



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK
EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 4 / 2020



Inhalt

Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen	3
Überblick	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	10
2 Finanzielle Entwicklungen	20
3 Konjunkturentwicklung	27
4 Preise und Kosten	34
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	40
6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	51
Kästen	55
1 Auswirkungen des Covid-19-bedingten Lockdowns auf den Handel mit Reisedienstleistungen	55
2 Aus Optionspreisen abgeleitete Marktangst im Zusammenhang mit dem Coronavirus (Covid-19)	61
3 Zugang kleiner und mittlerer Unternehmen zu Finanzmitteln während der Covid-19-Pandemie: Erkenntnisse aus Umfragedaten	67
4 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 29. Januar bis zum 5. Mai 2020	73
5 Regionale Arbeitsmarktentwicklung während der globalen Finanzkrise und der anschließenden Erholung	80
6 Kurzarbeitsregelungen: Auswirkungen auf Löhne und verfügbares Einkommen	86
7 Die Covid-19-Krise und ihre Auswirkungen auf die Finanzpolitik	91
Aufsätze	96
1 Die Einstellung der Bürgerinnen und Bürger gegenüber der EZB, dem Euro und der Wirtschafts- und Währungsunion	96
2 Entwicklung des Zugangs kleiner und mittlerer Unternehmen zu Finanzmitteln seit der Finanzkrise: Erkenntnisse aus Umfragedaten	124
Statistik	149

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
EL	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	Euro-Währungsgebiet

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 und monetäre Entwicklungen

Überblick

Auf seiner geldpolitischen Sitzung am 4. Juni beschloss der EZB-Rat, den Umfang des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) auszuweiten, dessen Zeithorizont zu verlängern und die fällig werdenden Tilgungsbeträge wieder anzulegen. Des Weiteren beschloss er, das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) sowie die Reinvestitionen im Rahmen dieses Programms fortzuführen und die EZB-Leitzinsen unverändert zu belassen. Die jüngsten Daten bestätigen, dass die Wirtschaft des Eurogebiets so stark schrumpft wie nie zuvor. Aufgrund der Corona-Pandemie (Covid-19-Pandemie) und der zu ihrer Eindämmung ergriffenen Maßnahmen ist die Wirtschaftstätigkeit eingebrochen. Starke Arbeitsplatz- und Einkommensverluste sowie eine außergewöhnlich hohe Unsicherheit bezüglich der wirtschaftlichen Aussichten haben zu einem deutlichen Rückgang bei den Konsumausgaben und Investitionen geführt. Parallel zur allmählichen Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen gibt es bei den Umfragedaten und Echtzeitindikatoren zur Konjunktur zwar gewisse Anzeichen dafür, dass das Ende der Talsohle erreicht ist. Im Vergleich zur Geschwindigkeit, mit der die Indikatoren in den beiden vorangegangenen Monaten abgestürzt sind, fällt diese Steigerung bislang jedoch verhalten aus. Gemäß den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2020 dürfte im zweiten Quartal des laufenden Jahres für das Euro-Währungsgebiet ein beispielloser Rückgang des Wachstums zu erwarten sein, bevor sich dieses in der zweiten Jahreshälfte wieder erholt. Einen entscheidenden Beitrag leisten hierbei die umfangreichen Hilfspakete der Finanz- und Geldpolitik. Dennoch wird in den Projektionen über den gesamten Projektionszeitraum hinweg mit einer erheblichen Abwärtskorrektur der Wirtschaftstätigkeit und der Inflationsaussichten gerechnet, wobei das Basisszenario mit einem außergewöhnlich hohen Maß an Unsicherheit behaftet ist. Während die Gesamtinflation durch die niedrigeren Energiepreise geschwächt wird, wird erwartet, dass der Preisdruck aufgrund des starken Rückgangs des realen BIP und der damit zusammenhängenden deutlichen Zunahme der wirtschaftlichen Unterauslastung weiter verhalten bleibt. Vor diesem Hintergrund beschloss der EZB-Rat eine Reihe von geldpolitischen Maßnahmen, um die Wirtschaft während ihrer schrittweisen Öffnung zu unterstützen und mittelfristig Preisstabilität zu gewährleisten.

Bewertung der wirtschaftlichen und monetären Lage zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung am 4. Juni 2020

Die Covid-19-Epidemie hat zu einer drastischen Verschlechterung der weltwirtschaftlichen Aussichten geführt, wie aus den von Experten des

Eurosystems erstellen Projektionen vom Juni 2020 hervorgeht. Die Pandemie hat die Weltwirtschaft zum Erliegen gebracht. Maßnahmen der Regierungen in aller Welt, die Ausbreitung des Virus einzudämmen, haben dabei erheblich zu dem jüngsten Konjunkturerinbruch beigetragen. Zwar haben mehrere Länder zuletzt begonnen, die Eindämmungsmaßnahmen zu lockern, doch dürfte sich dieser Prozess nur in kleinen Schritten vollziehen. Zudem wurde das Wachstum, insbesondere in den Schwellenländern, durch den Preisverfall bei Rohstoffen, eine Verschärfung der Finanzierungsbedingungen und umfangreiche Kapitalabflüsse belastet. Die aktuellen Daten bestätigen, dass die Eindämmungsmaßnahmen dramatische und tiefgreifende wirtschaftliche Folgen haben werden. Angesichts dieser schwerwiegenden globalen Störungen wird das Wachstum des weltweiten realen BIP (ohne Euroraum) gemäß den Projektionen des Eurosystems vom Juni 2020 im laufenden Jahr um 4,0 % sinken. Der Rückgang erfolgt rascher und fällt höher aus als während der Großen Rezession. Nach einem starken Einbruch in den ersten beiden Quartalen 2020 wird sich die globale Konjunktur der Projektion zufolge im dritten Quartal allmählich erholen und im Jahr 2021 um 6,0 % sowie im Jahr 2022 um 3,9 % wachsen. Der Welthandel wird stärker betroffen sein, da die wirtschaftlichen Folgen durch Störungen im Bereich Logistik und durch Grenzsicherungen verschärft werden. Ungeachtet der den Juni-Projektionen zugrunde liegenden dramatischen Verschlechterung der weltwirtschaftlichen Aussichten sind die Risiken in Bezug auf die globale Wirtschaftsentwicklung weiterhin abwärtsgerichtet. Insbesondere können sich die Folgen der Pandemie als weitreichender und längerfristiger erweisen als derzeit erwartet.

Wenngleich sich die Finanzierungsbedingungen im Euroraum seit der Sitzung des EZB-Rats im März 2020 etwas gelockert haben, sind sie noch nicht wieder auf ihren Stand vor der weltweiten Ausbreitung von Covid-19 zurückgekehrt.

Im Beobachtungszeitraum (12. März bis 3. Juni 2020) verschob sich die Terminzinskurve des EONIA (Euro Overnight Index Average) nach oben. Bei kurzen Laufzeiten zeigt die Kurve nach wie vor einen inversen Verlauf, wenn auch etwas weniger ausgeprägt als am 12. März. Dies deutet darauf hin, dass die Erwartungen der Marktteilnehmer im Hinblick auf weitere Leitzinssenkungen zurückgegangen sind und sich weiter in die Zukunft verlagert haben. Trotz der geldpolitischen Akkommodierung durch das PEPP und andere geldpolitische Maßnahmen zogen die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Eurogebiet im Berichtszeitraum an. Insbesondere aufgrund einer positiveren globalen Risikoneigung und der Einschätzung, dass die Randrisiken (Tail Risks) einer drohenden weltweiten Krise etwas abgenommen haben, erholten sich die Preise risikoreicher Vermögenswerte teilweise von den im Februar und März aufgetretenen Verlusten. An den Devisenmärkten blieb der Euro in handelsgewichteter Rechnung weitgehend stabil, wobei die Schwankungen der bilateralen Wechselkurse auf die Unsicherheit im Zusammenhang mit der Covid-19-Pandemie zurückzuführen waren.

Im ersten Vierteljahr 2020 sank das reale BIP des Euroraums um 3,8 % gegenüber dem Vorquartal, und die aktuellen Daten deuten auf einen weiteren spürbaren Rückgang im zweiten Quartal hin. Die jüngsten Konjunkturindikatoren und Umfrageergebnisse bestätigen einen starken Konjunkturerinbruch und sich rapide verschlechternde Arbeitsmarktbedingungen. Die Corona-Pandemie und die

erforderlichen Eindämmungsmaßnahmen haben sowohl das verarbeitende Gewerbe als auch den Dienstleistungssektor sehr stark beeinträchtigt und die Produktionskapazität der Wirtschaft im Euroraum wie auch die Binnennachfrage in Mitleidenschaft gezogen. Die jüngsten Indikatoren deuten darauf hin, dass die Konjunktur im Mai das Ende der Talsohle mehr oder weniger erreicht haben dürfte, da einige Wirtschaftsbereiche allmählich wieder öffnen. Dementsprechend wird erwartet, dass die Wirtschaftstätigkeit des Euroraums im dritten Quartal angesichts der weiteren Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen wieder anzieht. Dazu tragen günstige Finanzierungsbedingungen, ein expansiver fiskalischer Kurs und eine Erholung der Weltwirtschaft bei. Insgesamt gesehen sind die Geschwindigkeit und das Ausmaß der konjunkturellen Belebung allerdings weiterhin mit großer Unsicherheit behaftet.

Diese Einschätzung deckt sich weitgehend mit den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2020. Dem Basisszenario der Projektionen zufolge dürfte das jährliche reale BIP dieses Jahr um 8,7 % zurückgehen und 2021 um 5,2 % sowie 2022 um 3,3 % ansteigen. Gegenüber den Projektionen der EZB vom März 2020 wurde der Ausblick für das Wachstum des realen BIP für 2020 deutlich nach unten korrigiert, und zwar um 9,5 Prozentpunkte. Für 2021 wurde er um 3,9 Prozentpunkte und für 2022 um 1,9 Prozentpunkte nach oben revidiert. Da der Ausblick derzeit mit außergewöhnlich großer Unsicherheit behaftet ist, sehen die Projektionen zudem zwei Alternativszenarien vor.¹ Allgemein wird das Ausmaß des Abschwungs und der Erholung entscheidend von Dauer und Wirksamkeit der Eindämmungsmaßnahmen abhängen. Von zentraler Bedeutung wird auch sein, wie erfolgreich die Maßnahmen sind, durch die die nachteiligen Auswirkungen auf Einkommen und Beschäftigung abgemildert werden, und inwieweit Angebotskapazitäten und die Binnennachfrage dauerhaft beeinträchtigt sind. Nach Einschätzung des EZB-Rats sind die Risiken in Bezug auf die Basisprojektionen insgesamt abwärtsgerichtet.

Die am HVPI gemessene jährliche Teuerung im Euroraum verringerte sich der Vorausschätzung von Eurostat zufolge von 0,3 % im April auf 0,1 % im Mai, was in erster Linie dem geringeren Anstieg der Energiepreise geschuldet war. Ausgehend von den aktuellen Preisen und den Terminpreisen für Öl dürfte die Gesamtinflation in den kommenden Monaten noch etwas weiter zurückgehen und bis Jahresende auf niedrigem Niveau verharren. Mittelfristig wird die schwächere Nachfrage zu einem Abwärtsdruck auf die Inflation führen. Dieser wird nur teilweise durch den Aufwärtsdruck ausgeglichen werden, der mit Angebotsengpässen einhergeht. Die marktbasieren Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen liegen nach wie vor auf einem sehr niedrigen Niveau. Die umfragebasierten Indikatoren der kurz- und mittelfristigen Inflationserwartungen sind zurückgegangen. Die längerfristigen Inflationserwartungen sind indes weniger betroffen.

Diese Einschätzung deckt sich mit den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet

¹ Siehe EZB, [Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), Juni 2020.

vom Juni 2020. Den dort enthaltenen Berechnungen zufolge wird sich die jährliche HVPI-Inflation im Basisszenario 2020 auf 0,3 %, 2021 auf 0,8 % und 2022 auf 1,3 % belaufen. Gegenüber den Projektionen der EZB vom März 2020 wurde der Ausblick für die Teuerung nach dem HVPI für 2020 um 0,8 Prozentpunkte, für 2021 um 0,6 Prozentpunkte und für 2022 um 0,3 Prozentpunkte nach unten korrigiert. Die jährliche HVPI-Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel dürfte 2020 bei 0,8 %, 2021 bei 0,7 % und 2022 bei 0,9 % liegen.

Die monetäre Dynamik wurde durch die Covid-19-Pandemie deutlich beschleunigt. Dies ist auf den akuten Liquiditätsbedarf der Unternehmen zur Finanzierung laufender Zahlungen zurückzuführen sowie darauf, dass die Wirtschaftsakteure aus Vorsichtsgründen eine starke Präferenz für monetäre Anlagen haben. Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 erhöhte sich von 7,5 % im März auf 8,3 % im April 2020. Das starke Geldmengenwachstum spiegelt die Bankkreditvergabe wider, die weitgehend auf den akuten Liquiditätsbedarf der Wirtschaft zurückzuführen ist. Zudem führt die hohe wirtschaftliche Unsicherheit zu einer vorsorglichen Umschichtung in liquide Mittel. Das eng gefasste Geldmengenaggregat M1, das die liquidesten Komponenten der Geldmenge umfasst, hat abermals den größten Beitrag zum Anstieg der weit gefassten Geldmenge geleistet. Auch die Entwicklung der Buchkredite an den privaten Sektor war weiterhin von den Auswirkungen des Coronavirus auf die Wirtschaftstätigkeit geprägt. Die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften erhöhte sich weiter, und zwar von 5,5 % im März 2020 auf 6,6 % im April. Darin zeigt sich der Mittelbedarf der Unternehmen zur Finanzierung ihrer laufenden Ausgaben und ihres Betriebskapitals vor dem Hintergrund rapide sinkender Einnahmen. Gleichzeitig ging die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an private Haushalte von 3,4 % im März auf 3,0 % im April zurück. Gründe hierfür waren der durch die Eindämmungsmaßnahmen eingeschränkte Konsum, ein sinkendes Vertrauen und die Verschlechterung der Lage am Arbeitsmarkt. Die geldpolitischen Maßnahmen des EZB-Rats, insbesondere die sehr günstigen Bedingungen für die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III), sollten Banken dazu ermutigen, Kredite an alle Akteure des privaten Sektors zu vergeben. Im Verbund mit den Maßnahmen, die von den nationalen Regierungen und den europäischen Institutionen beschlossen wurden, unterstützen die Maßnahmen des EZB-Rats den weiteren Zugang zu Finanzmitteln auch für jene, die am stärksten von den Auswirkungen der Corona-Pandemie betroffen sind.

Die Covid-19-Pandemie hat erhebliche Auswirkungen auf die Finanzpolitik im Euroraum. Die Eindämmungsmaßnahmen haben auch zu Konjunkturprogrammen ungekannten Ausmaßes geführt, die darauf abzielen, die wirtschaftlichen Folgen abzumildern und eine rasche Erholung einzuleiten. Infolgedessen wird sich das gesamtstaatliche Defizit im Euroraum den Prognosen zufolge im Jahr 2020 beträchtlich erhöhen, und zwar auf 8,5 % des BIP, verglichen mit 0,6 % des BIP im Jahr 2019. Die Defizitquote dürfte zwar im Jahr 2021 auf 4,9 % zurückgehen, im Jahr 2022 aber immer noch 3,8 % betragen. Insgesamt wird der fiskalische Kurs im Euroraum den Erwartungen zufolge im Jahr 2020 stark expansiv sein. Im Jahr 2021 hingegen dürfte er restriktiv ausfallen, da die meisten Stützungsmaßnahmen bis dahin ausgelaufen sein dürften. Hierbei ist zu beachten, dass der öffentliche

Finanzierungssaldo trotz des im Jahr 2021 restriktiven Fiskalkurses weiterhin deutlich im negativen Bereich liegen wird. Die wirtschaftliche Erholung wird nach wie vor durch fiskalpolitische Instrumente und nicht zuletzt durch die automatischen Stabilisatoren gestützt. Angesichts des starken Konjunkturabschwungs im Euro-Währungsgebiet ist ein ambitionierter und koordinierter fiskalischer Kurs nach wie vor von entscheidender Bedeutung. Allerdings sollten die Maßnahmen zielgerichtet und zeitlich befristet sein. In diesem Zusammenhang ist sowohl das vom Europäischen Rat gebilligte, aus drei Sicherheitsnetzen bestehende Paket im Umfang von 540 Mrd € ausdrücklich zu begrüßen; Gleiches gilt für den Vorschlag der Europäischen Kommission zur Einrichtung eines Aufbauplans, mit dem Regionen und Sektoren unterstützt werden sollen, die besonders von der Pandemie betroffen sind.

Das geldpolitische Maßnahmenpaket

Das Zusammenwirken zweier Hauptfaktoren machte zusätzliche geldpolitische Maßnahmen erforderlich. Erstens stellt die pandemiebedingte Abwärtskorrektur der Inflationsaussichten eine Gefahr für das mittelfristige Preisstabilitätsmandat des EZB-Rats dar. Zweitens sind die Finanzierungsbedingungen im gesamten Euroraum nach wie vor deutlich restriktiver als vor Ausbruch der Pandemie, obwohl sich die Situation an den Finanzmärkten seit Einführung des PEPP merklich stabilisiert hat. Zugleich sind aber aufgrund der Konjunktur- und Inflationsaussichten günstigere Finanzierungsbedingungen vonnöten.

Vor diesem Hintergrund fasste der EZB-Rat am 4. Juni 2020 eine Reihe von geldpolitischen Beschlüssen, die im Einklang mit seinem Mandat eine weiterhin umfangreiche geldpolitische Akkommodierung stützen; diese ist erforderlich, um eine deutliche Annäherung der Inflation an ein Niveau von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht zu gewährleisten.

1. Der EZB-Rat beschloss, den Umfang des PEPP um 600 Mrd € auf insgesamt 1 350 Mrd € zu erhöhen. Als Reaktion auf die pandemiebedingte Abwärtskorrektur der Inflation über den Projektionszeitraum hinweg wird die Ausweitung des PEPP für eine weitere Lockerung des allgemeinen geldpolitischen Kurses sorgen und so die Finanzierungsbedingungen in der Realwirtschaft, insbesondere für Unternehmen und private Haushalte, unterstützen. Die Ankäufe werden auch weiterhin flexibel über den Zeitverlauf, die Anlageklassen und die Länder hinweg durchgeführt. Dies ermöglicht es dem EZB-Rat, Risiken für die reibungslose Transmission der Geldpolitik wirksam abzuwehren.
2. Der EZB-Rat beschloss, den Zeithorizont für die Nettoankäufe im Rahmen des PEPP bis mindestens Ende Juni 2021 zu verlängern. Damit wird der Zeithorizont an die Laufzeiten der anderen geldpolitischen Geschäfte angeglichen, die als Reaktion auf die Pandemie ergriffen wurden, wie beispielsweise die GLRG III und die längerfristigen Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäfte (PELTROs). Die EZB wird den Nettoerwerb von

Vermögenswerten im Rahmen des PEPP in jedem Fall durchführen, bis die Phase der Corona-Krise nach Einschätzung des EZB-Rats überstanden ist.

3. Der EZB-Rat beschloss, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des PEPP erworbenen Wertpapiere mindestens bis Ende 2022 bei Fälligkeit wieder anzulegen. Das zukünftige Auslaufen des PEPP-Portfolios wird in jedem Fall so gesteuert, dass eine Beeinträchtigung des angemessenen geldpolitischen Kurses vermieden wird. Die Wiederanlage von Tilgungsbeträgen wird dazu beitragen, das Risiko einer ungerechtfertigten Verschärfung der Finanzierungsbedingungen zu umgehen, während sich die Wirtschaft noch von dem Schock der Pandemie erholt. Gleichzeitig sollte die Wiederanlagestrategie des PEPP deren vorübergehenden Charakter und Bezug zum Pandemie-Notfall deutlich machen.
4. Darüber hinaus werden die Nettoankäufe im Rahmen des APP im Umfang von monatlich 20 Mrd € zusammen mit den Ankäufen unter dem zusätzlichen vorübergehenden Rahmen in Höhe von 120 Mrd € bis zum Jahresende fortgeführt. Der EZB-Rat geht weiterhin davon aus, dass die monatlichen Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des APP so lange fortgesetzt werden, wie dies für die Verstärkung der akkommodierenden Wirkung der EZB-Leitzinsen erforderlich ist, und dass sie beendet werden, kurz bevor er mit der Erhöhung der Leitzinsen beginnt.
5. Der EZB-Rat beabsichtigt, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere weiterhin bei Fälligkeit für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem er mit der Erhöhung der Leitzinsen beginnt, vollumfänglich wieder anzulegen und in jedem Fall so lange wie erforderlich, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten.
6. Außerdem hat der EZB-Rat beschlossen, die Leitzinsen der EZB unverändert zu belassen. Es wird davon ausgegangen, dass sie so lange auf ihrem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden, bis sich die Inflationsaussichten im Projektionszeitraum deutlich einem Niveau annähern, das hinreichend nahe, aber unter 2 % liegt, und bis sich diese Annäherung in der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation durchgängig widerspiegelt.

Im Verbund mit den bereits bestehenden erheblichen geldpolitischen Impulsen werden die Beschlüsse des EZB-Rats die Liquiditäts- und Finanzierungsbedingungen in der Wirtschaft unterstützen. Sie werden dazu beitragen, die Kreditvergabe an private Haushalte und Unternehmen aufrechtzuerhalten und günstige Finanzierungsbedingungen für alle Sektoren und Länder zu gewährleisten, um so die Erholung der Wirtschaft von den Folgen der Corona-Pandemie zu festigen. Zugleich ist der EZB-Rat vor dem Hintergrund des sich derzeit rasch wandelnden wirtschaftlichen Umfelds weiterhin fest entschlossen, innerhalb seines Mandats alles zu tun, was erforderlich ist, um alle Bürgerinnen und Bürger im Euroraum in dieser äußerst schwierigen Zeit zu unterstützen. Das bezieht sich in erster Linie auf die Aufgabe des EZB-Rats, im Rahmen der Erfüllung des Preisstabilitätsmandats die Transmission der Geldpolitik in allen

Wirtschaftsbereichen und Ländern zu gewährleisten. Der EZB-Rat ist daher nach wie vor bereit, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Teuerungsrate – im Einklang mit seiner Verpflichtung auf Symmetrie – auf nachhaltige Weise seinem Ziel annähert.

Außenwirtschaftliches Umfeld

Die Coronavirus-Pandemie (Covid-19) hat zu einer Lähmung der Weltwirtschaft geführt. Die Maßnahmen, die die Regierungen weltweit getroffen haben, um die Ausbreitung des Virus einzudämmen, ziehen auf kurze Sicht einen drastischen Rückgang der Wirtschaftsaktivität nach sich. Zwar haben mehrere Länder in letzter Zeit begonnen, die Eindämmungsmaßnahmen zu lockern, doch dürfte dieser Prozess in sehr kleinen Schritten vonstattengehen. Die wirtschaftliche Entwicklung wird besonders in den Schwellenländern auch durch einen Einbruch der Rohstoffpreise, restriktivere Finanzierungsbedingungen und umfangreiche Kapitalabflüsse beeinträchtigt. Den aktuellen Daten zufolge werden die Pandemie und die Eindämmungsmaßnahmen gravierende und weitreichende Folgen für die Wirtschaft haben. Angesichts der schweren globalen Verwerfungen erwarten die Experten des Eurosystems in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2020, dass das weltweite reale BIP (ohne Euro-Währungsgebiet) im laufenden Jahr um 4,0 % schrumpfen wird. Tempo und Ausmaß der Kontraktion dürften somit höher ausfallen als während der Großen Rezession. Nach einem drastischen Rückgang der Wirtschaftsleistung in den ersten beiden Quartalen 2020 dürfte ab dem dritten Jahresviertel eine weltweite konjunkturelle Erholung einsetzen. Dieser Verlauf impliziert, dass die weltwirtschaftliche Aktivität den Projektionen zufolge im Jahr 2021 um 6,0 % und 2022 um 3,9 % zunehmen wird. Der Welthandel dürfte indessen stärker in Mitleidenschaft gezogen werden, da Störungen im Bereich der Logistik sowie Grenzschießungen die Auswirkungen der Krise verschärfen. Zudem verhält sich der Handel prozyklisch und reagiert – insbesondere in Abschwungphasen – auf konjunkturelle Entwicklungen. Trotz der starken Eintrübung der globalen Wirtschaftsaussichten, die in den Projektionen vom Juni unterstellt wird, sind die Risiken für diesen Ausblick nach wie vor abwärtsgerichtet. So könnten sich vor allem die Folgen der Pandemie als schwerwiegender und dauerhafter erweisen als gegenwärtig erwartet wird. Weitere Risiken können beispielsweise aus einer erhöhten Reagibilität der Finanzmärkte auf aktuelle Meldungen, strukturellen Veränderungen im Bereich der Liefernetzwerke für die Produktion sowie der Gefahr eines zunehmenden Handelsprotektionismus erwachsen.

Weltwirtschaftliche Entwicklung und Welthandel

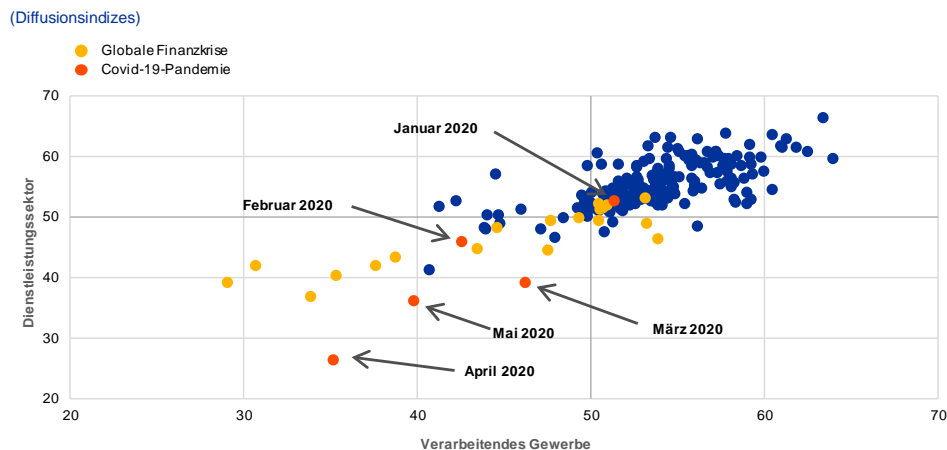
Die Covid-19-Pandemie hat zu einer Lähmung der Weltwirtschaft geführt. Die Maßnahmen, die die Regierungen weltweit getroffen haben, um die Ausbreitung des Virus einzudämmen, ziehen auf kurze Sicht einen drastischen Rückgang der Wirtschaftsaktivität nach sich. In China wurden derartige Maßnahmen Ende Januar eingeleitet, während dies in anderen Ländern entsprechend der globalen Ausbreitung des Virus später geschah. Zwar haben mehrere Länder in letzter Zeit begonnen, die Eindämmungsmaßnahmen zu lockern, doch dürfte dieser Prozess in sehr kleinen Schritten vonstattengehen. Die wirtschaftliche Entwicklung wird besonders in den Schwellenländern auch durch einen Einbruch der Rohstoffpreise, restriktivere Finanzierungsbedingungen und umfangreiche Kapitalabflüsse beeinträchtigt. Diese schweren globalen Schocks trafen die Weltwirtschaft zu einer

Zeit, als vermehrte Anzeichen einer Stabilisierung aufkamen, nachdem im Vorjahr eine konjunkturelle Schwächephase durchlaufen worden war. So war seit dem Jahreswechsel eine aufkeimende Erholung im verarbeitenden Gewerbe und im Handel vor allem großer Schwellenländer zu beobachten gewesen. Außerdem hätten die günstigen globalen Finanzierungsbedingungen, die zu jener Zeit herrschten, und eine partielle Deeskalation des Handelskonflikts zwischen den Vereinigten Staaten und China nach der Unterzeichnung eines vorläufigen Handelsabkommens die Erholung verstärken können, wenn nicht die Pandemie ausgebrochen wäre.

Umfragedaten bestätigen, dass die Pandemie und die Eindämmungsmaßnahmen schwerwiegende und weitreichende Folgen für die Wirtschaft haben werden. Bei einer Betrachtung sektoraler Daten aus den Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (EMI) ergeben sich drei Muster. Erstens brach die Produktion aufgrund der strikten Eindämmungsmaßnahmen sektorübergreifend ein. Zweitens waren die Auswirkungen im Dienstleistungssektor deutlicher zu spüren als im verarbeitenden Gewerbe. Da die Corona-Maßnahmen Angebot und Nachfrage weltweit dämpften, ging die Produktion in beiden Sektoren wesentlich stärker zurück als während der Großen Rezession (siehe Abbildung 1). Drittens erholt sich die Wirtschaft – wie zuletzt in China zu sehen – von ihrem niedrigen Niveau, wenn die Produktion wiederaufgenommen wird. Diese Erholung erfolgt aus verschiedenen Gründen allerdings nur in Teilen. Faktoren, die hierfür eine Rolle spielen, sind die weiterhin bestehenden Einschränkungen für Unternehmen, die auf enge soziale Kontakte angewiesen sind, ein verändertes Verhalten der Konsumenten angesichts der Sorge über eine mögliche zweite Infektionswelle und eine hohe Unsicherheit, die Investitionsentscheidungen behindert; dies lässt wiederum kurzfristig die Nachfrage sinken und belastet längerfristig die Produktionskapazitäten. Der globale EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euroraum) erholte sich im Mai leicht, da die Ergebnisse in beiden Sektoren besser ausfielen. Der Index liegt allerdings weiterhin tief im Kontraktionsbereich.

Abbildung 1

Globaler Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euroraum)



Quellen: Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2020. Die Daten umfassen den Zeitraum von Januar 1999 bis Mai 2020. Die Stichprobe für die globale Finanzkrise (gelbe Punkte) erstreckt sich auf den Zeitraum von Dezember 2007 bis Juni 2009 und die Stichprobe für die Covid-19-Pandemie (rote Punkte) auf den Zeitraum von Januar 2020 bis Mai 2020.

Das von vermehrter Vorsicht geprägte Verhalten der Konsumenten spiegelt sich in einem starken Rückgang der globalen Vertrauensindikatoren wider. In

den vergangenen Wochen ist das Verbrauchervertrauen – insbesondere in den Industrieländern – merklich gesunken. Darüber hinaus wird die schlechtere Arbeitsmarktlage die Konsumenten dazu veranlassen, größere Vorsicht walten zu lassen, was sich in stärkerem Vorsichtssparen und geringeren Konsumausgaben vor allem im Bereich der Gebrauchsgüter niederschlägt.

Die Finanzierungsbedingungen haben sich deutlich verschärft, wenngleich sie zuletzt wieder etwas gelockert wurden. Die Straffung erfolgte zunächst rasch und auf breiter Front und betraf Industrie- und Schwellenländer gleichermaßen. In den

Schwellenländern kam es überdies zu umfangreichen Kapitalabflüssen (sowohl in Brutto- als auch in Nettobetrachtung). Allerdings weisen die jüngsten Daten darauf hin, dass sich die Abflüsse in den vergangenen Wochen verringert oder sogar umgekehrt haben. Ungeachtet dieser Anzeichen einer Stabilisierung ist die Anspannung an den Finanzmärkten nach wie vor hoch, was unter anderem mit einem Anstieg der bestätigten Covid-19-Neuinfektionen und -Todesfälle in den aufstrebenden Volkswirtschaften zusammenhängt. In der Anfangsphase der Krise zogen sich die Finanzanleger wahllos aus allen Schwellenländern zurück, doch inzwischen scheinen Unterschiede in den gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten und Anfälligkeiten dieser Länder eine größere Rolle für Investitionsentscheidungen zu spielen.

Insgesamt sind die Finanzierungsbedingungen in den Industrie- und Schwellenländern nach wie vor deutlich restriktiver als vor der Coronavirus-Krise. Auf längere Sicht zeigen sie sich indes immer noch günstiger als in früheren

weltwirtschaftlichen Abschwungphasen einschließlich der Großen Rezession und der Rezession, die auf das Platzen der Technologieblase Anfang der 2000er-Jahre folgte. Dies mag zum Teil dem schnellen und aggressiven Handeln der

Zentralbanken weltweit zuzuschreiben sein. So dürften insbesondere die geldpolitischen Maßnahmen der entscheidende Faktor für die Stabilisierung der Staatsanleiherenditen und Laufzeitprämien sein, wenngleich zur Bekämpfung der Pandemiefolgen weltweit Staatstitel in nie gekannter Größenordnung emittiert werden mussten. Die Unsicherheit nahm erheblich zu und liegt nach wie vor auf erhöhtem Niveau. Zwar lässt sich noch nicht sagen, wie sich die große Unsicherheit in der aktuellen Krise ausgewirkt hat, doch wird sie aller Wahrscheinlichkeit nach die Aussichten für eine Erholung belasten.

Die von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2020 sehen vor, dass das weltweite reale BIP (ohne Euro-Währungsgebiet) im laufenden Jahr um 4,0 % schrumpfen wird. Das Tempo der Kontraktion dürfte höher und ihr Ausmaß deutlich größer sein als während der Großen Rezession. Nach einem drastischen Rückgang der Wirtschaftsleistung in den ersten beiden Quartalen 2020 dürfte ab dem dritten Jahresviertel eine konjunkturelle Erholung einsetzen. Wenn die Einschränkungen des öffentlichen Lebens gelockert werden, wird die Konjunktur den Projektionen zufolge zunächst anziehen. Allerdings wird die Erholung wohl insgesamt nur langsam und in kleinen Schritten erfolgen, da die Abstandsregeln weiter gelten und die Verbraucher ihr Verhalten verändert haben. Was die weitere Entwicklung betrifft, so geht aus den Projektionen des Eurosystems vom Juni 2020 ein Anstieg der globalen Wirtschaftstätigkeit von 6,0 % im Jahr 2021 und 3,9 % im Jahr 2022 hervor. Verglichen mit den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom März 2020 wurde das Weltwirtschaftswachstum für das laufende Jahr deutlich nach unten korrigiert, während es im mittelfristigen Zeithorizont etwas höher ausfallen dürfte. Diese Revisionen bedeuten auch, dass die globale Wirtschaftsleistung weiter unterhalb des Wachstumspfad liegen wird, den die EZB in ihren Projektionen vom März 2020 zugrunde gelegt hat. Im Hinblick auf die Schwellenländer ist mit einer schleppenderen Konjunkturerholung zu rechnen als nach früheren Abschwungphasen. Dies ist auf eine Kombination negativer Schocks zurückzuführen, von denen diese Länder gegenwärtig betroffen sind, darunter die Coronavirus-Krise, verschärfte Finanzierungsbedingungen, negative Terms-of-Trade-Schocks in den rohstoffexportierenden Ländern sowie umfangreiche Kapitalabflüsse.

Schätzungen zufolge hat sich die wirtschaftliche Kontraktion in den Vereinigten Staaten im zweiten Quartal 2020 noch beschleunigt. Im ersten Vierteljahr 2020 sank das reale BIP gemäß der zweiten Schätzung annualisiert um 5,0 %. Dieser Rückgang war etwas stärker als in der vorläufigen Schätzung veranschlagt. Höher frequente Daten deuten darauf hin, dass sich der Wirtschaftsabschwung im zweiten Quartal weiter vertieft hat, da im April im gesamten Land strenge Corona-Maßnahmen in Kraft waren. Ab Ende April begannen einzelne US-Staaten, die Eindämmungsmaßnahmen schrittweise zu lockern. Dies dürfte dazu beitragen, eine Erholung im zweiten Halbjahr 2020 zu stützen. Sie wird vor allem von einer Belebung der Inlandsnachfrage getragen werden, der wiederum die bislang beschlossenen umfangreichen wirtschaftspolitischen Impulse Auftrieb verleihen sollten. Allerdings wird die Erholung den Projektionen nach nur schrittweise voranschreiten, da das Verbrauchervertrauen angesichts des seit Ende März verzeichneten beispiellosen Arbeitsplatzabbaus nach

wie vor sehr gering ist. Die Beschäftigungszahl sank um mehr als 22 Millionen, und die Arbeitslosenquote stieg im April auf 14,7 %. Die am Verbraucherpreisindex gemessene jährliche Gesamtinflation ging im April merklich zurück und lag bei 0,3 % nach 1,5 % im Vormonat. Die jährliche Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel sank unterdessen von 2,1 % auf 1,4 %. Den Erwartungen zufolge wird sich die Inflationsrate im laufenden Jahr verringern, da die inflationsenkenden Effekte des Nachfrageschocks die inflationssteigernden Effekte der Lieferengpässe übertreffen dürften. Anschließend sollte die Rate allmählich ansteigen und gegen Ende des Projektionszeitraums näher an der Zielmarke der Federal Reserve in Höhe von 2 % liegen.

In China schreitet die Erholung bei kräftigem Gegenwind voran. Negativ wirken unter anderem die auf kurze Sicht schwachen Aussichten für die Auslandsnachfrage, die in einem drastischen Rückgang der Exportaufträge zum Ausdruck kommen, und eine nur langsam anziehende Inlandsnachfrage. Letztere hängt mit den noch geltenden Abstandsregeln und einem generell vorsichtigeren Verbraucherverhalten zusammen. Die von den Behörden gesetzten politischen und geldpolitischen Impulse werden dazu beitragen, die Wirtschaftstätigkeit zu stützen. In der Vorausschau dürfte sich die Konjunktur über den Projektionszeitraum hinweg erholen. Es ist allerdings davon auszugehen, dass die wirtschaftliche Belebung im Vergleich zu den Projektionen vom März verhalten bleiben wird.

In Japan ist die Wirtschaft in eine technische Rezession gerutscht. Im vierten Quartal 2019 schrumpfte die Wirtschaftsleistung aufgrund eines Zusammenspiels negativer Schocks. Hierzu zählen ein Rückgang der Binnennachfrage infolge der Verbrauchsteueranhebung, Produktionsstörungen wegen starker Taifune im Oktober und eine schwache Auslandsnachfrage. Vor dem Hintergrund des Ausbruchs von Covid-19 ging das reale BIP in der Folge weiter zurück und verringerte sich im ersten Quartal 2020 um 0,9 %. Die Bemühungen der Behörden, das Virus einzudämmen, belasteten die Binnennachfrage, was insbesondere die privaten Konsumausgaben für Dienstleistungen und Gebrauchsgüter mit mittlerer Lebensdauer betraf. Vor allem die Dienstleistungsexporte brachen ein, was darauf zurückzuführen war, dass die Ausgaben ausländischer Touristen in Japan aufgrund der pandemiebedingten Reisebeschränkungen sanken. Die japanischen Behörden verstärkten ihre Unterstützung für die angeschlagene Wirtschaft durch politische Maßnahmen. Im April hob die Bank von Japan die Obergrenzen für den Ankauf von Commercial Paper und Unternehmensanleihen an, vereinfachte den Zugang zu den Fazilitäten für Unternehmenskredite und erwarb kurz- und längerfristige Staatsanleihen. Auf einer Krisensitzung im Mai beschloss sie, den Banken im Rahmen eines neuen Programms Mittel zur Förderung der Kreditvergabe an kleine und mittlere Unternehmen bereitzustellen. Ende Mai verabschiedete die japanische Regierung ein zweites Konjunkturpaket, dessen Umfang weitgehend dem im April 2020 beschlossenen Paket entsprach. Mit diesen Maßnahmen sollte der Wirtschaft, die sich ab der zweiten Jahreshälfte allmählich erholen dürfte, weiterer Schwung verliehen werden.

Im Vereinigten Königreich hat sich die konjunkturelle Lage spürbar

verschlechtert. So ging das reale BIP im ersten Jahresviertel 2020 um 2 % zurück, obwohl die Wirtschaft nur in den letzten zehn Märztagen von einem Lockdown betroffen war. Der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise verlangsamte sich deutlich von 1,5 % im März auf 0,8 % im April. Zwar konnte die Beschäftigung unter anderem durch zeitweilige Freistellungen aufrechterhalten werden, doch hat sich die Arbeitsmarktlage merklich eingetrübt. Aus experimentellen Daten des nationalen Statistikamts zu den Leistungsempfängern – die sowohl Arbeitslose als auch Personen in bezuschussten Arbeitsverhältnissen, umfassen – ging hervor, dass Mitte April mehr als zwei Millionen Bürgerinnen und Bürger Leistungen verschiedener Art in Anspruch nahmen. Dies ist etwa ein Drittel mehr als während der Großen Rezession. Hochfrequente Daten weisen auf eine weitere deutliche Verschlechterung im zweiten Quartal hin, was eine sehr viel schwerere Rezession impliziert, als es nach der globalen Finanzkrise der Fall war. Die Regierung hat angekündigt, die Wirtschaft schrittweise zu öffnen, was zu einer allmählichen Erholung in den kommenden Monaten beitragen dürfte.

Für die mittel- und osteuropäischen Länder wird eine erhebliche Eintrübung der Konjunktur erwartet.

Vor dem Hintergrund von Lieferengpässen und einer schwächeren Nachfrage infolge der Eindämmungsmaßnahmen verzeichnete ein Großteil dieser Länder im ersten Quartal 2020 ein negatives Wachstum. Im zweiten Vierteljahr ist mit einer noch wesentlich stärkeren Abschwung zu rechnen. Dahinter stehen eine geringere Inlandsnachfrage, da die Corona-Maßnahmen im gesamten Monat April in Kraft blieben, sowie eine schwächere Auslandsnachfrage, insbesondere aus den Euro-Ländern.

Die konjunkturelle Aktivität in den großen rohstoffexportierenden Ländern wird sich den Erwartungen zufolge jäh abschwächen.

In Russland wurde die Wirtschaft von der jüngsten Entwicklung am Energiemarkt und der Covid-19-Pandemie stark in Mitleidenschaft gezogen, was die Auslandsnachfrage belastete. Zugleich stieg in Russland die Zahl der Neuinfektionen drastisch an, was eine Verschärfung der Maßnahmen zur Eindämmung der Virusausbreitung zur Folge hatte. Die von der OPEC+-Gruppe vereinbarte Drosselung der Ölfördermenge zur Stabilisierung des internationalen Ölmarkts sowie die niedrigeren Rohstoffpreise dürften sich dämpfend auf die Investitionen auswirken. In Brasilien trübte sich die Konjunktur stark ein, was auf die Lockdown-Maßnahmen, Unterbrechungen der Lieferketten, eine geringere Auslandsnachfrage, erhebliche Kapitalabflüsse und einen negativen Terms-of-Trade-Schock aufgrund der sinkenden Rohstoffpreise zurückzuführen war. Wachsende politische Spannungen und die Tatsache, dass Brasilien weltweit zu den am stärksten von der Pandemie betroffenen Ländern gehört, könnten es der Politik erschweren, die Wirtschaft wirksam zu stützen.

In der Türkei führte die Pandemie angesichts großer außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte und eines hohen Finanzierungsbedarfs zu einer angespannten Finanzierungslage.

Die Konjunktur entwickelte sich bis Ende März robust. Danach trübte sich das Klima rapide ein, da Eindämmungsmaßnahmen ergriffen wurden und die Auslandsnachfrage einbrach. Zugleich zeigten sich ausländische Anleger in Bezug auf die Schwellenländer zunehmend risikoscheu, und

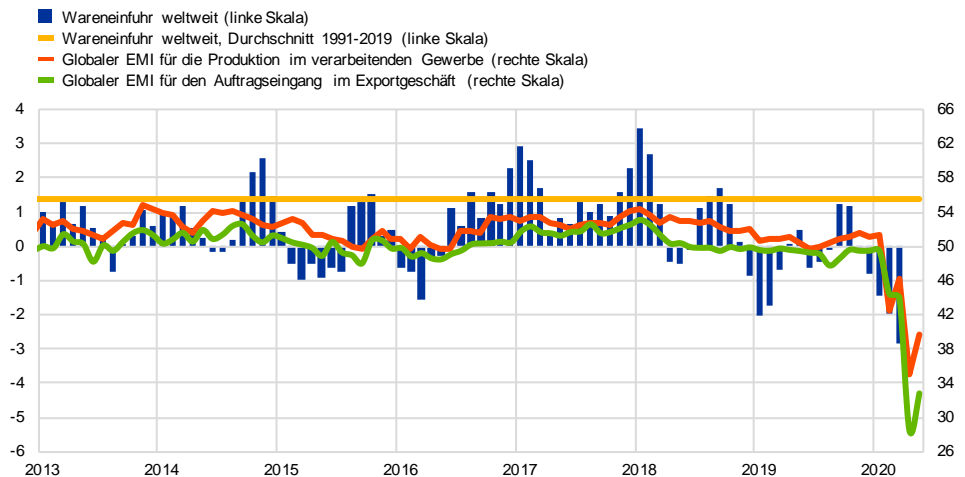
es zeichnete sich eine angespannte Finanzierungslage in der Türkei ab. Die türkische Lira verlor an Wert, und die Zentralbankreserven nahmen erheblich ab. Für das erste Halbjahr 2020 ist mit einem drastischen konjunkturellen Rückgang zu rechnen, während die anschließende Erholung nur ganz allmählich erfolgen dürfte.

Noch stärker als die Weltwirtschaft dürfte der Welthandel in Mitleidenschaft gezogen werden, da Störungen im Bereich der Logistik und Grenzsicherungen die Auswirkungen der sinkenden Nachfrage verschärfen.

Zudem verstärkt sich tendenziell die prozyklische Reaktion des Handels auf die wirtschaftliche Entwicklung in Abschwungphasen. Der Einbruch des internationalen Warenhandels dürfte durch Störungen in den regionalen und globalen Wertschöpfungsketten noch verschärft werden. Grund hierfür ist, dass der hohe Anteil des Handels mit Vorleistungsgütern – der rund 40 % des gesamten Welthandels ausmacht – erhebliche Auswirkungen auf die internationale Transmission von Nachfrage- und Angebotsschocks hat. Bei den globalen Wareneinfuhren ist bereits ein gravierender Rückgang zu beobachten: Im ersten Quartal 2020 schrumpften sie um 2,9 % und damit auf vierteljährlicher Basis so stark, wie seit der Großen Rezession nicht mehr (siehe Abbildung 2). Das Tempo des Rückgangs der Wareneinfuhren war indes in den Industrie- und den Schwellenländern weitgehend vergleichbar.

