Q1	-1,9	-0,6	-0,1	-3,8	-0,3	-2,8	0,9	-2,0	-5,1	-3,5
Q2	-1,8	-0,9	-0,1	-3,5	-0,4	-3,3	1,2	-2,0	-5,5	-4,1
Q3	-1,1	-1,4	0,0	-2,9	-0,3	-3,7	1,0	-1,8	-4,6	-4,7
Verschuldung										
2020	44,0	45,9	24,5	48,7	53,3	83,2	134,1	80,2	58,4	75,4
2021	45,9	43,3	24,4	49,6	50,4	82,4	123,9	74,8	60,2	73,2
2022	44,4	38,1	24,6	49,4	48,3	78,4	111,2	72,7	57,7	74,0
2023	45,0	37,3	25,5	47,4	45,1	78,6	97,9	68,4	56,1	77,1
2023 Q4	45,0	37,3	25,6	47,7	45,2	78,6	97,9	68,4	56,1	77,3
2024 Q1	46,3	39,1	27,1	47,3	44,0	80,9	99,4	70,0	60,6	78,1
Q2	46,4	37,4	26,8	46,4	43,3	82,9	100,7	69,5	60,4	80,1
Q3	47,7	38,4	26,6	45,3	42,2	83,2	97,5	66,9	60,3	81,5

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2025

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

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

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

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 16. April 2025.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-01-25-045-EN-QN (Online-Version)