EUROPÄISCHE
KOMMISSION

Straßburg, den 25.11.2025
COM(2025) 956 final

MITTEILUNG DER KOMMISSION AN DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT, DEN RAT UND DEN EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTS- UND SOZIALAUSSCHUSS

Warnmechanismus-Bericht 2026

gemäß Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 1176/2011 über die Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte

{SWD(2025) 900 final} - {SWD(2025) 956 final}

MITTEILUNG ZUM WARNMECHANISMUS-BERICHT

Im Warnmechanismus-Bericht (WMB) werden auf der Grundlage einer wirtschaftlichen Auslegung des Scoreboards für das Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht (VMU) jene Mitgliedstaaten ermittelt, die nach Auffassung der Kommission von Ungleichgewichten betroffen sind oder betroffen sein könnten. Die wirtschaftliche Auslegung des Scoreboards beruht auf den Ist-Daten für 2024 (Abbildung 1). Diese Daten werden zukunftsgerichtet interpretiert, unter Berücksichtigung der wirtschaftlichen Entwicklungen im laufenden Jahr (2025) und gegebenenfalls von Prognosen für die Jahre 2025, 2026 und 2027 aus der Herbstprognose der Kommission 2025 (Abbildung 2). In dieser Mitteilung wird die wirtschaftliche Auslegung des Scoreboards dargelegt und die Anhänge enthalten Angaben zu weiteren Entwicklungen wichtiger Parameter[1]. Gleichzeitig werden in dem in diesem Jahr erstmals veröffentlichten europäischen makroökonomischen Bericht[2] die Ergebnisse einer Analyse der allgemeinen Entwicklungen der Anfälligkeiten und Ungleichgewichte in den Volkswirtschaften der EU und ihrer Mitgliedstaaten präsentiert. Dafür werden die im Rahmen des VMU ermittelten Entwicklungen in einen breiteren Kontext gestellt.

Aufgrund struktureller Änderungen in der Weltwirtschaft und größerer politischer Unsicherheit stellt sich das außenwirtschaftliche Umfeld der EU als besonders herausfordernd dar. Handelshemmnisse wurden in den letzten Jahren vermehrt geopolitisch und industriepolitisch eingesetzt; so haben zum Beispiel die USA im vergangenen Jahr die Einfuhrzölle drastisch erhöht. Die Anpassung der Weltwirtschaft an diese neue Ordnung hat Auswirkungen auf die Handelsströme und führt zu Wechselkursschwankungen. Darüber hinaus ist diesen Unsicherheiten eine Reihe turbulenter wirtschaftlicher Ereignisse vorausgegangen, die die Inflation befeuert und die Zinssätze über das Niveau der Vorjahre angehoben haben. Angesichts dieser geopolitischen Ereignisse muss die EU in den kommenden Jahren auch ihre Verteidigungsausgaben erhöhen, um die Union geostrategisch unabhängig zu machen.

Zwar ist die Inflation in der EU insgesamt rückläufig, in einigen Mitgliedstaat besteht jedoch nach wie vor hoher Inflationsdruck, was teils auf dynamische Lohnentwicklungen zurückzuführen ist. Nachdem sie 2022-2023 ihren Höchststand erreichte, ist die Inflation in der gesamten EU zurückgegangen. Seit 2024 hat sich die Verbraucherpreisinflation in der EU bei rund 2,5 % eingependelt. Auch der BIP-Deflator, der den nationalen Kostendruck widerspiegelt, ist gesunken, wenn auch langsamer. Trotz der schwierigen Wirtschaftslage in den letzten Jahren hat sich der Arbeitsmarkt mit historisch niedrigen Arbeitslosenquoten und hohen Beschäftigungsquoten als widerstandsfähig erwiesen. Im Durchschnitt entsprechen die Reallöhne fast dem Niveau von

[1] Arbeitsunterlage der Kommissionsdienststellen, Warnmechanismus-Bericht 2026, SWD(2025) 956. Arbeitsunterlage der Kommissionsdienststellen, Statistischer Anhang zum Warnmechanismus-Bericht 2026, SWD(2025) 900.

[2] Der europäische makroökonomische Bericht soll als Grundlage für strategische politische Entscheidungen zur Stärkung des Euroraums und der Widerstandsfähigkeit der EU gegenüber einer sich rasch wandelnden Weltordnung dienen, und er enthält eine Bewertung der wirtschaftlichen Anfälligkeiten in der EU. Europäischer makroökonomischer Bericht 2026, SWD(2025) 957.

2019, wobei allerdings erhebliche Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten bestehen: In einigen Mitgliedstaaten wurden Reallohnerhöhungen, in anderen jedoch weiterhin Reallohnverluste verzeichnet. In Mitgliedstaaten, in denen die Inflation im Vergleich zum historischen Durchschnitt sowie zu anderen EU-Mitgliedstaaten oder Ländern des Euroraums nach wie vor hoch ist, war der Lohnfaktor besonders stark ausgeprägt. Zuletzt zeigten sich auf den Arbeitsmärkten jedoch Anzeichen für eine Entspannung, was zu einer schrittweisen Verringerung des Lohndrucks beitragen dürfte.