Abbildung 2
Umfrageergebnisse und Warenhandel weltweit (ohne Euroraum)

(linke Skala: Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum in %; rechte Skala: Diffusionsindizes)



Quellen: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2020 (EMI-Daten) bzw. März 2020 (Wareneinfuhr weltweit). Die Indizes und Daten beziehen sich auf das globale Aggregat ohne den Euroraum.

Der Dienstleistungshandel wurde aufgrund der Art des Schocks besonders schwer getroffen. Aktuelle Daten zu Tourismus und Transportleistungen, die zusammen das Gros des weltweiten Dienstleistungshandels ausmachen, lassen auf einen noch nie da gewesenen Rückgang schließen. So verringerte sich die Anzahl der einreisenden ausländischen Touristen im März um mehr als 50 %. Ebenso nahm die Zahl der Passagiere auf internationalen Flügen im Vergleich zum entsprechenden Vorjahreszeitraum um mehr als die Hälfte ab.

Laut den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2020 dürfte sich das globale Importwachstum (ohne Eurogebiet) im laufenden Jahr um 12,9 % verringern und sich dann 2021 um 8,0 % und 2022 um 4,3 % erhöhen. Die Auslandsnachfrage des Euroraums wird den Projektionen zufolge dieses Jahr um 15,1 % schrumpfen, 2021 aber um 7,8 % und 2022 um 4,2 % zunehmen. Die Pandemie hat erheblichen Einfluss auf den Handel. So wird projiziert, dass die weltweiten Einfuhren (ohne Euroraum) erst gegen Ende des Projektionszeitraums auf das Niveau des Schlussquartals 2019 zurückkehren. Die Auslandsnachfrage des Eurogebiets dürfte indes über den gesamten Projektionshorizont hinweg unter diesem Niveau bleiben.

Die Unsicherheit hinsichtlich der künftigen weltwirtschaftlichen Entwicklung ist nach wie vor beispiellos hoch. Dies steht im Zusammenhang mit dem Verlauf der Pandemie und deren Auswirkungen auf das Verhalten der Wirtschaftsakteure sowie den damit verbundenen Eindämmungsmaßnahmen und dem Erfolg der von der Politik eingeleiteten Schritte. Um die Bandbreite der Auswirkungen zu veranschaulichen, welche die Covid-19-Pandemie auf die Weltwirtschaft haben kann, werden in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Juni 2020 neben der Basisprojektion zwei weitere Szenarien aufgeführt, ein mildes und ein schweres Szenario. Diese Szenarien illustrieren beispielhaft eine Bandbreite der Auswirkungen in Relation zur Basisprojektion.² Die Pandemie hat auch verschiedene Entwicklungen in Gang gesetzt, die die projizierte Erholung der Weltwirtschaft bremsen könnten. Hierzu zählen etwa eine erhöhte Reagibilität der Finanzmärkte auf aktuelle Meldungen oder strukturelle Veränderungen der Liefernetzwerke für die Produktion. Diese Risiken sind neben anderen Abwärtsrisiken, etwa im Zusammenhang mit den Brexit-Verhandlungen oder der Gefahr einer Zunahme des Handelsprotektionismus, nach wie vor relevant, wenngleich sie auch vom künftigen Verlauf der Covid-19-Pandemie und den getroffenen Maßnahmen abhängen dürften.

Internationale Preisentwicklung

Die drastische Eintrübung der Aussichten für die weltweite Nachfrage hat zu einem Einbruch der Ölnotierungen geführt. Die Preise für Rohöl der Sorte Brent haben sich zuletzt leicht erholt und lagen bei gut 30 USD je Barrel, nachdem sie Anfang April auf einen Wert von unter 20 USD je Barrel gesunken waren. Hinter dem partiellen Wiederanstieg der Ölnotierungen steht offenbar die Hoffnung auf eine Umkehr des pandemiebedingten plötzlichen Einbruchs der internationalen Ölnachfrage, da sich die Wirtschaft in China inzwischen erholt und die Lockdown-Maßnahmen in anderen Ländern nach und nach gelockert werden. Die Ölpreise wurden auch durch die graduelle Anpassung des Ölangebots gestützt. So trat Anfang Mai die OPEC+-Vereinbarung in Kraft, und in den Vereinigten Staaten und in Kanada sank die Ölförderung aufgrund weitreichender Shutdowns. Die Experten des Eurosystems legten in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2020 für

² Siehe hierzu EZB, [Alternative Szenarien für die wirtschaftlichen Aussichten des Eurogebiets](#), Kasten 3, in: Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, Juni 2020.

die Jahre 2020, 2021 und 2022 Annahmen zu den Ölnotierungen zugrunde, die 36,0 %, 33,1 % bzw. 26,6 % unter jenen der EZB-Projektionen vom März 2020 lagen. Seit dem Stichtag für die Erstellung der Juni-Projektionen sind die Ölnotierungen gestiegen. So wurde Rohöl der Sorte Brent am 3. Juni mit 38,3 USD je Barrel gehandelt. Die Preise für Rohöl dürften sich auch in näherer Zukunft volatil entwickeln. Dies ist dem Umstand geschuldet, dass die Konjunkturaussichten nach wie vor sehr unsicher sind und die Auslastung der Lagerkapazitäten außergewöhnlich hoch ist.

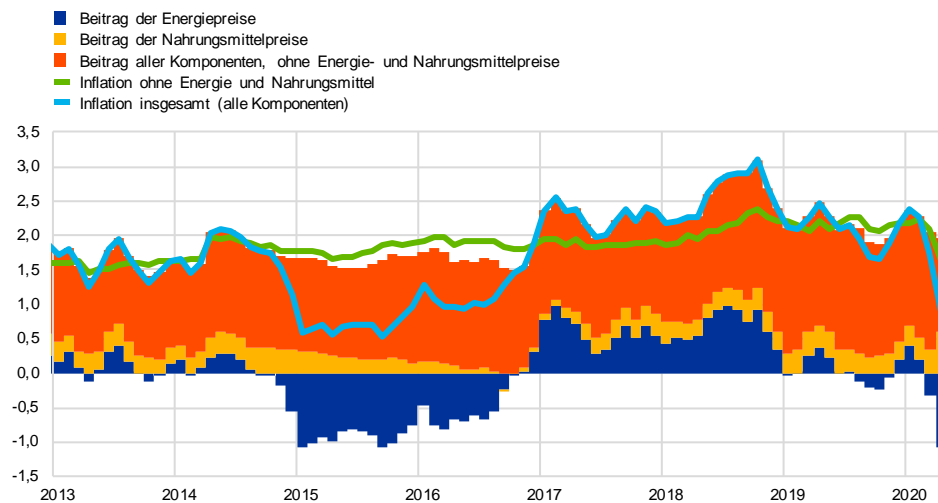
Die Inflation weltweit wird durch den Ölpreisverfall gedämpft. In den OECD-Mitgliedstaaten verlangsamte sich der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise insgesamt merklich, und zwar von 1,7 % im März auf 0,9 % im April. Dies war auf das deutlich billigere Öl und eine niedrigere Kerninflation zurückzuführen (siehe Abbildung 3). Nach dem Einbruch der Rohölpreise infolge der Pandemie wies die jährliche Teuerungsrate für Energie bereits im März ein negatives Vorzeichen auf. Der Preisrückgang beschleunigte sich im April spürbar auf 10,8 %, womit der stärkste Preisverfall seit September 2015 beobachtet wurde. Demgegenüber erhöhte sich die jährliche Inflationsrate für Nahrungsmittel im April weiter auf 6,4 %, verglichen mit 3,5 % im Vormonat. Die jährliche VPI-Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) verringerte sich unterdessen von 2,1 % auf 1,6 %.

Mit Blick auf die nähere Zukunft wird die globale Inflation angesichts der niedrigeren Ölpreise und der schwächeren Nachfrage sinken. Diese Faktoren wiegen schwerer als die mögliche inflationssteigernde Wirkung des Angebotsrückgangs, der durch Engpässe in Produktion und Logistik bedingt ist. Die schwache Nachfrage, eine rapide Eintrübung der Arbeitsmarktlage und eine größere wirtschaftliche Unterauslastung dürften sich weltweit dämpfend auf den zugrunde liegenden Inflationsdruck auswirken. Die Abwärtskorrektur der (in Landeswährung gerechneten) Exportpreise der Wettbewerber des Eurogebiets im Jahr 2020 lässt sich größtenteils durch die Ölpreisentwicklung erklären. Da sich die Rohölnotierungen den Erwartungen nach im Projektionszeitraum allmählich erhöhen dürften, wird dieser Effekt auslaufen, und die Exportpreise der Wettbewerber des Euroraums dürften gegen Ende des Jahres 2021 wieder auf ihren langfristigen Durchschnitt zurückkehren.

Abbildung 3

Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Staaten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2020.

2 Finanzielle Entwicklungen

Die Finanzierungsbedingungen im Euro-Währungsgebiet haben sich seit der EZB-Ratssitzung im März 2020 zwar etwas gelockert, entsprechen aber noch nicht wieder dem Niveau vor der weltweiten Ausbreitung des Coronavirus (Covid-19). Die Terminzinskurve des EONIA (Euro Overnight Index Average) verschob sich im Berichtszeitraum (12. März bis 3. Juni 2020) nach oben. Bei den kurzen Laufzeiten weist sie nach wie vor eine leichte Inversion auf, wenn auch in geringerem Maße als am 12. März. Dies signalisiert, dass die Erwartungen der Marktteilnehmer bezüglich weiterer Leitzinssenkungen nachgelassen und sich weiter in die Zukunft verlagert haben. Trotz der geldpolitischen Akkommodierung durch das Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) und andere geldpolitische Maßnahmen zogen die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet im Berichtszeitraum an. Ursächlich hierfür waren ein Anstieg der risikofreien Zinssätze und eine Ausweitung der Renditeabstände von Staatsanleihen. Die Preise für risikoreiche Anlagen erholten sich teilweise von den Verlusten im Februar und März. Diese Erholung erfolgte im Wesentlichen vor dem Hintergrund einer sich aufhellenden weltweiten Risikostimmung und der Einschätzung, dass die Randrisiken (Tail Risks) einer drohenden globalen Krise bis zu einem gewissen Grad nachgelassen haben. An den Devisenmärkten war zu beobachten, dass der Euro in handelsgewichteter Rechnung weitgehend stabil blieb, wobei die Volatilität der bilateralen Wechselkurse die Unsicherheit im Zusammenhang mit der Covid-19-Pandemie widerspiegelte.

Der EONIA und der neue Tagesgeld-Referenzzinssatz €STR (Euro Short-Term Rate) notierten im Berichtszeitraum im Schnitt bei -45 bzw. -54 Basispunkten.³

Die Überschussliquidität erhöhte sich im betrachteten Zeitraum um 398 Mrd € auf rund 2 163 Mrd €. ⁴ Dies war vor allem auf die Einführung des PEPP parallel zum Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) sowie die Durchführung von gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRG III) und LRG-Überbrückungsgeschäften zurückzuführen.

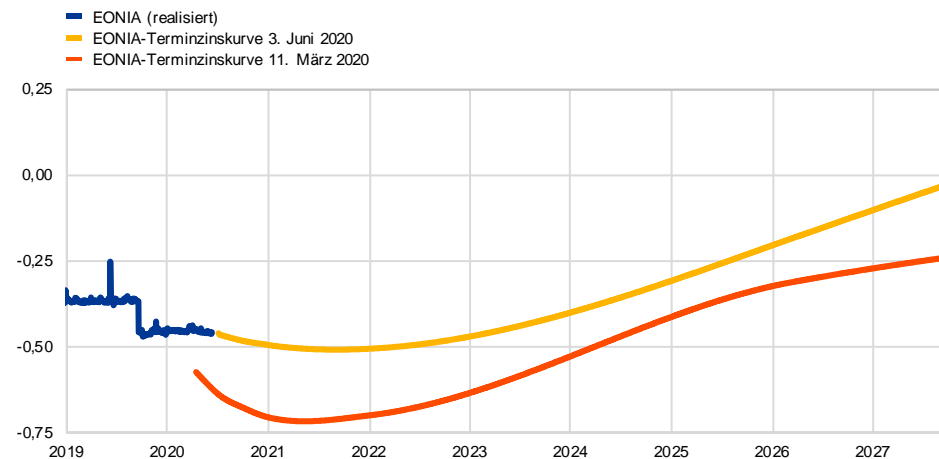
Das kurze Ende der EONIA-Terminzinskurve verlagerte sich im Berichtszeitraum nach oben, obwohl die Kurve weiterhin einen leicht inversen Verlauf aufweist (siehe Abbildung 4). Das kurze Ende der Kurve flachte sich nach der EZB-Ratssitzung vom 12. März ab, da sich die marktseitige Erwartung einer bevorstehenden Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität nach hinten verschob. Dennoch bildet die Inversion am kurzen Ende der Kurve einen Gegensatz zum flachen Kurvenverlauf vor der Ausbreitung des Virus, was darauf hindeutet, dass die Marktteilnehmer nach wie vor mit weiteren Leitzinssenkungen rechnen.

³ Die Methodik zur Berechnung des EONIA wurde am 2. Oktober 2019 umgestellt. Er wird nun ermittelt, indem zum €STR ein fester Zinsaufschlag von 8,5 Basispunkten addiert wird. Siehe EZB, [Der EONIA geht, der €STR kommt](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 7/2019, November 2019.

⁴ Nähere Angaben für den Zeitraum bis zum 5. Mai 2020 finden sich in Kasten 4 des vorliegenden Wirtschaftsberichts.

Abbildung 4 EONIA-Terminzinskurve

(in % p. a.)

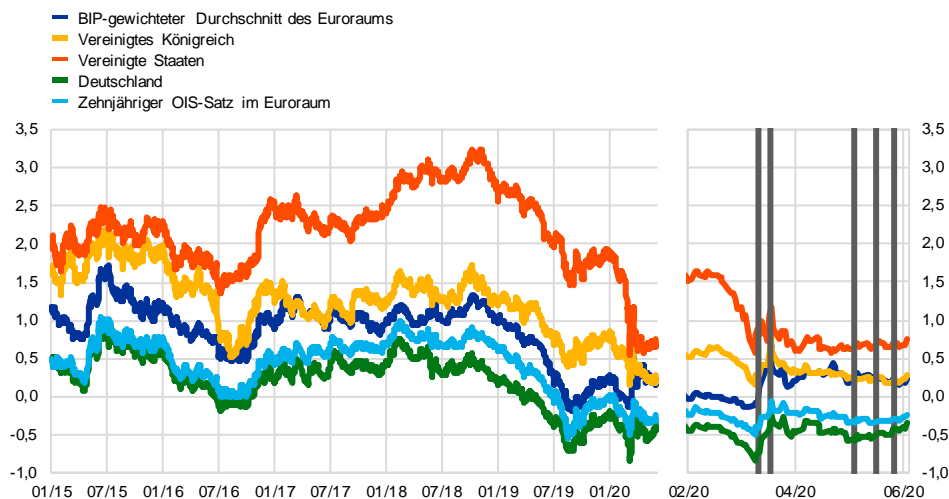


Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Trotz der weiteren geldpolitischen Akkommodierung durch das PEPP und andere Maßnahmen stiegen die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euroraum während des Berichtszeitraums an (siehe Abbildung 5). Die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsschuldtitle im Eurogebiet erhöhte sich um 36 Basispunkte auf 0,24 %. Die Staatsanleiherenditen wurden im betrachteten Zeitraum vom allgemeinen Anstieg der risikofreien Zinssätze beeinflusst. Darüber hinaus bewirkten auch größere Spreads von Staatsanleiherenditen gegenüber den risikofreien Zinssätzen eine Zunahme der BIP-gewichteten Rendite zehnjähriger Staatsanleihen. Anders als im Euroraum gaben die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten nach (-13 Basispunkte) und lagen bei 0,75 %. Im Vereinigten Königreich blieben sie mit 0,28 % stabil (+1 Basispunkt).

Abbildung 5
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen

(in % p. a.)



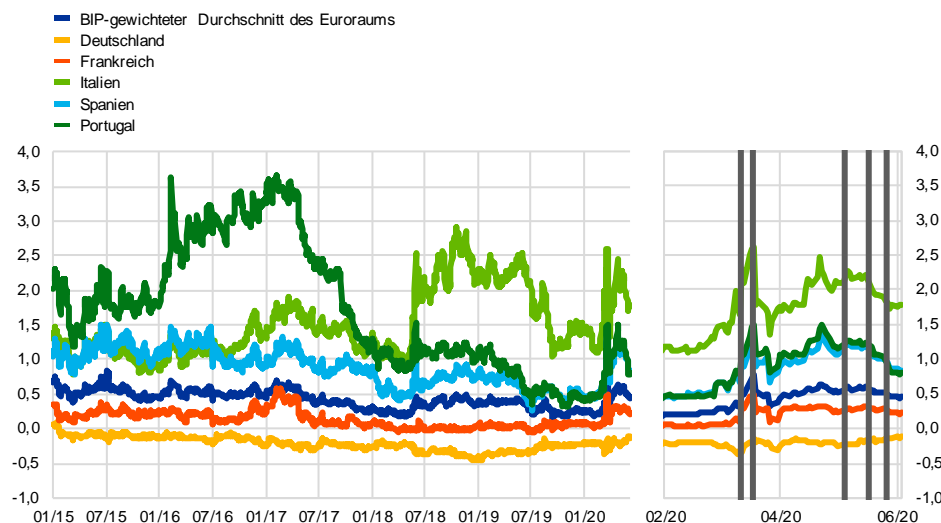
Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Tageswerte. Die vertikalen grauen Linien markieren (von links nach rechts) die März-Sitzung des EZB-Rats (12. März 2020), die Ankündigung des PEPP (18. März 2020), das Urteil des Bundesverfassungsgerichts (5. Mai 2020), den deutsch-französischen Vorschlag eines europäischen Wiederaufbaufonds im Umfang von 500 Mrd € (18. Mai 2020) und den von der Europäischen Kommission unterbreiteten Vorschlag eines Hilfspakets für die wirtschaftliche Erholung Europas („Next Generation EU“) in Höhe von 750 Mrd € (27. Mai 2020). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 3. Juni 2020.

Die Renditeabstände von Staatsanleihen aus dem Euroraum gegenüber dem Zinssatz für Tagesgeldsatz-Swaps (OIS-Satz) verkleinerten sich nach der Ankündigung des PEPP, liegen aber weiterhin über den Werten zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung am 12. März (siehe Abbildung 6). Bei zehnjährigen deutschen Staatsanleihen stieg der Spread um 20 Basispunkte auf -0,12 Prozentpunkte, bei französischen um 16 Basispunkte auf 0,24 Prozentpunkte, bei italienischen um 14 Basispunkte auf 1,78 Prozentpunkte, bei spanischen um 18 Basispunkte auf 0,85 Prozentpunkte und bei portugiesischen um 5 Basispunkte auf 0,82 Prozentpunkte. Infolgedessen erhöhte sich die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsschuldtitel aus dem Eurogebiet um 16 Basispunkte auf 0,47 Prozentpunkte. Dieser Anstieg ging mit einer gewissen Volatilität einher. Ratinganpassungen wie die Bonitätsherabstufung Italiens von BBB auf BBB- durch Fitch am 28. April, das Urteil des Bundesverfassungsgerichts in Bezug auf das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors sowie die zögerlichen Fortschritte bei der Finanzierung einer gemeinsamen finanzpolitischen Reaktion auf die Covid-19-Pandemie trugen dazu bei, dass sich die meisten Spreads ausweiteten. Zuletzt verkleinerten sich die Renditeabstände von Staatsanleihen aus Frankreich, Italien, Spanien und Portugal, was mit dem deutsch-französischen Vorschlag eines europäischen Wiederaufbaufonds und dem von der Europäischen Kommission unterbreiteten Vorschlag des Hilfspakets „Next Generation EU“ zusammenhing.

Abbildung 6

Renditeabstände zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Euroraum zum OIS-Satz

(in Prozentpunkten)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Renditeabstand errechnet sich durch Subtraktion des zehnjährigen OIS-Satzes von der zehnjährigen Staatsanleiherendite. Die vertikalen grauen Linien markieren (von links nach rechts) die März-Sitzung des EZB-Rats (12. März 2020), die Ankündigung des PEPP (18. März 2020), das Urteil des Bundesverfassungsgerichts (5. Mai 2020), den deutsch-französischen Vorschlag eines europäischen Wiederaufbaufonds im Umfang von 500 Mrd € (18. Mai 2020) und den von der Europäischen Kommission unterbreiteten Vorschlag eines Hilfspaketes für die wirtschaftliche Erholung Europas („Next Generation EU“) in Höhe von 750 Mrd € (27. Mai 2020). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 3. Juni 2020.

Die Börsenindizes für Aktien nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum lagen im Plus und machten einen großen Teil der im Februar und März erlittenen Verluste wieder wett (siehe Abbildung 7).

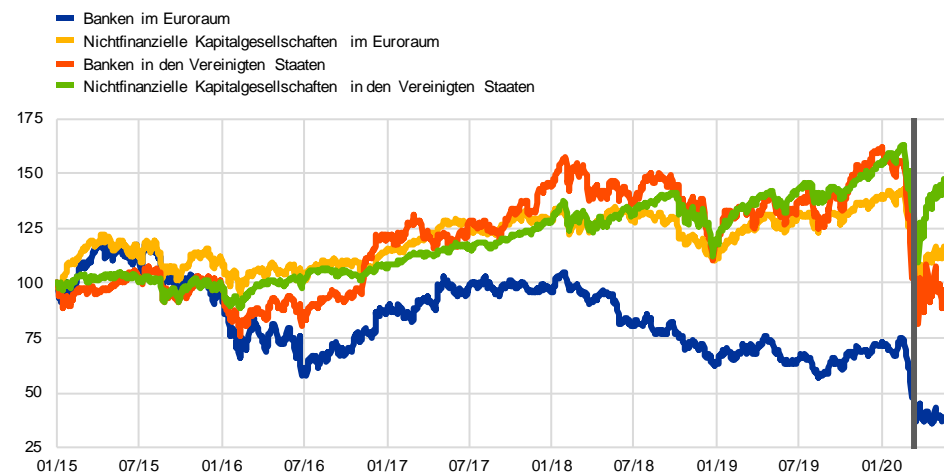
Die Aktiennotierungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Eurogebiet stiegen im Berichtszeitraum um 14 %. Getragen wurde diese Entwicklung von einer Aufhellung der Risikostimmung und der Einschätzung, dass die Tail Risks einer drohenden globalen Krise bis zu einem gewissen Grad nachgelassen haben. Durch die verbesserte Risikostimmung wurden andere Faktoren, die die Aktienkurse belasteten – etwa die sinkenden Gewinnerwartungen für alle Zeithorizonte –, mehr als ausgeglichen.⁵ Weltweit war die Erholung bei nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in den USA am stärksten ausgeprägt; dort legten die Aktienkurse um 16 % zu. Unterdessen sanken die Kurse von Bankaktien im Euroraum um 5 %, während sie in den Vereinigten Staaten um 8 % stiegen.

⁵ Weitere Einzelheiten hierzu finden sich in Kasten 2 des vorliegenden Wirtschaftsberichts.

Abbildung 7

Aktienindizes im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(Index: 1. Januar 2015 = 100)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 12. März 2020. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 3. Juni 2020.

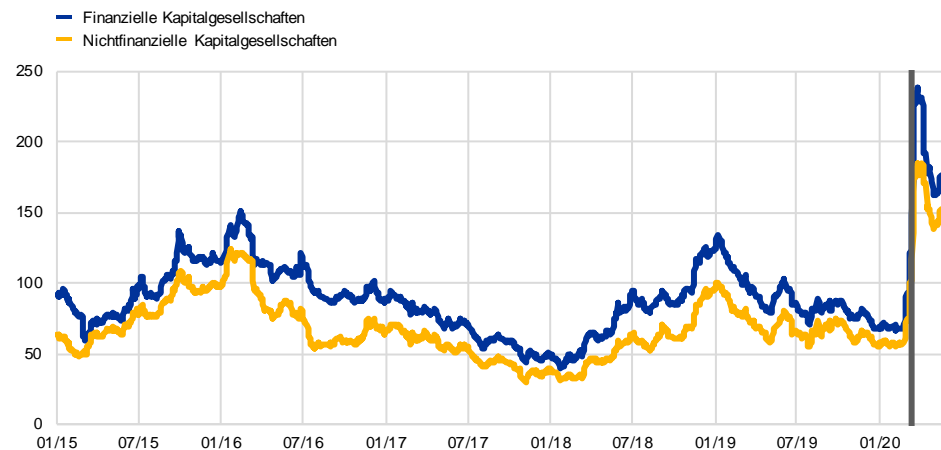
Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum weiteten sich bis Mitte März aus, haben sich aber nach Einführung des PEPP teilweise wieder verkleinert

(siehe Abbildung 8). Bei Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften vergrößerte sich der Spread gegenüber dem risikofreien Zinssatz vom Beginn des Berichtszeitraums bis zum 24. März um 81 Basispunkte und erreichte einen zwischenzeitlichen Höchststand von 185 Basispunkten. Bei Anleihen des Finanzsektors stieg er um 112 Basispunkte auf ein Zwischenhoch von 239 Basispunkten. Seitdem haben sich die Spreads allmählich auf 121 bzw. 146 Basispunkte verringert. Insgesamt betrachtet ist die Ausweitung der Spreads in erster Linie auf einen Anstieg der Zusatzprämien auf Anleihen zurückzuführen. Aber auch die Fundamentaldaten der Kreditvergabe (die an den Bonitätsbeurteilungen und der erwarteten Ausfallwahrscheinlichkeit gemessen werden) haben sich verschlechtert.

Abbildung 8

Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum

(in Basispunkten)



Quellen: Markt-iBoxx-Indizes und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abstände errechnen sich als Asset-Swap-Spreads gegenüber dem risikofreien Zinssatz. Die Indizes umfassen Anleihen unterschiedlicher Laufzeiten (jedoch mit einer Restlaufzeit von mindestens einem Jahr) mit Investment-Grade-Rating. Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 12. März 2020. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 3. Juni 2020.

An den Devisenmärkten war zu beobachten, dass der Euro in

handelsgewichteter Rechnung weitgehend unverändert notierte (siehe

Abbildung 9). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den

Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, stieg im

Berichtszeitraum um 0,4 %. Was die bilaterale Wechselkursentwicklung betrifft, so

wertete der Euro gegenüber den meisten wichtigen Währungen auf, insbesondere

gegenüber dem japanischen Yen (um 4,0 %) und dem Schweizer Franken (um

2,3 %). Auch gegenüber den Währungen Brasiliens, der Türkei und der meisten

nicht zum Euroraum gehörenden EU-Mitgliedstaaten gewann er an Wert. Diese

Entwicklungen wurden durch eine leichte Abwertung gegenüber dem US-Dollar (um

0,4 %) teilweise ausgeglichen. Die Gemeinschaftswährung verlor auch zum

russischen Rubel (um 8,4 %) und zur schwedischen Krone (um 4,0 %) an Wert.

Damit kehrte sich die vorangegangene starke Aufwertung, die auf die

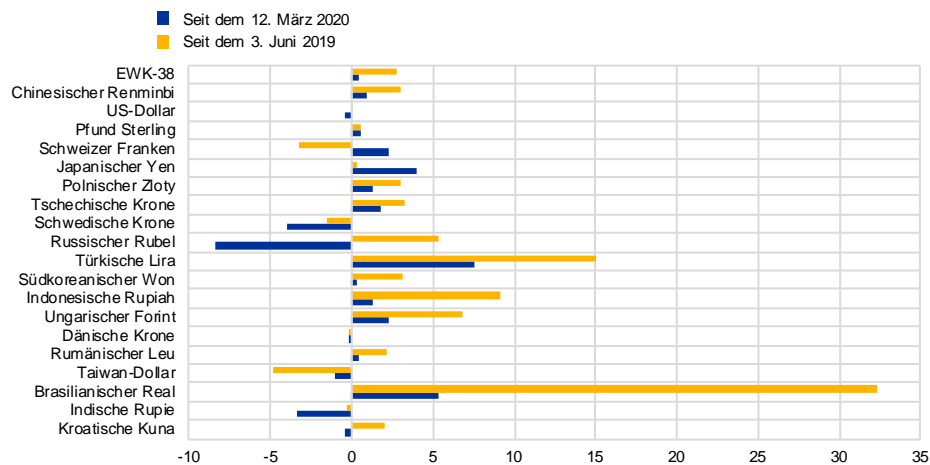
pandemiebedingte Unsicherheit zurückzuführen war, bis zu einem gewissen Grad

wieder um.

Abbildung 9

Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

(Veränderung in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: „EWK-38“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums. Eine positive Veränderung zeigt eine Aufwertung des Euro an, eine negative eine Abwertung. Stichtag für die Berechnung der prozentualen Veränderung war der 3. Juni 2020.

3 Konjunktorentwicklung

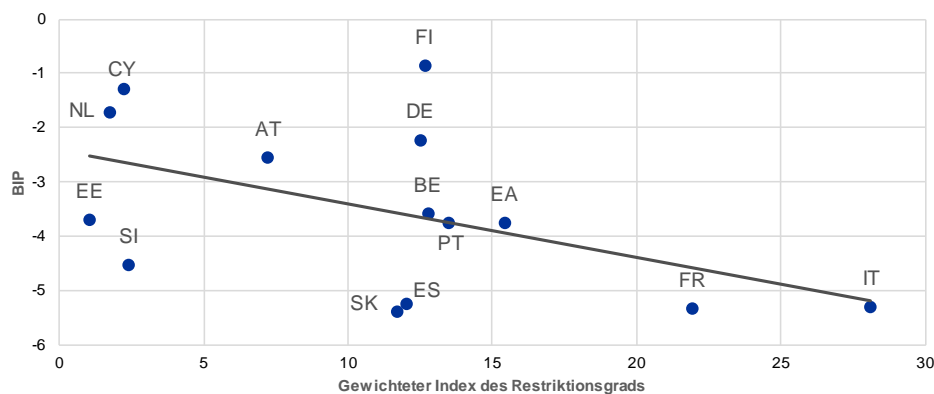
Vor dem Hintergrund der strengen Lockdown-Maßnahmen, die in den Ländern des Euroraums zur Eindämmung des Coronavirus (Covid-19) ergriffen wurden, ging das Wachstum des realen BIP im Euro-Währungsgebiet im ersten Quartal 2020 in bisher nie gekanntem Ausmaß zurück. Zwar deuteten hochfrequente Indikatoren und die jüngsten Umfrageergebnisse zuletzt auf eine moderate Verbesserung der Wirtschaftsentwicklung hin, da die Länder ihre Lockdown-Maßnahmen allmählich wieder lockern, doch lassen die gravierenden Auswirkungen auf die Konjunktur im April und Mai auf einen weiteren Wachstumsrückgang im zweiten Quartal 2020 schließen. Für die zweite Jahreshälfte 2020 wird erwartet, dass die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum wieder zunimmt und dabei von den günstigen Finanzierungsbedingungen, einem expansiven finanzpolitischen Kurs und einer Erholung der Weltwirtschaft getragen wird. Insgesamt gesehen sind Tempo und Umfang der konjunkturellen Belebung allerdings weiterhin mit großer Unsicherheit behaftet. Die Experten des Eurosystems gehen im Basisszenario ihrer gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2020 davon aus, dass sich das jährliche reale BIP im Jahr 2020 um 8,7 % verringern, 2021 und 2022 aber wieder um 5,2 % bzw. 3,3 % erhöhen wird. Gegenüber den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2020 wurden die Aussichten für das Wachstum des realen BIP für das laufende Jahr deutlich – und zwar um 9,5 Prozentpunkte – nach unten korrigiert und für 2021 und 2022 um 3,9 bzw. 1,9 Prozentpunkte nach oben revidiert.

Die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum ging im ersten Quartal 2020 im Zuge der Maßnahmen zur Eindämmung von Covid-19 und der damit verbundenen extremen Unsicherheit in bisher nie gekanntem Ausmaß zurück. Vor dem Hintergrund der strikten Lockdown-Maßnahmen, die ab Mitte März in den meisten Euro-Ländern ergriffen wurden, sank das reale BIP im ersten Vierteljahr 2020 gegenüber dem Vorquartal um einen Rekordwert von 3,8 %. Die Covid-19-bedingte wirtschaftliche Kontraktion fiel in den einzelnen Ländern und Sektoren unterschiedlich aus. Unter den größten Volkswirtschaften des Eurogebiets war der Konjunkturrückgang in Frankreich, Italien und Spanien stärker ausgeprägt als in Deutschland und den Niederlanden. Das Wirtschaftswachstum und der Grad der Einschränkungen durch Abstandsregeln und Lockdown-Maßnahmen zur Eindämmung von Covid-19 wiesen im ersten Quartal 2020 in den Euro-Ländern eine negative Korrelation auf (siehe Abbildung 10). Insgesamt ging die Industrieproduktion im Euroraum infolge der Lockdown-Maßnahmen spürbar zurück. Im März 2020 sank sie um 11,3 % gegenüber dem Vormonat und damit stärker als je zuvor. Im Quartalsvergleich wurde im ersten Vierteljahr ein Minus von 3,3 % verzeichnet. Den Umfrageergebnissen für das erste Jahresviertel 2020 zufolge verringerte sich analog hierzu die Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe deutlich (um 11 Prozentpunkte) auf 69,7 % und im Dienstleistungssektor um rund 5 Prozentpunkte auf 85,6 %.

Abbildung 10

Reales BIP und Grad der staatlichen Restriktionen als Reaktion auf Covid-19 im ersten Quartal 2020

(Veränderung gegen Vorquartal in %; gewichteter Index des Restriktionsgrads)



Quellen: Eurostat, Oxford COVID-19 Government Response Tracker und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der tägliche Index für jedes Land wird gewichtet mit der Anzahl der Tage mit unterschiedlichem Restriktionsgrad im ersten Quartal 2020. In dieser Abbildung stellt der Euroraum einen täglichen, BIP-gewichteten Durchschnitt der Länder dar, für die Daten verfügbar sind.

Die Arbeitsmärkte des Euro-Währungsgebiets wurden durch die Maßnahmen zur Eindämmung von Covid-19 stark in Mitleidenschaft gezogen.

Die Beschäftigung nahm im ersten Jahresviertel 2020 um 0,2 % ab, nachdem im Schlussquartal 2019 noch ein Zuwachs von 0,3 % verzeichnet worden war. Der nur geringe Beschäftigungsrückgang ist in erster Linie politischen Maßnahmen⁶ wie der Einführung von Kurzarbeit und einem zusätzlichen Maßnahmenpaket zur Vermeidung von Entlassungen und zur Unterstützung von Selbstständigen zu verdanken. Durch Kurzarbeitsmodelle lässt sich die Zahl der Arbeitslosen begrenzen, und zugleich kann der Arbeitsmarkt flexibler auf konjunkturelle Schwankungen reagieren. Aktuell bedeutet dies eine erhebliche Verringerung der geleisteten Arbeitsstunden je Erwerbstätigen für einen vorab festgelegten Zeitraum.⁷ Der Beschäftigungsabbau im ersten Quartal 2020 fällt demzufolge geringer aus als der Rückgang des BIP. Hieraus ergibt sich für das erste Jahresviertel ein deutlicher Verlust der Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen um 3,5 %.

Die aktuellen kurzfristigen Arbeitsmarktindikatoren deuten auf eine gravierende Verschlechterung am Arbeitsmarkt hin; der nur leichte Anstieg der Arbeitslosenquote ist indes auch auf statistische Probleme im Zusammenhang mit den Lockdown-Maßnahmen sowie auf die Wirkung der beispiellosen politischen Gegenmaßnahmen zur Stützung der Beschäftigung zurückzuführen.

Die Arbeitslosenquote im Euroraum erhöhte sich im April 2020 auf 7,3 % nach 7,1 % im Vormonat. Die negativen Auswirkungen der Pandemie sind in diesem Anstieg nicht vollständig sichtbar, da sich darin der Einfluss der Maßnahmen zur Eindämmung von Covid-19 auf den Arbeitsmarkt (in verschiedenen Ländern wurden erst Mitte März entsprechende Schritte unternommen), die Verabschiedung arbeitsmarktpolitischer Maßnahmen zur Förderung der Beschäftigung und zur

⁶ Eine Beurteilung der Reaktion von Arbeitsmarktvariablen auf die globale Finanzkrise aus einer regionalen Perspektive findet sich in Kasten 5 des vorliegenden Wirtschaftsberichts.

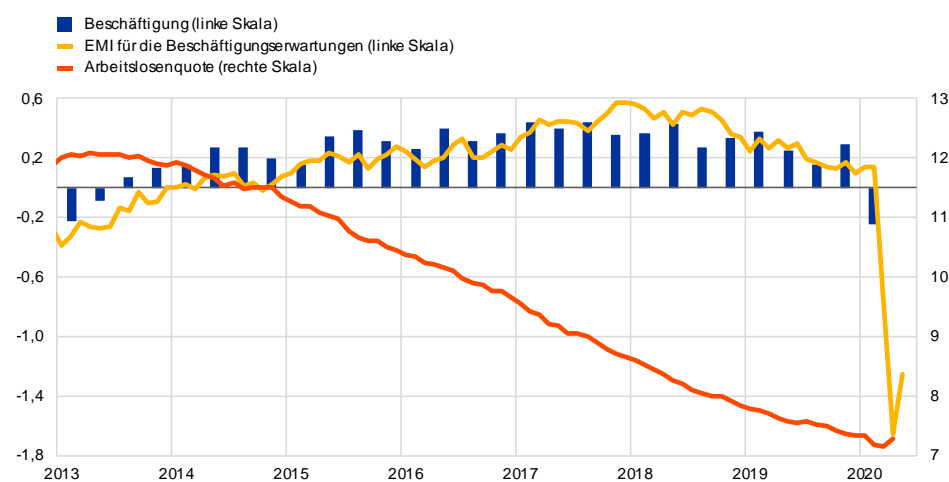
⁷ Weitere Einzelheiten hierzu finden sich in Kasten 6 des vorliegenden Wirtschaftsberichts.

Vermeidung dauerhafter Entlassungen sowie Probleme der statistischen Klassifizierung während des Lockdowns widerspiegeln. Die jüngsten Umfrageergebnisse bilden die Arbeitsmarktentwicklung zeitnäher ab und lassen darauf schließen, dass sich der Arbeitsmarkt inzwischen tief im kontraktiven Bereich befindet. Dennoch war im Mai 2020 aufgrund von ersten Lockerungen der Lockdown-Maßnahmen eine begrenzte Erholung zu beobachten (siehe Abbildung 11).

Abbildung 11

Beschäftigung, Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Beschäftigungserwartungen und Arbeitslosenquote im Euroraum

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Diffusionsindex; in % der Erwerbspersonen)



Quellen: Eurostat, Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der EMI ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2020 (Beschäftigung), Mai 2020 (EMI) bzw. April 2020 (Arbeitslosenquote).

Der private Konsum ist seit Mitte März größtenteils eingebrochen. Der

Einzelhandel im Euroraum verzeichnete im März 2020 ein Minus von 11 % gegenüber dem Vormonat. In diesen Daten ist der Konsumrückgang während des Lockdowns, der in den meisten Ländern des Eurogebiets erst Mitte März verhängt wurde, nur zum Teil erfasst. Im April sanken die monatlichen Einzelhandelsumsätze weiter um 12 % gegenüber dem Vormonat, wobei andere Ausgabenbereiche wie Pkw-Absatz und Reisen nahezu komplett einbrachen. Das Verbrauchervertrauen im Euroraum erreichte im Mai 2020 mit der schrittweisen Rücknahme der Lockdown-Maßnahmen allmählich seine Talsohle. Während sich die Einkommensverluste der privaten Haushalte bislang in Grenzen halten, dürfte die Sparquote kräftig steigen.⁸ Darin spiegeln sich die üblichen Transmissionskanäle wie (antizyklisches) Vorsichtssparen und Kreditbeschränkungen wider, doch gibt es einige Anzeichen dafür, dass hier auch Zwangssparen eine Rolle spielt. Bei privaten Haushalten ohne Einkommenseinbußen sammelten sich beträchtliche Bankguthaben an, da sie keine Möglichkeit hatten, nicht lebensnotwendige Waren und Dienstleistungen zu erwerben.⁹ Die kumulierten Ersparnisse könnten im zweiten Halbjahr 2020 die

⁸ Siehe hierzu auch Kasten 6 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

⁹ Siehe Banque de France, [L'impact de la crise du Covid-19 sur la situation financière des ménages et des entreprises](#), Pressemitteilung vom 29. April 2020.

finanzielle Grundlage für eine kräftige Erholung des Konsums nicht lebensnotwendiger Güter bilden. Dies hängt jedoch in hohem Maße von der verbleibenden Unsicherheit im Zusammenhang mit der Gesundheitskrise und der Arbeitsmarktlage ab; diese könnte zu weiterem Vorsorgespüren führen.

Die Unternehmensinvestitionen dürften im ersten Quartal 2020 stärker als das BIP gesunken sein, und auch im zweiten Quartal ist mit einem Rückgang zu rechnen.

Infolge des Ausbruchs von Covid-19 in Europa wurden seit Mitte März gravierende Lieferengpässe verzeichnet. Die Investitionsgüterproduktion im Euroraum ging im ersten Vierteljahr 2020 um 6,4 % gegenüber dem Vorquartal zurück. Auch die Kapazitätsauslastung nahm ab. Die Investitionen ohne Bauten verringerten sich im Quartalsvergleich in Deutschland um 4,1 %, in Frankreich um 9,3 % (Investitionen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften), in Italien um 8,3 %, in Spanien um 2,4 % und in den Niederlanden um 6,6 %. Zudem ist die Nachfrage von Unternehmen im Euroraum nach Krediten und Kreditlinien im ersten Quartal 2020 deutlich gestiegen, wie die jüngste Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet¹⁰ zeigt. Grund hierfür ist, dass sich die Unternehmen mittels Bankfinanzierung Notfall-Liquidität sicherten, um ihre laufenden Zahlungen (wie Mieten und Gehälter) trotz weggebrochener Einnahmen weiterhin leisten zu können. Zugleich war die Nachfrage nach Krediten zu Investitionszwecken stark rückläufig. Der erhebliche Vertrauensverlust und der Einbruch der Produktionserwartungen sowie die gesunkenen Auftragsbestände und Umsätze im Investitionsgütersektor im April weisen zusammen mit der vorherrschenden erhöhten Unsicherheit für das zweite Quartal auf einen deutlichen Rückgang der Anlageinvestitionen hin.

Nach einer spürbaren Abnahme der Wohnungsbauminvestitionen im Euro-Währungsgebiet im ersten Quartal 2020 wird für das zweite Quartal mit einem noch stärkeren Rückgang gerechnet.

Aus den verfügbaren Länderdaten für das erste Vierteljahr geht hervor, dass die Bauinvestitionen im Quartalsvergleich in Frankreich um 13,8 %, in Italien um 7,9 % und in Spanien um 9,6 % einbrachen. In Deutschland und den Niederlanden erhöhten sie sich hingegen überraschenderweise um 4,1 % bzw. 5,6 %. Damit dürften die Wohnungsbauminvestitionen im Euroraum dieser Evidenz zufolge im ersten Quartal deutlich abgenommen haben. Da der umfragebasierte Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im Wohnungsbau und der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für das Baugewerbe im April deutlich sanken, könnte sich die Lage an den Wohnimmobilienmärkten des Euroraums im zweiten Quartal sogar noch weiter verschlechtern. Auf der Angebotsseite hielt sich die Bautätigkeit in Grenzen, da die Lockdown-Maßnahmen in mehreren Ländern zur Schließung von Baustellen führten. Zudem erhöhte sich der Materialaufwand. Auf der Nachfrageseite kam es zu einem kräftigen Rückgang des Indikators der Europäischen Kommission für Renovierungsvorhaben. Außerdem verringerte sich auch die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten deutlich, wie aus der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet hervorgeht. Die Nachfrage hat sich selbst in den Ländern abgeschwächt, in denen die Lockdown-Maßnahmen mit den geringsten Einschränkungen verbunden waren, wie Deutschland und die Niederlande.

¹⁰ Siehe auch EZB, [The euro area bank lending survey – First quarter of 2020](#), April 2020.

Der Rückgang des Handels des Euro-Währungsgebiets dürfte sich im zweiten Jahresviertel 2020 verschärfen.

Im ersten Quartal schrumpfte der Warenhandel innerhalb des Euroraums stärker als der Handel mit Ländern außerhalb des Euroraums. Grund hierfür waren die von den Euro-Ländern beschlossenen Maßnahmen zur Eindämmung von Covid-19. Für das zweite Quartal 2020 wird ein beispielloser Rückgang erwartet. Darauf lässt der Index für den Auftragseingang im Exportgeschäft schließen, der auf 18,9 Zähler im April einbrach, verglichen mit 49,5 Punkten zu Jahresbeginn. Aus der Verbesserung dieses Vorlaufindikators auf 28,7 Punkte im Mai lassen sich erste Anzeichen einer anschließenden sehr allmählichen Erholung ablesen. Aufgrund einiger besonderer Merkmale ist der Handel des Euroraums dem Covid-19-Schock besonders stark ausgesetzt. Erstens ist Europa ein beliebtes Reiseziel. Weltweit entfallen 30 % aller Tourismuseinnahmen auf Europa. Somit war die Region von den Reise- und Ausgangsbeschränkungen sowie den Lockdown-Maßnahmen besonders schwer betroffen, wobei natürlich jene Euro-Länder, in denen ein Großteil des BIP auf den Tourismus entfällt, am stärksten unter den Folgen leiden. Zweitens wirkte sich die außerordentlich hohe Unsicherheit und die sich daraus ergebende Verschiebung von Investitionsentscheidungen besonders stark auf den Handel mit Gebrauchsgütern aus, die eine Kernkomponente der Exporte des Euroraums darstellen. Drittens werden Schocks durch Übertragungs- und Rückkopplungseffekte über regionale Produktionsnetzwerke über die einzelnen Länder des Euroraums hinweg weitergegeben und verstärkt. Dies könnte dazu führen, dass die Handelsströme innerhalb des Eurogebiets noch stärker schrumpfen als der Handelsverkehr insgesamt.

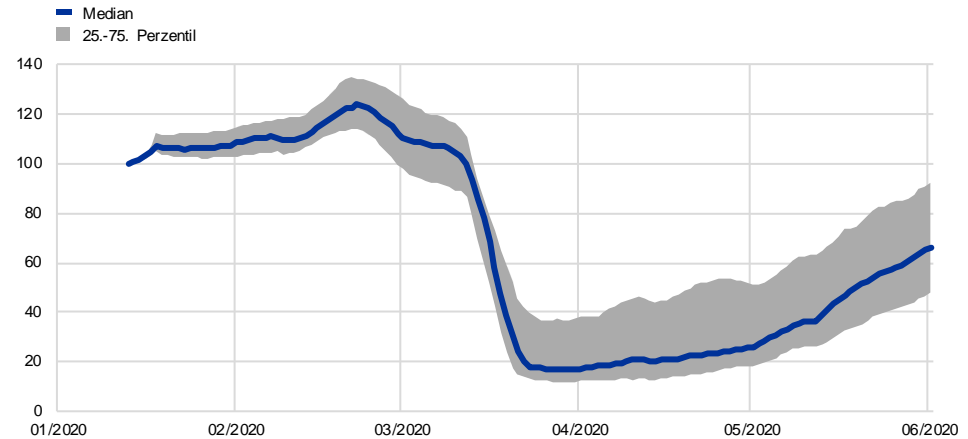
Im zweiten Quartal 2020 dürfte das Wachstum im Euroraum noch stärker zurückgehen.

Zwar haben die meisten Länder Anfang Mai mit der Lockerung der strengen Lockdown-Maßnahmen begonnen, doch deuten die hochfrequenten Daten lediglich auf eine leichte Verbesserung der Aktivität hin. So haben sich beispielsweise die Indikatoren für den Stromverbrauch und die Mobilität seither nur geringfügig erhöht (siehe Abbildung 12). Auch die gängigeren Umfrageindikatoren weisen einen ähnlichen Trend auf. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) verbesserte sich leicht auf 67,5 Punkte im Mai, nachdem er im April mit 64,9 Zählern einen historischen Tiefstand erreicht hatte. In der Durchschnittsbetrachtung lag er damit aber immer noch deutlich unterhalb der im ersten Quartal 2020 verzeichneten 100,6 Punkte. Auch der EMI lässt auf eine weiterhin rückläufige Wirtschaftstätigkeit im zweiten Quartal 2020 schließen. So belief sich der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor im Mai laut Schnellschätzung auf 31,9 Punkte, wengleich er sich damit gegenüber seinem Tiefstand vom April (13,6 Punkte) wieder erholte. Dabei war allerdings in den einzelnen Sektoren eine unterschiedliche Entwicklung zu beobachten. Während der Index für das verarbeitende Gewerbe von 18,1 Punkten im Vormonat auf 35,6 Zähler im Mai anstieg, blieb der Index für die Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor mit 30,5 Zählern nach 12,0 Punkten im April auf einem niedrigeren Niveau. Die Branchenumfragen der Europäischen Kommission weisen ebenfalls auf eine nach wie vor verhaltene Wirtschaftstätigkeit in den kommenden Monaten hin, obgleich sie eine leichte Verbesserung in den Sektoren signalisieren, die am stärksten von den

Maßnahmen zur Eindämmung von Covid-19 betroffen sind. Hierzu zählen die Bereiche Gastronomie, Beherbergung und Kraftfahrzeuge.

Abbildung 12 Mobilität in den größten Ländern des Euroraums

(Veränderung gegenüber Ausgangsdaten vom 13. Januar 2020 in %; gleitender Siebentagesdurchschnitt)



Quelle: Apple Mobility Trends Reports.

Anmerkung: Suchanfragen bei Apple-Maps nach Routenvorschlägen für Reisen per Pkw, öffentlichem Nahverkehr und zu Fuß in Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien und den Niederlanden. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 1. Juni 2020.

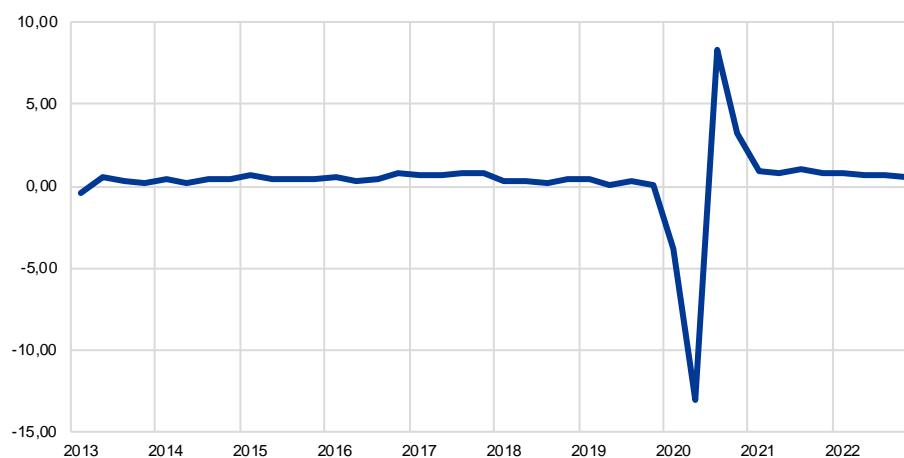
Mit Blick auf die Zukunft wird erwartet, dass sich die Konjunktur im Euroraum im zweiten Halbjahr 2020 erholen wird, sofern die Eindämmungsmaßnahmen gelockert werden. Die Wirtschaftstätigkeit des Euroraums dürfte ab dem dritten Quartal im Zuge einer weiteren Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen wieder zunehmen und dabei von günstigen Finanzierungsbedingungen, einem expansiven finanzpolitischen Kurs und einer Erholung der Weltwirtschaft getragen werden. Insgesamt gesehen sind Tempo und Umfang der konjunkturellen Belebung allerdings weiterhin mit großer Unsicherheit behaftet. Die Experten des Eurosystems gehen im Basisszenario ihrer gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2020 davon aus, dass sich das jährliche reale BIP im Jahr 2020 um 8,7 % verringern, 2021 und 2022 aber wieder um 5,2 % bzw. 3,3 % erhöhen wird (siehe Abbildung 13). Gegenüber den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2020 wurde der Ausblick für das Wachstum des realen BIP für 2020 deutlich um 9,5 Prozentpunkte nach unten korrigiert. Für 2021 wurde er um 3,9 Prozentpunkte und für 2022 um 1,9 Prozentpunkte nach oben revidiert. Gleichwohl werden die erhöhte globale Unsicherheit im Zusammenhang mit der Umsetzung der Pläne für die Zeit nach dem Lockdown sowie das Ausmaß des Abschwungs und der anschließenden Erholung entscheidend von der Dauer und Wirksamkeit der Eindämmungsmaßnahmen abhängen. Von zentraler Bedeutung wird auch sein, wie erfolgreich die Maßnahmen zur Begrenzung der negativen Auswirkungen auf Einkommen und Beschäftigung sein werden und inwieweit die Angebotskapazitäten und die Binnennachfrage dauerhaft beeinträchtigt sind. Neben dem Basisszenario enthalten die von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen (vom Juni) zwei alternative Szenarien, die die potenziellen Folgen der Covid-19-Pandemie veranschaulichen sollen. Im milden Szenario wird angenommen, dass das Virus

erfolgreich eingedämmt wird. Für diesen Fall wird erwartet, dass das jährliche reale BIP 2020 um 5,9 % sinkt und in den Jahren 2021 und 2022 wieder um 6,8 % bzw. 2,2 % steigt. Im schwerwiegenden Szenario wird von einem kräftigen Wiederaufleben der Pandemie und erneuten Eindämmungsmaßnahmen ausgegangen. Diesem Szenario zufolge wird sich das jährliche reale BIP im laufenden Jahr um 12,6 % verringern, bevor es sich im kommenden Jahr wieder um 3,3 % und im Jahr 2022 um 3,8 % erhöht.¹¹

Abbildung 13

Reales BIP des Euroraums (einschließlich Projektionen)

(Veränderung gegen Vorquartal in %)



Quellen: Eurostat sowie EZB, Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, Juni 2020, veröffentlicht am 4. Juni 2020 auf der Website der EZB.

¹¹ Siehe EZB, Alternative Szenarien für die wirtschaftlichen Aussichten des Eurogebiets, Kasten 3, in: Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, Juni 2020.

4 Preise und Kosten

Die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI für das Euro-Währungsgebiet ist der Schnellschätzung von Eurostat zufolge von 0,3 % im April auf 0,1 % im Mai gesunken. Ausgehend von den aktuellen Preisen und den Terminpreisen für Öl dürfte die Gesamtinflation in den kommenden Monaten noch etwas weiter zurückgehen und bis Jahresende auf niedrigem Niveau bleiben. Mittelfristig wird die schwächere Nachfrage einen Abwärtsdruck auf die Inflation ausüben, der nur teilweise durch den mit Angebotsengpässen verbundenen Aufwärtsdruck ausgeglichen wird. Diese Einschätzung deckt sich auch weitgehend mit den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2020, denen zufolge sich die jährliche HVPI-Inflation 2020 auf 0,3 %, 2021 auf 0,8 % und 2022 auf 1,3 % belaufen wird. Gegenüber den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der Experten der EZB vom März 2020 wurde der entsprechende Ausblick für die HVPI-Inflation um 0,8, um 0,6 bzw. um 0,3 Prozentpunkte nach unten korrigiert. Die jährliche HVPI-Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel dürfte 2020 bei 0,8 %, 2021 bei 0,7 % und 2022 bei 0,9 % liegen.

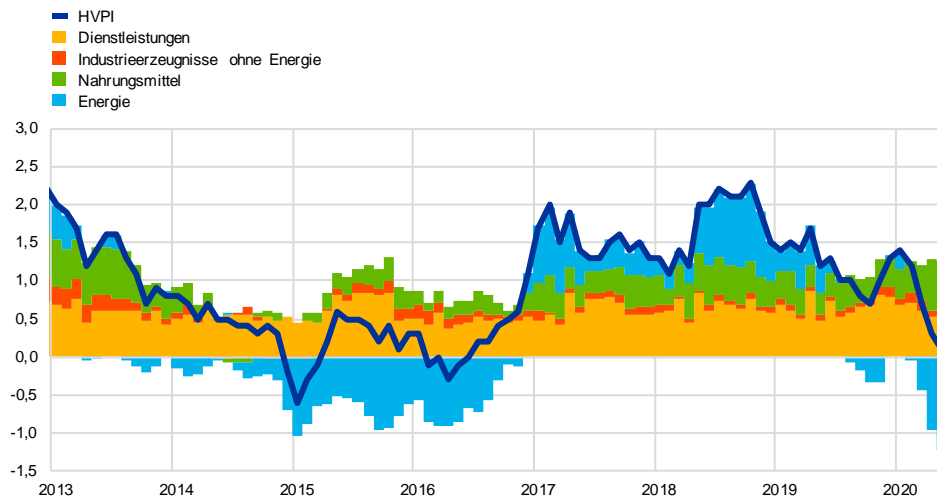
Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge war die Teuerung nach dem HVPI im Mai weiter rückläufig. Der Rückgang von 0,3 % im April auf 0,1 % im Mai spiegelte in erster Linie einen geringeren Preisanstieg bei Energie und unverarbeiteten Nahrungsmitteln wider, wohingegen die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel weitgehend unverändert blieb. Maßgeblich geprägt wurde die Inflationsentwicklung weiterhin von der sinkenden Teuerungsrate bei Energie. Darin schlägt sich noch immer der starke Rückgang der Ölpreise nach dem Ausbruch der weltweiten Corona-Pandemie (Covid-19-Pandemie) nieder. Im Gegensatz dazu schnellte die Teuerungsrate bei Nahrungsmitteln – insbesondere bei unverarbeiteten Nahrungsmitteln – im Zuge der verschiedenen Covid-19-Eindämmungsmaßnahmen nach oben. Sie erhöhte sich im April auf 3,6 %, verlangsamte sich im Mai leicht auf 3,3 % und liegt damit aber weiterhin auf hohem Niveau. Eurostat zufolge gab es nach wie vor Schwierigkeiten bei der Erhebung von Preisdaten für einige Länder und Produkte, sodass die Schätzung auf einem höheren Anteil imputierter Preise basiert als sonst üblich. Gegenüber April ist dieser Anteil im Mai jedoch gesunken. So lag der Anteil der aufgrund der Covid-19-Krise imputierten Preise des Warenkorb, welcher der HVPI-Schnellschätzung für das Euro-Währungsgebiet zugrunde liegt, im Mai bei einem Viertel. Im April hatte dieser Anteil noch bei rund einem Drittel gelegen.¹²

¹² Siehe die [Pressemitteilung von Eurostat](#) zur HVPI-Schnellschätzung für Mai 2020 sowie die [Methodik von Eurostat zum HVPI](#).

Abbildung 14

Beiträge der Komponenten zur HVPI-Gesamtinflation im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2020 (Schnellschätzungen). Die Wachstumsraten für 2015 sind aufgrund einer methodischen Änderung nach oben verzerrt (siehe EZB, [Neue Berechnungsmethode beim deutschen Preisindex für Pauschalreisen und deren Auswirkungen auf die HVPI-Inflationsraten](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 2/2019, März 2019).

Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation zeigten sich bislang

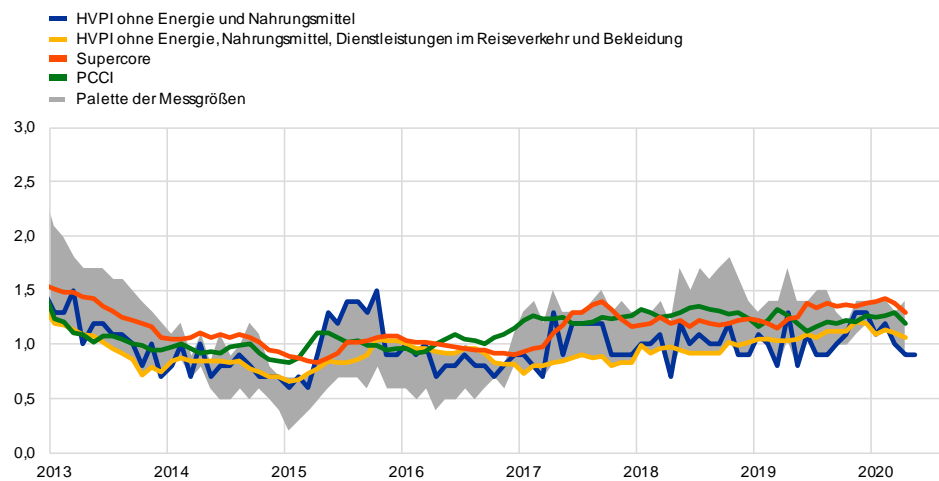
robuster. Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel blieb im Mai mit 0,9 % gegenüber April unverändert, nachdem sie sich im März auf 1,0 % und im Februar auf 1,2 % belaufen hatte. Von anderen Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation gingen gemischte Signale aus (entsprechende Daten liegen lediglich bis April vor; siehe Abbildung 15). Während die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr und Bekleidung weitgehend unverändert blieb, waren die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) und der Supercore-Indikator¹³ leicht rückläufig. Wie bereits erwähnt, sind jedoch alle abgeleiteten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation derzeit mit zusätzlicher Unsicherheit behaftet, da die Ausgangsdaten durch die Schwierigkeiten bei der Erhebung und Messung von HVPI-Daten beeinflusst werden können.

¹³ Siehe auch EZB, Die als „Supercore“ bezeichnete Messgröße der zugrunde liegenden Inflation, Kasten 2, in: [Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2018, Juni 2018, sowie EZB, Die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) als Messgröße der zugrunde liegenden Inflation, Kasten 3 im selben Aufsatz.

Abbildung 15

Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2020 (Schnellschätzung des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel) bzw. April 2020 (alle anderen Messgrößen). Die Palette der Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation umfasst folgende Größen: HVPI ohne Energie, HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel, HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr und Bekleidung, getrimmter Mittelwert (10 %), getrimmter Mittelwert (30 %) und gewichteter Median des HVPI. Die Wachstumsraten des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel für 2015 sind aufgrund einer methodischen Änderung nach oben verzerrt (siehe EZB, [Neue Berechnungsmethode beim deutschen Preisindex für Pauschalreisen und deren Auswirkungen auf die HVPI-Inflationsraten](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 2/2019, März 2019).

Der Preisdruck bei den im HVPI erfassten Industrieerzeugnissen ohne Energie deutet auf eine leichte Abschwächung auf den nachgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette hin.

Die Änderungsrate der Erzeugerpreise für im Inland verkaufte Konsumgüter ohne Nahrungsmittel, die als Indikator für den Preisdruck auf den nachgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette dient, verringerte sich im April im Vorjahrsvergleich weiter auf 0,5 %, nachdem sie im März bei 0,6 % und im Februar bei 0,7 % gelegen hatte. Die entsprechende jährliche Teuerungsrate der Einfuhrpreise sank im März auf 0,1 % nach 0,5 % im Vormonat, wofür zum Teil ein gewisser Abwärtsdruck durch den jüngsten Anstieg des effektiven Euro-Wechselkurses verantwortlich sein könnte. Auf den vorgelagerten Stufen der inländischen Preissetzungskette war die Teuerung bei den Vorleistungsgütern stark rückläufig. Ursächlich hierfür waren das Durchwirken der niedrigeren Ölpreise und die Auswirkungen der Euro-Aufwertung. Die Änderungsrate der Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter fiel im April auf -2,7 %, verglichen mit -1,8 % im März und -1,2 % im Februar, während die entsprechende Rate der Einfuhrpreise von -0,1 % im Februar deutlich auf -1,3 % im März sank.

Das Lohnwachstum war rückläufig. Im vierten Quartal 2019 lag die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer bei 1,7 % nach 2,1 % im Vorquartal (siehe Abbildung 16). Mit Blick auf die Zukunft werden die Auswirkungen der pandemiebedingten arbeitsmarktpolitischen Maßnahmen, wie beispielsweise den Regelungen zur Kurzarbeit, auf die Messgrößen des Lohnwachstums davon abhängen, wie diese Regelungen in den offiziellen Statistiken behandelt werden.¹⁴ Die Jahreswachstumsrate der Tarifverdienste im

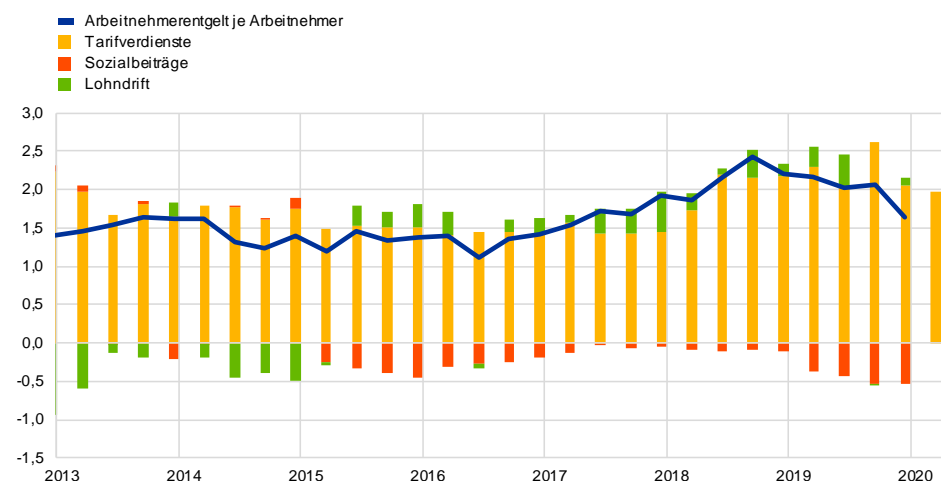
¹⁴ Siehe hierzu auch Kasten 6 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Euroraum ging leicht von 2,1 % im vierten Quartal 2019 auf 2,0 % im ersten Quartal 2020 zurück. Möglicherweise hält der Zuwachs der Tarifverdienste bislang deshalb an, weil hierfür in der Vergangenheit geschlossene Vereinbarungen maßgeblich sind, während sich Veränderungen des tatsächlichen Lohnwachstums in einer entsprechenden Lohndrift zeigen werden.

Abbildung 16

Beiträge der Komponenten des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

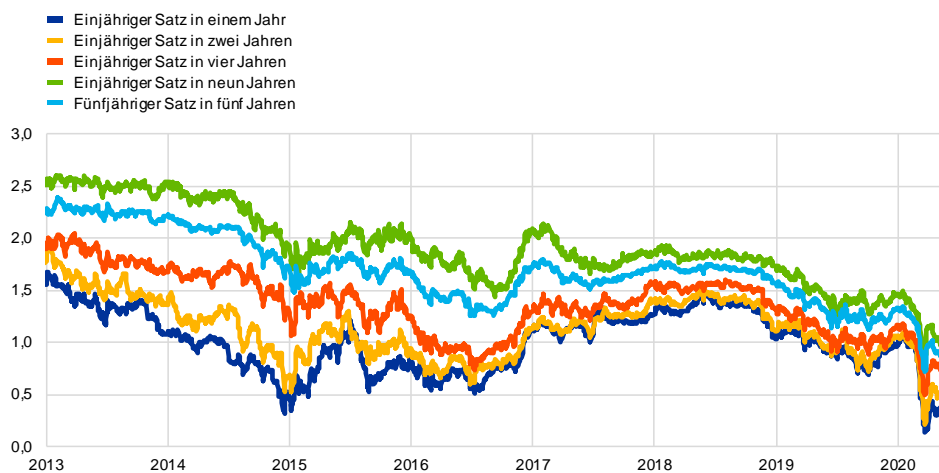
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2020 (Tarifverdienste) und auf das vierte Quartal 2019 (übrige Komponenten).

Nachdem die marktbasieren Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen etwa Mitte März auf historische Tiefstände gefallen waren, stiegen sie wieder an und lagen leicht über dem Niveau zu Beginn des Berichtszeitraums; sie entwickelten sich somit weiterhin sehr verhalten (siehe Abbildung 17). Der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren, der am 23. März 2020 mit 0,72 % auf ein Allzeittief gefallen war, erholte sich wieder leicht und lag am 3. Juni 2020 bei 1,02 %. Die aus Optionen abgeleitete (risikoneutrale) Wahrscheinlichkeit einer Deflation in den nächsten fünf Jahren schnellte im März 2020 auf ein noch nie dagewesenes Niveau. Trotz einer gewissen zuletzt beobachteten leichten Besserung liegt die entsprechende Messgröße nach wie vor in der Nähe der 2015/2016 verzeichneten Höchststände. Diese höhere Wahrscheinlichkeit ist zum Teil auf den jüngsten Ölpreiseinbruch zurückzuführen. Zugleich deutet das zukunftsgerichtete Profil der marktbasieren Indikatoren der Inflationserwartungen weiterhin auf eine länger andauernde Phase niedriger Inflationsraten hin. Laut dem Survey of Professional Forecasters der EZB für das zweite Quartal 2020, der in der ersten Aprilwoche 2020 durchgeführt wurde, sowie den von Consensus Economics und dem Euro Zone Barometer zuletzt veröffentlichten Daten lagen auch die umfragebasierten längerfristigen Inflationserwartungen im April auf oder nahe bei historischen Tiefständen.

Abbildung 17

Marktbasierte Indikatoren der Inflationserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 3. Juni 2020.

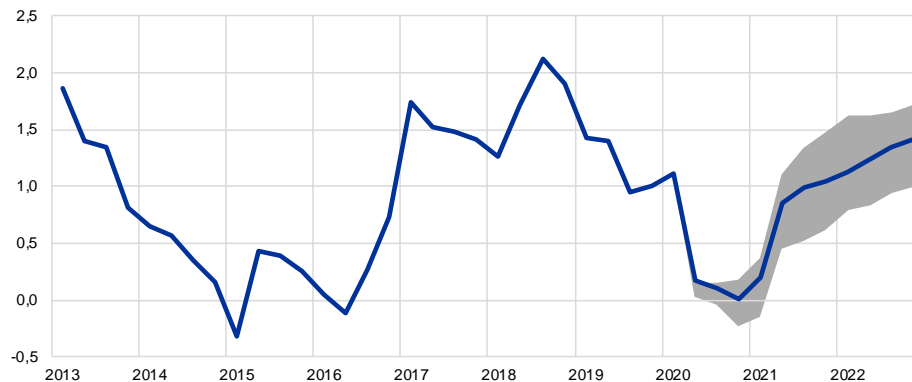
Die Experten des Eurosystems gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2020 für den Projektionszeitraum von deutlich schwächeren Inflationsaussichten aus. Den Basisprojektionen zufolge dürfte sich die durchschnittliche HVPI-Gesamtinflation 2020 auf 0,3 %, 2021 auf 0,8 % und 2022 auf 1,3 % belaufen. Gegenüber den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2020 stellt dies eine Abwärtskorrektur um 0,8, um 0,6 bzw. um 0,3 Prozentpunkte dar (siehe Abbildung 18). Kurzfristig schlägt sich der jüngste Kollaps der Ölpreise in einem starken Rückgang der HVPI-Gesamtinflationsrate auf etwa null für die kommenden Quartale nieder, bevor Basiseffekte im Zusammenhang mit der Energiekomponente Anfang 2021 zu einem mechanischen Wiederanstieg führen. Auch die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel dürfte auf kurze Sicht rückläufig sein, aber weniger stark als die Gesamtinflation. Die disinflationären Effekte dürften bei den Preisen für Dienstleistungen und Waren breit gefächert zum Tragen kommen, da die Nachfrage weiterhin schwach sein wird. Es ist jedoch anzunehmen, dass diese Effekte teilweise durch den Kostendruck in Verbindung mit angebotsseitigen Störungen und Engpässen ausgeglichen werden. Mittelfristig ist aufgrund eines voraussichtlich wieder anziehenden Ölpreises und einer Erholung der Nachfrage mit einem Anstieg der Inflation zu rechnen. Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel dürfte sich 2020 auf durchschnittlich 0,8 % und 2021 weiter auf 0,7 % verringern, bevor sie 2022 wieder auf 0,9 % steigt. Angesichts der hohen Unsicherheit haben die Experten des Eurosystems zwei alternative Inflationsszenarien erstellt.¹⁵ Im milden Szenario würde die Gesamtinflation bis 2022 einen Wert von 1,7 % erreichen. Im Rahmen des entsprechenden schweren Szenarios würde sie hingegen am Ende des Projektionszeitraums bei 0,9 % liegen.

¹⁵ Siehe hierzu auch EZB, Alternative Szenarien für die wirtschaftlichen Aussichten des Eurogebiets, Kasten in: [Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, Juni 2020](#), veröffentlicht am 4. Juni 2020 auf der Website der EZB.

Abbildung 18

Teuerung nach dem HVPI im Euroraum (einschließlich Projektionen)

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat sowie EZB, Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, Juni 2020, veröffentlicht am 4. Juni 2020 auf der Website der EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2020 (Ist-Daten) bzw. das vierte Quartal 2022 (Projektionen). Die rund um den Projektionspfad dargestellten Bandbreiten basieren auf Differenzen zwischen den tatsächlichen Ergebnissen und früheren, über mehrere Jahre hinweg erstellten Projektionen. Die Bandbreiten entsprechen dem Durchschnitt des absoluten Werts dieser Differenzen, multipliziert mit zwei. Die zur Berechnung der Bandbreiten verwendete Methode, die auch eine Korrektur für außergewöhnliche Ereignisse beinhaltet, wird in der EZB-Publikation [New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#) vom Dezember 2009 dargelegt. Stichtag für die in den Projektionen enthaltenen Daten war der 25. Mai 2020.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

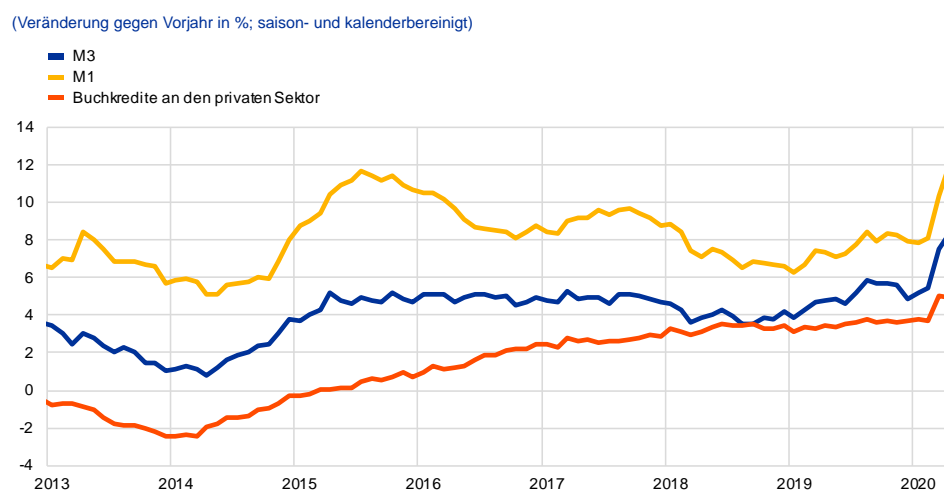
Die monetäre Dynamik wurde durch die Corona-Pandemie (Covid-19-Pandemie) deutlich beschleunigt. Ausschlaggebend hierfür waren der akute Liquiditätsbedarf der Unternehmen zur Finanzierung laufender Zahlungen und eine starke Präferenz der Wirtschaftsakteure für eine vorsorgliche Liquiditätshaltung, was der großen Unsicherheit im Zusammenhang mit der Pandemie zuzuschreiben war. Wichtigste Quelle der Geldschöpfung war die inländische Kreditvergabe, vor allem Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und der Nettoerwerb von Staatsanleihen durch MFIs. Die raschen und umfangreichen Maßnahmen der Geld- und Finanzpolitik sowie der Aufsichtsbehörden trugen dazu bei, dass Bankkredite zu günstigen Konditionen an die Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets vergeben wurden. Dadurch erhielt auch die gesamte Außenfinanzierung der Unternehmen im Euroraum im ersten Quartal 2020 Auftrieb. Die Finanzierung über die Kapitalmärkte entwickelte sich hingegen moderater, da die Kosten der marktbasiereten Fremdfinanzierung im ersten Jahresviertel deutlich anstiegen. Die Kreditzinsen der Banken erreichten historische Tiefstände, wodurch die Gesamtkosten der Fremdfinanzierung für Unternehmen günstig blieben.

Die aus Vorsichtsgründen gehaltenen Liquiditätsbestände und der akute Liquiditätsbedarf führten zu einer kräftigen Beschleunigung der monetären Dynamik. Die Jahreswachstumsrate von M3 erhöhte sich im April weiter auf 8,3 % (nach 7,5 % im März) und lag damit rund 3 Prozentpunkte über der Rate vom Februar, als die Covid-19-Pandemie sich noch nicht in größerem Umfang im Eurogebiet ausgebreitet hatte (siehe Abbildung 19). Bedingt war dieser Anstieg durch hohe monatliche Ströme im März (die größten seit Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion) und im April. Triebfeder der monetären Dynamik war eine Kombination von Faktoren, unter anderem der Liquiditätsbedarf der Unternehmen, die Präferenz, in einer Phase großer Unsicherheit vorsorglich Liquidität bereitzuhalten, und der Bedarf institutioneller Anleger an Liquiditätspuffern, um mögliche Rücknahmen zu bewältigen. Das hohe Geldmengenwachstum war auch auf umfangreiche Stützungsmaßnahmen durch die Geld- und Finanzpolitik sowie die Regulierungs- und Aufsichtsbehörden zurückzuführen, die dazu dienten, die Wirtschaft für die Bewältigung der Covid-19-Pandemie mit ausreichend Liquidität zu versorgen. Vor diesem Hintergrund belief sich die Jahreswachstumsrate des liquidesten Geldmengenaggregats M1, das die täglich fälligen Einlagen und den Bargeldumlauf umfasst, im April auf 11,9 % nach 10,4 % im Vormonat und lag damit knapp 4 Prozentpunkte über dem Stand vom Februar.

Die täglich fälligen Einlagen leisteten nach wie vor den größten Beitrag zum Geldmengenwachstum. So stieg ihre jährliche Wachstumsrate von 10,9 % im März auf 12,5 % im April. Dieser Zuwachs war vor allem den Einlagenbeständen von Unternehmen zuzuschreiben. Angesichts der großen pandemiebedingten Unsicherheit spiegelt die Anhäufung von Einlagen einen vorsorglichen Aufbau von Liquiditätspuffern wider und ist das Ergebnis einer umfangreichen Aufnahme von Bankkrediten, der Emission von Unternehmensanleihen und bis zu einem gewissen Grad der direkten Liquiditätshilfen seitens der Regierungen. Zugleich bestehen länderspezifische Unterschiede bei den Einlagenbeständen von Unternehmen. Dies

deutet möglicherweise darauf hin, dass das Ausmaß, in dem der Liquiditätsbedarf der Firmen bereits eingetreten ist, in den einzelnen Ländern voneinander abweicht. Zurückzuführen ist dieser Umstand zum Teil auf die unterschiedlichen Zeitpunkte, zu denen sich die Pandemie in den jeweiligen Ländern ausgebreitet hat. Finanzintermediäre ohne MFIs (einschließlich Investmentfonds) wie auch private Haushalte erhöhten ihre Einlagenbestände ebenfalls. So bauten Erstere ihre Liquiditätspuffer für eventuelle Rücknahmen auf und horteten Letztere mehr Einlagen vor allem aus Vorsichtsgründen, aber auch aufgrund eingeschränkter Konsummöglichkeiten während des Lockdowns. Die Jahreswachstumsrate des Bargeldumlaufs erhöhte sich im April weiter auf 8,0 %, verglichen mit 7,0 % im Vormonat, was auf die Tendenz zurückzuführen ist, in einer Phase großer Unsicherheit Bargeld zu horten. Die marktfähigen Finanzinstrumente (M3 – M2) leisteten im April insgesamt einen negativen Beitrag zur monatlichen M3-Dynamik. Nach Abflüssen aus Geldmarktfonds und einem Anstieg der Bestände nichtmonetärer Finanzinstitute (Nicht-MFIs) an von Banken begebenen kurzfristigen Schuldverschreibungen im März wurden diese Portfolioumschichtungen im April teilweise wieder rückgängig gemacht.

Abbildung 19
M3, M1 und Buchkredite an den privaten Sektor



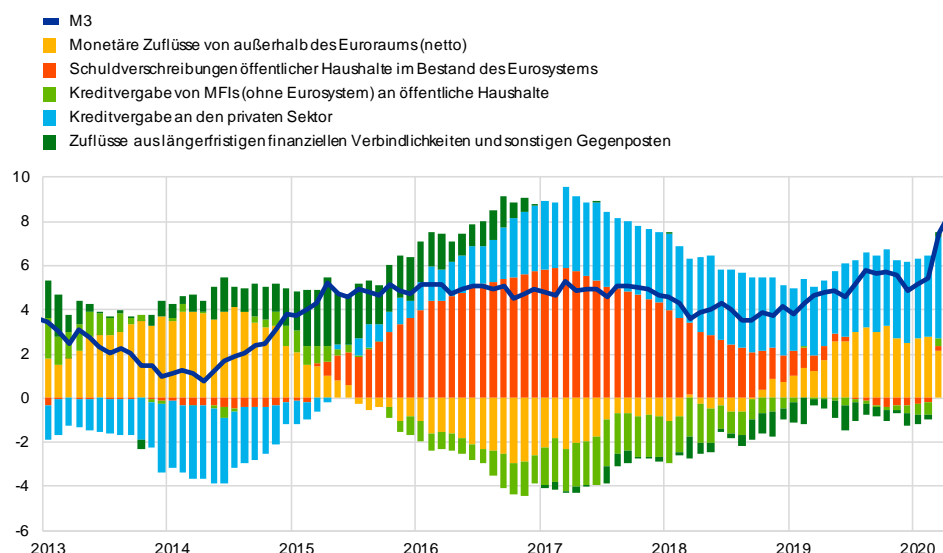
Quelle: EZB.
Anmerkung: Die Buchkredite sind um Verkäufe und Verbriefungen sowie um fiktives Cash-Pooling bereinigt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2020.

Die inländische Kreditvergabe an den privaten und an den öffentlichen Sektor hat die Geldschöpfung angekurbelt. Nach einem deutlichen Anstieg im März erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor im April noch etwas weiter (siehe die blauen Balkenabschnitte in Abbildung 20), da die Ausreichung von Firmendarlehen beträchtlich zunahm und mehr Unternehmensanleihen erworben wurden. Der hohe Kreditfluss an Unternehmen wurde indes durch die negativen Kreditströme an Nicht-MFIs teilweise ausgeglichen. Neben der Kreditvergabe an den privaten Sektor erhöhte sich auch die Jahreswachstumsrate der Kredite des Bankensektors (ohne Eurosystem) an den öffentlichen Sektor im April deutlich (siehe die hellgrünen Balkenabschnitte in Abbildung 20). Trotz der Aufstockung der Anleihekaufprogramme des Eurosystems

erwarben die Banken des Euroraums (ohne Eurosystem) per saldo große Mengen an vor allem inländischen Staatsanleihen. Dies war zum Teil auf den beträchtlichen Anstieg der Nettoemission von Staatsschuldverschreibungen zur Bewältigung der Pandemie zurückzuführen. Darüber hinaus erhöhten sich im April die monetären Abflüsse aus dem Euro-Währungsgebiet, da Gebietsfremde Staatsanleihen des Euroraums veräußerten. Die vergleichsweise moderaten monetären Zuflüsse von außerhalb des Euroraums (netto) gehen zurück auf eine Kombination aus Kapitalabflüssen zur Mittelrückführung für Gebietsfremde und Kapitalzuflüssen zur Mittelrückführung für Gebietsansässige (siehe die gelben Balkenabschnitte in Abbildung 20). Dies steht im Einklang mit dem in Zeiten großer Unsicherheit typischen „Home Bias“ der Anleger, also ihrer Präferenz für heimische Wertpapiere. Neben dem Anstieg der Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte des Euroraums durch MFIs (ohne Eurosystem) leistete der Nettoerwerb von Staatspapieren durch das Eurosystem im Rahmen des EZB-Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und insbesondere des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) einen wesentlichen Beitrag zum M3-Wachstum (siehe die roten Balkenabschnitte in Abbildung 20). Darin kommen die umfangreichen Stützungsmaßnahmen der Geldpolitik zur Stabilisierung der Finanzmärkte und zur Verringerung der Risiken für die geldpolitische Transmission sowie die gesamtwirtschaftlichen Aussichten des Euroraums während der Pandemie zum Ausdruck. Die längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten wirkten sich weitgehend neutral auf das Geldmengenwachstum aus (siehe die dunkelgrünen Balkenabschnitte in Abbildung 20).

Abbildung 20
M3 und Gegenposten

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Kreditvergabe an den privaten Sektor umfasst sowohl die MFI-Buchkredite an den privaten Sektor als auch die MFI-Bestände an Schuldverschreibungen des privaten Sektors (ohne MFIs) im Euroraum. Somit schlägt sich darin auch der Erwerb von Schuldverschreibungen von Nicht-MFIs durch das Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) nieder. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2020.

Die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an den privaten Sektor legte von Februar bis April 2020 kräftig zu, was auf gesunkene Einnahmen der Unternehmen und ihre vorsorgliche Kreditaufnahme im Zusammenhang mit der Covid-19-Pandemie zurückzuführen war.

Die Jahreswachstumsrate der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor blieb im April mit 4,9 % nahezu stabil, nachdem eine beträchtliche Zunahme von 3,7 % im Februar auf 5,0 % im März verzeichnet worden war (siehe Abbildung 19). Getragen wurde das Wachstum ausschließlich von den Unternehmenskrediten, deren jährliche Zuwachsrate im April weiter auf 6,6 % stieg, verglichen mit 5,5 % im März und 3,0 % im Februar (siehe Abbildung 21). Das deutliche Wachstumsplus bei den Unternehmenskrediten in den meisten Euro-Ländern spiegelte die Inanspruchnahme von Kreditlinien und die erhebliche Nachfrage nach neuen Darlehen zur Deckung der laufenden Zahlungsverpflichtungen in einer Phase rückläufiger Einnahmen während der Corona-Lockdowns sowie die vorsorgliche Kreditaufnahme zur Überbrückung möglicher Liquiditätsengpässe wider. Es bildet zudem die umfangreichen staatlichen Maßnahmen wie etwa Kreditgarantien ab, mit denen die Liquidität und Solvenz der Unternehmen in den kommenden Monaten gestützt werden soll. Nach einer großen Nachfrage nach kurzfristigen Krediten im März fragten die Unternehmen im April spürbar mehr mittel- und langfristige Ausleihungen nach. Zu diesem Zeitpunkt kristallisierte sich nämlich heraus, dass die Pandemie länger andauern würde. Außerdem deckten die staatlichen Hilfsprogramme in erster Linie Kredite bis zu einer mittleren Laufzeit ab. Auch die Banken berichteten in der [Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet](#) vom April 2020 darüber, dass die Unternehmen ihre Kreditnachfrage erhöht hätten. Dies führten die befragten Institute vor allem auf den Finanzierungsbedarf für Betriebsmittel zurück, während der Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen sank. Die raschen und umfassenden Maßnahmen der Politik trugen dazu bei, dass im ersten Quartal 2020 Kredite zu günstigen Konditionen bereitgestellt werden konnten. Dies bestätigen die Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft, wonach die Verschärfung der Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten im ersten Jahresviertel 2020 unter dem Strich verhalten und im Vergleich zur Verschärfung während der Finanz- und Staatsschuldenkrise gering ausfiel.

Das jährliche Wachstum der Buchkredite an private Haushalte verlangsamte sich, was an der großen Unsicherheit hinsichtlich der Auswirkungen der Pandemie lag.

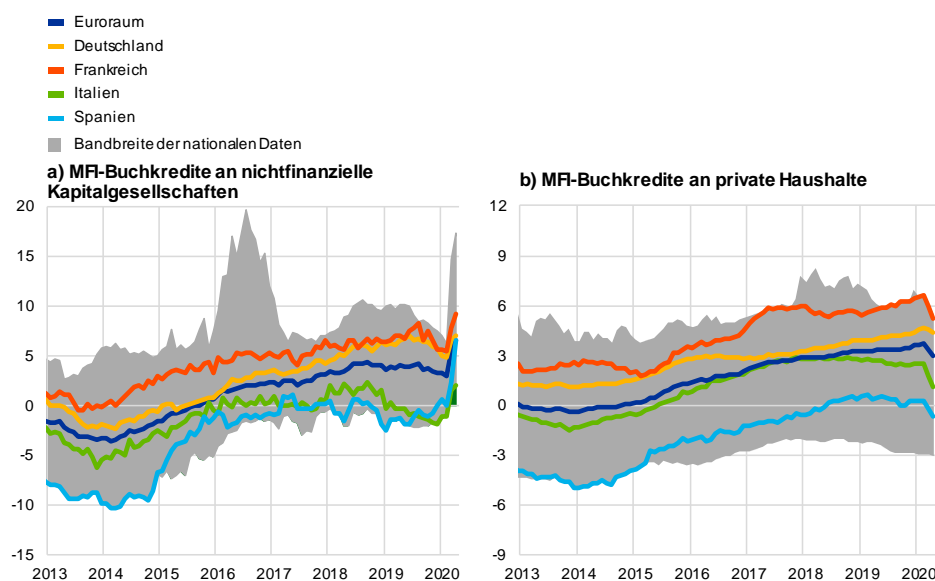
Im Gegensatz zu den Unternehmenskrediten ging die jährliche Zuwachsrate der Buchkredite an Privathaushalte im April noch etwas weiter auf 3,0 % zurück, verglichen mit 3,4 % im März. Diese Abschwächung deutet auf die Unsicherheit der privaten Haushalte hinsichtlich der Auswirkungen der Pandemie auf ihr verfügbares Einkommen und ihre Beschäftigungsaussichten hin. Während die Jahreswachstumsrate der Wohnungsbaukredite an private Haushalte im April mit 3,9 % nach 4,0 % im Vormonat weitgehend stabil blieb, brach die entsprechende Rate der Konsumentenkredite ein. Sie belief sich im April auf 1,3 % nach 3,8 % im März und 6,2 % im Februar. Diese Entwicklung steht im Einklang mit dem beispiellosen Rückgang des Verbrauchervertrauens und der Einzelhandelsumsätze während des Covid-19-Lockdowns. Die schwächere Kreditnachfrage der privaten Haushalte wird auch durch die Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft vom April 2020 bestätigt.

Darüber hinaus bestand beim Wachstum der Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte eine große Heterogenität zwischen den einzelnen Ländern des Euroraums. Dies war unter anderem auf länderspezifische Unterschiede beim Wirtschaftswachstum, bei der Verfügbarkeit anderer Finanzierungsquellen sowie beim Verschuldungsgrad von Privathaushalten und Firmen zurückzuführen, wengleich das Verlaufsmuster in den großen Ländern weitgehend ähnlich war.

Abbildung 21

MFI-Buchkredite in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

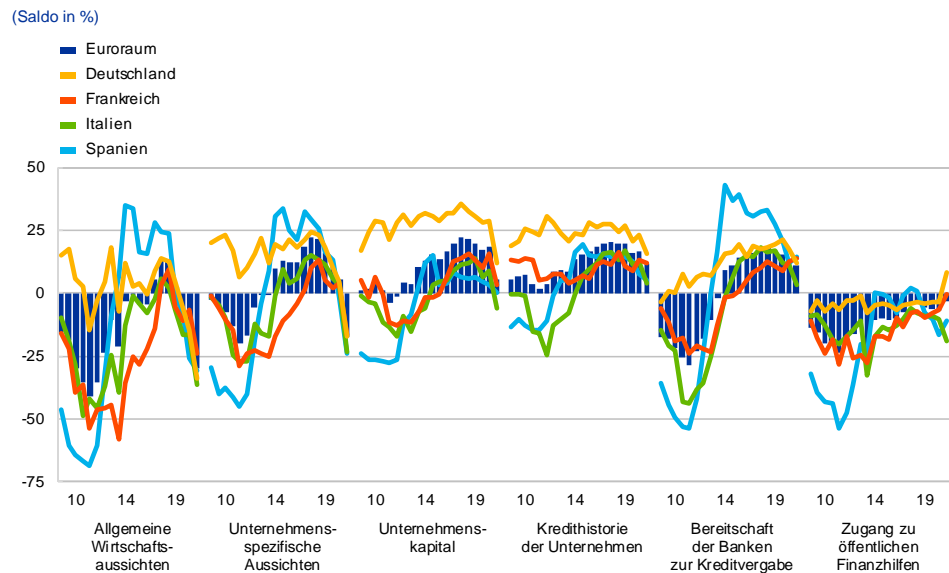
Anmerkung: Die Buchkredite sind um Verkäufe und Verbriefungen und bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften auch um fiktives Cash-Pooling bereinigt. Die Bandbreite der nationalen Daten gibt die Spanne zwischen dem Minimum und dem Maximum einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern an. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2020.