Aufgrund der Abschwächung der Inflation im Euroraum konnte die Währungspolitik deutlich gelockert werden, während die Kreditkosten der öffentlichen Hand in vielen Fällen weitgehend stabil geblieben sind. Die Lockerung der Währungspolitik sorgt für günstigere Finanzierungsbedingungen für den Privatsektor. Seit 2024 sind die Zinssätze für Bankkredite gesunken und die Kreditaufnahme des privaten Sektors nimmt langsam zu. Im öffentlichen Sektor sind die Renditen langfristiger Staatsanleihen 2024 und 2025 größtenteils unverändert geblieben und tragen so zu einem Anstieg der durchschnittlichen staatlichen Finanzierungskosten bei, die auch von der Schuldenstruktur sowie vom gesamtstaatlichen Defizit und dem Schuldenstand in den Mitgliedstaaten beeinflusst werden.

Ausblick auf Ungleichgewichte

Der anhaltende Leistungsbilanzüberschuss des Euroraums und der EU spiegelt ein chronisches Ungleichgewicht zwischen Ersparnissen und Investitionen wider, aufgrund dessen das langfristige Wachstumspotenzial der Union nicht voll ausgeschöpft wird. Im Laufe des Jahres 2024 ist die Leistungsbilanz des Euroraums/der EU aufgrund eines Rückgangs der Investitionen bei gleichbleibenden Ersparnissen gestiegen. Der Rückgang der Investitionen beeinflusst angesichts weiterhin hoher Finanzierungskosten und wirtschaftlicher Unsicherheit die Fähigkeit der EU, das Wachstum aufrechtzuerhalten, kritische Bereiche wie den digitalen Wandel und die Klimawende zu finanzieren und die Verteidigungsbereitschaft Europas zu stärken. Gleichzeitig ist der Leistungsbilanzüberschuss des Euroraums/der EU im Vergleich zum Stand vor der Pandemie zurückgegangen, während Chinas Überschuss gestiegen ist und sich das Defizit der USA vergrößert hat, sodass der Euroraum/die EU weniger zu den globalen Ungleichgewichten beiträgt.

Einige Mitgliedstaaten verzeichnen einen Leistungsbilanzüberschuss, andere ein Leistungsbilanzdefizit, was jeweils mit spezifischen Risiken einhergeht. Der bereits erhebliche Leistungsbilanzüberschuss einiger Mitgliedstaaten ist aufgrund verhaltener Nachfrage noch weiter gestiegen. Durch die langjährigen Überschüsse ist ein beträchtliches Nettovermögen aufgelaufen, sodass diese Mitgliedstaaten globalen wirtschaftlichen Schwankungen wie Währungs- und Bewertungsrisiken und handelspolitischen Unsicherheiten ausgesetzt sind. Gleichzeitig ist das außenwirtschaftliche Defizit einer Reihe von Mitgliedstaaten unverändert hoch. Obwohl sie ihre Auslandsverschuldung im Verhältnis zum BIP in den letzten Jahren aufgrund des hohen nominalen Wachstums verringern konnten, wird dieser passive Schuldenabbau angesichts eines geringeren Inflationsdrucks bald ein Ende finden. Eine starke Abhängigkeit von externen Finanzierungsströmen stellt im Falle eines erhöhten Risikobewusstseins ihrer Kapitalgeber eine Schwachstelle dar.

Aufgrund der in den letzten fünf Jahren unterschiedlich stark gestiegenen Preis- und Kostenniveaus hat sich die Kostenwettbewerbsfähigkeit einiger Mitgliedstaaten verschlechtert, weshalb die wirtschaftliche Konvergenz in einigen Fällen stagniert. In einigen Mitgliedstaaten führen steigende Preise und Kosten dazu, dass diese Unterschiede

bestehen bleiben. Es gibt jedoch keine Anzeichen dafür, dass sich die Exportleistung von Mitgliedstaaten, die die größten Einbußen bei der Kostenwettbewerbsfähigkeit zu verzeichnen hatten, unverhältnismäßig stark verschlechtert hätte. Auch wenn wirtschaftliche Konvergenz ein größeres Inflationsgefälle mit sich bringen kann, sei erwähnt, dass die wirtschaftliche Konvergenz in einigen der Mitgliedstaaten mit den größten Verschlechterungen bei der Kostenwettbewerbsfähigkeit – insbesondere Tschechien und Estland und in geringerem Maße Lettland – offenbar stagniert.

Bei den Privathaushalten wurden steigende Einkommen und ein Rückgang der Schulden verzeichnet, während die Rentabilität von Unternehmen und ihre Fähigkeit zur Bedienung von Schulden gesunken sind. Das verfügbare Realeinkommen der Haushalte hat 2024 um mehr als 2 % zugelegt und die finanziellen Verbindlichkeiten sind seit 2019 real um 7 % gesunken. Dieser Schuldenrückgang ist in erster Linie auf die jüngste Phase hoher Inflation zurückzuführen, die aber nun beendet ist. Obwohl die Unternehmensverschuldung 2024 zurückgegangen ist, hat sich die Anfälligkeit der Unternehmen aufgrund der verringerten Fähigkeit zur Bedienung von Schulden vergrößert. Unternehmen brauchen ihre Liquiditätsreserven auf, die sie während der Pandemie und der darauffolgenden Phase hoher Gewinne aufgebaut haben, wodurch ihre Puffer geschrumpft sind.