Der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) vom Mai dieses Jahres zufolge berichteten die kleinen und mittleren Unternehmen (KMUs) im Eurogebiet, die sehr stark auf die Finanzierung durch Banken angewiesen sind, dass sich die Verfügbarkeit von Krediten verschlechtert habe, was im Wesentlichen den eingetrübten Wirtschaftsaussichten in den sechs Monaten bis März 2020 geschuldet war (siehe Abbildung 22). Die Verschlechterung war über alle Länder hinweg breit angelegt. Dabei waren in allen wichtigen Sektoren negative Entwicklungen zu beobachten, insbesondere aber in der Industrie, im Dienstleistungssektor und im Handel, während das Baugewerbe nicht ganz so stark betroffen war. Erstmals seit September 2014 gaben die KMUs an, dass auch ihre eigenen schwachen Umsatz- und Gewinnaussichten die Verfügbarkeit externer Finanzmittel belasteten, und zwar ungeachtet der gestiegenen Bereitschaft der Banken zur Kreditvergabe und des Nettorückgangs der Bankzinsen (siehe hierzu auch Kasten 3 und Aufsatz 2 im vorliegenden Wirtschaftsbericht). Die anhaltende Bereitschaft zur Kreditvergabe steht im Einklang mit den Ergebnissen der Umfrage zum Kreditgeschäft und den Strömen an neuen Krediten, die darauf hindeuten, dass die Ausreichung von Krediten an KMUs robust

blieb. Bei der Kreditgewährung an Großunternehmen wurden im ersten Quartal 2020 keine nennenswerten Unterschiede verzeichnet.

Abbildung 22

Einflussfaktoren für die Verfügbarkeit von Bankkrediten an KMUs



Quelle: SAFE-Umfrage der EZB.

Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf die 3. Umfrage (März bis September 2010) bis zur 22. Umfrage (Oktober 2019 bis März 2020).

Dank der geldpolitischen Maßnahmen hielt sich der Anstieg der

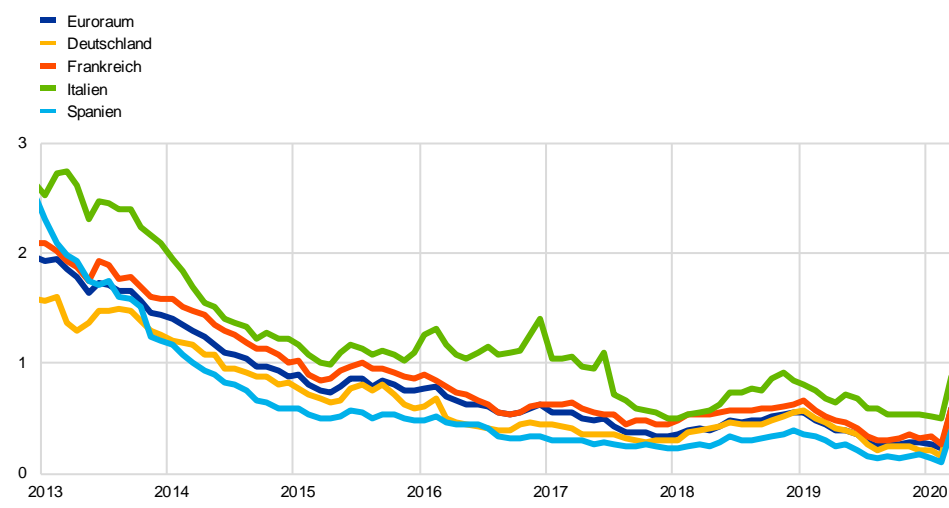
Fremdfinanzierungskosten der Banken weiterhin in Grenzen. Der Indikator für die Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum, der im Februar 2020 auf ein sehr niedriges Niveau gesunken war, erhöhte sich im März vor dem Hintergrund der Ausbreitung der Covid-19-Pandemie (siehe Abbildung 23). Der Anstieg fiel je nach Land sehr unterschiedlich aus und war durch den Aufwärtsdruck auf die Bankanleiherenditen bedingt, der sich wiederum aus den steigenden Renditen der Staatsanleihen ergab. Zudem belastete die Sorge, dass sich die Pandemie negativ auf die Eigenkapitalpositionen der Banken auswirken könnte, deren Kosten für die Refinanzierung am Kapitalmarkt. Zwar haben die Banken ihre Widerstandsfähigkeit seit der globalen Finanzkrise deutlich gestärkt, doch wird die Corona-Pandemie ihre Eigenkapitalpositionen beeinträchtigen. Gründe hierfür sind niedrigere Aktivabewertungen und die Notwendigkeit einer höheren Risikovorsorge für Kreditausfälle.¹⁶ Alles in allem haben sich indessen die Fremdfinanzierungskosten der Banken weiterhin nur in geringem Maße verschlechtert. Im Euroraum blieben die Bankzinsen für Einlagen, über die sich die Banken zum Großteil refinanzieren, im März 2020 auf einem historischen Tiefstand und trugen damit zur Wahrung der günstigen Fremdfinanzierungsbedingungen für die Banken bei. Bei ihren Refinanzierungsbedingungen profitieren die Banken auch davon, dass ihnen über die dritte Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) Liquidität zu sehr günstigen Konditionen bereitgestellt wird. Überdies kommt ihnen der positive Effekt des APP und des PEPP auf die Anleiherenditen zugute. So löste

¹⁶ Siehe EZB, [Financial Stability Review](#), Mai 2020.

bereits die Ankündigung des PEPP am 18. März einen Renditerückgang aus. Durch diese Faktoren verringert sich das Risiko, dass sich die negativen Wechselwirkungen zwischen der Realwirtschaft und dem Finanzsektor während der Pandemie verschärfen.

Abbildung 23
Indikator für die Fremdfinanzierungskosten der Banken

(zusammengesetzte Kosten der Finanzierung über Einlagen und am unbesicherten Markt; in % p. a.)



Quellen: EZB, Markt iBoxx und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der in den Indikator eingehende gewichtete Zinssatz für die einlagenbasierte Finanzierung entspricht dem Durchschnitt aus den Neugeschäftszinssätzen für täglich fällige Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist (gewichtet mit den jeweiligen Beständen). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2020.

Die Zinssätze der Banken für Unternehmenskredite sind zwar so tief gesunken wie nie zuvor, doch dürfte im weiteren Verlauf ein leichter Anstieg zu erwarten sein.

Die gewichteten Bankzinsen für Kredite an Unternehmen und Wohnungsbaukredite an private Haushalte erreichten im März mit 1,46 % bzw. 1,39 % jeweils einen neuen historischen Tiefstand (siehe Abbildung 24). Diese Entwicklung war in nahezu allen Euro-Ländern zu beobachten und geht auf das verzögerte Durchwirken der Marktziinsänderungen auf die Bankkreditzinsen zurück. Zugleich ist in den kommenden Monaten mit einem gewissen Aufwärtsdruck auf die Kreditzinsen der Banken zu rechnen. Grund hierfür sind die steigenden Refinanzierungskosten der Banken sowie die Tatsache, dass für die Preisgestaltung der Bankkredite Geldmarkt-Referenzzinssätze (wie etwa der EURIBOR) verwendet werden, die sich im Laufe des Betrachtungszeitraums erhöht haben. Darüber hinaus dürften die schwerwiegenden wirtschaftlichen Folgen der Pandemie für die Einnahmen der Unternehmen, die Beschäftigungsaussichten der privaten Haushalte und die allgemeine Bonität der Kreditnehmer die Kreditzinsen der Banken steigen lassen. Der verschärfende Effekt, der laut Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom April 2020 von der Risikoeinschätzung auf die Kreditvergabebedingungen der Banken ausgeht, deutet bereits in diese Richtung. Gleichzeitig werden die Liquiditätshilfen – beispielsweise in Form von Steuerstundungen, Schuldenmoralien, Kreditgarantien und Maßnahmen zur Stützung des Arbeitsmarkts – der Verschlechterung der Kreditnehmerbonität während der Krise in gewissem Umfang entgegenwirken und die Bankkreditzinsen

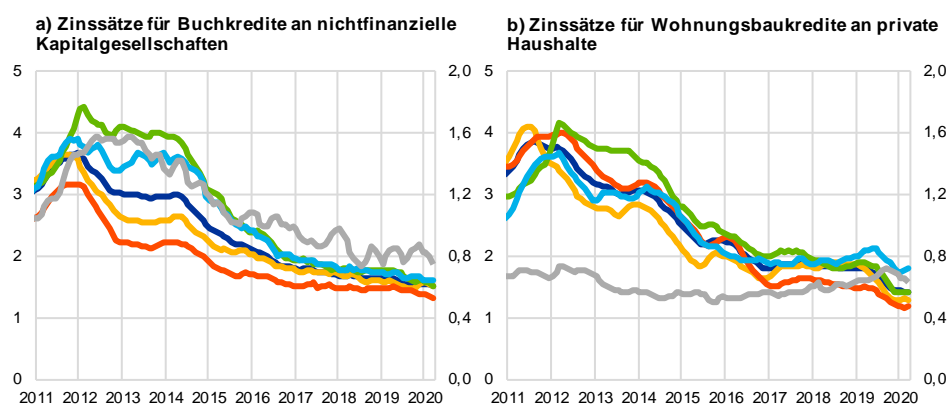
drosseln. Der Abstand zwischen den Zinssätzen der Banken für sehr kleine und für große Kredite blieb im März 2020 gering. Dies untermauert die oben genannte Evidenz zum Neukreditgeschäft, die gemäß den Daten zu großen und kleinen Krediten darauf schließen lässt, dass sich die Covid-19-Pandemie bisher weitgehend vergleichbar auf die Kreditvergabe an KMUs und an Großunternehmen ausgewirkt hat.

Abbildung 24

Gewichtete Kreditzinsen der Banken in ausgewählten Ländern des Euroraums

(in % p. a.; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)

- Euroraum
- Deutschland
- Frankreich
- Italien
- Spanien
- Standardabweichung der nationalen Daten (rechte Skala)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Der Indikator der Bankkreditkosten insgesamt errechnet sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monats-Durchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die Standardabweichung wird anhand einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2020.

Die jährlichen Ströme von Außenfinanzierungsmitteln an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum haben Schätzungen zufolge im ersten Quartal 2020 erheblich zugenommen (siehe Abbildung 25, Grafik a).

Dies war im Wesentlichen auf den außergewöhnlich starken Anstieg der Bankkreditvergabe an Unternehmen im März zurückzuführen, der durch die Inanspruchnahme von Kreditlinien und die staatlichen Hilfsprogramme gestützt wurde. Die Nachfrage nach Bankkrediten erhielt auch dadurch Auftrieb, dass die entsprechenden Zinssätze im Vergleich zu den Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung günstiger waren. Die Nettoemission von Schuldverschreibungen durch Unternehmen war im ersten Vierteljahr 2020 weiterhin robust, wenngleich sich die Renditeabstände zum Quartalsende hin ausweiteten. Einen positiven Einfluss hatten dabei die Anleihekaufprogramme der EZB (APP und PEPP), die auch den Nettoerwerb von Unternehmensanleihen umfassen. Im Gegensatz dazu entwickelte sich die Nettoemission börsennotierter Aktien weiterhin schwach. Dämpfend wirkten in diesem Zusammenhang das anhaltend moderate Niveau der Fusionen und Übernahmen sowie ein Anstieg der ohnehin bereits erhöhten Kosten der Eigenkapitalfinanzierung. Die Kreditgewährung durch Nichtbanken (Nicht-MFIs) fiel im Schlussquartal 2019 und im ersten Quartal 2020 nach wie vor negativ aus. Dies deutet auf einen jährlichen Rückgang der Emission von Unternehmensanleihen über

Conduits in anderen Ländern des Euroraums hin (d. h. Tochtergesellschaften des Nicht-MFI-Sektors, die ihren Muttergesellschaften Kredite gewähren). Insgesamt waren die Außenfinanzierungsströme im ersten Vierteljahr 2020 höher als während der Finanz- und Staatsschuldenkrise. Zurückzuführen ist dies auf die günstigeren Bedingungen für Bankkredite und am Anleihemarkt, die von den raschen und umfangreichen Maßnahmen durch die Geld- und Finanzpolitik sowie die Aufsichtsbehörden gestützt wurden.

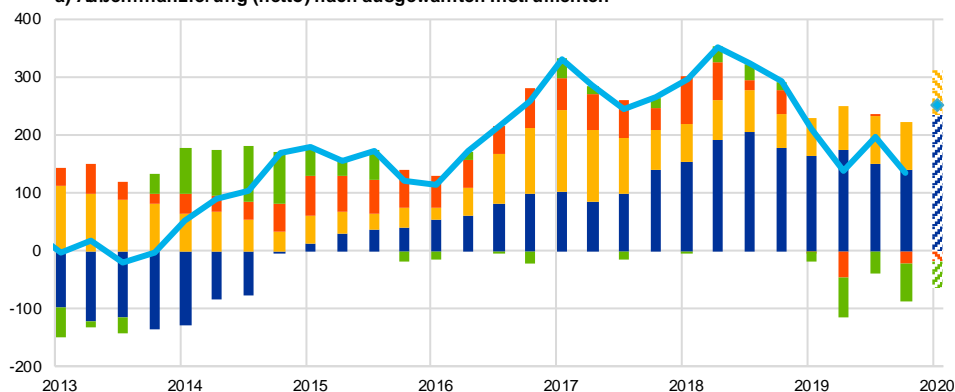
Abbildung 25

Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum

(Grafik a: jährliche Ströme in Mrd €, Grafik b: in % p. a.)

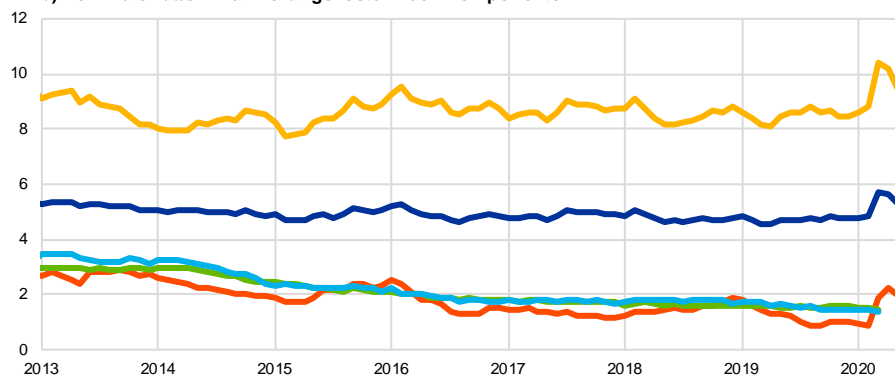
- MFI-Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (bereinigt)
- Nettoemission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften
- Nettoemission börsennotierter Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften
- Buchkredite von Nicht-MFIs an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (ohne Verbriefungen)
- Insgesamt

a) Außenfinanzierung (netto) nach ausgewählten Instrumenten



- Gesamtfinanzierungskosten
- Kosten der Finanzierung über Eigenkapital
- Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung
- Indikator für die Kosten kurzfristiger Kredite
- Indikator für die Kosten langfristiger Kredite

b) Nominale Außenfinanzierungskosten nach Komponenten



Quellen: Eurostat, Dealogic, EZB, Merrill Lynch, Bloomberg, Thomson Reuters und EZB-Schätzungen.

Anmerkung: Grafik a: Die Außenfinanzierung (netto) ist die Summe aus MFI-Buchkrediten, der Nettoemission von Schuldverschreibungen, der Nettoemission von börsennotierten Aktien und Buchkrediten von Nicht-MFIs. Die MFI-Buchkredite sind um Verkäufe, Verbriefungen und Cash-Pooling bereinigt. Die Buchkredite von Nicht-MFIs umfassen Kredite von sonstigen Finanzinstituten, Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ohne Verbriefungen. Der schraffierte Balken und die hellblaue Raute zeigen den Nowcast für das erste Quartal 2020. Grafik b: Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften entsprechen dem gewichteten Mittel der Kosten von Bankkrediten, der marktbasierter Fremdfinanzierung und der Eigenkapitalfinanzierung, bezogen auf die entsprechenden Bestandsgrößen. Die dunkelblaue Raute markiert den Nowcast der Gesamtfinanzierungskosten für Juni 2020, der auf der Annahme beruht, dass die Bankkreditzinsen unverändert auf ihrem Niveau von März 2020 verbleiben. In Grafik a beziehen sich die jüngsten Angaben auf Daten aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet für das vierte Quartal 2019. Die Schätzungen für das erste Quartal 2020 beruhen auf Daten der EZB aus der MFI-Bilanzstatistik und der Statistik über Wertpapieremissionen sowie auf Daten von Dealogic. In Grafik b beziehen sich die jüngsten Angaben auf den 2. Juni 2020 (Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung; tägliche Daten), den 29. Mai (Kosten der Finanzierung über Eigenkapital; wöchentliche Daten) und auf März 2020 (Kreditkosten; monatliche Daten).

Im ersten Quartal 2020 stiegen die Finanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, sind jedoch Schätzungen zufolge seither gesunken

(siehe Abbildung 25, Grafik b). Im März dieses Jahres beliefen sich die nominalen Gesamtkosten der Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (bestehend aus Bankkrediten, Anleiheemissionen am Markt und Eigenkapitalfinanzierung) aufgrund der hohen Volatilität an den Finanzmärkten auf 5,7 %. Damit lagen sie 95 Basispunkte über ihrem Niveau vom Dezember 2019 und rund 120 Basispunkte über ihrem historischen Tiefstand vom April 2019. Von März bis zum Ende des Betrachtungszeitraums (2. Juni 2020) haben sich die Gesamtfinanzierungskosten jedoch geschätzt um 50 Basispunkte auf 5,2 % verringert. Darin spiegeln sich ein beträchtlicher Rückgang der Kosten für die Eigenkapitalfinanzierung infolge niedrigerer Risikoprämien sowie eine leichte Verringerung der Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung wider.

Die Coronavirus-Pandemie (Covid-19-Pandemie) hat erhebliche Auswirkungen auf die Finanzpolitik im Euro-Währungsgebiet. Mit dem Ausbruch der Krise und dem Versuch, die Folgen für die öffentliche Gesundheit abzufedern, ging unmittelbar ein Anstieg der direkten Kosten einher. Aus makroökonomischer Sicht sind die Effekte für die Finanzpolitik jedoch größtenteils auf die zur Eindämmung der Pandemie ergriffenen Maßnahmen zurückzuführen, die Unternehmen, Arbeitnehmer und private Haushalte wirtschaftlich sehr stark belasten. Des Weiteren wurden in einem noch nie dagewesenen Ausmaß Konjunkturpakete aufgelegt, um die wirtschaftlichen Einbußen abzumildern und den Weg für eine rasche Erholung zu bereiten. Im Ergebnis dürfte das gesamtstaatliche Haushaltsdefizit im Euroraum im Jahr 2020 deutlich auf 8,5 % des BIP steigen, nachdem es im Vorjahr bei 0,6 % des BIP gelegen hatte. Die Defizitquote dürfte 2021 zwar auf 4,9 % sinken, im Jahr 2022 aber noch bei 3,8 % liegen, da die Effekte der Covid-19-Pandemie erst nach längerer Zeit vollends nachgelassen haben werden. Die umfangreichen fiskalpolitischen Maßnahmen des laufenden Jahres haben dazu geführt, dass sich der konjunkturbereinigte Primärsaldo verschlechtert hat. Zudem sorgt die eingetrübte gesamtwirtschaftliche Lage für eine negative Konjunkturkomponente. Die für den anschließenden Zeitraum erwartete Verbesserung dürfte maßgeblich daraus resultieren, dass die Notfallmaßnahmen auslaufen und sich der konjunkturbereinigte Primärsaldo entsprechend erholen wird; der Konjunkturzyklus wird sich dagegen wohl langsamer verbessern. Die Länder des Eurogebiets haben ferner Kreditgarantien (bzw. Ermächtigungen dafür) in Höhe von fast 20 % des BIP bereitgestellt, um die Liquidität der Unternehmen zu stärken. Diese Garantien sind zwar nicht zwangsläufig defizitwirksam, aber sie stellen eine erhebliche Eventualverbindlichkeit dar, die im Falle einer Inanspruchnahme negativ auf die öffentlichen Finanzierungssalden wirkt. Aufgrund der fiskalpolitischen Maßnahmen und der Konjunktüreintrübung wird für 2020 eine kräftig steigende gesamtstaatliche Schuldenquote im Euroraum projiziert, die bis 2022 auf einem erhöhten Niveau bleiben dürfte. Angesichts des starken Konjunkturabschwungs im Eurogebiet ist ein ambitionierter und koordinierter fiskalischer Kurs nach wie vor von entscheidender Bedeutung. Freilich sollten die Maßnahmen zielgerichtet und zeitlich befristet sein. In diesem Zusammenhang sind sowohl die vom Europäischen Rat gebilligten drei Sicherheitsnetze im Gesamtumfang von 540 Mrd € als auch der Kommissionvorschlag eines Aufbauplans, mit dem die besonders von der Pandemie betroffenen Regionen und Sektoren unterstützt werden sollen, ausdrücklich zu begrüßen.

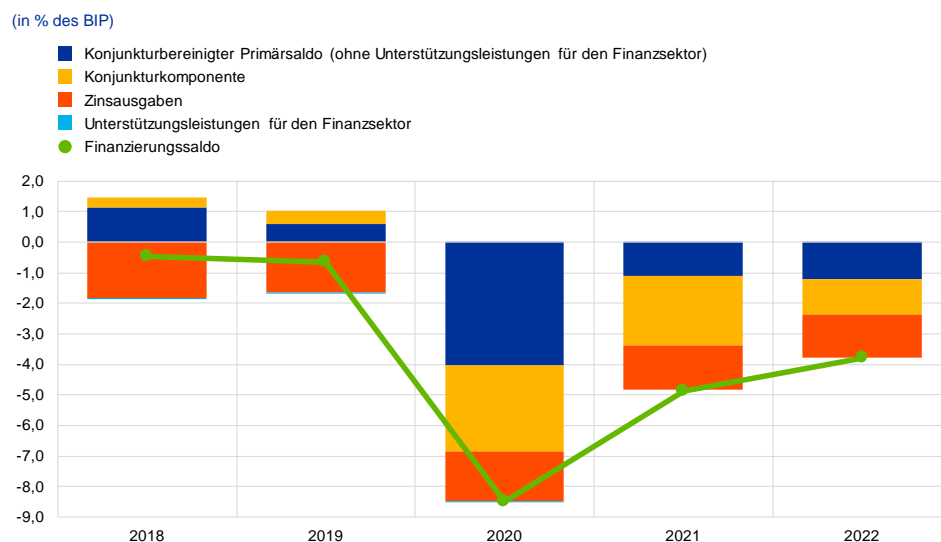
Den Projektionen des Eurosystems vom Juni 2020 zufolge wird der gesamtstaatliche Finanzierungssaldo im Euro-Währungsgebiet im laufenden Jahr deutlich sinken, sich in den beiden Folgejahren aber teilweise wieder erholen.¹⁷ Demnach wird sich die gesamtstaatliche Defizitquote für den Euroraum von 0,6 % im Jahr 2019 auf 8,5 % im Jahr 2020 erhöhen und in den Jahren 2021 und 2022 auf 4,9 % bzw. 3,8 % zurückgehen (siehe Abbildung 26). Der Rückgang

¹⁷ Siehe EZB, [Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), Juni 2020.

des öffentlichen Finanzierungssaldos im laufenden Jahr ist zu einem größeren Teil durch die Verschlechterung des konjunkturbereinigten Primärsaldos bedingt. Diese ist vor allem auf Konjunkturstützungsmaßnahmen in Höhe von rund 3,5 % des BIP zurückzuführen, die sich in erster Linie aus Mehrausgaben vor allem für Maßnahmen zur Beschäftigungsförderung und zur Unterstützung von Unternehmen und privaten Haushalten zusammensetzen. Aber auch höhere Ausgaben im Gesundheitswesen schlagen zu Buche. Zudem spielt die im Euroraum rezessionsbedingt stark negative Konjunkturkomponente eine Rolle.¹⁸ Die anschließende Verbesserung dürfte vor allem der Erholung des konjunkturbereinigten Primärsaldos zuzuschreiben sein, da erwartet wird, dass die meisten Stützungsmaßnahmen bis Ende 2020 ausgelaufen sein werden, während die Verbesserung der Konjunkturkomponente wohl langsamer zum Tragen kommen wird.

Die Länder des Eurogebiets haben nicht nur fiskalpolitische Maßnahmen zur Stützung ihrer Volkswirtschaften ergriffen, sondern auch umfangreiche Kreditgarantien übernommen bzw. Ermächtigungen dafür vorgesehen, um die Liquidität der Unternehmen zu stärken. Insgesamt belaufen sich diese Garantien auf rund 20 % des BIP für den gesamten Euroraum. Allerdings bestehen zwischen den Mitgliedstaaten deutliche Unterschiede. Kreditgarantien sind Eventualverbindlichkeiten der Regierungen. Sie führen zu öffentlichen Mehrausgaben in Höhe der in Anspruch genommenen Mittel. Die auf mittlere bis lange Sicht anfallenden Beträge lassen sich zum gegenwärtigen Zeitpunkt jedoch nur sehr schwer beziffern.

Abbildung 26
Öffentlicher Finanzierungssaldo und seine Zusammensetzung



Quellen: EZB und EZB, Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen, Juni 2020.
Anmerkung: Angaben zum Sektor Staat auf der Ebene des Euroraums.

¹⁸ Zu beachten ist, dass die Zerlegung von Zyklus und Trend zum aktuellen Zeitpunkt mit einer ungewöhnlich hohen Unsicherheit behaftet ist.

Die von Experten des Eurosystems für den Zeitraum 2020-2022 projizierten Haushaltsaussichten im Euro-Währungsgebiet haben sich gegenüber den Projektionen der EZB vom März 2020 deutlich verschlechtert. So wurde der in Relation zum BIP erwartete gesamtstaatliche Finanzierungssaldo auf Euroraumebene für das laufende Jahr um 7,4 Prozentpunkte und für 2021 und 2022 um 3,3 Prozentpunkte bzw. 2,3 Prozentpunkte nach unten revidiert. Ausschlaggebend hierfür waren der niedrigere Primärsaldo und die unerwartet schwache Konjunkturkomponente. Die Zinsausgabenkomponente wurde hingegen nach oben korrigiert, allerdings in weitaus geringerem Umfang.

Der fiskalische Kurs im Euroraum dürfte 2020 stark expansiv, 2021 jedoch restriktiv ausfallen, da die meisten Stützungsmaßnahmen bis dahin ausgelaufen sein dürften.¹⁹ Im Jahr 2019 war der Fiskalkurs den Schätzungen zufolge leicht expansiv, für 2020 wird indes mit 4,8 Prozentpunkten eine deutliche fiskalische Lockerung erwartet. Im Jahr 2021 dürfte der fiskalische Kurs mit 2,9 Prozentpunkten wieder restriktiv ausfallen, da der Großteil der während der Covid-19-Pandemie ergriffenen Stützungsmaßnahmen bis dahin ausgelaufen sein wird. Hierbei ist zu beachten, dass der Finanzierungssaldo trotz des im Jahr 2021 restriktiven Fiskalkurses weiterhin deutlich im negativen Bereich liegen wird. Die wirtschaftliche Erholung wird nach wie vor durch fiskalpolitische Instrumente und nicht zuletzt durch die automatischen Stabilisatoren gestützt. Für das Jahr 2022 wird ein weitgehend neutraler fiskalischer Kurs projiziert.

Aufgrund der Covid-19-Pandemie dürfte die gesamtstaatliche Schuldenquote im Eurogebiet im Jahr 2020 auf 101,3 % des BIP ansteigen und danach in sehr kleinen Schritten wieder zurückgehen. Für das laufende Jahr ergibt sich gegenüber 2019 ein Anstieg um 17,2 Prozentpunkte. Dieser ist im Wesentlichen auf hohe Primärdefizite und ein sehr ungünstiges Zins-Wachstums-Differenzial zurückzuführen, hängt aber auch mit den deutlichen Deficit-Debt-Adjustments zusammen, die vor allem aus Pandemiemaßnahmen resultieren. Die Primärdefizite werden 2021 und 2022 zwar sinken, aber immer noch von beträchtlichem Ausmaß sein; dem Rückgang wird jedoch ein etwas höherer Beitrag eines günstigeren Zins-Wachstums-Differenzials, das aufgrund der projizierten wirtschaftlichen Erholung zu erwarten ist, entgegenstehen (siehe Abbildung 27). Für Ende 2022 wird daher mit einer Schuldenquote von knapp 100 % gerechnet, was einer Aufwärtskorrektur von 17,3 Prozentpunkten gegenüber den Projektionen vom März 2020 entspricht.

Angesichts des starken Konjunkturabschwungs im Euro-Währungsgebiet ist ein ambitionierter und koordinierter fiskalischer Kurs nach wie vor von entscheidender Bedeutung. Die als Reaktion auf die Pandemie ergriffenen Maßnahmen sollten so weit wie möglich zielgerichtet und zeitlich befristet sein. Das vom Europäischen Rat gebilligte Paket im Umfang von 540 Mrd €, das drei Sicherheitsnetze – für Arbeitnehmer, Unternehmen und Staaten – beinhaltet, leistet

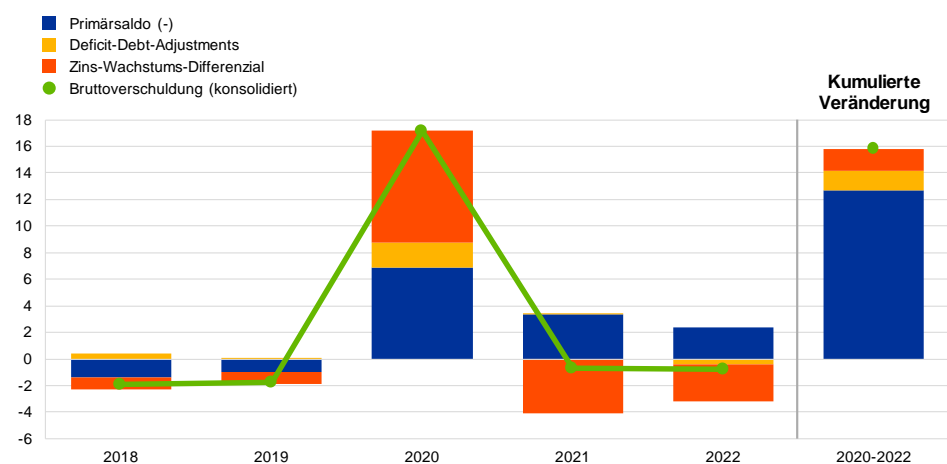
¹⁹ Der fiskalische Kurs spiegelt die Richtung und das Ausmaß des Fiskalimpulses auf die Volkswirtschaft ohne die automatische Reaktion der öffentlichen Finanzen auf den Konjunkturzyklus wider. Er wird hier anhand der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos ohne Anrechnung der staatlichen Unterstützungsleistungen für den Finanzsektor gemessen. Zum Konzept des Fiskalkurses im Euroraum siehe EZB, [Der fiskalische Kurs im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2016, Juni 2016.

in diesem Zusammenhang eine wichtige Finanzierungsunterstützung. Gleichzeitig gilt nach wie vor, dass zeitnah massive Anstrengungen unternommen werden müssen, um den Weg für die Konjunkturerholung zu bereiten und diese zu stützen. Deshalb ist der Vorschlag der Europäischen Kommission für einen europäischen Aufbauplan, der die besonders von der Pandemie betroffenen Regionen und Sektoren unterstützen, den europäischen Binnenmarkt stärken und eine dauerhafte und erfolgreiche Erholung fördern soll, ausdrücklich zu begrüßen.

Abbildung 27

Veränderung der Staatsverschuldung und Bestimmungsfaktoren

(in Prozentpunkten des BIP)



Quellen: EZB und EZB, Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen, Juni 2020.

Anmerkung: Angaben zum Sektor Staat auf der Ebene des Euroraums.

Kästen

1 Auswirkungen des Covid-19-bedingten Lockdowns auf den Handel mit Reisedienstleistungen

Tobias Schuler

Die Lockdown-Maßnahmen zur Eindämmung der Corona-Pandemie (Covid-19-Pandemie) haben gravierende Auswirkungen auf den Handel mit Dienstleistungen im Euro-Währungsgebiet, insbesondere was den Reiseverkehr und die Personenbeförderung betrifft. Aus den zuletzt verfügbaren Zahlungsbilanzdaten geht hervor, dass die Ausfuhr von Dienstleistungen im März 2020 binnen Jahresfrist um 10,6 % und die Einfuhr um 3,3 % zurückgegangen sind. Aus einer Reihe heterogener Sektoren sind besonders jene betroffen, die physische Kontakte erforderlich machen. Der Einkaufsmanagerindex für Europa¹ deutet darauf hin, dass die Sektoren Tourismus und Freizeitdienstleistungen sowie Transportleistungen im April 2020 die größten Einbußen zu verkräften hatten.

Aufgrund von Maßnahmen wie Reisebeschränkungen oder der Schließung touristischer Attraktionen war die Reisebranche weltweit von schweren Verwerfungen gekennzeichnet. In mehr als 110 Ländern wurden Einreiseverbote verhängt und fast überall Beschränkungen verschiedenster Art eingeführt. In einigen Ländern kam es zu einem absoluten Reiseverbot, während in anderen Staaten nur die Einreise aus Gebieten mit hohen Infektionszahlen untersagt wurde. Der Tourismus – und hier vor allem der internationale Reiseverkehr – ist stark von den Einschränkungen betroffen. Auch seitdem die strikten Lockdown-Maßnahmen gelockert wurden, wirkt sich die Pandemie über Risikovermeidung und veränderte Präferenzen weiter nachhaltig auf die Branche aus.

Reiseverkehr und Tourismus als Teil des Dienstleistungshandels des Euroraums

Tourismus besteht aus Reisetätigkeit zu Freizeit- oder Geschäftszwecken, die sich aus mehreren Phasen und Komponenten zusammensetzt, wie zum Beispiel Reiseplanung, Transport, Unterbringung, Verpflegung und Einkauf, örtlicher Reiseverkehr und touristische Ziele.² Der internationale Tourismus wird

¹ Siehe [Pressemitteilung](#) von Markit vom 8. Mai 2020.

² Die Kategorien Reiseverkehr und Tourismus sind in der 6. Auflage des Handbuchs zur Zahlungsbilanz und zum Auslandsvermögensstatus, [Balance of Payments and International Investment Position Manual](#) (BPM6), und in den [International Recommendations for Tourism Statistics](#) der United Nations World Tourism Organization (UNWTO) definiert. Während sich die Definitionen von Reiseverkehr (gemäß BPM6) und Tourismus (gemäß UNWTO) weitgehend überschneiden, differieren die statistischen Konzepte in zweierlei Hinsicht. Zum einen schließt der Reiseverkehr Käufe grenzüberschreitend tätiger Kurzzeitbeschäftigter ein, die nicht als Tourismusausgaben klassifiziert werden. Zum anderen beinhaltet der Tourismus den Erwerb von (internationalen) Personenbeförderungsdienstleistungen, die nach BPM6 als Transportleistungen und nicht als Reisedienstleistungen gelten.

als Aus- und Einfuhr von Reise- und Transportleistungen in der Zahlungsbilanz eines Landes erfasst. Gemäß dem Handbuch zur Zahlungsbilanz und zum Auslandsvermögensstatus (6. Auflage) umfasst der Reiseverkehr hauptsächlich Waren und Dienstleistungen, die Reisende während eines Besuchs mit einer Dauer von weniger als einem Jahr in einer Volkswirtschaft erworben haben. Nicht zum Reiseverkehr zählt die internationale Beförderung von Reisenden, die als Personenverkehr unter Transportleistungen ausgewiesen wird.

Im Jahr 2019 leistete der Reiseverkehr einen Beitrag von 42 Mrd € zum Überschuss von 68 Mrd € in der Dienstleistungsbilanz des Eurogebiets. Die Ausfuhr von Dienstleistungen in Länder außerhalb des Euroraums belief sich auf 988 Mrd €, von denen 124 Mrd € – oder 17 % des Gesamtbetrags – Reisedienstleistungen betrafen. Auf den Transportsektor entfielen unterdessen 16 %. Er beinhaltet sowohl Fracht- als auch Personentransporte, wobei Letztere 2019 einen Anteil von 23 % der Ausfuhren und 15 % der Einfuhren ausmachten. Die Einfuhren betragen 920 Mrd € und wurden vor allem in den Kategorien Transportleistungen (16 %) und Reiseverkehr (13 %) realisiert.

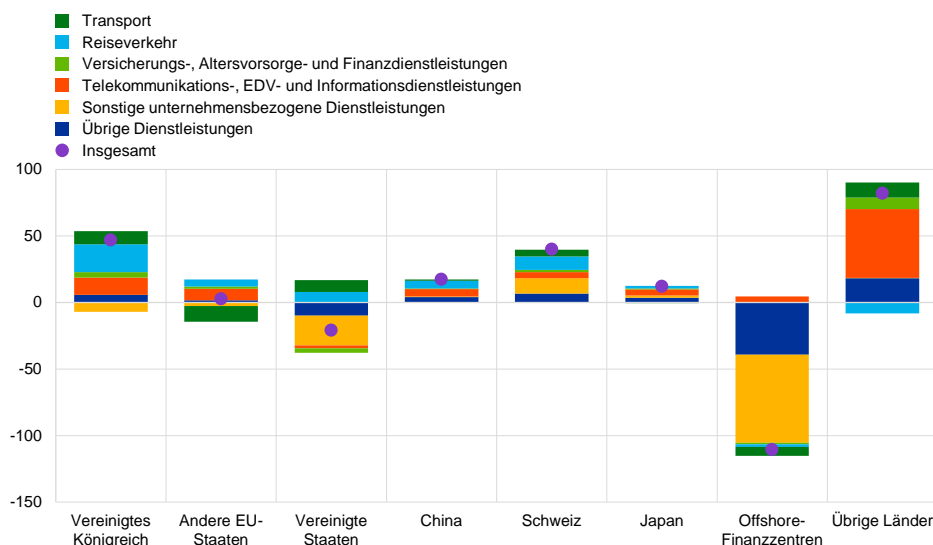
Die Wirtschaft des Euroraums wird von der Entwicklung des Handels in einigen stark in Mitleidenschaft gezogenen Dienstleistungssektoren beeinflusst, die 2019 noch einen Überschuss erzielten. Die geografische Aufgliederung der Dienstleistungsbilanz (siehe Abbildung A) zeigt die Dienstleistungskategorien für das Eurogebiet nach wichtigen Handelspartnern. Bei den besonders von den Einschränkungen betroffenen Reisedienstleistungen wies der Euroraum insgesamt einen Handelsüberschuss aus. Der größte Beitrag zum Überschuss im Handel mit Reisedienstleistungen ging 2019 vom Vereinigten Königreich, der Schweiz und den Vereinigten Staaten aus. Der Handel in anderen Sektoren, etwa im Bereich der Versicherungs-, Altersvorsorge- und der Finanzdienstleistungen sowie der Telekommunikations-, EDV- und Informationsdienstleistungen, war indes weniger stark betroffen.³

³ Der Überschuss bei den Telekommunikations-, EDV- und Informationsdienstleistungen wurde hauptsächlich im Handel mit dem Vereinigten Königreich, anderen EU-Staaten und den übrigen Ländern erzielt. Dagegen verzeichnete der Euroraum mit Blick auf die sonstigen unternehmensbezogenen Dienstleistungen ein Defizit, das sich vor allem aus dem Handel mit Offshore-Finanzzentren und den Vereinigten Staaten ergab. Das Eurogebiet ist Nettoimporteur von „übrigen Dienstleistungen“, die Gebühren für die Nutzung geistigen Eigentums beinhalten und stark von den internen Transaktionen multinationaler Unternehmen beeinflusst werden. Siehe hierzu EZB, [Multinationale Unternehmen, Finanzzentren und ihre Auswirkungen auf außenwirtschaftliche Ungleichgewichte aus Sicht des Euro-Währungsgebiets](#), Wirtschaftsbericht 2/2020, März 2020.

Abbildung A

Geografische Aufgliederung der Dienstleistungsbilanz des Euroraums im Jahr 2019

(in Mrd €)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die sonstigen unternehmensbezogenen Dienstleistungen umfassen Forschung und Entwicklung, freiberufliche Dienstleistungen und Unternehmensberatungsleistungen sowie technische Dienstleistungen, Provisionen und sonstige unternehmensbezogene Dienstleistungen, die in den vorstehenden Kategorien nicht enthalten sind. Die übrigen Dienstleistungen beziehen sich auf Fertigungsdienstleistungen unter Verwendung von materiellen Vorleistungsgütern, die sich nicht im Eigentum des Bearbeiters befinden, Instandhaltungs- und Reparaturdienstleistungen, Bauleistungen, Gebühren für die Nutzung geistigen Eigentums, Regierungsleistungen, Dienstleistungen für persönliche Zwecke, Kultur und Freizeit sowie die Kategorie „Dienstleistungen, die nicht weiter aufgliedert werden“.

Die Krise im Sektor der Personenbeförderung

Die Luftfahrtbranche ist derzeit mit enormen Problemen konfrontiert, da die Maßnahmen zur Eindämmung der Covid-19-Pandemie gravierende Auswirkungen auf den internationalen Reiseverkehr haben.

Der Luftverkehr, auf den wertmäßig der weitaus größte Anteil der Importe und Exporte im Bereich der Personenbeförderung entfällt,⁴ ist hiervon in besonderem Maße betroffen, denn die wichtigsten Flughäfen im Euro-Währungsgebiet (vor allem Paris, Amsterdam und Frankfurt) dienen als Drehkreuz für internationale Reiseverbindungen. Bei der Beförderung im Schiffs-, Straßen- und Eisenbahnverkehr sind hingegen geringere Beeinträchtigungen zu beobachten.⁵

Seit dem Ausbruch der Covid-19-Pandemie wurden die Flugkapazitäten deutlich reduziert

(siehe Abbildung B). Weltweit gingen die Kapazitäten für Linienflüge⁶ um 65 % zurück. In den Vereinigten Staaten und Japan verringerten sich die Flugkapazitäten um 72 % bzw. 48 %. In China sanken sie um 71 %, wobei sie sich inzwischen wieder erholt haben und 20 % unter dem Wert des Jahres 2019

⁴ Auf Grundlage der Statistik zum internationalen Dienstleistungshandel (SITS).

⁵ Die Kreuzschiffahrt, die von den Eindämmungsmaßnahmen stark betroffen ist, wird in der Statistik zum internationalen Dienstleistungshandel in der Kategorie „Reisen“ erfasst.

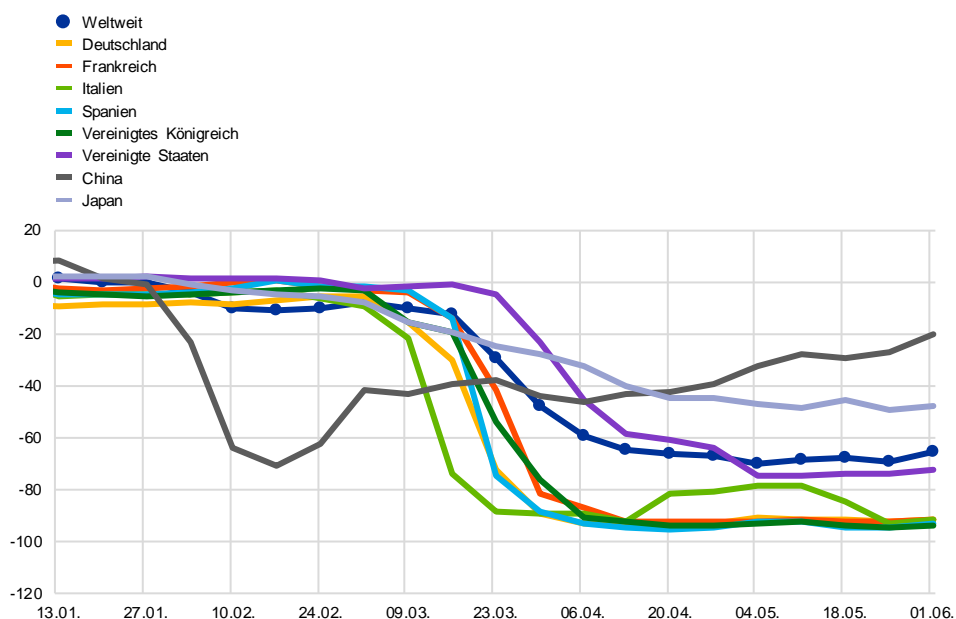
⁶ Die weltweiten Kapazitäten für Linienflüge umfassen sowohl inländische als auch internationale Flugkapazitäten. Aufgrund der Reisebeschränkungen wurde der internationale Luftverkehr stärker in Mitleidenschaft gezogen als der inländische.

liegen. In Italien, Spanien, Frankreich und Deutschland betrug der Rückgang gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum (gemäß den am 1. Juni 2020 veröffentlichten Daten) sogar mehr als 90 %.

Der regionenübergreifende Einbruch der Flugkapazitäten ist in der Luftfahrtgeschichte beispiellos. Nach den Terroranschlägen im September 2001 sanken die Einnahmen im Personenluftverkehr um rund 15 %. Eine vollständige Erholung trat in den Vereinigten Staaten und in Europa erst nach zwei bis drei Jahren ein.⁷ Infolge des Ausbruchs des SARS-Virus 2002-2003 gingen die Einnahmen um etwa zwei Drittel zurück und erholten sich erst nach einem Jahr wieder.⁸ Der Rückgang des internationalen Flugverkehrs aufgrund der Covid-19-Pandemie ist jedoch viel umfassender und tiefgreifender, und die Folgen für die Luftfahrtbranche dürften nachhaltiger sein als in den vorgenannten Fällen.