Was die öffentlichen Finanzen betrifft, so haben hohe Defizite dazu geführt, dass die Verschuldung trotz starker Nennereffekte im Zusammenhang mit einem kräftigen nominalen Wachstum und angesichts eines sich ankündigenden großen Investitionsbedarfs insgesamt weiterhin über dem Vor-Pandemie-Niveau liegt. Diese Nennereffekte werden sich in Zukunft abschwächen und den Schuldenabbau erschweren. Außerdem haben sich die Auswirkungen der im Vergleich zum Zeitraum vor 2022 höheren Zinssätze noch nicht vollständig materialisiert und Kredite werden weiterhin zu höheren Zinsätzen refinanziert, was die Zinszahlungen in die Höhe treibt. Diese höheren Zinszahlungen kommen zu der Notwendigkeit hinzu, bestimmte besonders wichtige Ausgabenkategorien wie Verteidigungsausgaben oder Ausgaben im Zusammenhang mit der Bevölkerungsalterung zu erhöhen und öffentliche Investitionen zu finanzieren, was in vielen Mitgliedstaaten große Herausforderungen für die Haushaltspolitik mit sich bringt.

Die hohen Wohnimmobilienpreise stellen in der gesamten EU zunehmend ein wirtschaftliches Problem dar. Nach einer Stagnation im Zeitraum 2022-2023 legen die Wohnimmobilienpreise angesichts wieder erstarkender Nachfrage und weiterhin mäßigem Angebot erneut stark zu. In immer mehr Mitgliedstaaten stellen hohe Wohnimmobilienpreise eine wirtschaftliche und soziale Herausforderung dar und in einigen Ländern steigen die Preise schon seit Jahren stark an. Während die begrenzte Aufnahme von Hypotheken und die geringe Bautätigkeit das Risiko für den Bankensektor und einer plötzlichen Korrektur in der Branche mindern, können sie die Erschwinglichkeit von Wohnraum für Haushalte erheblich beeinträchtigen, die Mobilität von Arbeitskräften verringern und sich allgemein negativ auf die regionale und nationale Wettbewerbsfähigkeit auswirken. Unerschwinglicher Wohnraum stellt insbesondere in den Gebieten mit der höchsten Produktivität, wie zum Beispiel in Hauptstädten, ein Problem dar, das in erster Linie jüngere Bevölkerungsgruppen betrifft. So kann sich das Arbeitskräfteangebot schlechter an die Nachfrage anpassen und junge Menschen bekommen weniger Kinder, was langfristig den demografischen Druck verschärft. Hohe Wohnimmobilienpreise können auch zu einem Konsumrückgang führen, da ein größerer Anteil des Einkommens für Wohnkosten aufgewendet werden muss.

Der Bankensektor zeigt sich widerstandsfähig, aber der Nichtbanken-Finanzsektor ist in den letzten Jahren gewachsen und könnte zu erhöhter Anfälligkeit führen. Darüber hinaus zeichnen sich neue Risiken ab. Der Bankensektor des Euroraums und der EU hat sich mit weiterhin hoher Rentabilität und starken Eigenkapitalquoten als krisenfest erwiesen. Nichtsdestotrotz stellen die Risikopositionen in Bezug auf Immobilien und Staatsanleihen eine Quelle für Anfälligkeiten dar, und der Gewerbeimmobiliensektor steht nach wie vor unter Druck. Gleichzeitig ist der Sektor der Nichtbanken-Finanzintermediäre, der in den vergangen Jahren rapide gewachsen ist, spezifischen Risiken ausgesetzt und seine Verflechtung mit dem Bankensektor stellt eine Schwachstelle dar. Schließlich sieht sich der EU-Finanzsektor auch mit neuen Risiken konfrontiert, die schwierig zu quantifizieren sind. Dazu gehören Cyberrisiken sowie die zunehmende Bedeutung von Kryptowerten, die stark mit dem Finanzsektor verflochten sind.

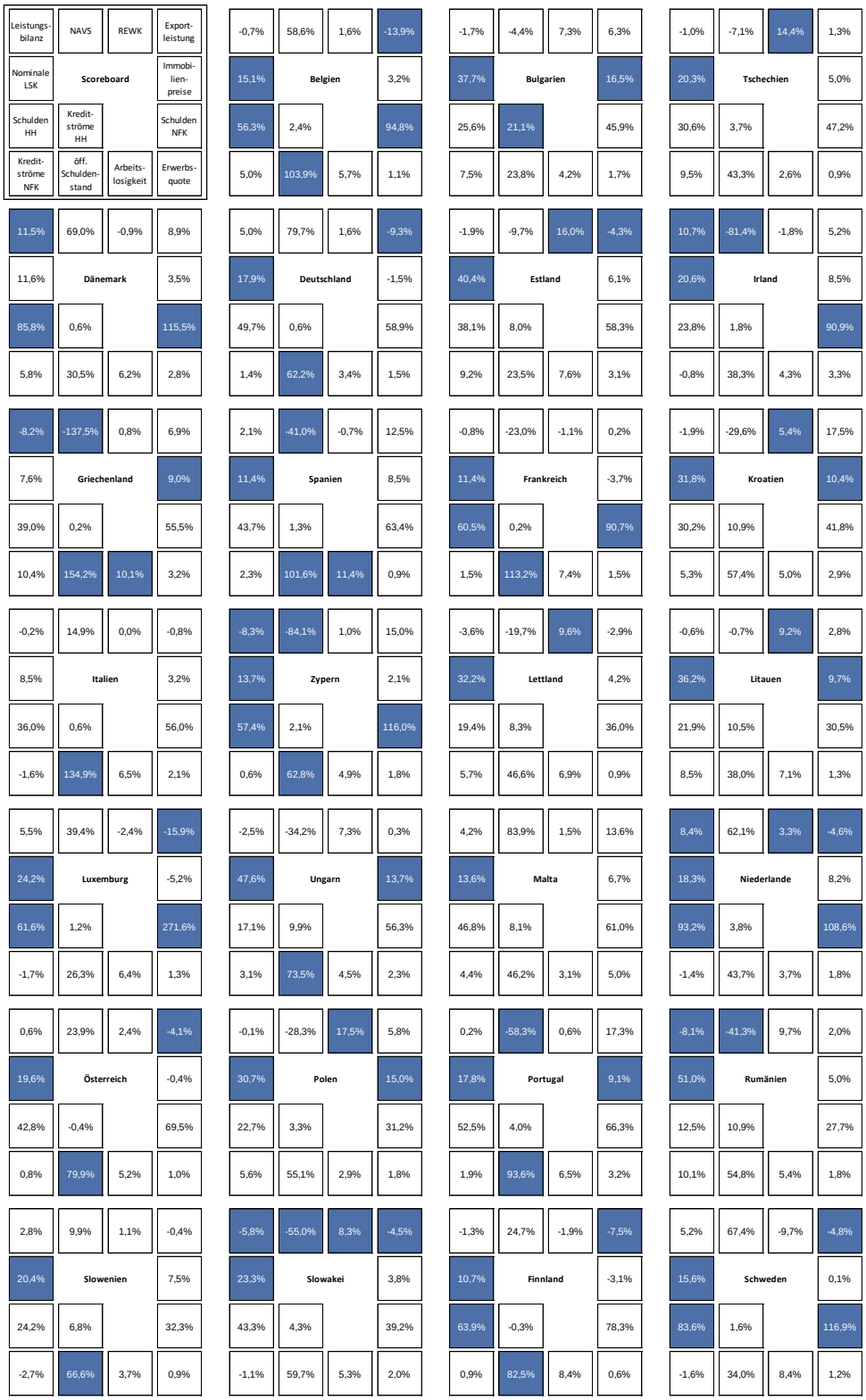
Länderspezifische Schlussfolgerungen und weiterführende Überwachung

2026 werden eingehende Überprüfungen für die sieben Mitgliedstaaten vorbereitet, bei denen im Frühjahr 2025 Ungleichgewichte oder übermäßige Ungleichgewichte festgestellt wurden. Der Anhang dieser Mitteilung gibt einen Überblick über die Entwicklung der wichtigsten Parameter, die diesen Ungleichgewichten zugrunde liegen. Mit den eingehenden Überprüfungen für das Jahr 2026, die im ersten Halbjahr 2026 veröffentlicht werden, wird eine wirtschaftliche Bewertung der Frage vorgenommen, ob diese Ungleichgewichte sich verschärfen, korrigiert werden oder bereits korrigiert wurden, um die Bewertungen zu aktualisieren und den möglichen verbleibenden Bedarf weiterer Maßnahmen einzuschätzen. Dies betrifft Griechenland, Italien, die Niederlande, Rumänien, Schweden, die Slowakei und Ungarn.

Für die übrigen Mitgliedstaaten besteht zum gegenwärtigen Zeitpunkt keine Notwendigkeit, eingehende Überprüfungen durchzuführen.