Abbildung B
Weltweite Linienflugkapazitäten im Jahr 2020

(Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum in %)



Quelle: OAG Schedules Analyser.

Anmerkung: Die Daten für die jeweilige Woche werden mit den Daten der entsprechenden Woche im Jahr 2019 verglichen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 1. Juni 2020.

Auswirkungen auf die Reisebranche einzelner Euro-Länder

Die Ausfuhr von Reisedienstleistungen spielt für mehrere Euro-Länder eine große Rolle (siehe Abbildung C). Dabei geht es im Wesentlichen um

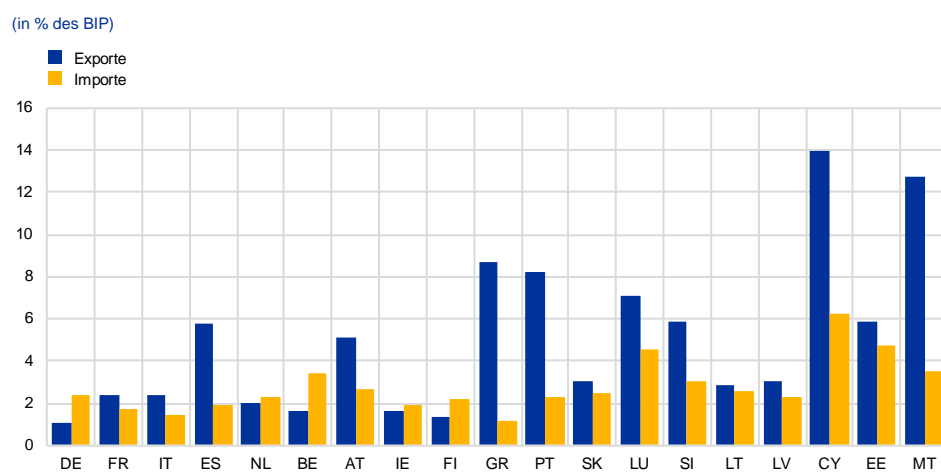
⁷ Einschätzung auf Grundlage der vom Verkehrsministerium der Vereinigten Staaten und dem Verband europäischer Fluggesellschaften ermittelten Passagiermeilen bzw. -kilometer. Ertragbringende Passagiermeilen und -kilometer werden berechnet, indem die Anzahl der zahlenden Passagiere mit der zurückgelegten Strecke multipliziert wird.

⁸ Einschätzung auf Basis von Angaben der Internationalen Luftverkehrs-Vereinigung und der Internationalen Zivilluftfahrtorganisation.

Dienstleistungen des Hotel- und Gastgewerbes für Reisende. Gemessen an den Einnahmen sind Spanien, Frankreich, Italien und Deutschland die größten Exportländer, wobei mehr als die Hälfte der Reisedienstleistungen für Länder außerhalb des Eurogebiets bestimmt sind. Österreich, die Niederlande, Griechenland und Portugal sind ebenfalls wichtige Reiseziele im Euroraum; dabei weisen Österreich und die Niederlande einen höheren Anteil an Exporten in andere Euro-Länder auf. Auch in Zypern, Malta, Griechenland und Portugal ist die Ausfuhr von Reisedienstleistungen relativ hoch.

Abbildung C

Export und Import von Reisedienstleistungen der Euro-Länder in Relation zum BIP im Jahr 2018



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Exporte und Importe beziehen sich auf den Handel mit Ländern innerhalb und außerhalb des Euroraums.

In der Mehrzahl der Euro-Länder entfallen 2 % bis 4 % des BIP auf Ausgaben im Ausland, die als Import von Reisedienstleistungen erfasst werden. In absoluter Rechnung führt Deutschland mit Abstand die meisten Dienstleistungen dieser Art ein. Auf Belgien, Luxemburg und Zypern entfällt im Verhältnis zum jeweiligen BIP ein relativ hoher Anteil an solchen Importen, was durch deren Verflechtung mit angrenzenden Volkswirtschaften bedingt ist.

Schätzungen zufolge sind Zypern, Malta, Griechenland und Portugal die Länder, in denen sich die Pandemie besonders stark auf die Nettoausfuhr von Reisedienstleistungen ausgewirkt hat. In diesem Punkt dürften letztlich auch Spanien, Österreich, Luxemburg und Slowenien erheblich von der Pandemie beeinträchtigt werden. Demgegenüber sollten Deutschland und Belgien eine leichte Verbesserung ihrer Nettoexportposition verzeichnen, da diese Länder in großem Umfang Reisedienstleistungen einführen.

In Ländern, die vom Reiseverkehr und Tourismus abhängig sind, hat die Covid-19-Pandemie schwerwiegende und dauerhafte Folgen für die Gesamtwirtschaft. Der Reiseverkehr bringt sowohl direkte Vorteile mit sich, die aus wirtschaftlichen Aktivitäten entlang der Wertschöpfungskette (z. B. Reiseplanung, Transport, Unterbringung, Verpflegung und Einkauf, örtlicher Reiseverkehr und touristische Ziele) resultieren, als auch indirekte Vorteile. Letztere entstehen dadurch, dass in vielen anderen Branchen Nachfrage und Wachstum angeregt werden. Die zur Eindämmung der Pandemie ergriffenen Lockdown-Maßnahmen und Vertrauenseffekte haben gravierende Auswirkungen auf Unternehmen und Beschäftigte im arbeitsintensiven Reiseverkehrssektor.

2 Aus Optionspreisen abgeleitete Marktangst im Zusammenhang mit dem Coronavirus (Covid-19)

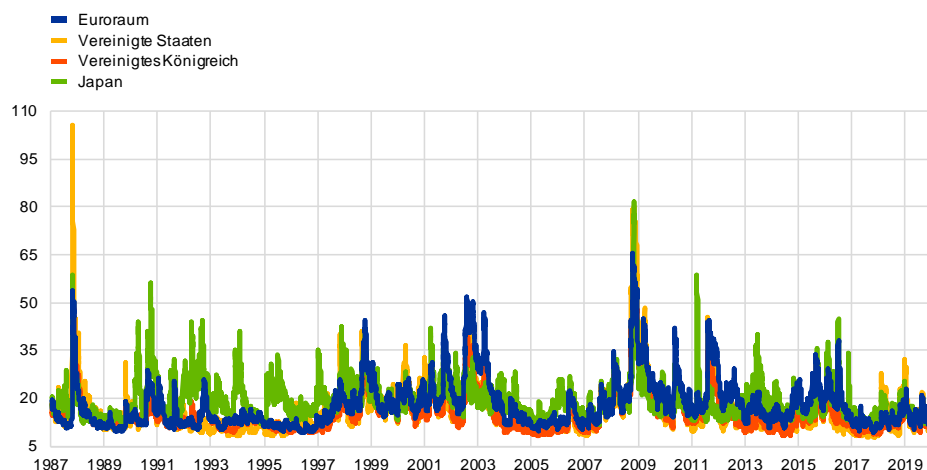
Miguel Ampudia, Ursel Baumann und Fabio Fornari

Einleitung

Ende Februar begannen sich internationale Anleger Sorgen über die Ausbreitung des Coronavirus außerhalb Chinas und die Auswirkungen auf die Weltwirtschaft zu machen. Im Zuge dessen verzeichneten die Aktienmärkte weltweit heftige Kurseinbußen. Obwohl sich die Aktienmärkte seitdem teilweise wieder erholt haben, verlor der Euro STOXX 50 in der Woche bis zum 28. Februar 12,3 %. Dies war der größte prozentuale Verlust des Index innerhalb einer Woche seit der globalen Finanzkrise im Jahr 2008. Der S&P 500 fiel in einer ebenso katastrophal verlaufenden Woche um mehr als 11 %. Insgesamt büßten die Aktiennotierungen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten zwischen ihrem Höchststand am 19. Februar und ihrem Tiefstand am 23. März rund 35 % ihres Wertes ein.

Abbildung A
Standardabweichung der Aktienrenditen

(annualisierte Prozentsätze)



Quellen: Berechnungen der Autoren und Refinitiv.

Anmerkung: Modellbasierte Schätzungen der Standardabweichung der täglichen Aktienrenditen für die folgenden vier Indizes: Euro STOXX 50, S&P 500, FTSE 100 und Nikkei 225. Tageswerte. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 13. April 2020.

Der Rückgang der Aktienkurse hat zu einer drastischen Erhöhung der Varianz ihrer Renditen geführt. Die Standardabweichung der täglichen Aktienrenditen wichtiger Indizes im Euroraum, in den Vereinigten Staaten, im Vereinigten Königreich und in Japan liegt derzeit im Bereich der Höchststände, die beim Börsencrash im Oktober 1987 und bei der Insolvenz von Lehman Brothers im September 2008 beobachtet wurden (siehe Abbildung A). Die jüngsten Turbulenzen waren eindeutig global angelegt, wie der sprunghafte Anstieg der Standardabweichungen aller Indizes zeigt. Dies spiegelt sich auch in einer starken Zunahme (auf Werte nahe

eins) der bilateralen Korrelationen der Aktienrenditen für die vier wichtigsten Aktienindizes wider – ein deutlicher Hinweis auf das Vorhandensein eines gemeinsamen Bestimmungsfaktors. Durch den daraus entstehenden Mangel an Diversifikationsmöglichkeiten vergrößern sich auch die potenziellen Verluste internationaler Anleger.

Die gestiegene Risikoaversion, die erschwerend zu den erhöhten Risiken hinzukam, könnte die Verkaufswelle an den Aktienmärkten und auch ganz allgemein bei einer Vielzahl von Vermögenswerten verstärkt haben. Nach der anfänglichen großen Verkaufswelle an den Finanzmärkten stellt sich für die Politik bei der Einschätzung der Reaktion auf die Krise eine wichtige Frage: Wie nachhaltig werden sich die pandemiebedingten Einschränkungen auf das finanzielle Risiko, die finanziellen Bedingungen und letztlich auf die realwirtschaftliche Aktivität auswirken? Der aktuelle Schock hat sich in erster Linie über die bestehenden Finanzmarktverflechtungen, vor allem aber auch über den synchronen Einbruch der Aktienmärkte weltweit verbreitet. Die Verkaufswelle könnte durch eine erhöhte Risikowahrnehmung an den Märkten, eine verstärkte Risikoscheu der Anleger oder aber durch ein Zusammenwirken beider Faktoren bedingt gewesen sein. Die Hauptursache für die Verluste an den Aktienmärkten (und bei finanziellen Vermögenswerten allgemein) zu kennen, könnte den politischen Entscheidungsträgern dabei helfen, deren Nachhaltigkeit besser einzuschätzen und die Angemessenheit politischer Gegenmaßnahmen zu bewerten. Im vorliegenden Kasten sollen die quantitativen und preislichen Veränderungen von (Tail-)Risiken beurteilt werden (wobei der Begriff „Tail Risk“ hier ein seltenes, aber äußerst verlustreiches Randereignis bezeichnet). Dazu wird eine Schätzung der Tail-Risk-Aversion auf Basis der Preise für Aktienoptionen herangezogen.

Risikoneutrale Dichten

Die risikoneutrale Dichte eines Aktienkurses ist die Marktschätzung der Wahrscheinlichkeitsverteilung für das künftige Niveau dieses Aktienkurses, bereinigt um die Risikoaversion der Anleger. Sie spiegelt daher sowohl das Risikoverhalten als auch die Preiserwartungen der Anleger wider. Risikoneutrale Dichten können als physische Dichten verstanden werden, deren Form angepasst wurde, um jenen Zuständen der Welt mehr Gewicht zu geben, in denen besonders ungünstige Ergebnisse zu erwarten sind und die damit einen geringeren Grenznutzen für die Anleger bieten.⁹ Die risikoneutrale Dichte künftiger Renditen wird im vorliegenden Beitrag aus den täglichen Preisen von Call- und Put-Optionen abgeleitet, die auf den Euro STOXX 50 gehandelt werden.¹⁰ Diese Optionen stehen

⁹ Eine solche Anpassung führt dazu, dass die Anleger insofern risikoneutral sind, als alle künftigen Cashflows aus jedem Vermögenswert mit risikofreien Zinssätzen diskontiert werden können.

¹⁰ Siehe D. Breeden und R. Litzenberger, Prices of State-contingent Claims Implicit in Option Prices, The Journal of Business, Bd. 51, Nr. 4, 1978, S. 621-651. Darin wird gezeigt, dass die zweite Ableitung einer Call/Put-Preisfunktion nach dem Ausübungspreis der risikoneutralen Dichtefunktion entspricht. Eine ausführliche Erläuterung der Methode, die dieser Berechnung zugrunde liegt, findet sich in: S. Figlewski, Estimating the Implied Risk-Neutral Density for the US Market Portfolio, in: T. Bollerslev, J. Russell und M. Watson (Hrsg.), Volatility and Time Series Econometrics: Essays in Honor of Robert F. Engle, Oxford University Press, 2010.

an jedem beliebigen Tag für mehr als eine Laufzeit zur Verfügung, sodass die risikoneutrale Dichte für das verfügbare Laufzeitspektrum geschätzt werden kann.

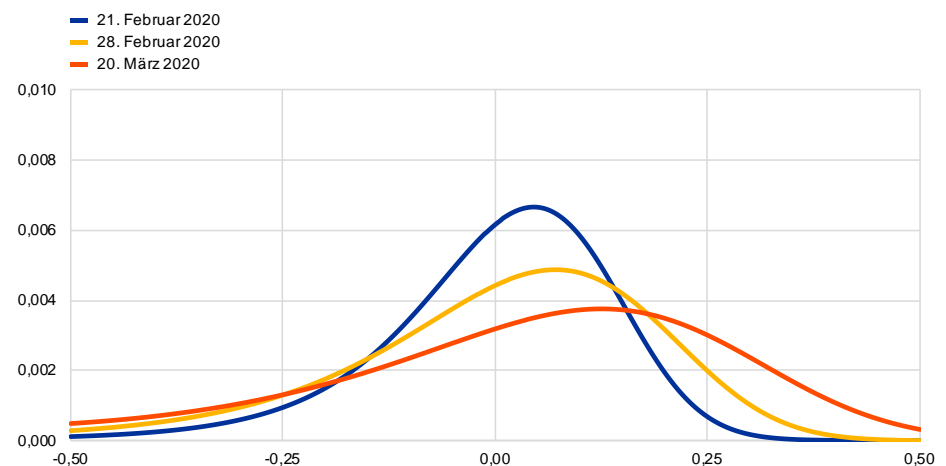
In der Anfangsphase des Virusausbruchs in Europa kam die Befürchtung eines Marktzusammenbruchs auf, doch nach der Ankündigung umfangreicher politischer Stützungsmaßnahmen stieg das erwartete

Wertsteigerungspotenzial der Aktienkurse, obwohl die Marktrisiken weiterhin erhöht blieben. Abbildung B zeigt die risikoneutrale Dichte für die Aktienrenditen des Euro STOXX 50, hergeleitet aus Optionen mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr. Dabei werden drei Tage betrachtet: a) der 21. Februar, kurz bevor der Virusausbruch Europa mit voller Wucht traf, b) der 28. Februar, also eine Woche später, und c) der 20. März, nachdem im Eurogebiet und in den Vereinigten Staaten umfangreiche politische Stützungsmaßnahmen angekündigt worden waren. Bereits in der Woche bis zum 28. Februar sind eine deutlich höhere Varianz der Verteilung sowie eine zunehmende Wahrscheinlichkeitsmasse am linken Verteilungsrand zu erkennen – worin verstärkte Befürchtungen eines Marktzusammenbruchs zum Ausdruck kommen.¹¹ Im Zeitraum bis zum 20. März, nachdem umfangreiche geld- und finanzpolitische Maßnahmen angekündigt worden und die Aktienmärkte bereits eingebrochen waren, bleibt der untere Randbereich der risikoneutralen Dichte weitgehend unverändert. Allerdings weist die Verteilung eine stärker nach rechts geneigte Schiefe auf, was darauf hindeutet, dass zunehmend mit einer Erholung der Aktienrenditen gerechnet wurde.¹²

Abbildung B
Aus Optionen auf den Euro STOXX 50 abgeleitete risikoneutrale Dichten

Für Optionen mit einer Restlaufzeit von etwa einem Jahr

(Dichten)



Quellen: Berechnungen der Autoren und Refinitiv.
Anmerkung: Risikoneutrale Dichten künftiger Renditen, hergeleitet aus den täglichen Preisen von Call- und Put-Optionen, die auf den Euro STOXX 50 gehandelt werden.

¹¹ Der starke Anstieg der Varianz, im Zuge dessen die Anleger eine höhere Wahrscheinlichkeit für beide Randereignisse einpreisten, überschattete die zunehmende Schiefe.
¹² Ein ähnliches Bild ergibt sich für Aktienrenditen, die aus Optionen mit kurzer Restlaufzeit (von 10 bis 20 Tagen) abgeleitet wurden.

Indikator für die Tail-Risk-Aversion

Anhand eines Vergleichs der risikoneutralen Dichte mit einer Schätzung der physischen Dichte der Aktienrenditen lässt sich ein Indikator für die Risikopräferenz oder die Risikoaversion der Anleger erstellen. Die risikoneutralen und die physische Dichte sind über den stochastischen Diskontfaktor miteinander verbunden, der die Risikopräferenzen der Anleger berücksichtigt. Die physische Dichte stellt die beste Einschätzung der Anleger hinsichtlich der wahrscheinlichen künftigen Preisentwicklung dar. Die Erwartungen der physischen Dichten lassen sich nicht anhand von Marktpreisen bestimmen, da die Marktpreise auch die Risikopräferenzen der Anleger beinhalten. In der Forschung werden statistische Methoden verwendet, um solche Dichten zu schätzen.¹³ Im Rahmen dieser Untersuchung kommt ein tägliches multivariates GARCH-Modell (Generalised Autoregressive Conditional Heteroscedasticity Model) zum Einsatz.¹⁴

Der Indikator für die Tail-Risk-Aversion wird durch einen Vergleich des linken Randbereichs der risikoneutralen und der physischen Verteilung berechnet. Investoren sind risikoavers, wenn sie negativen Ereignissen im Vergleich zur physischen Dichte eine höhere risikoneutrale Wahrscheinlichkeit beimessen. Da Anleger, die Tail Risks scheuen, zur Zahlung einer Prämie bereit sind, um sich gegen den mit ungünstigen Ergebnissen verknüpften negativen Nutzen abzusichern, überschätzen risikoneutrale Wahrscheinlichkeiten die entsprechenden physischen Wahrscheinlichkeiten für negative Ereignisse am Rand der Verteilung. Im vorliegenden Kasten wird untersucht, wie sich die risikoneutrale und die physische Dichte der Aktienrenditen im linken Randbereich über einen Dreimonatshorizont entwickelt. Der Indikator für die Aversion von Anlegern gegenüber negativen Tail Risks wird als Bereich links von dem Punkt der risikoneutralen Dichte berechnet, der dem untersten zehnten Perzentil der physischen Verteilung der Renditen entspricht (normiert um 0,1, d. h. den entsprechenden Bereich der physischen Dichte).¹⁵ Liegt der Risikoaversionsindikator für Tail Risks über eins, befürchten die Anleger das Eintreten negativer Ereignisse am Rand der Verteilung. Sie sind daher bereit, sich gegen solche Ereignisse abzusichern, indem sie mehr zahlen, als durch

¹³ Siehe beispielsweise G. Barone-Adesi, R. F. Engle und L. Mancini, A GARCH Option Pricing Model with Filtered Historical Simulation, *The Review of Financial Studies*, Bd. 21, Nr. 3, 2008, S. 1223-1258.

¹⁴ GARCH-Modelle berücksichtigen das Phänomen der Volatilitäts-Cluster, die häufig – insbesondere in Stressphasen – in Zeitreihen der Renditen von finanziellen Vermögenswerten zu beobachten sind. Mit diesem Modell werden zu jedem Zeitpunkt mehrere künftige Renditeentwicklungen simuliert, und zwar bis zur Fälligkeit der am längsten laufenden Option, die an diesem Tag am Markt gehandelt wird. Aus diesen Renditen für eine bestimmte Laufzeit wird mittels Kernschätzungen ihre zukünftige physische Dichte konstruiert. Die erwartete physische Dichte der Aktienrenditen wird geschätzt, indem das erste und das zweite Moment anhand der vollständigen historischen Fehler der standardisierten Restgrößen simuliert werden. Diese Restgrößen ergeben sich durch eine Skalierung der Änderungsraten eines Aktienindex mit ihrer bedingten Standardabweichung auf Basis des GARCH-Modells. Die Varianz der Fehler wird hierbei möglicherweise überbewertet, wenn politische Impulse zum Tragen kommen. Eine alternative Vorgehensweise wäre daher, die Fehler stärker zu gewichten, die in der Anfangsphase des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten im Jahr 2015 auftraten, oder die Varianz der Fehler zu verringern, um einen Rückgang der erwarteten Risiken zu imitieren.

¹⁵ Dabei wird wie folgt verfahren: a) Zunächst wird die Rendite im Zusammenhang mit dem untersten zehnten Perzentil der physischen Verteilung bestimmt, b) dann wird diese Rendite in der risikoneutralen Verteilung ermittelt und der Bereich links davon berechnet, und c) schließlich wird dieser Bereich durch 0,1 geteilt (dies entspricht dem Bereich links vom zehnten Perzentil der physischen Verteilung).

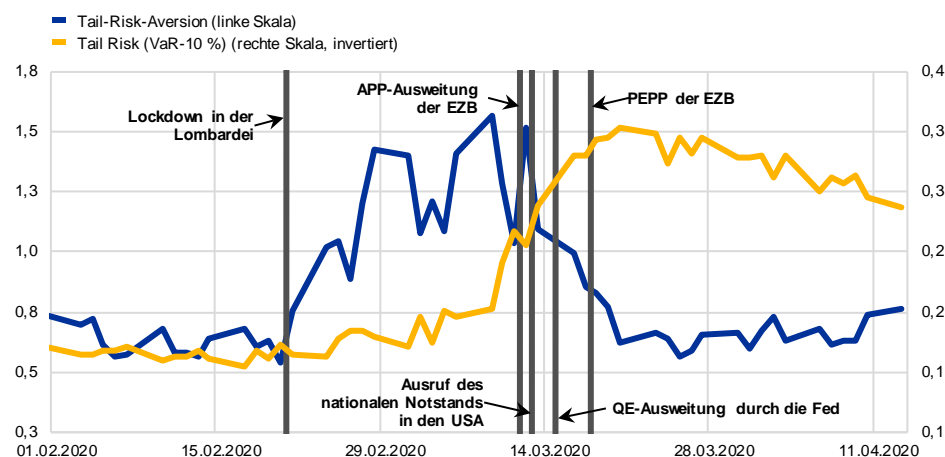
die historische Wahrscheinlichkeit gerechtfertigt wäre.¹⁶ Ein Wert zwischen null und eins könnte hingegen auf einen Zustand hoher Risikobereitschaft hindeuten.

Abbildung C

Euro STOXX 50: Indikator für Tail-Risk-Aversion und Tail Risk

Für Optionen mit einer Restlaufzeit von 10 bis 20 Tagen

(Indikator)



Quellen: Berechnungen der Autoren und Refinitiv.

Anmerkung: „APP“ steht für das Programm der EZB zum Ankauf von Vermögenswerten, und „APP-Ausweitung“ bezieht sich auf die am 12. März 2020 angekündigten Maßnahmen der EZB. „PEPP“ steht für das am 18. März 2020 angekündigte Pandemie-Notfallankaufprogramm, „QE“ steht für quantitative Lockerung und „VaR“ für Value-at-Risk (zehntes Perzentil). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 13. April 2020.

Die geschätzte Risikoaversion gegenüber Tail Risks nahm ab der zweiten Februarhälfte messbar zu. Zeitgleich mit der Einführung politischer Maßnahmen auf beiden Seiten des Atlantiks kehrte sich dieser Anstieg Mitte März um, und die Risikoaversion sank wieder auf das Niveau von Anfang Februar. Abbildung C zeigt den geschätzten Tail-Risk-Indikator sowie eine

Messgröße für das Tail Risk, definiert als (invertiertes) zehntes Perzentil der physischen Verteilung der Euro-STOXX-50-Renditen. Als das Coronavirus anfangs noch weitgehend auf bestimmte Regionen Chinas begrenzt war, schienen die Märkte davon eher unbeeindruckt gewesen zu sein, da praktisch keine Zunahme der Tail-Risk-Aversion festzustellen war. Mit dem Ausbruch der Pandemie in Europa ging die Risikobereitschaft der Anleger jedoch messbar zurück. Dies wird daran deutlich, dass der Indikator für die Tail-Risk-Aversion ab dem 21. Februar – d. h. ab dem Beginn des Lockdowns in einigen Teilen der Lombardei – anstieg. Ungefähr Mitte März begann der Preis für das Tail Risk im linken Randbereich wieder zu sinken, als beiderseits des Atlantiks zahlreiche finanz- und geldpolitische Maßnahmen angekündigt wurden. Das Tail Risk selbst war dagegen bis Anfang März weitgehend stabil, stieg danach deutlich an und blieb auch nach der Einführung der politischen Stimulierungsmaßnahmen auf erhöhtem Niveau. Diese Entwicklungen lassen sich u. a. so interpretieren, dass die von den Zentralbanken und Regierungen ergriffenen Maßnahmen die Risikobereitschaft der Anleger stützen konnten, somit den

¹⁶ Liegt der Indikator unter eins, sind die Anleger zwar immer noch bereit, sich gegen das Eintreten negativer Ereignisse am Rand der Verteilung abzusichern, allerdings zu einem niedrigeren Preis als jenem, den die historische Wahrscheinlichkeit nahelegen würde. Bei einem Indikator gleich eins handelt es sich um risikoneutrale Anleger.

anfänglichen Anstieg des Risikopreises bremsten und diesen auf den Stand von etwa Mitte Februar zurückführten. Die Verringerung des Risikopreises war trotz des gestiegenen Risikos zu beobachten und trug damit wesentlich dazu bei, die Auswirkungen des Schocks auf die Finanzmärkte zu minimieren.

3 Zugang kleiner und mittlerer Unternehmen zu Finanzmitteln während der Covid-19-Pandemie: Erkenntnisse aus Umfragedaten

Katarzyna Bańkowska, Annalisa Ferrando und Juan Angel García

Der Ausbruch der Corona-Pandemie (Covid-19-Pandemie) hat die Weltwirtschaft schwer in Mitleidenschaft gezogen. Um die Ausbreitung von Covid-19-Infektionen zu verlangsamen, haben Regierungen auf der ganzen Welt Abstandsregeln und Lockdown-Maßnahmen beschlossen und öffentliche Veranstaltungen abgesagt. Selbst innereuropäische Grenzen wurden geschlossen. Darüber hinaus könnte die Unsicherheit bezüglich der weiteren Entwicklung der Pandemie und die Unterbrechung der Lieferketten dazu beigetragen haben, die Auswirkungen des gleichzeitigen Angebots- und Nachfrageschocks zu verstärken. Der Geschäftsbetrieb vieler Unternehmen wurde massiv gestört, was das Wirtschaftswachstum weltweit in bislang ungekanntem Ausmaß beeinträchtigte.

Die jüngste Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE-Umfrage) belegt, dass sich die Geschäftstätigkeit kleiner und mittlerer Unternehmen (KMUs) im Berichtszeitraum von Oktober 2019 bis März 2020 verschlechtert hat.¹⁷ Da die Befragung vom 2. März bis zum 8. April durchgeführt wurde, konnten die Unternehmen die Auswirkungen der aktuellen Krise bis zu einem gewissen Grad mit einbeziehen. Im Hinblick auf die vergangenheitsbezogenen Fragen bilden die Umfrageergebnisse die Folgen der Krise allerdings nur zum Teil ab, denn der Berichtszeitraum näherte sich bereits dem Ende, als sich die Krise zuspitzte.

In der Rückschau gaben die KMUs im Euroraum an, dass ihr Umsatz erstmals seit Anfang 2014 zurückgegangen sei. Per saldo¹⁸ betrug die gemeldete Veränderung des Umsatzes für den gesamten Euroraum -2 % (nach 20 % in der vorherigen Umfrage; siehe Abbildung A). Trotz einiger Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern war die Verschlechterung breit angelegt. Die stärksten Rückgänge verzeichnete Italien, gefolgt von der Slowakei, Griechenland und Spanien. In Deutschland und Frankreich gab derweil per saldo ein deutlich geringerer Anteil an KMUs an, dass ihr Umsatz gestiegen sei.

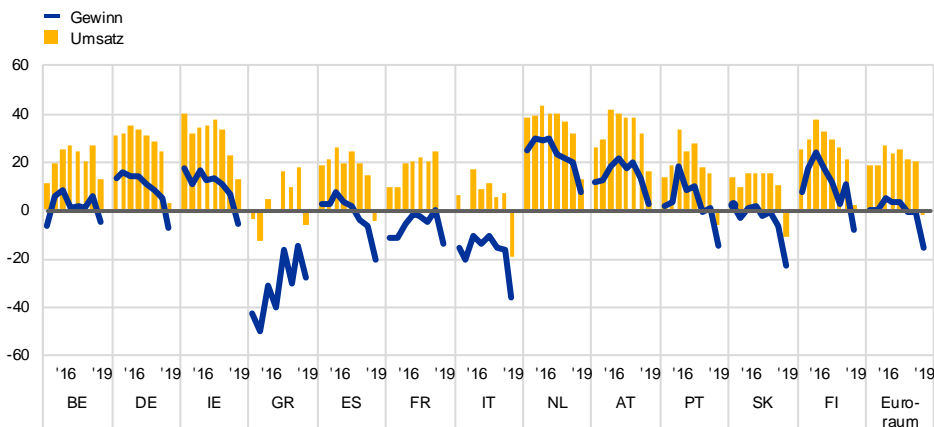
¹⁷ Die 22. SAFE-Umfrage wurde vom 2. März bis zum 8. April 2020 durchgeführt und bezog sich auf den Zeitraum von Oktober 2019 bis März 2020. Die Stichprobe umfasste insgesamt 11 236 Unternehmen im Euroraum, von denen 10 287 (92 %) weniger als 250 Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter beschäftigten. Ein umfassender Überblick über die aktuellen Ergebnisse findet sich in: EZB, [Survey on the Access to Finance of Enterprises](#), Mai 2020. Außerdem liefert der Aufsatz „Entwicklung des Zugangs kleiner und mittlerer Unternehmen zu Finanzmitteln seit der Finanzkrise: Erkenntnisse aus Umfragedaten“ in der vorliegenden Ausgabe des Wirtschaftsberichts weitere Erkenntnisse aus den Umfrageergebnissen der vergangenen zehn Jahre.

¹⁸ Der prozentuale Saldo ist die Differenz zwischen dem Anteil der Unternehmen, die einen Anstieg des betreffenden Faktors meldeten, und dem Anteil der Unternehmen, die einen Rückgang angaben.

Abbildung A

Veränderung des Umsatzes und des Gewinns der KMUs in den einzelnen Euro-Ländern

(Veränderung in den vorangegangenen sechs Monaten; prozentualer Saldo der befragten Unternehmen)



Quelle: SAFE-Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission.

Anmerkung: Grundlage sind alle KMUs. Dargestellt sind die Angaben für die 15. Umfrage (April bis September 2016) bis zur 22. Umfrage (Oktober 2019 bis März 2020). Der prozentuale Saldo ist die Differenz zwischen dem Anteil der Unternehmen, die einen Anstieg des betreffenden Faktors meldeten, und dem Anteil der Unternehmen, die einen Rückgang angaben.

Auch die Ertragskraft der KMUs schwächte sich über Länder und

Wirtschaftssektoren hinweg ab. Vor dem Hintergrund der geringeren Umsätze belasteten hohe Lohnkosten (per saldo 46 % der Unternehmen gaben dies an) und sonstige Vorleistungskosten (45 %) trotz akkommodierender Finanzierungsbedingungen die Gewinne der KMUs im gesamten Euroraum (-15 % nach -1 %). Besonders deutlich fiel der Gewinnrückgang bei den griechischen, spanischen, italienischen und slowakischen KMUs aus. Was die einzelnen Wirtschaftszweige betrifft, so scheint die Industrie – insbesondere in Italien – am stärksten vom Gewinnrückgang betroffen gewesen zu sein (-20 % gegenüber -7 %). Im Handelssektor meldeten per saldo 19 % der KMUs im Euroraum ebenfalls sinkende Gewinne, wobei der Anteil in Italien bei 37 % und in Spanien bei 30 % lag.

Da sich die finanzielle Lage und das gesamtwirtschaftliche Umfeld eintrübten, machten sich die KMUs Sorgen über ihren Zugang zu Finanzmitteln.

Erstmals seit 2014 gaben die KMUs im Eurogebiet einen Umsatz- und Gewinnrückgang als Hemmnis für die Beschaffung von Außenfinanzierungsmitteln an (-18 % nach 5 %). Besonders bei spanischen, italienischen und portugiesischen KMUs war dies festzustellen. Darüber hinaus waren die KMUs auch der Ansicht, dass sich die Entwicklung der allgemeinen Konjunkturaussichten negativ auf den Zugang zu Finanzmitteln auswirke (-30 % nach -13 %). Dieser Anteil war damit so hoch wie seit März 2013 nicht mehr. Die Verschlechterung war über alle Länder (vor allem Deutschland, Italien und Finnland) und Sektoren hinweg breit angelegt, wobei der Anteil in der Industrie bei -31 %, im Baugewerbe bei -21 %, im Dienstleistungssektor bei -31 % und im Handel bei -30 % lag. Im Vergleich zu größeren Unternehmen scheinen sich KMUs und vor allem Kleinstunternehmen außerdem stärker darüber zu sorgen, wie sich ihre eigenen Umsatz- und Gewinnaussichten auf ihren Zugang zu Außenfinanzierungsmitteln auswirken.

Die Erwartungen der Unternehmen im Hinblick auf ihren Zugang zu Finanzmitteln in naher Zukunft geben Aufschluss über die Schwere der Covid-19-Krise.

Die Erklärung der Weltgesundheitsorganisation (WHO) vom 11. März, dass es sich bei Covid-19 um eine Pandemie handle, und die darauffolgenden stärkeren Beschränkungen im Euroraum fielen weitgehend mit der Erhebung der jüngsten SAFE-Umfragedaten zusammen. Daher dürften die Antworten auf vergangenheitsbezogene Fragen die Störungen des Geschäftsbetriebs nur teilweise widerspiegeln. Die zukunftsgerichteten Fragen hingegen bildeten die aktuelle und erwartete Verschlechterung der Wirtschaftslage ab.

Betrachtet man die Antworten auf täglicher Basis, so verschlechterten sich die Erwartungen im Euroraum rasant, kurz nachdem die WHO den Covid-19-Ausbruch zur Pandemie erklärt hatte, woraufhin in weiten Teilen Europas Lockdown-Maßnahmen und Grenzkontrollen eingeführt wurden.

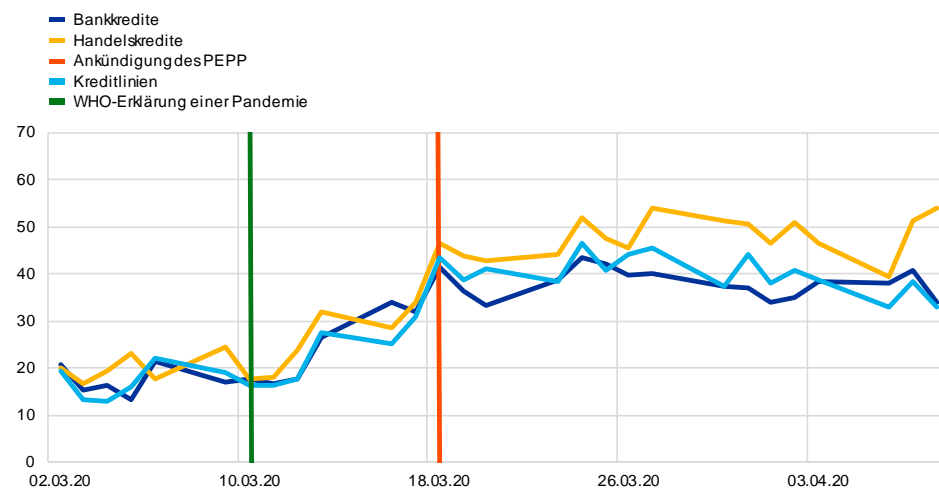
Um zu analysieren, wie sich die Erwartungen der Unternehmen seit Ausbruch der Pandemie verändert haben, wurde untersucht, an welchen Tagen die Umfrageteilnehmer welche Antworten gaben.¹⁹ Am Tag der WHO-Erklärung rechneten durchschnittlich 17 % der Firmen mit einer schlechteren Verfügbarkeit von Bankkrediten und Kreditlinien, in Bezug auf Handelskredite lag diese Zahl bei 20 % (siehe Abbildung B). Am 18. März, bei Ankündigung des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) der EZB, beliefen sich die entsprechenden prozentualen Anteile bereits auf 41 % für Bankkredite, 43 % für Kreditlinien und 46 % für Handelskredite.

¹⁹ Die in der Abbildung ausgewiesenen prozentualen Anteile hängen von den jeweiligen Ländereffekten ab. Damit wird dem unterschiedlichen Ausmaß der Notlage in den einzelnen Ländern Rechnung getragen.

Abbildung B

Erwartungen der Unternehmen hinsichtlich einer schlechteren Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln in den kommenden sechs Monaten

(geschätzte Anteile in %)



Quelle: SAFE-Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission.

Anmerkung: Die geschätzten Anteile in % beziehen sich auf zeitfixe Effekte einer gewichteten logistischen Kleinste-Quadrate-Regression, die zeit- und länderfixe Effekte berücksichtigt. Die letzten drei Beobachtungen (6. bis 8. April) beziehen sich auf eine Teilstichprobe von Ländern (Deutschland, Griechenland, Spanien, Frankreich und die Slowakei), da die Befragungen in den übrigen Ländern am 3. April bereits abgeschlossen waren.

Die Verschlechterung des erwarteten Zugangs zu Finanzmitteln scheint sich nach der Bekanntgabe des PEPP zumindest im Hinblick auf Bankkredite und Kreditlinien abgeschwächt zu haben.

Zwar lässt sich der direkte Einfluss der Ankündigung des PEPP auf die Erwartungen der Unternehmen nicht bemessen, doch scheinen sie ab diesem Zeitpunkt den Zugang zu Bankprodukten nicht mehr ganz so pessimistisch gesehen zu haben. Die Verschlechterung der Erwartungen in Bezug auf die Verfügbarkeit von Handelskrediten hielt hingegen etwas länger an. Dies war vor allem auf die Belastungen in den Lieferbeziehungen zurückzuführen, da aufgrund der Krise mit Verzögerungen bei der Begleichung von Zahlungsverpflichtungen zu rechnen war.

Im Vergleich zu dem positiven Trend, der seit dem Ende der Staatsschuldenkrise zu beobachten war, verschlechterten sich die Erwartungen der Unternehmen hinsichtlich der Verfügbarkeit von Finanzmitteln in den kommenden sechs Monaten massiv (siehe Abbildung C).

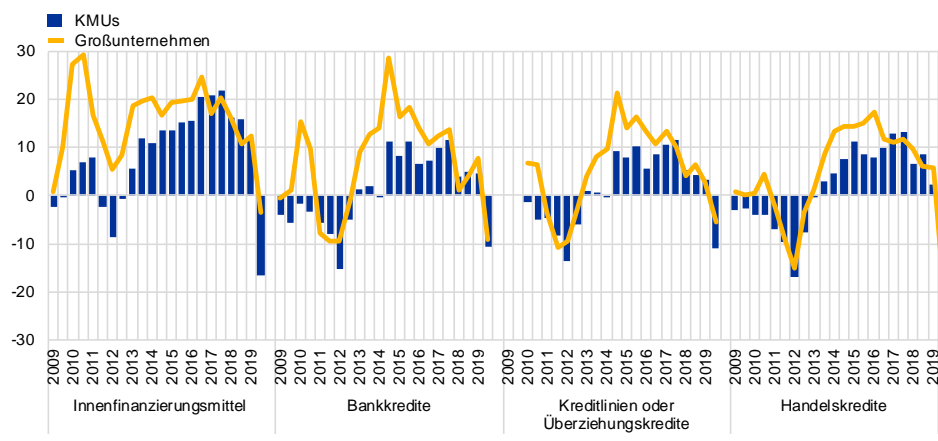
Während sowohl bei der Innen- als auch bei der Außenfinanzierung eine Verschlechterung festzustellen ist, gibt es Unterschiede zwischen den beiden Finanzierungsarten.²⁰

²⁰ Unternehmen aus dem Dienstleistungssektor scheinen am pessimistischsten zu sein, was wohl damit zusammenhängt, dass diese Firmen durch die Lockdown-Maßnahmen besonders stark in Mitleidenschaft gezogen wurden. In Bezug auf die Firmengröße sind Kleinunternehmen der Umfrage zufolge am stärksten betroffen. Der Anteil der Großunternehmen, die eine Verschlechterung meldeten, war geringer.

Abbildung C

Veränderung der erwarteten Verfügbarkeit von Finanzmitteln für Unternehmen im Euroraum

(Veränderung in den kommenden sechs Monaten; prozentualer Saldo der befragten Unternehmen)



Quelle: SAFE-Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission.

Anmerkung: Grundlage bilden die Unternehmen, die das betreffende Instrument als relevant einstufen. Dargestellt sind die Angaben für die 1. Umfrage (April bis September 2009) bis zur 22. Umfrage (Oktober 2019 bis März 2020).

Bei den Innenfinanzierungsquellen meldeten die KMUs per saldo einen deutlichen Rückgang der erwarteten Verfügbarkeit von Finanzmitteln (-17 % nach 12 %). Darin dürften sich die erwarteten Belastungen für die Konjunktur widerspiegeln, die sich maßgeblich auf die Ertragslage der Unternehmen auswirken. Mit Ausnahme der Niederlande wurde die Verschlechterung länderübergreifend gemeldet, wobei die größten prozentualen Anteile auf Portugal (-26 %), Frankreich (-23 %) und Italien (-21 %) entfielen. Insgesamt hat sich die Verfügbarkeit von Innenfinanzierungsmitteln stärker verschlechtert als in der Talsohle während der Staatsschuldenkrise (April bis September 2012). Damals hatten 9 % der KMUs einen Rückgang gemeldet.

Auch die Erwartungen bezüglich der Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsquellen haben sich eingetrübt, wenngleich weniger stark als jene mit Blick auf die Innenfinanzierung. Die KMUs im Euroraum erwarten per saldo Rückgänge für bankbezogene Produkte (-11 %), d. h. Bankkredite, Kreditlinien und Überziehungskredite. Die gegenüber den Innenfinanzierungsmitteln vergleichsweise geringere erwartete Eintrübung könnte auf die positiven Auswirkungen akkommodierender geldpolitischer Maßnahmen und der unterschiedlichen staatlichen Programme zurückzuführen sein, die seit Beginn der Pandemie angekündigt worden sind. Was die Handelskredite betrifft, so gehen die KMUs unter dem Strich von einer deutlichen Abnahme (-20 %) aus. Dies könnte auf die erwarteten Unterbrechungen des regulären Geschäftsbetriebs hindeuten, die wiederum die Beziehungen zwischen den Unternehmen beeinflussen. Die stärksten Rückgänge bei der erwarteten Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln wurden von KMUs aus Spanien, Italien, Portugal und der Slowakei gemeldet. Die Verschlechterung beim künftigen Zugang zu Bankkrediten war nach wie vor geringer als 2012, als per saldo 15 % der KMUs von einer schlechteren erwarteten Verfügbarkeit berichteten. Bei den Handelskrediten ist der Rückgang jedoch bereits

etwas stärker als in der vorangegangenen Krise im Jahr 2012, als per saldo 17 % der Befragten von einer Abnahme ausgingen.

4 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 29. Januar bis zum 5. Mai 2020

Svetla Daskalova und Marco Weißler

Im vorliegenden Kasten werden die geldpolitischen Geschäfte der EZB in den ersten beiden Mindestreserve-Erfüllungsperioden des laufenden Jahres (29. Januar bis 5. Mai 2020) betrachtet. Als Reaktion auf die Krise im Zusammenhang mit dem Coronavirus (Covid-19) und angesichts einer erhöhten Volatilität an den Finanzmärkten beschloss das Eurosystem in den beiden betrachteten Erfüllungsperioden eine Reihe von Maßnahmen, um sektor- und länderübergreifend die Finanzierungsbedingungen zu lockern und den Liquiditätszugang zu verbessern.

Als liquiditätszuführende Maßnahmen kündigte das Eurosystem dabei vor dem Hintergrund der Pandemie Änderungen an den bestehenden gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRG III) an und führte eine Reihe zusätzlicher Tendergeschäfte ein. Zudem wurde ein breit gefasstes Maßnahmenpaket zur Lockerung der für die Geschäftspartner des Eurosystems geltenden Kriterien für Sicherheiten aufgelegt. Am 12. März wurden die Bedingungen für die GLRG III gelockert und eine neue Reihe zusätzlicher längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (zusätzliche LRGs) eingeführt, um die Banken unmittelbar mit Liquidität zu unterstützen und die Bedingungen am Geldmarkt zu wahren. Diese Maßnahmen sollten während der jüngsten Turbulenzen als Backstop-Fazilität dienen. Die zusätzlichen LRGs werden wöchentlich durchgeführt und sind am 24. Juni 2020 fällig. So wird der Zeitraum bis zur Abwicklung des vierten GLRG-III-Geschäfts effektiv überbrückt.²¹

Was die Wertpapierankäufe betrifft, so wurde am 12. März für das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) beschlossen, vorübergehend einen Rahmen zusätzlicher Nettoankäufe in Höhe von 120 Mrd € einzurichten. Darüber hinaus kündigte die EZB am 18. März ein neues Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) mit einem Volumen von 750 Mrd € und einer Dauer bis mindestens bis Ende 2020 an. Die zusätzlichen Käufe sollen den durch die Covid-19-Krise bedingten Risiken für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus im Euro-Währungsgebiet entgegenwirken. Sie werden flexibel durchgeführt und können ausgeweitet werden, sollte die Krise über das Jahresende hinaus andauern.²²

Um die Bedingungen am globalen Markt für die Refinanzierung in US-Dollar weiter zu verbessern, verständigte sich das Eurosystem mit der Federal Reserve Bank, der Bank of England, der Bank von Japan, der Bank of Canada und der Schweizerischen Nationalbank darauf, die Liquiditätsversorgung mit

²¹ Am 30. April wurden zusätzliche Rekalibrierungen der GLRG III sowie neue längerfristige Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäfte (PELTROs) bekannt gegeben, mit denen die Realwirtschaft und das reibungslose Funktionieren der Geldmärkte weiter gestützt werden sollen. Beide Maßnahmen wirken sich erst ab der dritten Erfüllungsperiode 2020 auf die Liquiditätsbereitstellung aus.