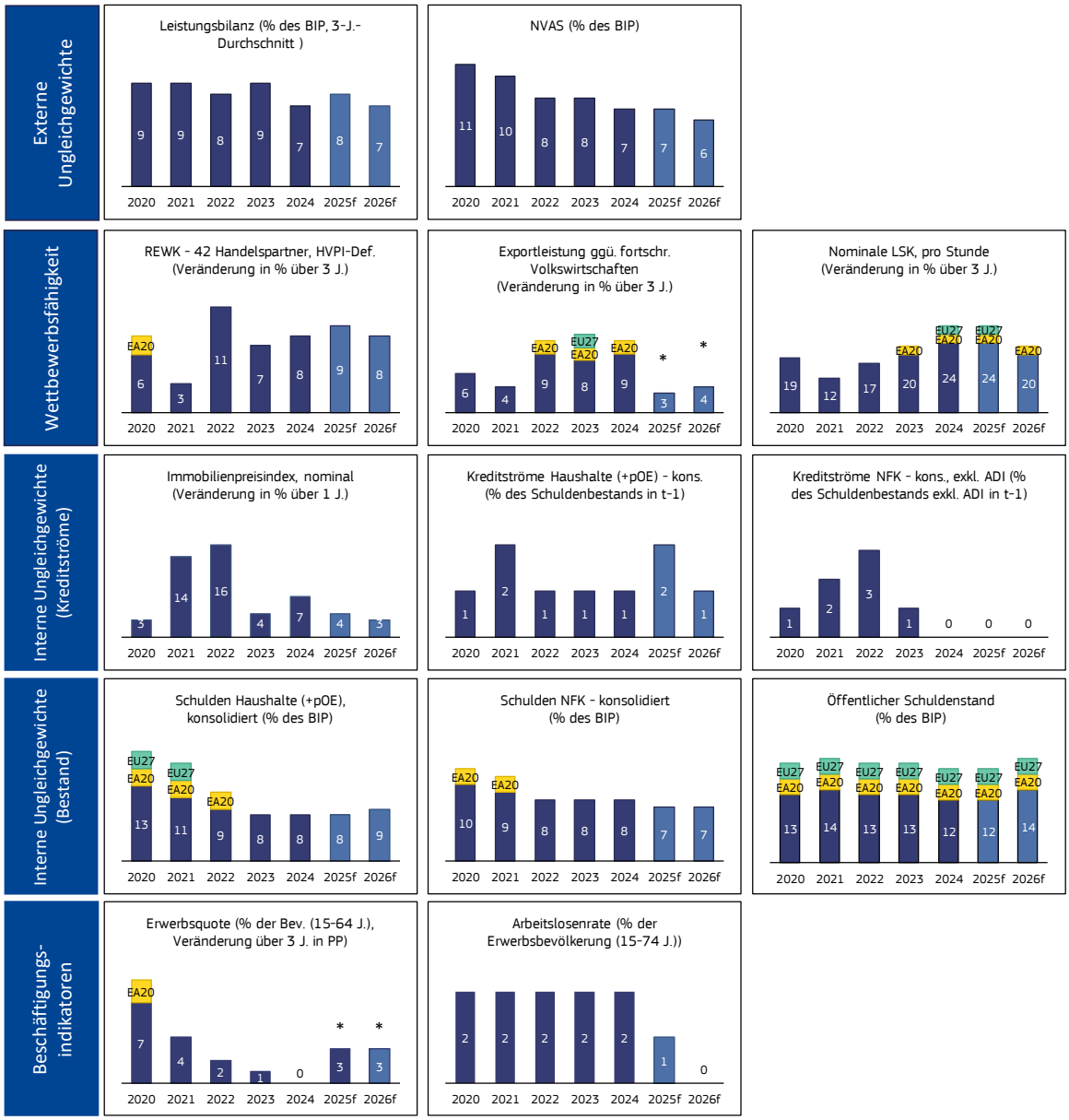
Bei einer Reihe von Mitgliedstaaten hat die wirtschaftliche Auslegung des Scoreboards ergeben, dass zwar keine eingehende Überprüfung erforderlich ist, einige Entwicklungen aber verfolgt werden müssen. In **Bulgarien** haben die Wohnimmobilienpreise parallel zur Kreditaufnahme durch Privathaushalte stark zugelegt, und die weiterhin steigenden Lohnstückkosten stellen ein Risiko für Preisdruck dar. Die außenwirtschaftliche Position hingegen bleibt trotz einer leichten Verschlechterung weiterhin solide, und mindert zusammen mit dem laufenden Prozess der nominalen Konvergenz Risiken. **Estland** wurde in diesem Frühjahr einer eingehenden Überprüfung unterzogen und es wurden keine Ungleichgewichte festgestellt. Dennoch nimmt die Kostenwettbewerbsfähigkeit weiterhin ab und das Inflationsgefälle gegenüber dem Euroraum hat sich 2025 unerwartet vergrößert, während die wirtschaftliche Konvergenz zum Stillstand oder ganz zum Erliegen gekommen ist. Auch die Wohnimmobilienpreise und das Kreditwachstum entwickeln sich dynamisch. Die Leistungsbilanz weist nur moderate Defizite auf, aber diese könnten sich bei steigender Nachfrage vergrößern. **Kroatien** ist mit Preisdruck und problematischen Entwicklungen der Kostenwettbewerbsfähigkeit konfrontiert. Darüber hinaus sind die Wohnimmobilienpreise merklich gestiegen und die Kreditvergabe für Wohnimmobilien gestaltet sich dynamisch, was weiterer Beobachtung bedarf. **Lettland** hat in den letzten Jahre mit die stärksten kumulierten Preissteigerungen in der EU verzeichnet und auch die Lohnstückkosten legen weiterhin kräftig zu, auch wenn sich ihr Anstieg verlangsamt hat. Der Preisdruck belastet die Kostenwettbewerbsfähigkeit, was zusammen mit dem schwachen außenwirtschaftlichen Umfeld zu einem Rückgang der Ausfuhren beigetragen haben könnte.

Abbildung 1: **Indikatoren des WMB-Scoreboards im Jahr 2024 nach Mitgliedstaat**



Quelle: Eurostat und Europäische Kommission.

Abbildung 2: **Zahl der Mitgliedstaaten mit Scoreboard-Werten über dem Schwellenwert**



Die Anzahl der Mitgliedstaaten, die in einem bestimmten Jahr Scoreboard-Werte über den relevanten Schwellenwerten verzeichnen, entspricht dem Datenstand zum Stichtag des Warnmechanismus-Berichts 2026 (31. Oktober 2025). Durch nachträgliche Datenkorrekturen kann sich die Anzahl der jenseits der Schwellenwerte liegenden Scoreboard-Werte ändern, die auf der Grundlage der in früheren Warnmechanismus-Berichten festgelegten Scoreboard-Kenngrößen berechnet wurden. *Im Prognosezeitraum liegen keine Daten für Aggregate für das Euro-Währungsgebiet und die EU vor.

Quelle: Eurostat und Prognosen der Europäischen Kommission.

Auswertung der wirtschaftlichen Entwicklungen im Jahr 2024 nach Sektoren

- Im Jahr 2024 verbesserte sich die Leistungsbilanz in fast allen Mitgliedstaaten. Die Handelsbilanzen haben angesichts weiter sinkender Energiepreise und einer anhaltend schwachen Nachfrage wieder ihr Niveau vor der Pandemie erreicht. Der Rückgang der Primärsalden, der eine kleine Anzahl von Mitgliedstaaten betrifft, hat den Anstieg der allgemeinen Leistungsbilanz gedämpft und ist in der Regel auf die Geschäftstätigkeit von Zweckgesellschaften mit starken grenzüberschreitenden finanziellen Verflechtungen, aber nur begrenzten Verbindungen zur Binnenwirtschaft der Mitgliedstaaten zurückzuführen. Die Leistungsbilanzen des Euroraums/der EU und der meisten Mitgliedstaaten bleiben insgesamt hinter ihrem Niveau vor der Pandemie zurück. Dies gilt insbesondere für Rumänien und einige große Schuldnermitgliedstaaten wie Griechenland und Zypern. Andere große Schuldnermitgliedstaaten wie Portugal und Spanien hingegen haben nun eine stärkere Leistungsbilanz als vor der Pandemie und verzeichnen sogar einen Überschuss. Die hohen Überschüsse andererseits bleiben im Allgemeinen weiterhin bestehen und haben in einigen Fällen sogar stark zugenommen. Dies gilt in erster Linie für Mitgliedstaaten, in denen multinationale Unternehmen oder Zweckgesellschaften eine besonders große Bedeutung haben oder die als internationale Finanzzentren dienen. Dies spiegelt sich auch in den Daten zu diesen Mitgliedstaaten wider. Die allmähliche Verbesserung der Binnennachfrage im Jahr 2025 führte bisher trotz der anhaltenden Erholung des Handels zu einem leichten Rückgang sowohl der Handels- als auch der Leistungsbilanz. Die Kreditvergabe und -aufnahme in den verschiedenen Wirtschaftssektoren hat sich im Vergleich zu Vor-Pandemie-Zeiten verändert. Während das Finanzierungsdefizit des Staates gestiegen ist, hat der Finanzierungsüberschuss des privaten Sektors zugenommen. Allein im Jahr 2024 bestand die größte Veränderung im Anstieg der Nettoersparnisse der privaten Haushalte, das nunmehr ein historisch hohes Niveau erreicht hat.

- Die hohen **negativen Netto-Auslandspositionen** gingen 2024 im zweiten Jahr in Folge deutlich zurück. Diese Verbesserung lässt sich einerseits auf die insgesamt positiven Leistungsbilanzen und andererseits auf einen durch die hohe Inflation verstärkten Nennereffekt zurückführen. In den meisten Fällen führten starke Bewertungseffekte, bedingt durch Wechselkursschwankungen, zu weiteren Rückgängen. Auch die hohen **positiven Netto-Auslandspositionen** legten deutlich zu. Zwar wirkte der Nennereffekt weiterhin dämpfend auf den Bestand der Auslandsposition, jedoch war sein Einfluss geringer als in den vergangenen Jahren und nicht so bedeutend wie der zunehmende Effekt deutlich positiver Leistungsbilanzen. Insgesamt kam es trotz des starken Anstiegs des Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS) der Gläubigermitgliedstaaten zu einer gewissen Neubalancierung der **außenwirtschaftlichen Positionen im Euro-Währungsgebiet**. Dies ist in erster Linie darauf zurückzuführen, dass Mitgliedstaaten mit einem großen Tourismussektor – die in der Regel einen hohen negativen Nettoauslandsvermögensstatus aufweisen – schneller gewachsen sind als Mitgliedstaaten mit einer starken Fertigungsindustrie, wobei auch günstige Handelsbedingungen eine Rolle gespielt haben. Die weiterhin großen Unterschiede in den Leistungsbilanzen dürften jedoch dazu führen, dass sich die Auslandspositionen weiter auseinanderentwickeln, da ab 2025 mit einer Verlangsamung des nominalen BIP-Wachstums zu rechnen ist.