²² Am 4. Juni beschloss der EZB-Rat dann, den Umfang des PEPP um 600 Mrd € zu erweitern und den Zeithorizont bis mindestens Ende Juni 2021 zu verlängern.

US-Dollar über die bestehenden Swap-Vereinbarungen zu erhöhen. Überdies hat die EZB mit einer Reihe von Zentralbanken in der EU Swap-Vereinbarungen zur Versorgung mit Liquidität in Euro getroffen. Die koordinierte Aktion der Zentralbanken zur Stärkung der bestehenden Versorgung mit US-Dollar-Liquidität wurde am 15. März angekündigt. Sie umfasste die Senkung des Preises für Liquidität in US-Dollar sowie die Einführung zusätzlicher US-Dollar-Geschäfte mit einer Laufzeit von 84 Tagen. Außerdem wurde der Rhythmus der siebentägigen Geschäfte zur Bereitstellung von US-Dollar mit Wirkung vom 20. März von wöchentlich auf täglich umgestellt. Diese Maßnahmen trugen dazu bei, die Bedingungen an den Refinanzierungsmärkten in US-Dollar deutlich zu lockern.

Liquiditätsbedarf

Der tägliche Liquiditätsbedarf des Bankensystems – d. h. die Summe aus autonomen Faktoren (netto) und Mindestreserve-Soll – belief sich im Berichtszeitraum auf durchschnittlich 1 613,4 Mrd € (siehe Tabelle A unter „Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung“). Der Bedarf war damit um 107,7 Mrd € höher als im vorangegangenen Berichtszeitraum (d. h. in den letzten beiden Mindestreserve-Erfüllungsperioden 2019). Die autonomen Faktoren (netto) nahmen um 106,3 Mrd € auf 1 477,8 Mrd € zu, während das Mindestreserve-Soll um 1,4 Mrd € auf 135,7 Mrd € anstieg.

Die Haupttriebfedern der Liquiditätsentwicklung in den ersten beiden Mindestreserve-Erfüllungsperioden 2020 waren die Erhöhung der Einlagen öffentlicher Haushalte, die Nachfrage nach Banknoten, der Ankauf von Vermögenswerten und die neue Reihe zusätzlicher LRGs. Die Liquiditätsabschöpfung durch autonome Faktoren erhöhte sich im Durchschnitt um 106,3 Mrd €. Ausschlaggebend dafür war der außergewöhnliche Anstieg der Einlagen öffentlicher Haushalte um 101,7 Mrd € aufgrund einer umsichtigen staatlichen Kassenhaltung im Zusammenhang mit Covid-19. Die – ebenfalls pandemiebedingt – gestiegene Nachfrage nach Banknoten trug darüber hinaus zu einer Liquiditätsabsorption in Höhe von 27,7 Mrd € bei, da der in der ersten Erfüllungsperiode verzeichnete saisonale Rückgang der Banknotenbestände nach dem Jahresende durch eine Zunahme in der zweiten Erfüllungsperiode mehr als ausgeglichen wurde. Die Entwicklung der autonomen Faktoren auf der Aktivseite hatte mit einem Nettoanstieg von 23,7 Mrd € jedoch einen leichten gegenteiligen Effekt. Die Nettoforderungen in Euro verringerten sich um 51,9 Mrd €, wohingegen die Nettoforderungen in Fremdwährung um 75,6 Mrd € zunahmen und die Liquiditätsabsorption durch Einlagen öffentlicher Haushalte und Banknoten teilweise kompensierten. Die Dynamik auf der Aktivseite in der zweiten Mindestreserve-Erfüllungsperiode war vor allem auf die gestiegene Nachfrage nach Geschäften zur Versorgung mit US-Dollar zurückzuführen. Am Ende der zweiten Erfüllungsperiode 2020 belief sich der ausstehende Betrag hier auf insgesamt 142 Mrd €.

Tabelle A

Liquiditätsbedingungen im Eurosystem

Passiva

(Durchschnittswerte; in Mrd €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 29. Januar bis 5. Mai 2020						Vorheriger Berichtszeitraum: 30. Oktober 2019 bis 28. Januar 2020	
	Erste und zweite Erfüllungsperiode		Erste Erfüllungsperiode: 29. Januar bis 17. März		Zweite Erfüllungsperiode: 18. März bis 5. Mai		Siebte und achte Erfüllungsperiode	
Autonome Liquiditätsfaktoren	2 510,3	(+130,0)	2 421,8	(+46,9)	2 598,7	(+176,9)	2 380,2	(-0,4)
Banknotenumlauf	1 299,5	(+27,7)	1 277,1	(-5,1)	1 321,9	(+44,7)	1 271,8	(+20,0)
Einlagen öffentlicher Haushalte	321,5	(+101,7)	268,6	(+56,7)	374,4	(+105,8)	219,8	(-62,7)
Sonstige autonome Faktoren ¹	889,3	(+0,6)	876,1	(-4,8)	902,5	(+26,3)	888,7	(+42,3)
Über das Mindestreserveguthaben hinausgehende Giroguthaben	1 595,6	(+85,5)	1 506,7	(+17,5)	1 684,5	(+177,8)	1 510,1	(+284,9)
Mindestreserve-Soll	135,7	(+1,4)	135,7	(+1,2)	135,7	(+0,1)	134,3	(+1,7)
Einlagefazilität	258,2	(+1,8)	244,6	(-10,0)	271,8	(+27,2)	256,4	(-253,6)
Liquiditätsabschöpfende Feinsteuerungsoperationen	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Quelle: EZB.

Anmerkung: Alle Zahlen sind auf die nächsten 0,1 Mrd € gerundet. Die Zahlen in Klammern geben die Veränderung gegenüber dem vorherigen Berichtszeitraum oder der vorherigen Erfüllungsperiode an.

1) Berechnet als Summe aus Ausgleichsposten aus Neubewertung, sonstigen Forderungen und Verbindlichkeiten Ansässiger des Euroraums sowie Kapital und Rücklagen.

Aktiva

(Durchschnittswerte; in Mrd €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 29. Januar bis 5. Mai 2020						Vorheriger Berichtszeitraum: 30. Oktober 2019 bis 28. Januar 2020	
	Erste und zweite Erfüllungsperiode		Erste Erfüllungsperiode: 29. Januar bis 17. März		Zweite Erfüllungsperiode: 18. März bis 5. Mai		Siebte und achte Erfüllungsperiode	
Autonome Liquiditätsfaktoren	1 032,8	(+23,7)	1 025,1	(+29,7)	1 040,5	(+15,5)	1 009,1	(+55,1)
Nettoforderungen in Fremdwährung	846,7	(+75,6)	767,1	(-1,4)	926,3	(+159,2)	771,1	(+33,2)
Nettoforderungen in Euro	186,1	(-51,9)	257,9	(+31,1)	114,2	(-143,7)	238,0	(+21,9)
Geldpolitische Instrumente	3 467,2	(+195,0)	3 284,0	(+25,9)	3 650,5	(+366,5)	3 272,2	(-22,4)
Offenmarktgeschäfte	3 467,2	(+195,0)	3 284,0	(+25,9)	3 650,5	(+366,5)	3 272,2	(-22,4)
Tendergeschäfte	741,8	(+97,7)	617,3	(-1,8)	866,3	(+249,0)	644,0	(-39,9)
Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs)	1,0	(-1,3)	1,4	(-1,5)	0,6	(-0,8)	2,3	(-0,2)
Dreimonatige längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs)	3,1	(-0,3)	4,0	(-0,3)	2,3	(-1,7)	3,4	(+0,5)
Zweite Reihe gezielter LRGs (GLRG II)	471,1	(-118,8)	510,8	(-0,0)	431,4	(-79,4)	589,8	(-87,3)
Dritte Reihe gezielter LRGs (GLRG III)	150,4	(+101,9)	101,1	(+0,0)	199,7	(+98,6)	48,5	(+47,2)
Zusätzliche LRGs	116,2	(+116,2)	0,0	(+0,0)	232,4	(+232,4)	0,0	(+0,0)
Outright-Geschäfte	2 725,4	(+97,3)	2 666,7	(+27,6)	2 784,2	(+117,6)	2 628,2	(+17,5)
Erstes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP)	1,1	(-0,9)	1,3	(-0,4)	0,9	(-0,5)	2,0	(-0,8)
Zweites Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP2)	2,9	(-0,0)	2,9	(+0,0)	2,9	(-0,0)	2,9	(-0,3)
Drittes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3)	273,0	(+9,2)	269,9	(+5,1)	276,1	(+6,3)	263,8	(+2,8)
Programm für die Wertpapiermärkte (SMP)	42,2	(-5,6)	43,9	(-4,0)	40,6	(-3,3)	47,9	(-4,9)
Programm zum Ankauf von Asset- Backed Securities (ABSPP)	29,9	(+1,7)	28,5	(-0,0)	31,2	(+2,7)	28,2	(+2,1)
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP)	2 150,7	(+50,8)	2 126,5	(+18,9)	2 174,9	(+48,4)	2 099,9	(+12,3)
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP)	199,0	(+15,6)	193,7	(+8,0)	204,4	(+10,7)	183,5	(+6,2)
Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP)	26,6	(+26,6)	0,0	(+0,0)	53,2	(+53,2)	0,0	(+0,0)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)

Quelle: EZB.

Anmerkung: Alle Zahlen sind auf die nächsten 0,1 Mrd € gerundet. Die Zahlen in Klammern geben die Veränderung gegenüber dem vorherigen Berichtszeitraum oder der vorherigen Erfüllungsperiode an.

Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung

(Durchschnittswerte; in Mrd €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 29. Januar bis 5. Mai 2020						Vorheriger Berichtszeitraum: 30. Oktober 2019 bis 28. Januar 2020	
	Erste und zweite Erfüllungsperiode		Erste Erfüllungsperiode: 29. Januar bis 17. März		Zweite Erfüllungsperiode: 18. März bis 5. Mai		Siebte und achte Erfüllungsperiode	
Aggregierter Liquiditätsbedarf ¹	1 613,4	(+107,7)	1 532,6	(+18,3)	1 694,2	(+161,6)	1 505,7	(-53,7)
Autonome Faktoren (netto) ²	1 477,8	(+106,3)	1 397,0	(+17,2)	1 558,5	(+161,6)	1 371,4	(-55,4)
Überschussliquidität ³	1 853,8	(+87,3)	1 751,3	(+7,5)	1 956,3	(+205,0)	1 766,5	(+31,3)

Quelle: EZB.

Anmerkung: Alle Zahlen sind auf die nächsten 0,1 Mrd € gerundet. Die Zahlen in Klammern geben die Veränderung gegenüber dem vorherigen Berichtszeitraum oder der vorherigen Erfüllungsperiode an.

1) Berechnet als Summe aus autonomen Faktoren (netto) und Mindestreserve-Soll.

2) Berechnet als Differenz zwischen den autonomen Liquiditätsfaktoren auf der Passivseite und den autonomen Liquiditätsfaktoren auf der Aktivseite. In dieser Tabelle enthalten die autonomen Faktoren (netto) auch den Posten „schwebende Verrechnungen“.

3) Berechnet als Summe aus den Einlagen auf Girokonten, die das Mindestreserve-Soll übersteigen, und der Inanspruchnahme der Einlagefazilität (abzüglich der Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität).

Zinsentwicklung

(Durchschnittswerte; in %)

	Aktueller Berichtszeitraum: 29. Januar bis 5. Mai 2020						Vorheriger Berichtszeitraum: 30. Oktober 2019 bis 28. Januar 2020	
	Erste und zweite Erfüllungsperiode		Erste Erfüllungsperiode: 29. Januar bis 17. März		Zweite Erfüllungsperiode: 18. März bis 5. Mai		Siebte und achte Erfüllungsperiode	
HRGs	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Einlagefazilität	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(-0,05)
EONIA ¹	-0,451	(+0,00)	-0,454	(-0,00)	-0,449	(+0,01)	-0,454	(-0,05)
€STR	-0,536	(+0,00)	-0,539	(+0,00)	-0,533	(+0,01)	-0,539	(-0,04)

Quelle: EZB.

Anmerkung: Alle Zahlen sind auf die nächsten 0,1 Mrd € gerundet. Die Zahlen in Klammern geben die Veränderung gegenüber dem vorherigen Berichtszeitraum oder der vorherigen Erfüllungsperiode an.

1) Ab dem 1. Oktober 2019 berechnet als Euro Short-Term Rate (€STR) zuzüglich 8,5 Basispunkten. Differenzen in den angegebenen Veränderungen des Euro Overnight Index Average (EONIA) und des €STR sind rundungsbedingt.

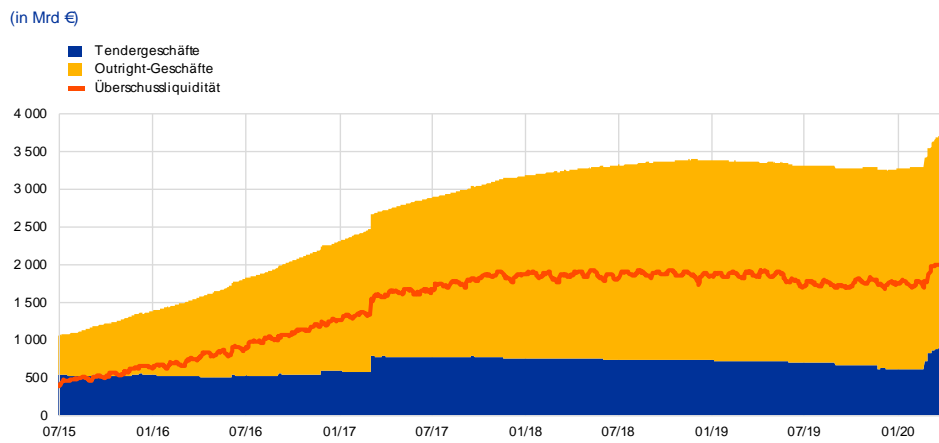
Liquiditätsbereitstellung über geldpolitische Instrumente

Die durchschnittliche Liquidität, die über Offenmarktgeschäfte (darunter Tendergeschäfte und zu geldpolitischen Zwecken gehaltene Wertpapierportfolios) bereitgestellt wurde, erhöhte sich um 195 Mrd € auf 3 467,2 Mrd € (siehe Abbildung A).

Der insgesamt verzeichnete Anstieg der Überschussliquidität in den ersten beiden Mindestreserve-Erfüllungsperioden des Jahres 2020 war gleichermaßen auf die Tendergeschäfte und die Outright-Geschäfte des Eurosystems zurückzuführen. Diese Zusatzliquidität stammte hauptsächlich aus den zusätzlichen LRGs sowie aus den Ankäufen im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) und des neuen PEPP.

Abbildung A

Entwicklung der über Offenmarktgeschäfte bereitgestellten Liquidität und der Überschussliquidität



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 5. Mai 2020.

Die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung über Tendergeschäfte stieg gegenüber dem vorherigen Berichtszeitraum um 97,7 Mrd € Während sie in der ersten Erfüllungsperiode 2020 nahezu unverändert blieb (-1,8 Mrd €), erhöhte sie sich in der zweiten Erfüllungsperiode um 249,0 Mrd €. Grund hierfür war in erster Linie die Aufnahme von 232,4 Mrd € in den neu eingeführten LRGs. Darüber hinaus wurden am 25. März die GLRG-II-Rückzahlungen in Höhe von 93 Mrd € und die GLRG-III-Aufnahme in Höhe von 115 Mrd € abgewickelt, sodass sich für die zweite Erfüllungsperiode eine Nettoliquiditätszufuhr von durchschnittlich 19,2 Mrd € ergab. Die Liquiditätsbereitstellung über die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) verringerte sich gegenüber dem vorangegangenen Berichtszeitraum um 1,3 Mrd €. Ursächlich hierfür waren vor allem die erhöhten HRG-Volumina in der vorangegangenen Erfüllungsperiode, die sich über das Jahresende hinweg erstreckte. Insgesamt steht die Entwicklung der HRGs weitgehend im Einklang mit den Veränderungen des Vorjahres. Der ausstehende Betrag bei den dreimonatigen LRGs verringerte sich geringfügig (um 0,3 Mrd €).

Unterdessen war bei den Outright-Geschäften ein Anstieg um 97,3 Mrd € (von 2 628,2 Mrd € auf 2 725,4 Mrd €) zu verzeichnen. Grund dafür war zum einen die Erhöhung der wieder aufgenommenen APP-Nettoankäufe nach dem Beschluss über einen zusätzlichen vorübergehenden Rahmen in Höhe von 120 Mrd € bis zum Jahresende 2020 und zum anderen der Beginn der Käufe im Rahmen des neuen PEPP. Im Einklang mit den angekündigten

Ankaufvolumina stieg der durchschnittliche Bestand im Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) um 50,8 Mrd € auf 2 150,7 Mrd € und im Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) um 15,6 Mrd € auf 199,0 Mrd €. Darüber hinaus begann das Eurosystem am 26. März mit den Ankäufen im Rahmen des neuen PEPP. Am Ende der zweiten Mindestreserve-Erfüllungsperiode betrug die Liquiditätsbereitstellung im Rahmen des PEPP im Durchschnitt der Erfüllungsperiode 53,2 Mrd €. Das entspricht einem wöchentlichen Ankaufvolumen von fast 18 Mrd €.

Überschussliquidität

Die durchschnittliche Überschussliquidität erhöhte sich von 1 766,5 Mrd € auf 1 853,8 Mrd €, dies entspricht einem Anstieg um 87,3 Mrd € (siehe Abbildung A).

Ursächlich hierfür war eine höhere Liquiditätsbereitstellung über geldpolitische Geschäfte einschließlich Outright-Geschäften (195,0 Mrd €). Unterdessen wurden über autonome Faktoren 106,3 Mrd € im Eurogebiet abgeschöpft.

Darüber hinaus war zu beobachten, dass die in der Einlagefazilität des Eurosystems gehaltene Überschussliquidität zwar zunahm, ihr relativer Anteil aufgrund des zweistufigen Systems für die Verzinsung von Überschussreserven jedoch weiter sank. Da nur die von den Finanzinstituten auf Girokonten gehaltenen Guthaben bis zur Höhe ihres ausgenommenen Anteils von der Verzinsung zum negativen Einlagesatz befreit sind, hinterlegen die Finanzinstitute weiterhin Mittel auf ihren Girokonten anstatt in der Einlagefazilität. Das Volumen auf den Girokonten stieg dementsprechend um 85,5 Mrd €, jenes in der Einlagefazilität lediglich um 1,8 Mrd €.

Zinsentwicklung

Der €STR veränderte sich in den ersten beiden Erfüllungsperioden kaum. Der EZB-Rat beließ den Einlagesatz sowie den Haupt- und den Spitzenrefinanzierungssatz im Berichtszeitraum unverändert. Somit blieb auch der €STR stabil und belief sich auf -53,6 Basispunkte (+0,3 Basispunkte gegenüber dem vorherigen Berichtszeitraum). Der EONIA, der seit Oktober 2019 als €STR zuzüglich eines fixen Zinsabstands berechnet wird, entwickelte sich im Gleichlauf mit dem €STR.

5 Regionale Arbeitsmarktentwicklung während der globalen Finanzkrise und der anschließenden Erholung

Vasco Botelho, Claudia Foroni und Lara Vivian

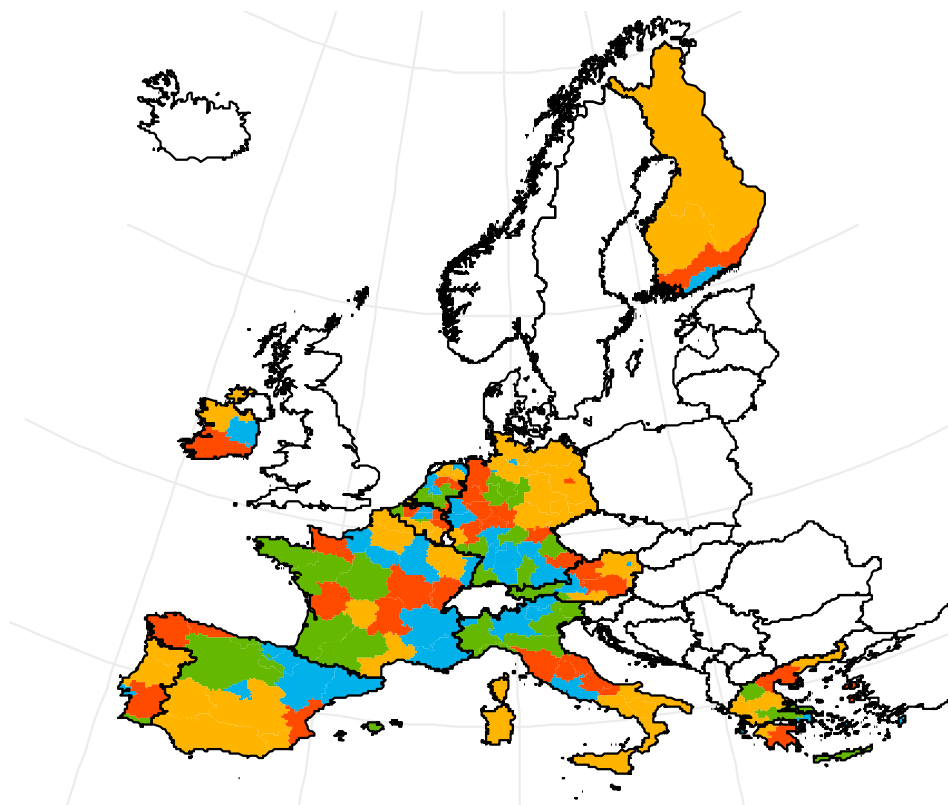
Im vorliegenden Kasten wird die regionale Entwicklung des Arbeitseinsatzes im Euro-Währungsgebiet von 2007 – dem konjunkturellen Höchststand vor der globalen Finanzkrise – bis 2018 untersucht. Dazu werden die regionalen Arbeitsmarktindikatoren herangezogen, die in der jährlichen regionalen Datenbank der Europäischen Kommission (Annual Regional Database of the European Commission – ARDECO) enthalten sind.²³ Zu Vergleichszwecken werden die Regionen anhand der im Jahr 2007 verzeichneten Verteilung des Pro-Kopf-BIP in den einzelnen Ländern in vier verschiedene Gruppen (bzw. Quartile) eingeteilt (siehe Schaubild A). Dabei bleiben die Gruppen im Zeitverlauf unverändert.

²³ Der von der Generaldirektion Regionalpolitik und Stadtentwicklung der Europäischen Kommission angelegte ARDECO-Datensatz wird derzeit von der Gemeinsamen Forschungsstelle gepflegt und aktualisiert. Im vorliegenden Kasten werden die aktualisierten Daten vom 7. April 2020 verwendet, wobei der Schwerpunkt auf Regionen ohne äußerste Randlage gemäß Ebene 2 der Systematik der Gebietseinheiten für die Statistik 2016 (NUTS2) liegt. Bei den untersuchten Ländern handelt es sich um Belgien, Deutschland, Irland, Griechenland, Spanien, Frankreich, Italien, die Niederlande, Österreich, Portugal und Finnland. Die Angaben für das gesamte Euro-Währungsgebiet beziehen sich auf die Aggregation der Regionen dieser elf Euro-Länder, die im Jahr 2007 den Euroraum (ohne Luxemburg und Slowenien) bildeten.

Schaubild A

Regionale Verteilung des Pro-Kopf-BIP im Euroraum im Jahr 2007

- Unterstes Quartil
- 25 %-50 %
- 50 %-75 %
- Oberstes Quartil



Quellen: ARDECO und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Einteilung der Regionen in Gruppen gemäß der Verteilung des Pro-Kopf-BIP in den einzelnen Ländern im Jahr 2007.

Während die geleisteten Gesamtarbeitsstunden 2018 in den Regionen am oberen Ende der Verteilung des Pro-Kopf-BIP wieder ihr Vorkrisenniveau erreichten, lagen sie in den übrigen Regionen immer noch unterhalb des Stands von 2007.²⁴ Die Entwicklung der insgesamt geleisteten Arbeitsstunden

verlief im Zeitraum von 2007 bis 2018 asymmetrisch. So fielen die Beschäftigungsverluste in den Regionen des untersten Quartils in der Rezessionsphase stärker aus als die während der anschließenden Erholung verzeichneten Beschäftigungszuwächse (siehe Abbildung A).²⁵ In den Regionen des untersten Quartils ging die Zahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden von 2007 bis

²⁴ Die hier dargestellten Ergebnisse sind nicht auf die Zuordnung der Regionen zu verschiedenen Quartilen anhand der Verteilung des Pro-Kopf-BIP innerhalb der jeweiligen Länder im Jahr 2007 zurückzuführen, da sie auch dann noch zutreffen, wenn sich die Einteilung der Regionen nach der Verteilung des 2007 erwirtschafteten Pro-Kopf-BIP des Euroraums richtet oder wenn ein Land aus der Analyse herausgenommen wird.

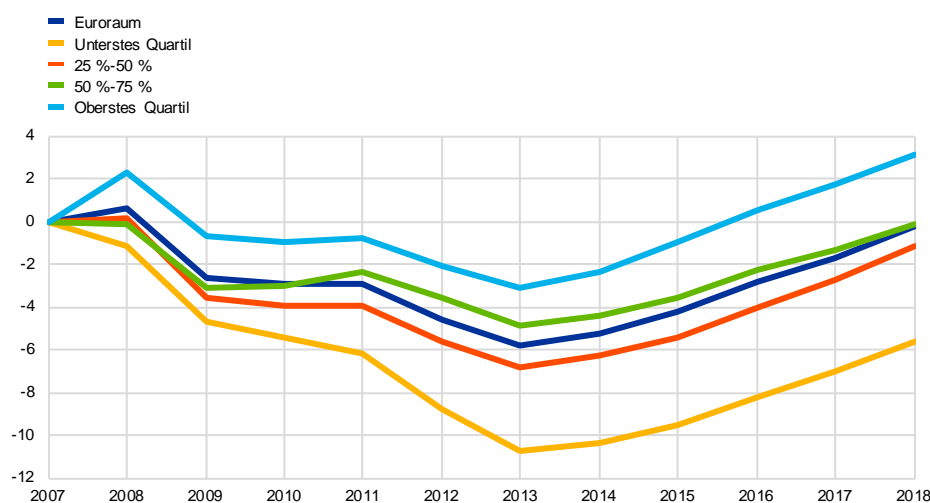
²⁵ Während der Abschwungphase von 2007 bis 2013 belief sich die durchschnittliche Jahreswachstumsrate der geleisteten Gesamtarbeitsstunden in den Regionen des obersten Quartils auf -0,5 %, in den Regionen oberhalb des Medians auf -0,8 %, in den Regionen unterhalb des Medians auf -1,1 % und in jenen des untersten Quartils auf -1,8 %. Für das gesamte Euro-Währungsgebiet lag der entsprechende Wert in diesem Zeitraum bei -0,97 %. Während der Erholungsphase stiegen die insgesamt geleisteten Arbeitsstunden in den Regionen des obersten Quartils mit 1,2 % stärker als in den übrigen Regionen (mit rund 1 % pro Jahr).

2018 um 5,6 % zurück, während sie sich in den Regionen des obersten Quartils um 3,2 % erhöhte. In den beiden mittleren Quartilen entwickelten sich die geleisteten Gesamtarbeitsstunden ähnlich wie im Euroraum insgesamt und erreichten 2018 wieder Werte nahe ihres Niveaus von 2007. Im Ergebnis erhöhte sich der Anteil der insgesamt geleisteten Arbeitsstunden in den Regionen des obersten Quartils von 2007 bis 2018 um 1,4 Prozentpunkte (von 38,7 % auf 40,1 %). In den Regionen des untersten Quartils sank er hingegen im selben Zeitraum um 1,2 Prozentpunkte (von 23,2 % auf 22 %).

Abbildung A

Regionale Entwicklung der geleisteten Gesamtarbeitsstunden von 2007 bis 2018

(y-Achse: logarithmierte Wachstumsrate auf Basis der Werte von 2007)



Quellen: ARDECO und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Einteilung der Regionen in Gruppen gemäß der Verteilung des Pro-Kopf-BIP in den einzelnen Ländern im Jahr 2007. Die Angaben für den Euroraum wurden auf Basis der Daten der in Fußnote 23 genannten elf Euro-Länder aggregiert.

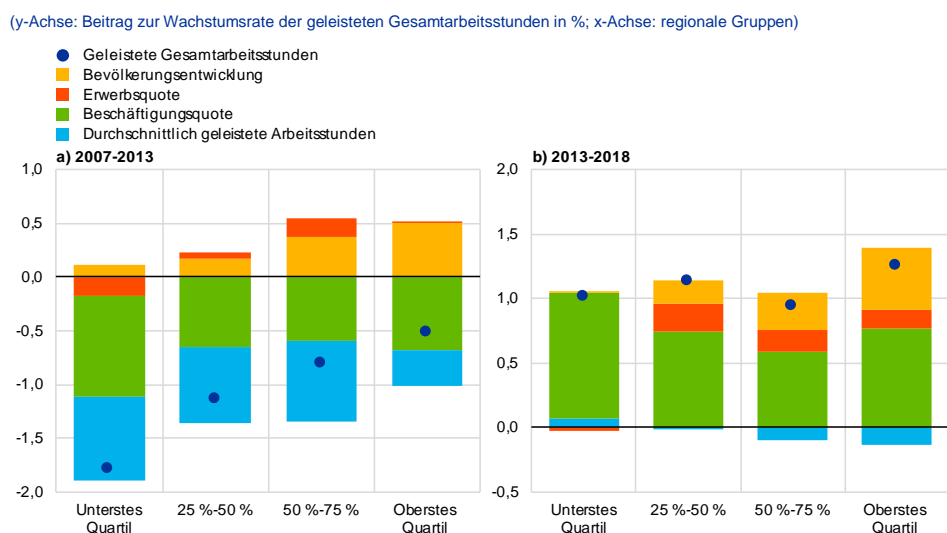
Der in den reicheren Regionen während des Abschwungs geringere Rückgang der geleisteten Gesamtarbeitsstunden und die relativ homogene Entwicklung über alle Regionen hinweg während der Erholung lassen sich auf Veränderungen der Beschäftigungsquote, die Abnahme der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden in der Rezessionsphase und regionale Unterschiede beim Bevölkerungswachstum sowohl in der Abschwung- als auch in der Aufschwungphase zurückführen, was mit der Migration von Arbeitskräften aus ärmeren in reichere Regionen im Einklang steht.

Abbildung B zeigt, welchen Beitrag die einzelnen Faktoren zur Entwicklung der Gesamtarbeitsstunden in den vier regionalen Gruppen geleistet haben.²⁶ Mit mehr als 50 % entfiel sowohl beim Rückgang der insgesamt geleisteten Arbeitsstunden während der Rezession als auch beim Anstieg derselben während der Erholung in allen regionalen Gruppen der quantitativ größte Anteil der Veränderung auf die Beschäftigungsquote. Den größten Beitrag in der Erholungsphase leisteten dabei die Regionen im untersten Quartil. Der Rückgang der durchschnittlich geleisteten

²⁶ Langfristige Veränderungen der geleisteten Gesamtarbeitsstunden in einem bestimmten Zeitraum lassen sich aus der Summe der Wachstumsrate der Bevölkerung in diesem Zeitraum, den Veränderungen der Erwerbsquote, den Veränderungen der Beschäftigungsquote und der Wachstumsrate der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden je Erwerbstätigen berechnen.

Arbeitsstunden trug ebenfalls maßgeblich dazu bei, dass die Gesamtarbeitsstunden während der Rezession in allen Regionen abnahmen. Die in allen Regionen zu beobachtende Stabilisierung nach 2013 bewirkte indes, dass der Beitrag in der Erholungsphase begrenzt ausfiel. Qualitativ entwickelten sich die Beschäftigungsquote und die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden in allen regionalen Gruppen ähnlich. Die Entwicklung der Erwerbsquote und des Bevölkerungswachstums trug in reicheren Regionen stärker zum Wachstum der insgesamt geleisteten Arbeitsstunden bei als in ärmeren Regionen. Der Bevölkerungszuwachs erhöhte sich monoton mit der Verteilung des BIP pro Kopf. Dabei reichten die durchschnittlichen Jahreswachstumsraten von 0,1 % in den Regionen des untersten Quartils bis 0,5 % in den Regionen des obersten Quartils, wobei sich die regionalen Unterschiede beim Bevölkerungswachstum in der Erholungsphase ausweiteten. Die Veränderungen der Erwerbsquote spiegelten jene des Bevölkerungswachstums wider, obgleich sie sowohl in der Abschwung- als auch in der Aufschwungphase einen quantitativ geringeren Beitrag leisteten. Dies steht im Einklang mit den Migrationsströmen aus ärmeren in reichere Regionen. So erhöhten sich das Bevölkerungswachstum wie auch die Erwerbsquote in reicheren Regionen zulasten von ärmeren Regionen. Zugleich trugen die Migrationsströme zu einem anfänglichen Anstieg der Beschäftigungsquote und der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden in ärmeren Regionen bei. Die Auswirkungen der Migration auf die Beschäftigung und die geleisteten Arbeitsstunden in reicheren Regionen können dagegen durch Nachfragefaktoren entweder gedämpft oder verstärkt werden.

Abbildung B
Einflussfaktoren der langfristigen Veränderung der geleisteten Gesamtarbeitsstunden in den Regionen



Quellen: ARDECO und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Einteilung der Regionen in Gruppen gemäß der Verteilung des Pro-Kopf-BIP in den einzelnen Ländern im Jahr 2007. Die Angaben für den Euroraum wurden auf Basis der Daten der in Fußnote 23 genannten elf Euro-Länder aggregiert.

Die zunehmende Differenz zwischen den einzelnen Regionen beim Arbeitnehmerentgelt ist hauptsächlich auf die regionale Streuung der langfristigen Veränderungen der geleisteten Gesamtarbeitsstunden zurückzuführen, wobei die Wachstumsraten des Arbeitnehmerentgelts je

geleistete Arbeitsstunde über alle Regionen hinweg weitgehend vergleichbar sind (siehe Tabelle A). Der Anteil des Arbeitnehmerentgelts in den Regionen des obersten Quartils erhöhte sich von 2007 bis 2018 um 0,7 Prozentpunkte (von 45,2 % auf 45,9 %), während er in den Regionen des untersten Quartils im selben Zeitraum um etwa 0,9 Prozentpunkte sank (von 18,1 % auf 17,2 %). Die zunehmende Differenz zwischen den einzelnen Regionen beim Arbeitnehmerentgelt ist vor allem der regionalen Entwicklung des Arbeitseinsatzes zuzuschreiben. Die Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je geleistete Arbeitsstunde ist über alle Regionen hinweg vergleichbar und fiel während der Abschwungphase in den wohlhabendsten 25 % der Regionen sogar niedriger aus als in den übrigen Regionen. Dies lässt sich durch das Arbeitskräfteangebot in den wohlhabenden Regionen erklären, das infolge der Migrationsströme aus ärmeren in reichere Regionen und aus Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets anstieg. Die in den verschiedenen Regionen ähnliche Zuwachsrate des Arbeitnehmerentgelts je geleistete Arbeitsstunde dürfte darauf zurückzuführen sein, dass das Arbeitskräfteangebot in reicheren Regionen kräftig zunahm, während in den übrigen Regionen die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden in der Abschwungphase weniger stark zurückgingen. Die Entwicklung des Arbeitnehmerentgelts je geleistete Arbeitsstunde hängt überdies möglicherweise mit der länder- und sektorspezifischen Zusammensetzung der regionalen Gruppen zusammen, und damit auch mit den Auswirkungen der arbeitsmarktbezogenen Maßnahmen, die während der globalen Finanzkrise und der anschließenden Erholungsphase ergriffen wurden (z. B. Kurzarbeit und Tarifverträge).²⁷

Tabelle A

Wachstum der insgesamt geleisteten Arbeitsstunden und des Arbeitnehmerentgelts im Euroraum

	2007-2013 (logarithmierte Jahreswachstumsrate in %)			2013-2018 (logarithmierte Jahreswachstumsrate in %)		
	Arbeitnehmerentgelt (insgesamt)	Geleistete Arbeitsstunden (insgesamt)	Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde (Durchschnitt)	Arbeitnehmerentgelt (insgesamt)	Geleistete Arbeitsstunden (insgesamt)	Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde (Durchschnitt)
Insgesamt	0,47	-0,97	1,44	1,88	1,12	0,77
Oberstes Quartil	0,66	-0,51	1,17	1,98	1,25	0,73
Oberhalb des Medians	0,72	-0,81	1,53	1,74	0,94	0,80
Unterhalb des Medians	0,39	-1,14	1,53	2,02	1,13	0,88
Unterstes Quartil	-0,24	-1,79	1,55	1,66	1,02	0,64

Quellen: ARDECO und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Einteilung der Regionen in Gruppen gemäß der Verteilung des Pro-Kopf-BIP in den einzelnen Ländern im Jahr 2007. Die Angaben für den Euroraum wurden auf Basis der Daten der in Fußnote 23 genannten elf Euro-Länder aggregiert.

²⁷ Kurzarbeit könnte den Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je geleistete Arbeitsstunde beeinflusst haben. Dank der Kurzarbeitsmodelle war es während der konjunkturellen Abschwächung möglich, die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden bei gleichzeitigem Schutz der Löhne und Gehälter flexibler zu senken. Die deutlichere Zunahme des Stundenlohns in den unteren zwei Quartilen im Vergleich zu den oberen zwei Quartilen lässt sich zum Teil auch durch nationale Tarifverträge erklären.

Insgesamt haben sich die geleisteten Gesamtarbeitsstunden im Euroraum von 2007 bis 2018 regional sehr heterogen entwickelt; während sie in den reicheren Regionen in der Rezession weniger stark zurückgingen, konnten die ärmeren Regionen in der Erholungsphase nicht vollständig aufholen.

Ursächlich für die regional unterschiedlichen Verlaufsmuster sind Veränderungen der Beschäftigungsquote, der Rückgang der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden während der Rezessionsphase und die sowohl in der Abschwung- als auch in der Aufschwungphase konstanten regionalen Unterschiede beim Bevölkerungswachstum. Für diese Entwicklung dürfte die Migration aus ärmeren in reichere Regionen des Eurogebiets maßgeblich sein, die von 2007 bis 2018 wiederum zu einer stärkeren Differenz beim Arbeitnehmerentgelt zwischen den einzelnen Regionen beigetragen haben könnte. Neben der länderübergreifenden Heterogenität der Arbeitsmärkte vergrößerten sich von 2007 bis 2018 in einigen Euro-Ländern überdies die Unterschiede zwischen reicheren und ärmeren Regionen mit Blick auf das kumulierte Wachstum der insgesamt geleisteten Arbeitsstunden, der Beschäftigung und des Arbeitnehmerentgelts. Die uneinheitlichen Auswirkungen auf die Gesamtarbeitsstunden, die Beschäftigung und das Entgelt könnten auch durch die unterschiedliche sektorale Zusammensetzung der regionalen Gruppen bedingt sein. Die Sektoren, die den stärksten Rückgang bei Beschäftigung und kumulierten Löhnen verzeichneten, befinden sich tendenziell in Regionen mit einem geringeren Pro-Kopf-BIP. Florierende Wirtschaftszweige sind dagegen vornehmlich in reicheren Regionen angesiedelt.

6 Kurzarbeitsregelungen: Auswirkungen auf Löhne und verfügbares Einkommen

António Dias da Silva, Maarten Dossche, Ferdinand Dreher,
Claudia Foroni und Gerrit Koester

Kurzarbeit und zeitweilige Freistellungen sind wichtige Instrumente zur Abfederung der wirtschaftlichen Auswirkungen der Corona-Pandemie (Covid-19-Pandemie). Verschiedene Länder des Euro-Währungsgebiets haben Regelungen zur Kurzarbeit oder zeitweiligen Freistellung eingeführt oder überarbeitet²⁸, um die Einkommensverluste der privaten Haushalte und die Lohnkosten der Unternehmen zu begrenzen.²⁹ Durch diese Regelungen wird zudem die wirtschaftliche Erholung unterstützt: Beschäftigungsverhältnisse werden erhalten, sodass nach Aufhebung der Lockdown-Maßnahmen die Arbeitskräfte zur Verfügung stehen und die Unternehmen bereit sind, ihre Geschäftstätigkeit wieder aufzunehmen. Es gibt deutliche Belege dafür, dass diese Stützungsmaßnahmen die Beschäftigungsverluste im Euroraum im Vergleich zu Ländern, in denen solche Regelungen entweder nur begrenzt (z. B. in den Vereinigten Staaten) oder gar nicht vorhanden sind, erheblich abmildern.³⁰ Mit ihnen sollen temporäre Aktivitäts- und Nachfragerückgänge überbrückt werden. Zugleich müssen sie mit wirtschaftlichen Umstrukturierungen und Reallokationen von Arbeitskräften in Einklang gebracht werden, die innerhalb von Sektoren und sektorübergreifend erforderlich sind.

Im vorliegenden Kasten werden die Raten der Inanspruchnahme und die Lohnersatzquoten für die Kurzarbeitsmodelle in den fünf größten Ländern des Euroraums geschätzt. Auf diese fünf Volkswirtschaften entfallen mehr als 80 % des gesamten Arbeitnehmerentgelts im Euro-Währungsgebiet. Durch die Kombination der Lohnersatzquoten mit der Anzahl der Bezieher lässt sich der Einfluss der Kurzarbeit auf das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte während der Pandemie berechnen. Für die Erstellung gesamtwirtschaftlicher Projektionen ist es wichtig, die Effekte aktueller und geplanter Regelungen zur Kurzarbeit und zeitweiligen Freistellung zu verstehen. Daher müssen die entsprechenden Auswirkungen anhand weiterer Informationen zur tatsächlichen Inanspruchnahme beobachtet werden, sobald diese vorliegen.

Der Einfluss der Kurzarbeitsregelungen auf Einkommensverluste variiert je nach Umfang der Arbeitszeitverkürzung. Abbildung A zeigt, dass für einen

²⁸ Änderungen an bestehenden Kurzarbeitsmodellen betreffen im Allgemeinen in erster Linie eine schnellere Bearbeitung von Anträgen, eine Erweiterung des Berechtigtenkreises, die Erstattung von Sozialversicherungsbeiträgen, eine Ausweitung auf Leiharbeiterinnen und -arbeiter oder eine Änderung der Laufzeit der Regelungen.

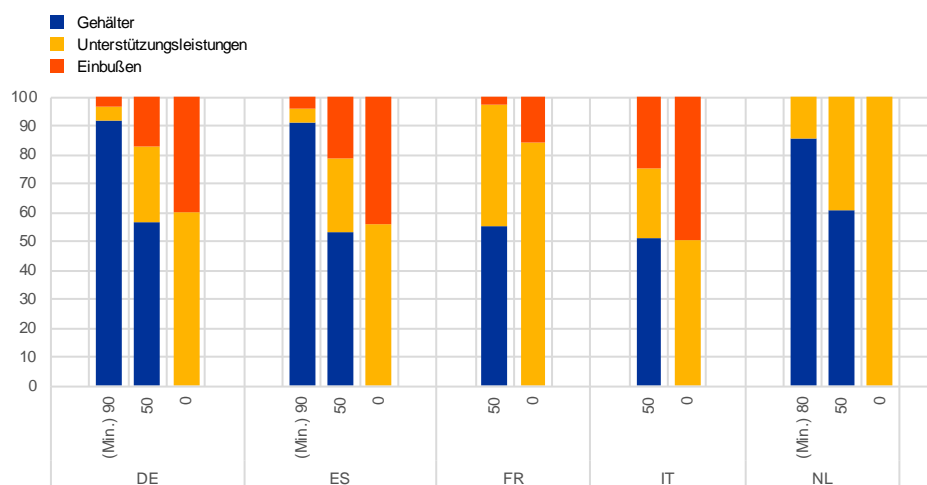
²⁹ Nachdem sich die Corona-Pandemie auf Europa ausgeweitet hatte, schlug die Europäische Kommission auch eine Verordnung des Rates zur Schaffung eines Instruments zur vorübergehenden Unterstützung zur Minderung von Arbeitslosigkeitsrisiken in einer Krise (SURE) vor.

³⁰ Eine Erörterung der Kurzarbeit in der aktuellen Krise findet sich beispielsweise in: G. Giupponi und C. Landais, Building effective short-time work schemes for the COVID-19 crisis, VOX-EU, 1. April 2020; A. Adams-Prassl, T. Boneva, M. Golin und C. Rauh, Inequality in the Impact of the Coronavirus Shock: Evidence from Real Time Surveys, IZA Discussion Paper Series, Nr. 13183, 2020.

durchschnittlichen Arbeitnehmer, der z. B. in Deutschland³¹, Italien oder Spanien unter die Kurzarbeitsregelungen fällt und dessen Arbeitszeit 50 % seiner regulären Arbeitszeit beträgt, von einem Nettoverdienstaufschlag in Höhe von etwa 25 % auszugehen ist. Sinkt die Arbeitszeit auf null Stunden, so beläuft sich der Nettoverdienstaufschlag auf rund 50 % (ohne Berücksichtigung zusätzlicher branchen- oder unternehmensspezifischer Regelungen). Die Höchstbezugsdauer unterscheidet sich von Land zu Land erheblich.