- Der Anstieg der **Lohnstückkosten** blieb 2024 auf hohem Niveau, ging jedoch im Vergleich zu 2023 insgesamt und in den meisten Mitgliedstaaten zurück. Im Jahr 2024 wurde der Anstieg der Lohnstückkosten in erster Linie durch Lohnsteigerungen befeuert, die über der Inflationsrate lagen, wobei die Produktivität nur einen geringen ausgleichenden Effekt hatte, und das auch nicht in allen Mitgliedstaaten. Somit bestehen beim Anstieg der Lohnstückkosten nach wie vor

erhebliche Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten. In einigen von ihnen bewirkte der Rückgang der Produktivität einen stärkeren Anstieg der Lohnstückkosten. Im Jahr 2025 dürften die Löhne schließlich auch real leicht über das Niveau von 2019 ansteigen. In einigen Volkswirtschaften der EU zeichnete sich eine gewisse Abschwächung ab, die auf einen moderateren Lohnanstieg in der Zukunft hindeutet. Auch wenn sich der Lohnanstieg voraussichtlich verlangsamt, dürfte er nominal weiterhin hoch bleiben, insbesondere in den Mitgliedstaaten, die bereits im Zeitraum 2019-2024 einen starken Anstieg der Kosten und Preise verzeichneten.

- Im Jahr 2024 legte der Euro insgesamt zu, ebenso wie alle weiteren EU-Währungen mit Ausnahme der tschechischen Krone und des ungarischen Forint. Dies führte zu einem allgemeinen Anstieg der **realen effektiven Wechselkurse (REWK)** in der EU und im Euroraum, und zwar trotz der gegenüber den wichtigsten Handelspartnern der EU relativ niedrigeren Inflation. In Mitgliedstaaten wie Belgien, Estland und Rumänien trugen auch Inflationsgefälle zur Aufwertung der realen effektiven Wechselkurse bei; in den meisten anderen Mitgliedstaaten wurde diese zumindest teilweise durch die Inflation gedämpft. Noch deutlichere Unterschiede innerhalb der EU zeigen sich bei der Bewertung der realen effektiven Wechselkurse gemessen an den Lohnstückkosten. In einigen Mitgliedstaaten mit hohem Wachstum der Lohnstückkosten legten die realen effektiven Wechselkurse um mehr als 5 % zu, obwohl sie in der EU insgesamt leicht an Wert nachgegeben haben.

- Die **Schuldenquote der Unternehmen** in der EU ging 2024 zum vierten Mal in Folge zurück, wenngleich sie in einem Drittel der EU-Mitgliedstaaten zunahm – in der Regel jedoch ausgehend von einem niedrigen Niveau. Die aggregierte Schuldenquote erreichte ihren niedrigsten Wert seit fast zwei Jahrzehnten. Mit dem Rückgang der Inflation verlangsamte sich auch der Schuldenabbau, wodurch sich der Nennereffekt verringerte, der jedoch nach wie vor als Haupttreiber für den Rückgang gilt. In einigen Mitgliedstaaten trugen darüber hinaus auch negative Nettokreditströme zum Rückgang der Schuldenquote bei. Insgesamt blieben die Kreditströme an Nichtfinanzunternehmen nach einem starken Rückgang im Jahr 2023 weiterhin verhalten, doch die jüngsten Daten deuten auf erste Anzeichen einer Erholung hin. Die Unternehmensinvestitionen gingen 2024 real zurück. Obwohl die Unternehmensverschuldung im Jahr 2024 rückläufig war, nahm die Anfälligkeit der Unternehmen aufgrund ihrer eingeschränkteren Möglichkeiten zur Bedienung der Schulden zu. Auch die Unternehmensersparnisse waren rückläufig, und die Zinsdeckungsquoten der Unternehmen gingen aufgrund gestiegener Zinsbelastungen und sinkender Gewinne in den Jahren 2023 und 2024 weiter zurück. In jüngster Zeit sind die Kreditkosten gegenüber ihrem Höchststand nach der Pandemie gesunken, was darauf hindeutet, dass sich die Fähigkeit zur Bedienung der Schulden bald verbessern dürfte. Im Jahr 2025 verliert der Schuldenabbau weiter an Schwung und die Kreditströme steigen langsam, einhergehend mit einer allmählichen – aber langsamen – Erholung der Unternehmensinvestitionen.

- Die **Wohnimmobilienpreise** zogen in den meisten europäischen Mitgliedstaaten wieder an, nachdem sie Ende 2022 mit dem Anstieg der Zinssätze zurückgegangen waren. In einigen Mitgliedstaaten hielt sich der Rückgang im Jahr 2023 jedoch in Grenzen, und die Wohnimmobilienpreise legten in den letzten zwei Jahren kumulativ um mehr als 15 % bzw. sogar 20 % zu. Mitgliedstaaten, in denen die Preise Schätzungen zufolge annähernd dem beizulegenden Zeitwert entsprachen oder sogar darunter lagen, verzeichneten 2024 den stärksten Preisanstieg. Im Gegensatz dazu gaben die Preise in einigen Mitgliedstaaten, in denen sie in der Regel stark überbewertet waren, im Jahr 2024 weiter nach. Die allgemeine Tendenz zu Preissteigerungen war begleitet von einer Erholung bei den Geschäftsabschlüssen. Die

schleppenden Investitionen in den Wohnungsbau, die in den letzten zehn Jahren insgesamt auf niedrigem Niveau lagen und seit 2022 eingebrochen sind, gehen mit einem starken Rückgang bei den Baugenehmigungen einher und führen zu einer sehr verhaltenen Angebotsreaktion auf die Nachfrage nach Wohnraum. Aufgrund des anhaltend eingeschränkten Angebots ist davon auszugehen, dass die Wohnimmobilienpreise weiter deutlich anziehen werden.