Abbildung A
Lohnersatzquoten für durchschnittliche Einkommen

(in % der Nettolöhne und -gehälter je Arbeitnehmer im Verhältnis zum Prozentsatz der regulären Vollzeitarbeitsstunden)



Quellen: EZB-Schätzungen basierend auf nationalen Regelungen und Angaben der nationalen Zentralbanken.
Anmerkung: Die Berechnungen zeigen das Nettoerwerbseinkommen einzelner privater Haushalte ohne Kinder in den ersten Monaten des Leistungsbezugs. „Min.“ zeigt die Mindestverkürzung der Arbeitszeit an, die für den Erhalt der Leistung erforderlich ist.

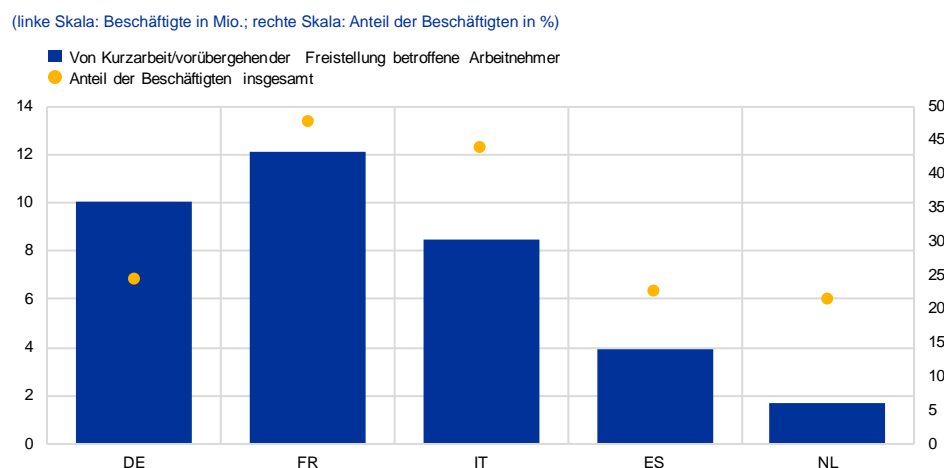
Je nach Ausgestaltung der nationalen Regelungen können deren Auswirkungen auf die Messgrößen des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und auf das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitsstunde in den Ländern des Euroraums erheblich variieren. Während in Deutschland und Spanien Leistungen direkt an die Arbeitnehmer gezahlt werden, erhalten in den Niederlanden, Frankreich und Italien die Arbeitgeber einen Zuschuss, um ihre Zahlungen an die Arbeitnehmer zu finanzieren. In den einzelnen Ländern können sich solche Regelungen je nach der von Eurostat beschlossenen Klassifizierung unterschiedlich in den Statistiken niederschlagen. Werden die Leistungen direkt an die Arbeitnehmer gezahlt und als Sozialtransfers verbucht, während zugleich die Löhne und Gehälter im Verhältnis zur Anzahl der geleisteten Arbeitsstunden sinken, können diese Regelungen in Form einer starken Abwärtsverschiebung des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer zum Ausdruck kommen. In Ländern hingegen, in denen die Regelungen auf einem Zuschuss an die Arbeitgeber beruhen, die dann für eine geringere Zahl geleisteter Arbeitsstunden weiterhin das Gehalt in voller Höhe zahlen, können die Modelle ein höheres Arbeitnehmerentgelt je Stunde suggerieren.

³¹ In Deutschland ist für 2020 eine Sonderregelung vorgesehen: Ab dem vierten Monat der Kurzarbeit steigt der Anteil des durch die Regelung kompensierten Einkommensausfalls auf 70 % für kinderlose Bezieher, deren Arbeitszeit um mindestens 50 % gekürzt wird.

In den fünf größten Euro-Ländern arbeitet wahrscheinlich ein erheblicher Anteil der Arbeitnehmer in Kurzarbeit oder ist zeitweilig freigestellt.

Vorläufige Schätzungen auf der Grundlage verschiedener Quellen (siehe Abbildung B) deuten darauf hin, dass in Deutschland etwa 10 Millionen (24 % der Beschäftigten) und in Frankreich etwa 12 Millionen Arbeitnehmer (47 % der Beschäftigten) von diesen Regelungen betroffen sind. Die entsprechenden Zahlen liegen für Italien bei 8,5 Millionen (44 % der Beschäftigten), für Spanien bei 3,9 Millionen (23 % der Beschäftigten) und für die Niederlande bei 1,7 Millionen (21 % der Beschäftigten). Da für einige dieser Länder bislang noch keine offiziellen Daten veröffentlicht wurden, ist bei diesen Zahlen Vorsicht geboten. Im vorliegenden Kasten sollen sie die Einkommenseffekte der Maßnahmen zur Kurzarbeit veranschaulichen. Darüber hinaus dürften die Zahlen eine Obergrenze darstellen und die Inanspruchnahme während der bestehenden Lockdown-Maßnahmen widerspiegeln. Weitere staatliche Maßnahmen zur Unterstützung von Selbstständigen werden an dieser Stelle nicht untersucht.

Abbildung B
Schätzungen der Anzahl der von Kurzarbeit/zeitweiliger Freistellung betroffenen Arbeitnehmer



Quellen: EZB-Schätzungen auf Basis der Angaben von IAB (für Deutschland), Dares (für Frankreich), INPS (für Italien), Factiva (für Spanien) und UWV (für die Niederlande).
Anmerkung: Auf Grundlage von bis Mitte Mai 2020 erhobenen Daten.

Bislang ist unklar, wie genau sich die Kurzarbeit auf das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte auswirkt.

Neben der sich rasch verändernden Anzahl der Bezieher von Leistungen im Zusammenhang mit Kurzarbeit ist auch der genaue Umfang der Verringerung der geleisteten Arbeitsstunden je Bezieher nach wie vor unbekannt. Um die Bedeutung von Kurzarbeitsregelungen für das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte zu beurteilen, enthält Abbildung C zwei Grafiken, die eine Phase mit starken Auswirkungen (*während* des Lockdowns) und eine Phase mit geringen Auswirkungen (mit im Vergleich weniger strengen Eindämmungsmaßnahmen *nach* dem Lockdown) zeigen. Die Grundlage hierfür bilden Berechnungen für die fünf größten Euro-Länder. Insgesamt stehen die Merkmale dieser beiden Phasen mit dem *mittleren* Szenario für die Konjunktur im

Euroraum im zweiten Quartal 2020 bei einem Auslaufen der strengen Lockdown-Maßnahmen im Mai 2020 im Einklang.³²

Durch die Leistungen im Zusammenhang mit Kurzarbeit wird der Einfluss der Covid-19-Pandemie auf das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte deutlich abgefedert. Ohne die Unterstützungsleistungen bei Kurzarbeit könnten sich die Einbußen beim Arbeitseinkommen der privaten Haushalte im Euroraum aufgrund der reduzierten Anzahl geleisteter Arbeitsstunden während des Lockdowns auf -22 % belaufen (siehe Abbildung C, Phase mit starken Auswirkungen).³³ Dank der Leistungen in Bezug auf Kurzarbeit dürfte das Minus beim Nettoarbeitseinkommen jedoch lediglich 7 % betragen, obschon erhebliche Unterschiede zwischen einzelnen Personen und Ländern zu berücksichtigen sind. Da das Arbeitseinkommen etwa zwei Drittel des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte ausmacht, kann angenommen werden, dass durch die Regelungen zur Kurzarbeit die Einbußen beim verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte um etwa 10 % abgefedert werden können (d. h., wenn Selbstständigen- und Vermögenseinkommen außer Acht bleiben). Für die Zeit nach den Lockdown-Maßnahmen verdeutlicht die Phase mit geringen Auswirkungen, dass die Einbußen beim Nettoarbeitseinkommen dann auf -3 % zurückgehen könnten, während die Leistungen im Zusammenhang mit Kurzarbeit rasch an Bedeutung verlieren.

Da die Regelungen zur Kurzarbeit dabei helfen, während der Krise Arbeitsplätze zu erhalten, mildern sie auch die gestiegene Einkommensunsicherheit ab. Mithilfe von Kurzarbeitsprogrammen können nicht nur die privaten Haushalte ihr Einkommen bewahren, sondern auch Unternehmen ihren Cashflow aufrechterhalten. Aufgrund dessen dürften weniger Arbeitsplätze gefährdet sein, bis die Konjunktur wieder anspringt. Durch die Verringerung der Einkommensunsicherheit der privaten Haushalte kann die Politik auch über diesen Kanal dazu beitragen, die negativen Auswirkungen der Corona-Pandemie auf die Ausgaben der privaten Haushalte abzufedern.

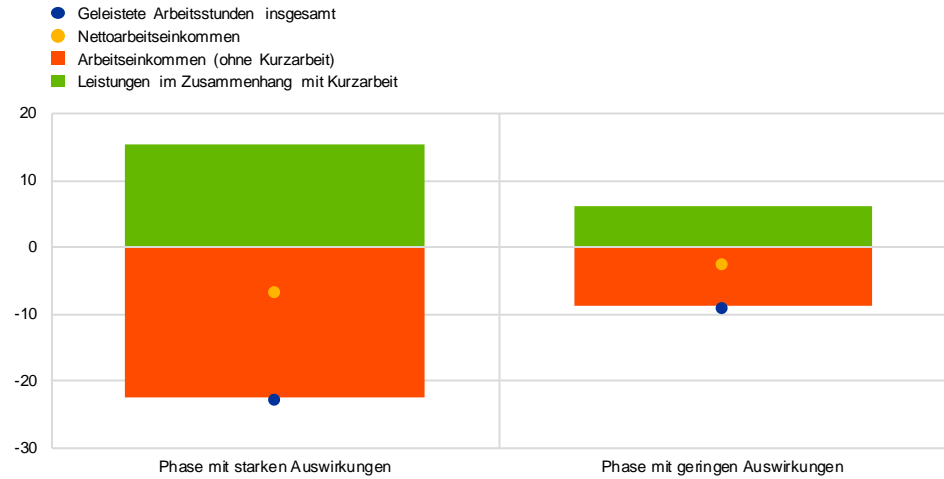
³² Zum mittleren Szenario siehe: EZB, [Alternative Szenarien zu den Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf die Wirtschaftstätigkeit im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 3/2020, Mai 2020.

³³ Es wird angenommen, dass bei jedem Bezieher von Leistungen im Zusammenhang mit Kurzarbeit die Arbeitszeit im Schnitt um 75 % reduziert wird. Diese unterstellte Arbeitszeitverringerung übersteigt beispielsweise die tatsächliche Reduzierung der geleisteten Arbeitsstunden von Personen, die in Deutschland während der Finanzkrise Kurzarbeitergeld bezogen. Angesichts der während des Lockdowns in mehreren Sektoren beobachteten erheblichen Arbeitszeitverkürzungen erscheint diese Annahme jedoch angemessen.

Abbildung C

Kurzarbeit und Arbeitseinkommen im Euroraum

(Veränderung in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: EZB-Schätzungen für den Euroraum (bzw. die fünf größten Länder) auf der Grundlage vorläufiger Angaben zur Anzahl der von Kurzarbeit betroffenen Arbeitnehmer. Die Angaben stammen von IAB (für Deutschland), Dares (für Frankreich), INPS (für Italien), Factiva (für Spanien) und UWV (für die Niederlande).

Anmerkung: In der Phase mit starken Auswirkungen wird anhand der geschätzten Anzahl der von Kurzarbeit betroffenen Arbeitnehmer aus Abbildung B eine Arbeitszeitverkürzung von durchschnittlich 75 % je Bezieher von Leistungen im Zusammenhang mit Kurzarbeit angenommen. In der Phase mit geringen Auswirkungen wird davon ausgegangen, dass nur halb so viele Arbeitnehmer wie in der Phase mit starken Auswirkungen betroffen sind. Zudem wird angenommen, dass die je Leistungsbezieher geleisteten Arbeitsstunden nur um durchschnittlich 60 % reduziert werden.

Die Covid-19-Krise und ihre Auswirkungen auf die Finanzpolitik

Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier und Nadine Leiner-Killinger

Die Coronavirus-Pandemie (Covid-19-Pandemie) stellt für die Volkswirtschaften und Staatsfinanzen der Länder des Euro-Währungsgebiets eine beispiellose Belastung dar, die neben einzelstaatlichen Maßnahmen eine entschlossene Reaktion der EU erforderlich macht. Am 20. Mai veröffentlichte die Europäische Kommission im Rahmen des Europäischen Semesters 2020 ihre länderspezifischen Empfehlungen für die Wirtschafts- und Finanzpolitik der EU-Mitgliedstaaten.³⁴ Am 27. Mai folgte ein Vorschlag für einen europäischen Aufbauplan zur Stützung der Erholung durch künftige Investitionen und Strukturreformen.³⁵ Im vorliegenden Kasten wird untersucht, wie die Finanzpolitik der einzelnen Staaten im Rahmen des diesjährigen Europäischen Semesters koordiniert wird. Ferner wird dargelegt, dass neben den bereits auf nationaler Ebene unternommenen Schritten zusätzliche Maßnahmen erforderlich sind, damit die Erholung in den Euro-Ländern gleichmäßig verlaufen und einer Fragmentierung entgegengewirkt werden kann.

Alle Länder des Euro-Währungsgebiets haben mit finanzpolitischen Maßnahmenpaketen auf den drastischen Covid-19-Schock reagiert. Vorgesehen sind diskretionäre fiskalpolitische Stimulierungsmaßnahmen, staatliche Garantien für Unternehmenskredite und andere Liquiditätsmaßnahmen. Eine bedeutende Rolle kommt hier vor allem mit Blick auf die Erhaltung von Arbeitsplätzen der Unterstützung von Unternehmen zu.³⁶ Im Vordergrund stehen ferner die Ausgaben im Gesundheitswesen sowie verschiedene Sozialtransfers, mit denen Arbeitslose und andere hilfebedürftige Gruppen unterstützt werden sollen. Auf der Einnahmenseite zielt die Stundung von Steuern und Sozialbeiträgen vornehmlich darauf ab, privaten Haushalten und Unternehmen mehr Liquidität zur Verfügung zu stellen. Der [Frühjahrsprognose 2020 der Europäischen Kommission](#) zufolge belaufen sich die diskretionären fiskalpolitischen Maßnahmen euroraumweit auf 3,25 % des BIP. Des Weiteren werden staatliche Garantien für Unternehmenskredite und andere Liquiditätsmaßnahmen, wie sie sich aus den Haushaltspänen der Regierungen und auf diesen beruhenden Stabilitätsprogrammen von Ende April ergeben, auf rund 20 % des BIP des Eurogebiets beziffert.³⁷ Allerdings unterscheiden sich die nationalen Haushaltspäne bezüglich des Umfangs der Maßnahmenpakete deutlich voneinander. Besonders augenfällig wird dies in Bezug auf die vorgesehenen Staatsgarantien. Hierdurch erhöht sich die Gefahr, dass die

³⁴ Siehe hierzu im Einzelnen: Europäische Kommission, [Europäisches Semester 2020: Länderspezifische Empfehlungen](#), Mai 2020. Der ECOFIN-Rat nahm die Empfehlungen am 9. Juni an.

³⁵ Siehe hierzu im Einzelnen: Europäische Kommission, [Die Stunde Europas: Schäden beheben und Perspektiven für die nächste Generation eröffnen](#), Pressemitteilung, 27. Mai 2020.

³⁶ Siehe hierzu auch Kasten 6 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

³⁷ Siehe hierzu im Einzelnen: Europäische Kommission, [Europäisches Semester 2020: Nationale Reformprogramme und Stabilitäts-/Konvergenzprogramme](#), Mai 2020.

Erholung im Eurogebiet ungleichmäßig verlaufen und eine wirtschaftliche Fragmentierung entstehen wird.

Um eine ausreichende und unmittelbare Reaktion auf diese außergewöhnliche Krise zu ermöglichen, hat der ECOFIN-Rat am 23. März die allgemeine Ausweichklausel des Stabilitäts- und Wachstumspakts aktiviert. Wird diese Ausweichklausel im Falle eines auf Euroraum- oder EU-Ebene schwerwiegenden Wirtschaftsabschwungs ausgelöst, können die Länder von der nach den EU-Haushaltsregeln eigentlich geltenden Anpassungsanforderung abweichen, sofern dies nicht die Schuldentragfähigkeit gefährdet.³⁸ Der ECOFIN-Rat betonte, dass die sich daraus ergebende Unterstützung – je nach Erfordernis – zeitnah, zeitlich befristet und zielgerichtet sein sollte.

Das Ausmaß des Covid-19-Schocks und die umfangreiche fiskalische Reaktion haben zu einer drastischen Verschlechterung und Divergenz der Haushaltspositionen geführt. So dürfte sich das Haushaltsdefizit im Eurogebiet laut Frühjahrsprognose 2020 der Europäischen Kommission im laufenden Jahr auf 8,5 % des BIP erhöhen, verglichen mit 0,6 % des BIP 2019. Während im vergangenen Jahr elf Länder einen Haushaltsüberschuss verzeichneten, dürften in diesem Jahr alle Euro-Länder ein Haushaltsdefizit oberhalb des Referenzwerts von 3 % des BIP ausweisen. Das höchste Defizit wird für Belgien, Spanien, Frankreich und Italien und damit für einen Teil jener Länder prognostiziert, die zu Beginn der Krise bereits eine hohe Schuldenquote aufwiesen (siehe Abbildung A und B). Die gesamtstaatliche Schuldenquote im Euroraum dürfte im Jahr 2020 kräftig um 16,7 Prozentpunkte auf 102,7 % steigen, wobei erhebliche länderspezifische Unterschiede bestehen. Staaten mit einer Schuldenquote von rund 100 % zu Krisenbeginn werden dabei den stärksten Anstieg verzeichnen. Lediglich in sechs Ländern des Euroraums (Estland, Luxemburg, Lettland, Litauen, Malta, Slowakei) dürfte die Schuldenquote auch im Jahr 2020 unter dem Referenzwert von 60 % liegen. Sofern der finanzpolitische Kurs unverändert fortgeführt wird, dürften die staatlichen Defizit- und Schuldenquoten 2021 zurückgehen, ihr Vorkrisenniveau aber weiterhin deutlich überschreiten.

Nach Angaben der Kommission erfüllt derzeit kein Land des Euro-Währungsgebiets das Defizitkriterium des AEU-Vertrags; einige Staaten verletzen auch dessen Schuldenstandskriterium.³⁹ Angesichts der außergewöhnlich großen Unsicherheit über die wirtschaftliche Entwicklung „auch im

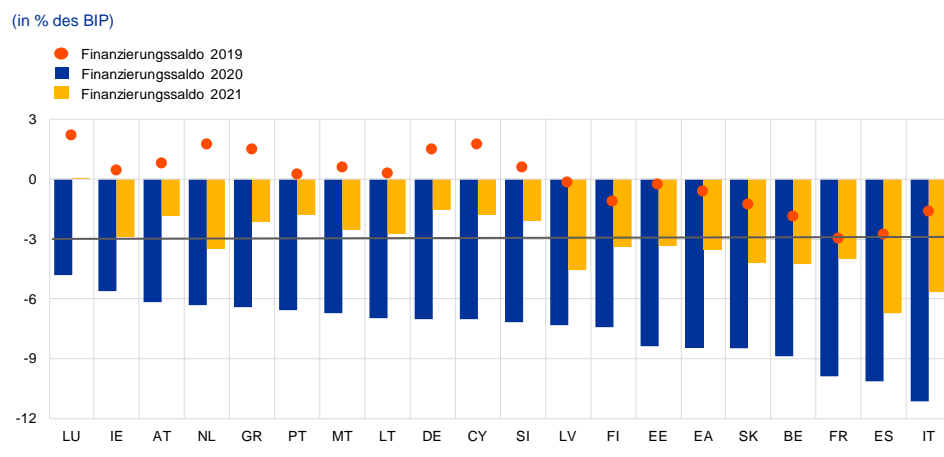
³⁸ Siehe hierzu im Einzelnen die [Erklärung der EU-Finanzministerinnen und -minister zum Stabilitäts- und Wachstumspakt angesichts der COVID-19-Krise](#) vom 23. März 2020.

³⁹ Die Europäische Kommission erstellte für alle EU-Mitgliedstaaten mit Ausnahme Rumäniens Berichte nach Artikel 126 Absatz 3 AEUV (siehe die [Übersicht über Verfahren bei einem übermäßigen Defizit](#)). In diesen Berichten beurteilt die Kommission die Einhaltung des Defizitkriteriums durch die Mitgliedstaaten im Jahr 2020; Grundlage sind deren Haushaltspläne oder die Kommissionsprognose vom Frühjahr 2020. Mit Ausnahme Bulgariens gelangt die Europäische Kommission in allen Fällen zu dem Ergebnis, dass das Defizitkriterium nicht eingehalten wird. Darüber hinaus wird in den Berichten zu Belgien, Zypern, Frankreich, Griechenland, Italien und Spanien anhand der Ist-Daten auch die Einhaltung des Schuldenstandskriteriums im Jahr 2019 geprüft. Belgien, Frankreich und Spanien – so die Schlussfolgerung der Kommission – werden das Schuldenstandskriterium nicht einhalten, während Zypern und Griechenland dieses Kriterium erfüllen. Im Fall Italiens befindet die Kommission: „Insgesamt lässt die Analyse keinen ausreichenden Schluss im Hinblick darauf zu, ob das Schuldenstandskriterium ... erfüllt oder nicht erfüllt ist“.

Hinblick auf die Festlegung eines überzeugenden finanzpolitischen Kurses⁴⁰ empfiehlt die Kommission derzeit jedoch bei keinem Land die Eröffnung eines Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit. Im weiteren Jahresverlauf wird die Kommission die Haushaltslage der Mitgliedstaaten auf der Grundlage ihrer Herbstprognose 2020 und der Übersichten über die Haushaltsplanung 2021 der Euro-Länder neu bewerten.

Alle Länder müssen ihre Volkswirtschaften weiterhin unterstützen, um sich von dem schweren Schock zu erholen; gleichzeitig gilt es die mittelfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu gewährleisten. In Bezug auf die Finanzpolitik der Länder in den Jahren 2020 und 2021 empfiehlt die Kommission, dass die Staaten im Einklang mit der allgemeinen Ausweichklausel alle erforderlichen Maßnahmen ergreifen, um die Pandemie wirksam zu bekämpfen, die Wirtschaft zu stützen und die anschließende konjunkturelle Erholung zu fördern. Danach sollten die Länder, „wenn die wirtschaftlichen Bedingungen dies zulassen“, ihre Haushaltspolitik darauf ausrichten, mittelfristig eine von Umsicht geprägte Haushaltslage zu erreichen, die Schuldentragfähigkeit zu gewährleisten und gleichzeitig die Investitionen zu erhöhen. Die Anwendung der allgemeinen Ausweichklausel des SWP muss eingestellt werden, sobald ein Ende des schwerwiegenden Wirtschaftsabschwungs in Sicht ist und bevor Zweifel an der mittelfristigen Schuldentragfähigkeit aufkommen. Dann gilt es, die bisherigen haushaltspolitischen Anpassungen wie im SWP vorgeschrieben fortzusetzen.

Abbildung A
Öffentlicher Finanzierungssaldo 2019-2021



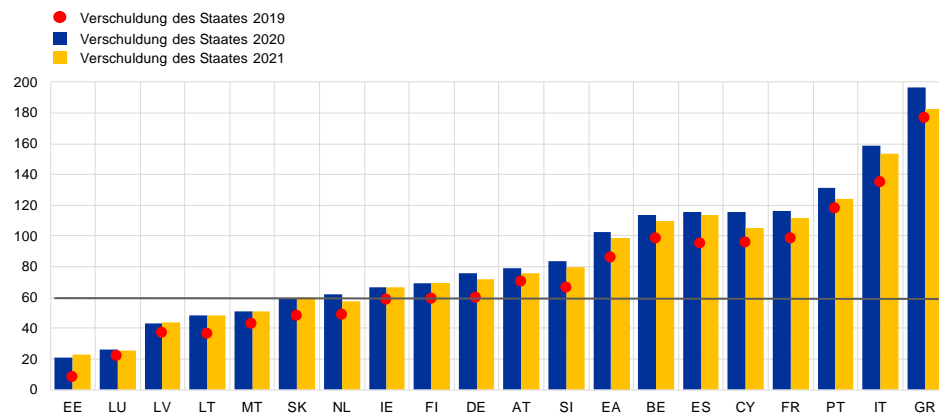
Quellen: Europäische Kommission (AMECO-Datenbank) und EZB-Berechnungen.

⁴⁰ Siehe Mitteilung der Kommission, Das Europäische Semester 2020: Länderspezifische Empfehlungen, Mai 2020.

Abbildung B

Bruttoverschuldung des Staates 2019-2021

(in % des BIP)



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

Um die Erholung zu stützen und einer wirtschaftlichen Fragmentierung entgegenzuwirken, bedarf es einer entschlossenen Reaktion Europas. Erste Schritte wurden bereits unternommen.

Hierzu zählt ein Paket von Sicherheitsnetzen für Arbeitnehmer, Unternehmen und Staaten im Umfang von bis zu 540 Mrd €. Es beinhaltet erstens ein neues europäisches Instrument zur vorübergehenden Unterstützung bei der Minderung von Arbeitslosigkeitsrisiken in einer Notlage (SURE). Dieses soll Mittel zur Finanzierung nationaler Kurzarbeitsregelungen und bestimmter Gesundheitsausgaben, die während der Notlage anfallen, bereitstellen. Die Mitgliedstaaten erhalten Darlehen zu günstigen Bedingungen. Das Gesamtkreditvolumen von 100 Mrd € wird so weit wie möglich aus dem EU-Haushalt finanziert und ergänzend durch Garantien der Mitgliedstaaten abgesichert.⁴¹ Zweitens wird ein europaweiter Garantiefonds im Umfang von 25 Mrd € eingerichtet, der die Tätigkeiten der Europäischen Investitionsbank (EIB) unterstützen soll. Hierdurch könnten unter anderem über die nationalen Entwicklungsbanken Finanzierungsmittel von insgesamt 200 Mrd € für Unternehmen zur Verfügung gestellt werden.⁴² Drittens wurde ein Sicherheitsnetz für die Mitgliedstaaten des Euroraums geschaffen. Es basiert auf einer bereits im Rahmen des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) bestehenden vorsorglichen Kreditlinie mit verschärfter Konditionalität (ECCL). Abgerufen werden können bis zu 2 % des BIP des jeweiligen Mitgliedstaats im Jahr 2019, wobei sich der Gesamtumfang auf 240 Mrd € beläuft. Einzige Bedingung für die Inanspruchnahme ist die Zusage des Antragstellers, mit dieser Kreditlinie die nationale Finanzierung der direkten und indirekten Gesundheits-, Behandlungs- und Präventionskosten zu unterstützen, die sich aus der Covid-19-Krise ergeben.⁴³

⁴¹ Siehe [Verordnung \(EU\) 2020/672 des Rates vom 19. Mai 2020 zur Schaffung eines europäischen Instruments zur vorübergehenden Unterstützung bei der Minderung von Arbeitslosigkeitsrisiken in einer Notlage \(SURE\) im Anschluss an den COVID-19-Ausbruch \(ABI. L 159 vom 20.5.2020, S. 1\)](#).

⁴² Siehe EIB, [Verwaltungsrat der EIB genehmigt paneuropäischen Garantiefonds von 25 Milliarden Euro als Antwort auf Covid-19-Krise](#), Pressemitteilung, 26. Mai 2020.

⁴³ Informationen zu den pandemiebedingten Krisenmaßnahmen des ESM finden sich auf der [ESM-Website](#).

Gleichwohl bedarf es auf EU-Ebene weiterer Anstrengungen, um die wirtschaftliche Erholung vorzubereiten und zu stützen. Am 27. Mai legte die Europäische Kommission ihren Vorschlag für einen europäischen Aufbauplan vor. Dieser umfasst das neue Aufbauinstrument „Next Generation EU“ im Umfang von 750 Mrd €, das in einen gestärkten mehrjährigen Finanzrahmen eingebettet ist. Hierbei werden Mittel in Höhe von 500 Mrd € als Zuschüsse an die Mitgliedstaaten ausgezahlt und weitere 250 Mrd € als Darlehen bereitgestellt, um vor allem Investitionen und strukturelle Reformen zu fördern. Den Vorrang haben langfristige strategische Investitionen zur Beschleunigung des ökologischen und des digitalen Wandels. Für die Zukunft kommt es nun darauf an, dass sich die EU-Mitgliedstaaten zeitnah auf massive Anstrengungen zur Stützung ihrer Volkswirtschaften verständigen.

Aufsätze

1 Die Einstellung der Bürgerinnen und Bürger gegenüber der EZB, dem Euro und der Wirtschafts- und Währungsunion

Stephanie Bergbauer, Nils Hernborg, Jean-François Jamet, Eric Persson und Hanni Schölermann

Aufbauend auf der Fachliteratur zum Thema Vertrauen in Institutionen werden im vorliegenden Aufsatz der Status quo, die Entwicklung und die soziodemografische Aufschlüsselung des Vertrauens der Bürgerinnen und Bürger in die EZB und den Euro betrachtet. Mithilfe einer neuartigen Typologie von Einstellungen gegenüber der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) und anhand von Mikrodaten aus Eurobarometer-Umfragen seit der Einführung der Gemeinschaftswährung bildet die Analyse ab, wie sich die Gruppen von WWU-Befürwortern und -Skeptikern im Zeitverlauf und über alle Euro-Länder hinweg entwickelt haben. Näher untersucht werden die soziodemografischen Eigenschaften, die wirtschaftliche Wahrnehmung und – allgemeiner betrachtet – die Stimmungslage innerhalb dieser Gruppen mit Blick auf Europa. Dies lässt Rückschlüsse auf die Faktoren zu, die die Einstellung der Bürgerinnen und Bürger gegenüber der EZB, dem Euro und der WWU beeinflussen, und es können Möglichkeiten zur Stärkung des Vertrauens aufgezeigt werden. Die Analyse deutet darauf hin, dass die positive Haltung der Öffentlichkeit gegenüber der WWU – insbesondere das Vertrauen in die EZB – erheblich davon abhängt, wie die Bürgerinnen und Bürger ihre persönliche Situation und die wirtschaftliche Lage insgesamt einschätzen und wie sie grundsätzlich gegenüber der Europäischen Union eingestellt sind. Andere soziodemografische Indikatoren scheinen hingegen weniger relevant zu sein.

1 Einleitung

Durch die Finanz- und Staatsschuldenkrise rückten Fragen zur wirtschaftlichen und monetären Integration in den Fokus der politischen Debatte auf europäischer und nationaler Ebene. Im vorliegenden Aufsatz wird untersucht, wie sich dies auf die öffentliche Meinung ausgewirkt hat. Hierzu wird die Entwicklung der Einstellung gegenüber der WWU in zweierlei Hinsicht erfasst: a) der Befürwortung des Euro durch die Bevölkerung als greifbarstes Ergebnis der wirtschaftlichen und monetären Integration auf europäischer Ebene und b) des Vertrauens der Bürgerinnen und Bürger in die EZB als Institution, die für die Festlegung und Durchführung der Geldpolitik im Euroraum sowie die Gewährleistung der Stabilität der europäischen Gemeinschaftswährung zuständig ist.

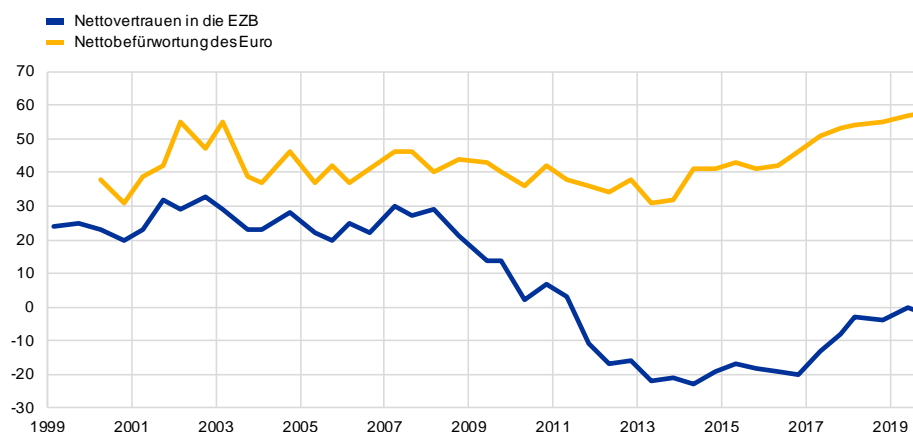
Während der Euro und die EZB auf institutioneller Ebene eng miteinander verzahnt sind, hat sich die öffentliche Meinung in Bezug auf die Währung und die Institution seit der Finanzkrise in unterschiedliche Richtungen entwickelt.

Die Befürwortung des Euro durch die Bürgerinnen und Bürger blieb sogar auf dem Höhepunkt der Krise auf einem hohen Niveau. Das Vertrauen in die EZB ging hingegen während der Krise spürbar zurück und hat sich seitdem nur langsam erholt. Nach einem nahezu ununterbrochenen Anstieg seit dem Frühjahr 2016 sprachen sich 76 % der Bürgerinnen und Bürger im Euro-Währungsgebiet im Herbst 2019 für den Euro aus, während 18 % der Befragten dagegen waren. Im Gegensatz dazu hatten insgesamt 42 % der Umfrageteilnehmer im Euroraum Vertrauen in die EZB, verglichen mit 44 %, die angaben, der Institution nicht zu vertrauen.¹ Somit bleibt das Nettovertrauen in die EZB im negativen Bereich, während die Nettobefürwortung des Euro seit 2013 stetig zugenommen und im Herbst 2019 ein Rekordhoch erreicht hat (siehe Abbildung 1).

Abbildung 1
Nettovertrauen in die EZB und Nettobefürwortung des Euro

Euroraum, Frühjahr 1999 bis Herbst 2019

(in Prozentpunkten)



Quellen: Eurobarometer, eigene Berechnungen.

Anmerkung: Die Nettobefürwortung des Euro wird berechnet aus dem Anteil der Umfrageteilnehmer, die auf „Bitte sagen Sie mir, ob Sie dafür oder dagegen sind: Eine europäische Wirtschafts- und Währungsunion mit einer gemeinsamen Währung, nämlich dem Euro.“ mit „dafür“ geantwortet haben, abzüglich des Anteils der Befragten, deren Antwort „dagegen“ lautete. Das Nettovertrauen wird berechnet aus dem Anteil der Umfrageteilnehmer, die auf „Bitte sagen Sie mir, ob Sie der Europäischen Zentralbank eher vertrauen oder eher nicht vertrauen.“ mit „eher vertrauen“ geantwortet haben, abzüglich des Anteils der Befragten, deren Antwort „eher nicht vertrauen“ lautete. Umfrageteilnehmer, die mit „weiß nicht“ geantwortet haben, werden in beiden Fällen nicht berücksichtigt.

Im vorliegenden Aufsatz wird diese Divergenz in der Unterstützung des Euro und der EZB näher untersucht.

Wer sind die Bürgerinnen und Bürger, die die Gemeinschaftswährung befürworten, aber kein Vertrauen in die EZB haben? Wie unterscheiden sie sich von denjenigen, die den Euro befürworten und der EZB vertrauen? Zur Klärung dieser Fragen wurde eine vierteilige Typologie von Einstellungen gegenüber der WWU entwickelt, die sich auf unterschiedliche Kombinationen von Meinungsbildern zum Euro und zur EZB stützt. Anhand von Umfragedaten aus dem Eurobarometer wird analysiert, wie stark die verschiedenen Gruppen in der Öffentlichkeit des Eurogebiets von der Einführung der gemeinsamen

¹ Siehe Europäische Kommission, Standard-Eurobarometer 92 – Herbst 2019, Die öffentliche Meinung in der Europäischen Union, Erste Ergebnisse (Feldzeit: Oktober 2019), November 2019.

Währung im Jahr 1999 bis 2019 vertreten waren.² Untersucht werden dabei die Unterschiede auf Ebene der Mitgliedstaaten des Euroraums und auf regionaler Ebene, zwischen verschiedenen soziodemografischen Gruppen und auf Basis der jeweiligen wirtschaftlichen Wahrnehmung sowie der soziopolitischen Orientierung der Bürgerinnen und Bürger.

2 Die Bedeutung des Vertrauens der Öffentlichkeit in die EZB und den Euro

Das Vertrauen der Öffentlichkeit ist für Zentralbanken äußerst relevant. Zur Erfüllung ihres Auftrags stützen sie sich auf die Steuerung der Inflationserwartungen. Dies erfordert sowohl ein Grundverständnis von wirtschaftlichen und finanziellen Themen aufseiten der Bevölkerung als auch ein hohes Vertrauen in der Öffentlichkeit. Dieses Vertrauen in die Fähigkeit der Zentralbank, ihr Mandat zu erfüllen, erleichtert die Verankerung der Inflationserwartungen, wodurch die Wirksamkeit der geldpolitischen Maßnahmen erhöht wird. Im Umkehrschluss gilt: Durch mangelndes Vertrauen der Öffentlichkeit wird die Zentralbank anfälliger für politischen Druck, da Politiker dann einen größeren Anreiz für Kritik haben und die Unabhängigkeit der Zentralbank untergraben könnten.³

Das Vertrauen in die EZB korreliert mit dem Kenntnisstand der Bürgerinnen und Bürger in Bezug auf das Mandat der EZB und beeinflusst die Bildung von Inflationserwartungen der privaten Haushalte. Es hat sich gezeigt, dass die Inflationserwartungen der Menschen damit zusammenhängen, was sie über das geldpolitische Ziel der EZB und darüber wissen, welche Informationen die EZB über ihren geldpolitischen Entscheidungsprozess bereitstellt.⁴ Aus Analysen geht zudem hervor, dass das Vertrauen in die EZB auf die Erwartungsbildung der privaten Haushalte bezüglich der Inflation Einfluss nimmt.⁵ Dies ist auch dann der Fall, wenn man das Wissen der Umfrageteilnehmer über die Ziele der EZB und über allgemeine Finanzthemen berücksichtigt.⁶

² Aus Gründen der Datenverfügbarkeit können im Rahmen dieser Analyse mögliche Veränderungen der öffentlichen Meinung bezüglich des Euro und der EZB im Zusammenhang mit der Coronavirus-Pandemie (Covid-19-Pandemie), die Anfang 2020 eingesetzt hat, nicht beurteilt werden.

³ Siehe M. Ehrmann und M. Fratzscher, *Politics and Monetary Policy*, *Review of Economics and Statistics*, Bd. 93, 2011, S.941-960; M. Ehrmann, M. Soudan und L. Stracca, *Explaining European Union Citizens' Trust in the European Central Bank in Normal and Crisis Times*, *The Scandinavian Journal of Economics*, Bd. 115, 2013, S. 781-807.

⁴ Siehe beispielsweise C. van der Crujisen, D.-J. Jansen und J. de Haan, *How Much Does the Public Know about the ECB's Monetary Policy? Evidence from a Survey of Dutch Households*, *International Journal of Central Banking*, Bd. 11, 2015, S. 169-218; C. A. B. van der Crujisen und S. C. W. Eijffinger, *From actual to perceived transparency: The case of the European Central Bank*, *Journal of Economic Psychology*, Bd. 31, 2010, S. 388-399.

⁵ Siehe beispielsweise S. Mellina und T. Schmidt, *The Role of Central Bank Knowledge and Trust for the Public's Inflation Expectations*, *Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank*, Nr. 32, 2018; N. Baerg, D. Duell und W. Lowe, *Central Bank Communication as Public Opinion: Experimental Evidence*, 2018, in Arbeit.

⁶ Siehe D. Christelis, D. Georgarakos, T. Jappelli und M. van Rooij, [Trust in the central bank and inflation expectation](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2375, Februar 2020.

Durch die Unterstützung der Bürgerinnen und Bürger wird das Projekt der WWU legitimiert. Sie rechtfertigt die supranationale Steuerung in einem Bereich, der traditionell eine Kernkompetenz der Nationalstaaten darstellt, und zwar die Durchführung einer eigenen Geldpolitik. Es ist wichtig, dass die Öffentlichkeit die Maßnahmen der EZB versteht und akzeptiert, um so die starke politische Unabhängigkeit der Zentralbank zu stützen. Während die Dauerhaftigkeit einer Währung im nationalen Kontext zumeist als gegeben angesehen wird, gibt es hinsichtlich der WWU den Einwand, dass diese als Verbund souveräner Staaten letztlich ein gemeinsames Ziel verfolgen müsse („sense of common purpose“)⁷, das über allgemeine Wirtschaftsargumente hinaus ein politisches Band zwischen den Mitgliedern der Währungsunion knüpfe.⁸ Dieses politische Band war im Verlauf der globalen Finanzkrise, die 2008 einsetzte, noch wichtiger. Zu dieser Zeit wurde der Teilnahme am Euroraum nachgesagt, Gewinner und Verlierer hervorzubringen, und die Frage, ob die wirtschaftliche Integration Europas erstrebenswert sei, rückte im nationalen politischen Diskurs und in Wahlkampagnen in den Vordergrund.⁹

3 Ein Puzzle aus vier Teilen: Typologie der Einstellungen gegenüber der WWU

Die Befürwortung des Euro kann konzeptionell als Spiegelbild gesehen werden, das sowohl die Zufriedenheit mit der konkreten Entwicklung der Währung als auch die positive Haltung gegenüber dem Wert der wirtschaftlichen Integration wiedergibt. Die Wahrnehmung des Euro durch die Bürgerinnen und Bürger dürfte durch deren konkrete Erfahrungen im Alltag geprägt sein und durch eine eher diffuse Unterstützung der Idee einer Währungsunion und des Werts einer wirtschaftlichen und monetären Integration, die den Rahmen der WWU untermauert. Tatsächlich wird die Gemeinschaftswährung als eine der sichtbarsten Errungenschaften der EU angesehen.¹⁰ Dass die Bevölkerung den Wert der europäischen Integration unterstützt, ist mit der Befürwortung des Euro positiv verknüpft.¹¹

⁷ Siehe P. De Grauwe, *Economics of Monetary Union*, 11. Auflage, Oxford University Press, 2016.

⁸ Siehe S. Bergbauer, J.-F. Jamet, H. Schölermann, L. Stracca und C. Stubenrauch, *Global Lessons from Euroscepticism*, VoxEU, September 2019.

⁹ Siehe O. Cramme und S. B. Hobolt, *Democratic Politics in a European Union under Stress*, Oxford University Press, 2014.

¹⁰ So wurde der Euro im Frühjahr 2019 – unmittelbar nach der Nennung des freien Verkehrs von Personen, Gütern und Dienstleistungen innerhalb der EU – am zweithäufigsten genannt, was bedeutet, dass die Umfrageteilnehmer den Euro mit der EU verbinden. Siehe Europäische Kommission, *Standard-Eurobarometer 91 – Frühjahr 2019, Die öffentliche Meinung in der Europäischen Union, Erste Ergebnisse* (Feldzeit: Juni 2019).

¹¹ Siehe S. Bergbauer, N. Hernborg, J.-F. Jamet und E. Persson, *The reputation of the euro and the European Central Bank: interlinked or disconnected?*, *Journal of European Public Policy*, Januar 2020.

Das Vertrauen in die EZB ist eine Form institutionellen Vertrauens und spiegelt eine positive Wahrnehmung der Zentralbank und ihrer konkreten Maßnahmen wider. Die Messlatte, an der sich die Leistung der EZB konkret ablesen lässt, ist die Inflationsrate als Indikator der Preisstabilität, die gemäß dem Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) das vorrangige Ziel der EZB darstellt. Während der globalen Finanzkrise wurde die EZB in den Massenmedien jedoch als einer der wichtigsten Akteure bei der Bewältigung der Wirtschaftskrise beschrieben.¹² So rückte die EZB im Verlauf der Krise stärker ins Bewusstsein der Bürgerinnen und Bürger, sodass diese eher zu einer Aussage bereit waren, ob sie der EZB vertrauen.¹³ Da es sich bei der EZB um eine EU-Institution handelt, dürfte die Öffentlichkeit sie zugleich als Teil des gesamten EU-Rahmens bewerten – zusammen mit anderen Institutionen wie der Europäischen Kommission oder dem Europäischen Parlament. Werden die Bürgerinnen und Bürger nach ihrem Vertrauen in die EZB befragt, dürften sie dabei also nicht nur die Inflationsentwicklung berücksichtigen, sondern auch andere makroökonomische Entwicklungen und ihre allgemeine Haltung zur EU.

Die Meinungen der Bürgerinnen und Bürger zum Euro einerseits und zur EZB andererseits ergeben zusammengenommen ein aufschlussreiches Bild ihrer Einstellungen zur WWU. Ihre Einstellung gegenüber dem Euro und der EZB kann jeweils positiv oder jeweils negativ sein, sie kann aber auch divergieren. Schaubild 1 enthält eine Übersicht, in der die Befürwortung des Euro und das Vertrauen in die EZB miteinander verknüpft werden. Dabei ergeben sich vier Gruppen aus Befürwortern und Skeptikern der WWU: Die erste Gruppe befürwortet weder den Euro noch zeigt sie Vertrauen in die EZB (WWU-Skeptiker). Die zweite Gruppe befürwortet den Euro, vertraut hingegen der EZB nicht (EZB-Skeptiker). Die dritte Gruppe befürwortet den Euro nicht, zeigt aber Vertrauen in die EZB (Euro-Skeptiker). Die vierte Gruppe befürwortet den Euro und vertraut der EZB (WWU-Befürworter).¹⁴

¹² Siehe beispielsweise die Ergebnisse in: R. G. Picard (Hrsg.), *The euro crisis in the media: Journalistic coverage of economic crisis and European institutions*, London-New York: I. B. Tauris, 2015.

¹³ Umfragedaten aus dem Eurobarometer weisen in der Tat darauf hin, dass die EZB während der globalen Finanzkrise deutlich stärker in der Öffentlichkeit wahrgenommen wurde. Der Anteil der Befragten, die angaben, sie hätten von der EZB gehört, stieg von 70 % im Jahr 1999 auf 85 % im Jahr 2015, wobei die Zunahme während der Krisenjahre am ausgeprägtesten war. Befragt nach ihrem Vertrauen in die EZB, ging analog dazu der Anteil derjenigen, die mit „weiß nicht“ antworteten, im selben Zeitraum von 31 % auf 17 % zurück.