- Die **Verschuldungsquote der privaten Haushalte** setzte ihren rückläufigen Trend der letzten Jahre auch 2024 fort, ging in den meisten Mitgliedstaaten zurück und verzeichnete neue historische Tiefststände. Im Vergleich zu den Vorjahren fiel der Rückgang im Jahr 2024 aufgrund des nachlassenden Nennereffekts geringer aus, während die Kreditvergabe nach ihrem starken Einbruch 2023 wieder leicht anzog, wobei die Kreditaufnahme in einigen Mitgliedstaaten in den letzten Jahren weiterhin dynamisch blieb. Neben der rückläufigen Verschuldung verzeichnen die privaten Haushalte auch einen Anstieg bei den Einkommen und finanziellen Vermögenswerte, wodurch sie besser in der Lage sind, die höheren Zinsen zu bedienen, die trotz einiger Rückgänge weiterhin nahe ihren jüngsten Höchstständen liegen. Die Haushaltsbilanzen in der EU bleiben insgesamt robust. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die privaten Haushalte insgesamt über eine positive Nettoposition bei verzinslichen Instrumenten verfügen, sodass der Anstieg der Zinszahlungen mit einem noch stärkeren Anstieg der Zinserträge einhergeht, wodurch sich das verfügbare Einkommen insgesamt positiv entwickelt, wenn auch in geringem Umfang. Im Jahr 2024 lag der reale Wert der finanziellen Vermögenswerte der privaten Haushalte über dem Vor-Pandemie-Niveau, während die Finanzverbindlichkeiten zurückgegangen sind.

- Das nominale BIP-Wachstum trug 2024 trotz erheblicher öffentlicher Defizite zur Stabilisierung der **öffentlichen Schuldenquoten** bei. Ungeachtet der Rückgänge, die größtenteils zwischen 2021 und 2023 zu verzeichnen waren, bleibt die öffentliche Schuldenquote in der EU und im Euroraum hoch und liegt insgesamt über dem Niveau von 2019. In den Jahren 2025 und 2026 dürfte die Schuldenquote in den meisten Mitgliedstaaten sowie im Euroraum und in der EU insgesamt erneut zunehmen. Grund dafür ist, dass sich das Zins-Wachstums-Differenzial verringert oder sogar ins Positive kehrt, während in mehreren Mitgliedstaaten weiterhin beträchtliche Defizite bestehen. Allerdings haben einige – jedoch nicht alle – hoch verschuldete Mitgliedstaaten in den letzten Jahren ihre Finanzpolitik gestrafft und weisen positive Haushaltssalden auf. In einigen Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums, in denen ein relativ großer Teil der staatlichen Kreditaufnahme und der Staatsverschuldung auf Fremdwährungen lautet, können Wechselkursschwankungen zu einer Verteuerung der Kosten für die Mittelaufnahme und den Schuldendienst führen.

- Insgesamt erwies sich der **Finanzsektor** des Euroraums und der EU im Jahr 2024 robust und konnte eine hohe Rentabilität und starke Kapitalquoten beibehalten. Die aggregierte Eigenkapitalrendite der Kreditinstitute im Euroraum und in der EU blieb 2024 hoch, da höhere Gebühren und Provisionen die niedrigeren Zinsmargen ausglichen und sich die harte Kernkapitalquote der Kreditinstitute im Euroraum und in der EU auf einem hohen Niveau stabilisierte. Die Qualität der Vermögenswerte der Banken im Euroraum/in der EU blieb stabil, auch wenn sich eine leichte Verschlechterung abzeichnet. Die Gesamtquote notleidender Kredite der Kreditinstitute im Euroraum/der EU erhöhte sich im Laufe des Jahres 2024 geringfügig, liegt mit 2 % aber weiterhin auf einem niedrigen Niveau. Auf Länderebene nahmen die notleidenden Kredite vor allem in Mitgliedstaaten mit bislang geringem Bestand zu, während die entsprechenden Quoten in Ländern mit höheren Altlasten zurückgingen. Der Anteil der Stufe-2-Kredite hat sich leicht erhöht. Die Risikopositionen des Bankensystems in Bezug auf Immobilien und Staatsanleihen bleiben eine Quelle für Anfälligkeiten, da diese beiden Segmente mehr als

die Hälfte der Bankenaktiva ausmachen. Die hohe Exposition des Bankensektors gegenüber nationalen öffentlichen Schuldtiteln erhöht das Risiko für Rückkopplungseffekte in Mitgliedstaaten, die hoch verschuldet oder auf Finanzierung in Fremdwährungen angewiesen sind. Außerhalb des Bankensektors ist der Bereich der Nichtbanken-Finanzintermediäre (NBFI), der in den letzten Jahren rasch gewachsen ist, besonderen Risiken ausgesetzt, und seine Verflechtung mit dem Bankensektor stellt eine Risikoquelle dar. Darüber hinaus verfügen sowohl der Bankensektor als auch Nichtbanken-Finanzintermediäre über erhebliche Risikopositionen im gewerblichen Immobiliensektor, der weiterhin unter Druck steht.