¹⁴ Die Typologie basiert auf S. Bergbauer, N. Hernborg, J.-F. Jamet und E. Persson, a. a. O.

Schaubild 1

Typologie der Einstellungen gegenüber der WWU

		Einstellung gegenüber der WWU und dem Euro	
		Dafür	Dagegen
Vertrauen in die EZB	Eher vertrauen	WWU-Befürworter	Euro-Skeptiker
	Eher nicht vertrauen	EZB-Skeptiker	WWU-Skeptiker

Anmerkung: Die fünfte Gruppe, zu der Teilnehmer gehören, die auf eine oder beide Fragen mit „weiß nicht“ geantwortet haben, ist in der Übersicht nicht enthalten.

Unterschiedliche Kombinationen der Einstellungen gegenüber der WWU

haben auch unterschiedliche Implikationen für die wirtschaftliche und monetäre Integration. Von den vier Gruppen ist der ersten Gruppe (WWU-Skeptiker) die größte Aufmerksamkeit zu schenken. Diese Bürgerinnen und Bürger könnten angesichts ihrer ablehnenden Haltung gegenüber dem Euro und der EZB für eine Abkehr von der Wirtschafts- und Währungsunion offen sein oder diese aktiv unterstützen und so das reibungslose Funktionieren der WWU untergraben. Die deutlich größere zweite Gruppe (EZB-Skeptiker) unter der Bevölkerung des Euro-Währungsgebiets könnte die Akzeptanz von EZB-Maßnahmen verringern. Zugleich deutet die anhaltende Befürwortung des Euro in dieser Gruppe auf einen grundsätzlich europafreundlichen Ausblick hin. Überraschend bei der dritten Gruppe, den Euro-Skeptikern, ist, dass diese zwar der EZB vertrauen, jedoch gegen eine einheitliche Währung eingestellt sind. Grund hierfür könnten eine generelle Skepsis gegenüber der Politik auf EU-Ebene oder die Verbundenheit mit nationalen Währungen, die durch den Euro abgelöst wurden, sein; hinzu kommt ein großes Vertrauen in die Funktionsfähigkeit der Institutionen. Die vierte Gruppe (WWU-Befürworter) weist die stärkste Unterstützung für die wirtschaftliche und monetäre Integration auf, da sie die Gemeinschaftswährung befürwortet und Vertrauen in die EZB zum Ausdruck bringt.

4 Typologie der Einstellungen gegenüber der WWU – was wir über die verschiedenen Gruppen wissen

4.1 Messung des Vertrauens in die EZB und den Euro

Anhand von Daten aus der Eurobarometer-Umfrage wird empirisch untersucht, wie stark die verschiedenen Gruppen von WWU-Befürwortern vertreten sind.

Die verwendeten Umfragedaten stammen aus 40 Umfragewellen des zweimal jährlich erstellten Standard-Eurobarometers und betreffen den Zeitraum von 1999¹⁵ bis 2019. Die Analyse ist auf Teilnehmer aus dem Euro-Währungsgebiet begrenzt. Als wiederholt durchgeführte Querschnittsbefragung ermöglicht das Eurobarometer keine Panel-Analyse und kann Veränderungen in Bezug auf die Einstellungen der Befragten nicht auf individueller Ebene im Zeitverlauf nachverfolgen. Dennoch gibt es Aufschluss darüber, welche Ansichten die Bürgerinnen und Bürger des Euroraums gegenüber dem Euro und der EZB im Zeitverlauf und unter sich ändernden politischen und makroökonomischen Bedingungen vertreten. Obwohl das Eurobarometer in methodischer Hinsicht mehrfach kritisiert wurde, stellt es nach wie vor eine der am häufigsten verwendeten länderübergreifenden Umfragen dar und ist inzwischen zur wichtigsten Datenquelle für die vergleichende empirische Forschung zur öffentlichen Meinung in der EU sowie zur Politik und Soziologie der europäischen Einigung geworden.

Die Befürwortung des Euro und das Vertrauen in die EZB werden in der Literatur mithilfe von Standardmessgrößen operationalisiert.

Um beurteilen zu können, inwieweit die Befragten die Gemeinschaftswährung unterstützen, wird ihnen folgende Frage gestellt: „Wie ist Ihre Meinung zu den folgenden Vorschlägen? Bitte sagen Sie mir für jeden Vorschlag, ob Sie dafür oder dagegen sind. Eine europäische Wirtschafts- und Währungsunion mit einer gemeinsamen Währung, nämlich dem Euro.“ Um beurteilen zu können, inwieweit die Befragten der EZB vertrauen, wird ihnen folgende Frage gestellt: „Sagen Sie mir bitte für die folgenden (...) Institutionen, ob Sie diesen eher vertrauen oder eher nicht vertrauen. Wie ist es mit der Europäischen Zentralbank?“ Teilnehmer, die auf eine oder beide Fragen mit „weiß nicht“ antworten, werden einer fünften Gruppe mit der Bezeichnung „Sonstige (weiß nicht)“ zugeordnet, während diejenigen, die die Frage nicht beantworten möchten, in der Analyse unberücksichtigt bleiben.¹⁶ Je nach Umfragewelle fallen zwischen 20 % und 35 % der Befragten in diese fünfte Kategorie (siehe Abbildung 2). Etwa zwei Drittel davon antworten auf die Frage nach dem Vertrauen in die EZB mit „weiß nicht“.

¹⁵ Bzw. vom jeweiligen Jahr, in dem ein Land dem Euro-Währungsgebiet beigetreten ist.

¹⁶ Der Anteil der vom Eurobarometer Befragten, die eine der beiden Fragen nicht beantworten möchten, ist sehr gering. Es liegen keine Daten dazu vor, wie viele Teilnehmer die Frage zum Vertrauen in die EZB nicht beantworten möchten. Weniger als 1 % der Befragten in den Eurobarometer-Wellen seit 2018 verweigerten eine Antwort auf die Frage, ob sie den Euro befürworten. Diese Umfrageteilnehmer fallen aus der Analyse heraus.

Die Ausgestaltung des Eurobarometer-Fragebogens kann Einfluss darauf haben, wie die Fragen nach der Befürwortung des Euro und dem Vertrauen in die EZB beantwortet werden. So ist der Indikator, der das Vertrauen in die EZB anzeigt, Teil einer Reihe von Fragen, mit denen das Vertrauen in verschiedene EU-Institutionen – vor allem die Europäische Kommission und das Europäische Parlament – beurteilt wird. Diese Art der Befragung mag die Teilnehmer dazu verleiten, nicht klar genug zwischen den einzelnen Fragen der Reihe zu differenzieren, da sie keine konkrete Meinung zu den einzelnen Institutionen haben und/oder sich vielleicht um ein konsistentes Antwortverhalten bemühen und alle Aussagen kollektiv bejahen oder verneinen.¹⁷ Darüber hinaus kann sich die Reihenfolge der aufgeführten Fragen auf das Antwortverhalten auswirken, da bereits gestellte Fragen die Antworten auf nachfolgende Fragen beeinflussen können.

Durch einen Vergleich der Erkenntnisse aus dem Eurobarometer mit anderen Datensätzen lassen sich die Ergebnisse validieren. Zwar ist nicht auszuschließen, dass sich die Gestaltung des Fragebogens auf die Ergebnisse auswirkt. Eine Kreuzvalidierung der aus dem Eurobarometer hervorgehenden Werte zum Vertrauen in die EZB und den Euro mit entsprechenden Angaben aus anderen EU-weiten und nationalen Datensätzen zeigt jedoch, dass die Ergebnisse weitgehend miteinander vergleichbar sind. So stehen laut dem Standard-Eurobarometer vom Herbst 2019¹⁸ (Feldzeit: November 2019) 76 % der Befragten im Euroraum der gemeinsamen Währung positiv gegenüber. In einer Blitzumfrage (Flash-Eurobarometer-Umfrage)¹⁹, die etwa im selben Zeitraum durchgeführt wurde (Feldzeit: Oktober 2019), gaben 65 % der Befragten an, dass der Euro für ihr Land gut sei, und 76 % betrachteten den Euro als gut für die EU. Sowohl die Standard- als auch die Blitzumfragen des Eurobarometers verdeutlichen, dass die Befürwortung des Euro seit 2016 tendenziell zunimmt. Nationale Umfragen, in denen mitunter nach dem Vertrauen in die EZB gefragt wird, weisen ähnliche Vertrauenswerte auf wie die entsprechenden Eurobarometer-Daten.²⁰

In den folgenden Abschnitten wird die Befürwortung der WWU anhand einer univariaten Analyse beurteilt. Durch Betrachtung verschiedener soziodemografischer Indikatoren wird veranschaulicht, wie sich die Zusammensetzung der verschiedenen Gruppen in der Typologie verändert. Die aggregierten Daten für das Euro-Währungsgebiet werden gewichtet, um den unterschiedlichen Bevölkerungszahlen der Euro-Länder Rechnung zu tragen. Hierbei kommen die in den Daten des Eurobarometers enthaltenen Standardgewichte zum Einsatz, die sich durch Poststratifizierung ergeben. Im Rahmen der Analyse lassen sich einfache Korrelationen zwischen dem Typ der WWU-Befürwortung und den einzelnen soziodemografischen Indikatoren

¹⁷ Siehe hierzu M. Ehrmann, M. Soudan und L. Stracca, a. a. O. Darin geben zwei Drittel der Befragten bei den Fragen zum Vertrauen in die Institutionen dieselbe Antwort für alle aufgeführten EU-Institutionen an.

¹⁸ Siehe Europäische Kommission, Standard-Eurobarometer 92 – Herbst 2019, a. a. O.

¹⁹ Siehe Europäische Kommission, Flash Eurobarometer 481 zu den Meinungen und Einstellungen gegenüber dem Euro in den 19 Euro-Ländern (Feldzeit: Oktober 2019), November 2019.

²⁰ Für Deutschland siehe beispielsweise die Ergebnisse in B. Hayo und E. Neuenkirch, The German public and its trust in the ECB: The role of knowledge and information search, *Journal of International Money and Finance*, Bd. 47, 2014, S. 286-303. In Bezug auf die Niederlande siehe C. A. B. van der Crujisen und S. C. W. Eijffinger, a. a. O.

abschätzen und durch ihre zeitliche Dimension Wendepunkte sowie mögliche Auslöser von Veränderungen bei der WWU-Befürwortung identifizieren. Dabei werden jedoch keine verzerrenden Variablen berücksichtigt. Außerdem liefert die Analyse weder quantitative Schätzungen der Stärke der beobachteten Korrelationen, noch kann durch sie eine Kausalität festgestellt werden.²¹

4.2 Befürwortung der WWU seit der weltweiten Finanzkrise

Auf aggregierter Ebene des Euroraums bilden die Befürworter der Wirtschafts- und Währungsunion die größte Gruppe, die sich von ihrem während der weltweiten Finanzkrise erreichten Tiefstand wieder erholt hat. Aus Abbildung 2 geht hervor, wie sich der Anteil der Befragten in jeder der vier Gruppen von 1999²² bis 2019 auf Ebene des Euroraums entwickelt hat. Vor der Finanz- und Wirtschaftskrise sprach sich eine relative Mehrheit von rund 40 % der Bürgerinnen und Bürger des Euroraums für die WWU aus (dunkelblaue Linie in Abbildung 2). Diese Gruppe schrumpfte ab dem Beginn der Krise in den Jahren 2008-2009 und erreichte 2013-2014 einen Tiefstand. Anschließend stabilisierte sie sich und lag 2017-2018 wieder knapp unter dem Vorkrisenniveau. Im Gefolge der Krise haben die Bürgerinnen und Bürger anscheinend das Vertrauen in die EZB verloren, sprachen sich aber nicht zwangsläufig gegen das Projekt einer einheitlichen Währung als solches aus. Ein Beleg hierfür ist die wachsende Anzahl an Personen, die den Euro zwar weiterhin befürworten, aber kein Vertrauen in die EZB haben. Diese EZB-Skeptiker bildeten von 2013 bis 2016 die größte Gruppe (gelbe Linie in Abbildung 2). Auch die Zahl der WWU-Skeptiker (rote Linie in Abbildung 2) stieg an und erreichte 2014 ihren Höchststand, als fast 25 % der Bürgerinnen und Bürger des Euroraums weder den Euro noch die EZB befürworteten. Bis zum Frühjahr 2018 schrumpfte diese Gruppe auf weniger als 15 % der Befragten. Die vierte Gruppe, d. h. diejenigen, die die EZB, aber nicht den Euro unterstützen (grüne Linie in Abbildung 2), hat sich ausgehend von einem niedrigen Niveau weiter verringert. Mit weniger als 5 % der Befragten ist ihre Größe in den letzten Jahren im gesamten Euroraum zu vernachlässigen. Und schließlich deutet die sinkende Anzahl an Befragten, die eine oder beide Fragen mit „weiß nicht“ beantworten (hellblaue Linie in Abbildung 2), darauf hin, dass die zunehmende Sensibilisierung für die Gemeinschaftswährung und die EZB sowie der vertrautere Umgang mit ihnen – sei es durch die täglichen Erfahrungen mit dem Euro als Zahlungsmittel oder durch das größere Medieninteresse an der EZB in der Krise – auch dazu geführt haben, dass die Menschen mit größerer Selbstsicherheit ihre diesbezügliche Meinung zum Ausdruck bringen.

²¹ Aktuelle multivariate Analysen zur Befürwortung des Euro und zum Vertrauen in die EZB finden sich beispielsweise in S. Bergbauer, N. Hernborg, J.-F. Jamet und E. Persson, a. a. O.; S. B. Hobolt und C. Wrátil, Public opinion and the crisis: The dynamics of support for the euro, *Journal of European Public Policy*, Bd. 22(2), 2015, S. 238-256; K. Kaltenthaler, C. J. Anderson und W. J. Miller, Accountability and independent central banks: Europeans and distrust of the European Central Bank, *Journal of Common Market Studies (JCMS)*, Bd. 48, 2010, S. 1261-1281; T. Kuhn und F. Stoeckel, When European integration becomes costly: The euro crisis and public support for European economic governance, *Journal of European Public Policy*, Bd. 21(4), S. 624-641.

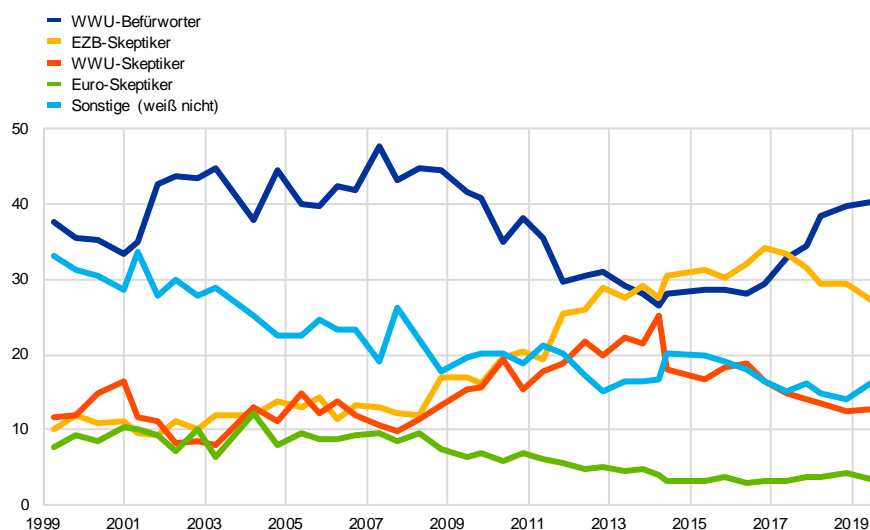
²² Bzw. vom jeweiligen Jahr, in dem ein Land dem Euro-Währungsgebiet beigetreten ist.

Abbildung 2

Typologie der Einstellungen gegenüber der WWU im Zeitverlauf

Euroraum, Frühjahr 1999 bis Frühjahr 2019

(in %)



Quellen: Eurobarometer, eigene Berechnungen.

Anmerkung: Die Typologie umfasst vier Gruppen: Die erste Gruppe befürwortet weder den Euro noch zeigt sie Vertrauen in die EZB (WWU-Skeptiker). Die zweite Gruppe befürwortet den Euro, vertraut hingegen der EZB nicht (EZB-Skeptiker). Die dritte Gruppe befürwortet den Euro nicht, zeigt aber Vertrauen in die EZB (Euro-Skeptiker). Die vierte Gruppe befürwortet den Euro und vertraut der EZB (WWU-Befürworter). Eine fünfte Gruppe (Sonstige) umfasst diejenigen, die eine der beiden Fragen mit „weiß nicht“ beantwortet haben.

Die anhand des Eurobarometers im Euroraum gemessene Entwicklung der Befürwortung der WWU und der Skepsis gegenüber der WWU zeigt, dass das Vertrauen in die EZB größeren Schwankungen unterliegt als die Befürwortung des Euro. Die relative Verkleinerung der Gruppe der WWU-Befürworter von 2008 bis 2013 ist vor allem auf den gleichzeitig erfolgenden Rückgang des Vertrauens in die EZB zurückzuführen, auf den die steigende Anzahl an EZB-Skeptikern im selben Zeitraum hinweist (siehe Abbildung 2). Diese Erkenntnisse deuten darauf hin, dass die Befürwortung des Euro robuster auf negative Erfahrungen wie die Finanzkrise reagiert, wohingegen das sinkende Vertrauen in die EZB während des Konjunkturabschwungs auf eine eher ergebnisbezogene Ausrichtung schließen lässt, was sich mit den jüngsten Ergebnissen anderer Studien deckt.²³ Zugleich deutet der während der Krise gewachsene Anteil der Menschen im Euroraum, die weder der EZB vertrauen noch den Euro befürworten (WWU-Skeptiker), darauf hin, dass negative Erfahrungen während der Krise ganz allgemein auch die Befürwortung der WWU beeinträchtigt haben. Hier kam möglicherweise die Unzufriedenheit mit den Ergebnissen der wirtschaftlichen Steuerung innerhalb Europas zum Tragen. Mit der sich erholenden Wirtschaft kam dieser Trend anscheinend jedoch zum Stillstand und kehrte sich anschließend um. Aufgrund der Datenverfügbarkeit spiegeln diese Trends nicht die möglichen Auswirkungen der Covid-19-Pandemie wider, die ja erst Anfang 2020 eingesetzt hat.

²³ Siehe S. Bergbauer, N. Hernborg, J.-F. Jamet und E. Persson, a. a. O.

Das sinkende Vertrauen in die EZB ist vor dem Hintergrund eines allgemeineren Rückgangs des Vertrauens in öffentliche Institutionen im Anschluss an die weltweite Finanzkrise zu sehen. Tatsächlich musste nicht nur die EZB, sondern mussten die meisten nationalen und supranationalen öffentlichen Institutionen in Europa in den vergangenen zehn Jahren einen Vertrauensverlust der Öffentlichkeit hinnehmen. Somit war das rückläufige Vertrauen in die EZB Teil eines breiter angelegten Trends. Derzeit scheint das Vertrauen in die EZB ein neutrales Niveau aufzuweisen, da die Anteile der Befragten, die Vertrauen bzw. Misstrauen gegenüber der EZB äußern, in etwa gleich groß sind. In Kasten 1 wird zusammengefasst, wie sich das Vertrauen der Öffentlichkeit in EU-Institutionen und nationale Institutionen seit der globalen Finanzkrise entwickelt hat.

Kasten 1

Entwicklung des Vertrauens in öffentliche Institutionen seit der weltweiten Finanzkrise

Nils Hernborg und Hanni Schölermann

Vor dem Hintergrund eines allgemein rückläufigen Vertrauens in öffentliche Institutionen nahm in den vergangenen zehn Jahren auch das Vertrauen der Bevölkerung in die EZB ab. Seit Beginn der weltweiten Finanzkrise ist das Vertrauen in öffentliche Institutionen in Europa sowohl auf nationaler als auch auf supranationaler Ebene gesunken – ein Trend, der in den meisten Industrieländern zu beobachten ist. Die im letzten Jahrzehnt verzeichneten Einbußen beim Vertrauen in die EZB sind also nicht nur im Hinblick auf diese Institution zu beobachten. Allerdings haben Meinungsumfragen ergeben, dass das öffentliche Vertrauen in die EZB stärker zurückgegangen ist als das Vertrauen in nationale Institutionen und sogar andere EU-Institutionen. Im vorliegenden Kasten wird untersucht, wie sich das Vertrauen in die EZB verglichen mit anderen Institutionen entwickelt hat. Dabei sollen Gemeinsamkeiten und Unterschiede des Vertrauensverlusts sowie der jüngste Anstieg des Vertrauens der Öffentlichkeit in die EZB herausgearbeitet werden.

Vertrauen in EU-Institutionen und nationale Institutionen

Im Zehnjahreszeitraum vor der weltweiten Finanzkrise lag das Nettovertrauen der Bürgerinnen und Bürger des Euroraums in die Europäische Kommission, das Europäische Parlament und die EZB auf einem stabilen, positiven und ungefähr vergleichbaren Niveau, wobei das Europäische Parlament etwas höhere Vertrauenswerte aufwies (siehe Abbildung A). Das Vertrauen in diese EU-Institutionen war unter dem Strich deutlich – um 20 bis 40 Prozentpunkte – höher als jenes in die nationalen Regierungen oder Parlamente. Schon vor der Krise war das Vertrauen in die nationalen Regierungen oder Parlamente insgesamt tendenziell negativ (d. h. die Mehrheit der Umfrageteilnehmer gab an, dass sie den nationalen Institutionen eher nicht vertrauen). Mit Ausbruch der Finanzkrise ging das Vertrauen in nationale Institutionen noch weiter zurück. Aber auch das Vertrauen in die genannten EU-Institutionen und die EU als Ganzes fiel unter dem Strich in den negativen Bereich.

Während der Vertrauensverlust gegenüber öffentlichen Institutionen zunächst breit gestreut war, zeigt er sich gegenüber den EU-Institutionen stärker ausgeprägt, und der Wiederanstieg des Vertrauens zu den einzelnen Institutionen verläuft uneinheitlich. Im Vergleich zu den EU-Institutionen wie auch den nationalen Institutionen scheint das Vertrauen in die EZB überproportional stark von der Krise beeinträchtigt worden zu sein, denn es nahm stärker ab und erholte sich langsamer. Im Ergebnis liegt das Nettovertrauen in die EZB (mit -2 Prozentpunkten im

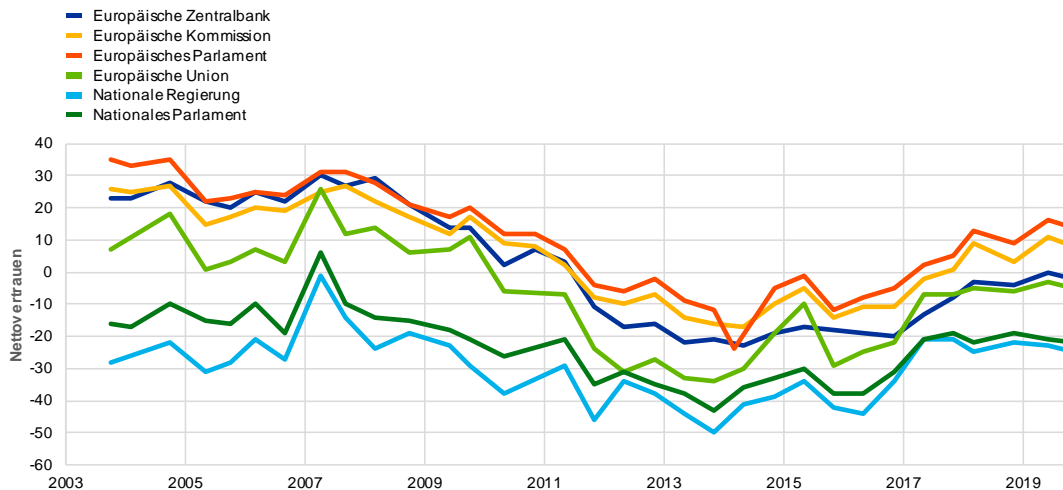
Herbst 2019) derzeit immer noch leicht im Minus, während die Werte für die Europäische Kommission und das Europäische Parlament seit 2017 wieder ein positives Vorzeichen tragen.

Abbildung A

Vertrauen in europäische und nationale Institutionen

Euroraum, Herbst 2003 bis Herbst 2019

(in Prozentpunkten)



Quellen: Eurobarometer, eigene Berechnungen.

Anmerkung: Das Nettovertrauen wird berechnet aus dem Anteil der Umfrageteilnehmer, die auf „Bitte sagen Sie mir, ob Sie NAME DER INSTITUTION eher vertrauen oder eher nicht vertrauen.“ mit „eher vertrauen“ geantwortet haben, abzüglich des Anteils der Befragten, deren Antwort „eher nicht vertrauen“ lautete. Umfrageteilnehmer, die mit „weiß nicht“ geantwortet haben, bleiben in beiden Fällen unberücksichtigt.

Vertrauen in die EZB verglichen mit dem Vertrauen in nationale Institutionen

Seit dem Tiefstand im Frühjahr 2014 hat sich das Vertrauen in die EZB im Ergebnis teilweise erholt. Der Abstand gegenüber den nationalen Regierungen hat sich diesbezüglich wieder leicht vergrößert. Auf aggregierter Ebene des Euroraums lag das Nettovertrauen in die EZB Ende 2019 um 23 Prozentpunkte über dem entsprechenden Wert für die nationalen Regierungen. Bei genauerer Betrachtung zeigt sich jedoch, dass sich hinter dem wachsenden Abstand heterogene Entwicklungen auf Länderebene verbergen. Unter dem Strich war das Nettovertrauen in die EZB auf der aggregierten Ebene des Euroraums zwar weiterhin leicht negativ, aber Ende 2019 in allen Euro-Ländern außer in Österreich, Deutschland und Luxemburg höher als das den jeweiligen nationalen Regierungen entgegengebrachte Vertrauen (siehe Schaubild A).

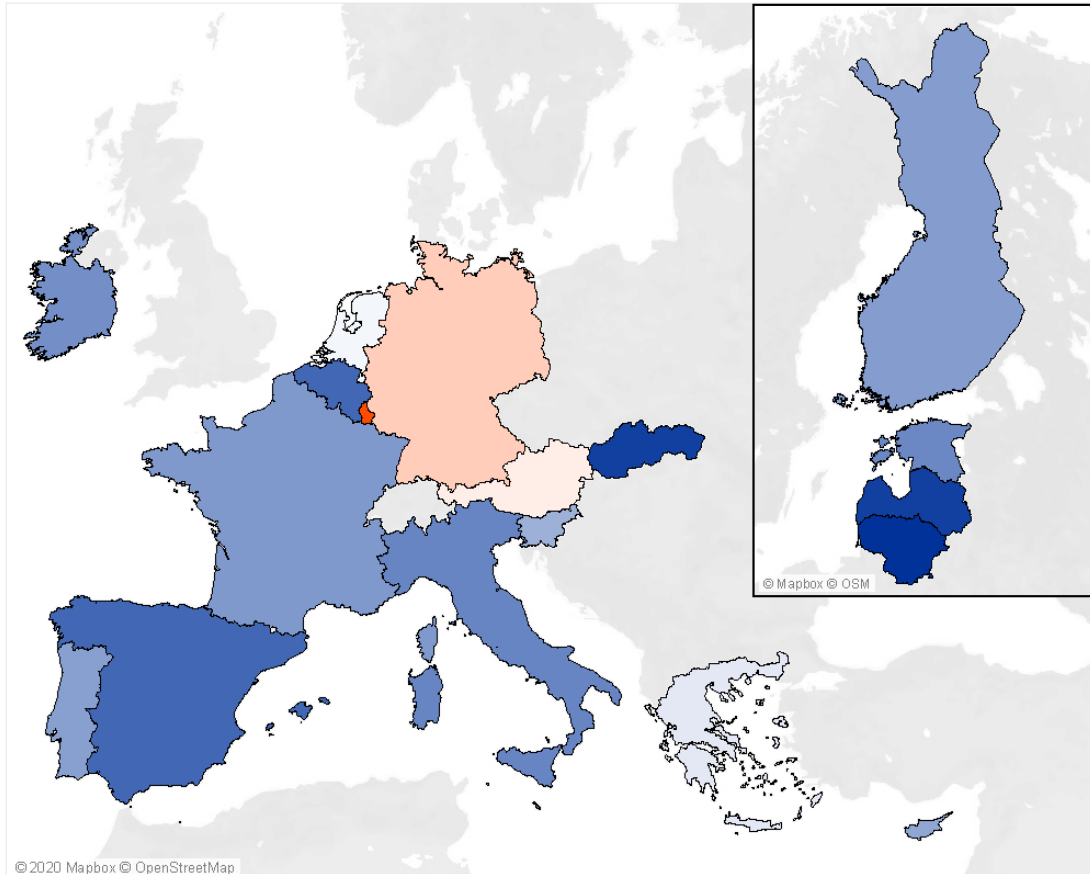
Allgemein gesprochen scheint sich die Vertrauenslücke in den Ländern, in denen sie vor der Krise am größten war, stärker verkleinert zu haben. Zudem wurde das Vertrauen in die EZB im Vergleich zum Vertrauen in die nationale Regierung der Länder, die von der Krise am stärksten betroffen waren, sowie in Deutschland und den Niederlanden offenbar besonders stark erschüttert. Von den stark von der Krise in Mitleidenschaft gezogenen Ländern bilden Spanien und Zypern die größte Ausnahme. Die Tatsache, dass die Bürgerinnen und Bürger die EZB für die allgemeine wirtschaftliche Lage auf nationaler und europäischer Ebene sowie für ihre persönliche Finanzlage verantwortlich machen oder zumindest damit in Verbindung bringen (und zwar stärker, als sie dies im Hinblick auf die nationalen Regierungen tun), untermauert die allgemeinen Erkenntnisse des vorliegenden Aufsatzes.

Schaubild A

Abstand zwischen dem Nettovertrauen in die EZB und dem Nettovertrauen in die nationale Regierung

Euro-Länder, Herbst 2019

(in Prozentpunkten)



	LT	LV	SK	BE	ES	IT	EE	IE	MT	FR	FI	PT	CY	SI	GR	NL	AT	DE	LU
Vertrauenslücke (in Prozentpunkten)	62	58	58	46	46	37	36	34	32	31	30	29	27	24	7	3	-1	-3	-11
5-Jahres-Veränderung (Herbst 2014)	+4	+12	+5	+20	+18	+2	+27	+5	+12	-11	-6	-21	+18	-28	-18	-17	-4	+19	-17
10-Jahres-Veränderung (Herbst 2009)	-24	-18	-12	-1	-3	-18	-7	-54	-18	-17	-26	-32	+10	-25	-9	-37	-17	-33	-5

Quellen: Eurobarometer, eigene Berechnungen.

Anmerkung: Das Nettovertrauen wird berechnet aus dem Anteil der Umfrageteilnehmer, die auf „Bitte sagen Sie mir, ob Sie NAME DER INSTITUTION eher vertrauen oder eher nicht vertrauen.“ mit „eher vertrauen“ geantwortet haben, abzüglich des Anteils der Befragten, deren Antwort „eher nicht vertrauen“ lautete. Umfrageteilnehmer, die mit „weiß nicht“ geantwortet haben, bleiben in beiden Fällen unberücksichtigt. Die Vertrauenslücke variiert zwischen -200 und 200, da das Nettovertrauen für jede Institution zwischen -100 und 100 variiert.

4.3 Geografische Korrelation bei der Befürwortung der WWU

In den Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets ist die Befürwortung der WWU seit der Krise gestiegen. Betrachtet man die Befürwortung der WWU je nach Land, so zeigt sich, dass sich die Euro-Länder grob in zwei Gruppen einteilen lassen. Die erste Gruppe umfasst die Länder, in denen die Befürwortung der WWU während der Krise zunächst sank, sich seither aber weitgehend wieder erholt hat. Der zweiten Gruppe gehören die Staaten an, in denen während der gesamten

Krisenjahre eine robuste Unterstützung der WWU verzeichnet wurde (siehe Abbildung 3).

In den von der Wirtschaftskrise besonders stark betroffenen Ländern war die Befürwortung der WWU rückläufig. Es überrascht nicht, dass sich das erste Zustimmungsmuster fast ausschließlich in Ländern findet, die von der Wirtschaftskrise nach 2008 und 2009 schwer beeinträchtigt wurden. Besonders ausgeprägt ist es in Irland, Griechenland, Spanien, Zypern, Portugal und Slowenien. Abgesehen von Slowenien nahmen all diese Länder während der Krise an Finanzhilfeprogrammen teil. In den genannten Staaten hat sich üblicherweise der Anteil der EZB-Skeptiker hauptsächlich im Verlauf der Krise erhöht. Auch der Anteil der Euro-Skeptiker schnellte vorübergehend nach oben, ist seither jedoch nahezu wieder auf das Vorkrisenniveau zurückgekehrt.

Weniger von der Krise gebeutelte Länder weisen hingegen tendenziell eine relativ stabile Befürwortung der WWU auf. So zeigt sich das zweite Verlaufsmuster einer hohen und vergleichsweise stabilen Befürwortung der WWU in Ländern, die weniger stark von der Krise in Mitleidenschaft gezogen wurden. Hierzu zählen Belgien, Luxemburg, die Niederlande, Malta, Österreich, die Slowakei und Finnland. Ausgehend von einem sehr niedrigen Niveau hat sich in diesen Staaten der Anteil der EZB-Skeptiker seit der Krise moderat und stetig erhöht und tendiert leicht über dem Anteil der Euro-Skeptiker. Eine skeptische Haltung gegenüber der EZB und der Gemeinschaftswährung wurde während und nach der Krise allerdings nach wie vor nur von einer Minderheit vertreten.

Die drei größten Euro-Länder Deutschland, Frankreich und Italien weisen idiosynkratische Muster der Befürwortung der WWU auf. Sie bilden wichtige Ausnahmen zu den beiden beschriebenen Verlaufsmustern. Ihnen ist ein eigenes Muster gemein, das durch eine ebenfalls recht stabile, aber moderate Befürwortung der WWU geprägt ist. Während der Krise, als es zu einem leichten Rückgang der Befürwortung der WWU kam, stellten EZB-Skeptiker (in Frankreich und Deutschland) und WWU-Skeptiker (in Italien) vorübergehend die größten Gruppen dar. Die relative Größe der Gruppen hat sich seither umgekehrt, aber der Anteil der EZB-Skeptiker in diesen Ländern liegt weiterhin über dem Vorkrisenniveau (und ist in Frankreich gleichauf mit dem Anteil der WWU-Befürworter).

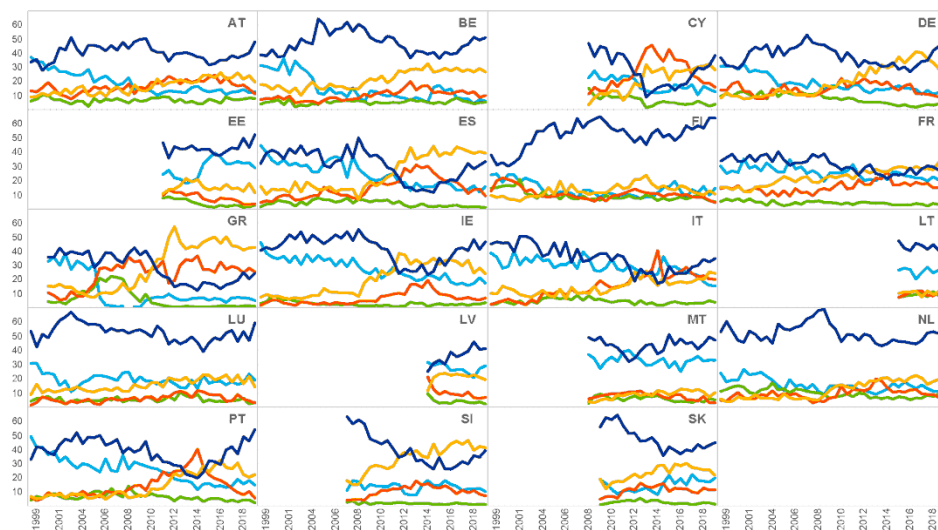
Abbildung 3

Typologie der Einstellungen gegenüber der WWU nach Land

Euro-Länder, Frühjahr 1999 bis Frühjahr 2019

(in %)

■ WWU-Befürworter
 ■ EZB-Skeptiker
 ■ WWU-Skeptiker
 ■ Euro-Skeptiker
 ■ Sonstige (weiß nicht)



Quellen: Eurobarometer, eigene Berechnungen.

Anmerkung: Die Typologie umfasst vier Gruppen: Die erste Gruppe befürwortet weder den Euro noch zeigt sie Vertrauen in die EZB (WWU-Skeptiker). Die zweite Gruppe befürwortet den Euro, vertraut hingegen der EZB nicht (EZB-Skeptiker). Die dritte Gruppe befürwortet den Euro nicht, zeigt aber Vertrauen in die EZB (Euro-Skeptiker). Die vierte Gruppe befürwortet den Euro und vertraut der EZB (WWU-Befürworter). Eine fünfte Gruppe (Sonstige) umfasst diejenigen, die eine der beiden Fragen mit „weiß nicht“ beantwortet haben.

Die Muster der Befürwortung der WWU unterscheiden sich zudem innerhalb der einzelnen Länder erheblich.

Wendet man die Typologie der Einstellungen gegenüber der WWU auf regionaler Ebene an, um das jeweils regional vorherrschende Zustimmungsmuster zu identifizieren²⁴, so zeigen sich in den Ländern signifikante geografische Unterschiede bei der Befürwortung der WWU (siehe Schaubild 2).²⁵ Dadurch, dass lediglich die jeweils vorherrschende Gruppe in einer Region abgebildet wird, die in manchen Regionen nur einen sehr geringen Vorsprung gegenüber anderen Gruppen hat, überzeichnet die Karte tendenziell die regionalen Unterschiede. Mit ihrer Hilfe lässt sich dennoch verdeutlichen, dass in manchen Ländern eine einzige typologische Gruppe im ganzen Land dominiert, während in anderen Ländern starke regionale Unterschiede bestehen. Zu den Ländern mit ausgesprochen homogenen regionalen Ansichten zählen Irland, die

²⁴ Die Definition der Regionen folgt der Systematik der Gebietseinheiten für die Statistik (Nomenclature of Units for Territorial Statistics – NUTS). Die NUTS-1-Ebene wird für die größeren zum Euroraum zählenden EU-Mitgliedstaaten verwendet (Deutschland, Frankreich und Italien), die NUTS-2-Ebene für die sonstigen Euro-Länder.

²⁵ Um eine hinreichende Anzahl von Beobachtungen je Region zu gewährleisten, werden auf regionaler Ebene vorgenommene Beobachtungen für jede Gruppe in der Typologie der Einstellungen gegenüber der WWU von Herbst 2016 bis Frühjahr 2019 aggregiert. So werden mindestens 100 Beobachtungen für die meisten NUTS-2-Regionen sichergestellt. Im Einklang mit der Entwicklung der WWU-Befürwortung seit der Krise, die durch einen wachsenden Anteil an WWU-Befürwortern gekennzeichnet ist, wird dadurch jedoch wahrscheinlich die Anzahl von Regionen überzeichnet, in denen entweder die WWU-Skeptiker oder die EZB-Skeptiker vorherrschen.

Niederlande, Estland, Lettland, Litauen, die Slowakei und Finnland. Dort stellen landesweit die WWU-Befürworter die vorherrschende Gruppe. In Slowenien ist eine ähnlich homogene Einstellung zu beobachten, hierbei handelt es sich allerdings vornehmlich um EZB-Skeptiker.

In Ländern mit auf subnationaler Ebene heterogenen Mustern der WWU-Befürwortung finden sich tendenziell zwei dominante Gruppen. Im Fall von Belgien, Deutschland, Spanien, Frankreich und Portugal ist die Anzahl der Regionen mit mehrheitlicher WWU-Befürwortung und jenen, in denen EZB-Skeptiker die Mehrheit stellen, relativ ausgeglichen. Die Regionen in Italien weisen entweder mehrheitlich WWU-Befürworter oder WWU-Skeptiker auf, und in den Regionen in Griechenland sind entweder WWU-Skeptiker oder EZB-Skeptiker in der Mehrheit. In Österreich sind diese Muster unklarer ausgeprägt. Dort ist das Bild mit WWU-Befürwortern, die in den meisten Regionen die Mehrheit stellen, relativ homogen, doch in einer Region herrscht vornehmlich WWU-Skepsis, und in einer weiteren dominiert die Skepsis gegenüber der EZB.

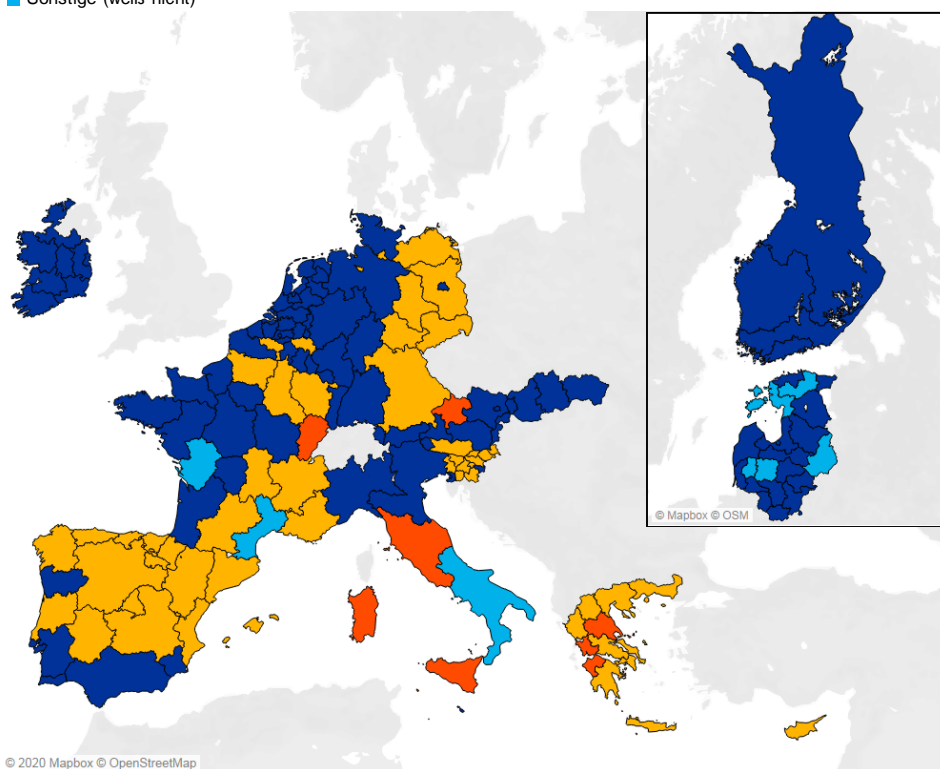
Schaubild 2

Karte zur Typologie der Einstellungen gegenüber der WWU

NUTS-Regionen im Euroraum, Herbst 2016 bis Frühjahr 2019

(Gruppe mit dem größten Anteil an Befragten in jeder NUTS-Region)

- WWU-Befürworter
- EZB-Skeptiker
- WWU-Skeptiker
- Euro-Skeptiker
- Sonstige (weiß nicht)



Quellen: Eurobarometer, eigene Berechnungen.

Anmerkung: Die Typologie umfasst vier Gruppen: Die erste Gruppe befürwortet weder den Euro noch zeigt sie Vertrauen in die EZB (WWU-Skeptiker). Die zweite Gruppe befürwortet den Euro, vertraut hingegen der EZB nicht (EZB-Skeptiker). Die dritte Gruppe befürwortet den Euro nicht, zeigt aber Vertrauen in die EZB (Euro-Skeptiker). Die vierte Gruppe befürwortet den Euro und vertraut der EZB (WWU-Befürworter). Eine fünfte Gruppe (Sonstige) umfasst diejenigen, die eine der beiden Fragen mit „weiß nicht“ beantwortet haben. Die NUTS-Klassifikation variiert je nach Mitgliedstaat zwischen NUTS-1 und NUTS-2 und hängt von der in der Eurobarometer-Umfrage kodierten Granularität ab.

4.4 Soziodemografische Korrelation bei der Befürwortung der WWU

Die von den unterschiedlichen Generationen vertretenen Ansichten über den Euro und die EZB ähneln sich auf bemerkenswerte Weise. Dies wird deutlich, wenn man die in den jeweiligen Generationen beobachtete Befürwortung der WWU bewertet (siehe Abbildung 4). Innerhalb der unterschiedlichen Kohorten (d. h. die vor 1946 geborene Kriegsgeneration, die geburtenstarken Jahrgänge bis 1964, die Generation X bis 1980 und die nach 1980 geborene Millennium-Generation) entsprach die relative Gruppengröße bei den unterschiedlichen Typen der WWU-Befürworter in den vergangenen zwei Jahrzehnten konsistent in etwa derjenigen für die Gesamtbevölkerung.

In der Kriegsgeneration, und damit der ältesten Kohorte, war der Anteil der Befragten, die „weiß nicht“ angaben, größer als in den drei anderen

Altersgruppen. Vor der Krise entfiel auf diese Kohorte auch ein geringfügig, aber dauerhaft niedrigerer Anteil an WWU-Befürwortern. In den letzten Jahren wurden in dieser Altersgruppe allerdings etwas weniger WWU- und EZB-Skeptiker gezählt als in jüngeren Kohorten. Der hohe Anteil an Befragten, die „weiß nicht“ angaben, scheint nahezu legen, dass es älteren Menschen möglicherweise schwerer fällt als jüngeren, sich eine Meinung über die jüngsten Schritte der europäischen Integration zu bilden, unabhängig davon, ob es sich dabei um vergleichsweise neue Institutionen wie die EZB oder die Gemeinschaftswährung handelt. Eine tiefer gehende Untersuchung der zugrunde liegenden Daten zeigt, dass vor allem die Kriegsgeneration dazu tendiert, bei der Frage zum Vertrauen in die EZB häufiger „weiß nicht“ anzugeben, und dass ihre Antworten auf Fragen nach dem Vertrauen in andere EU-Institutionen ebenfalls ähnlich ausfallen. Es scheint, dass Ältere gegenüber EU-Institutionen eine unklarere Einstellung als andere Kohorten haben, ohne dass sich dies speziell auf die europäische Integration oder die EZB bezieht.

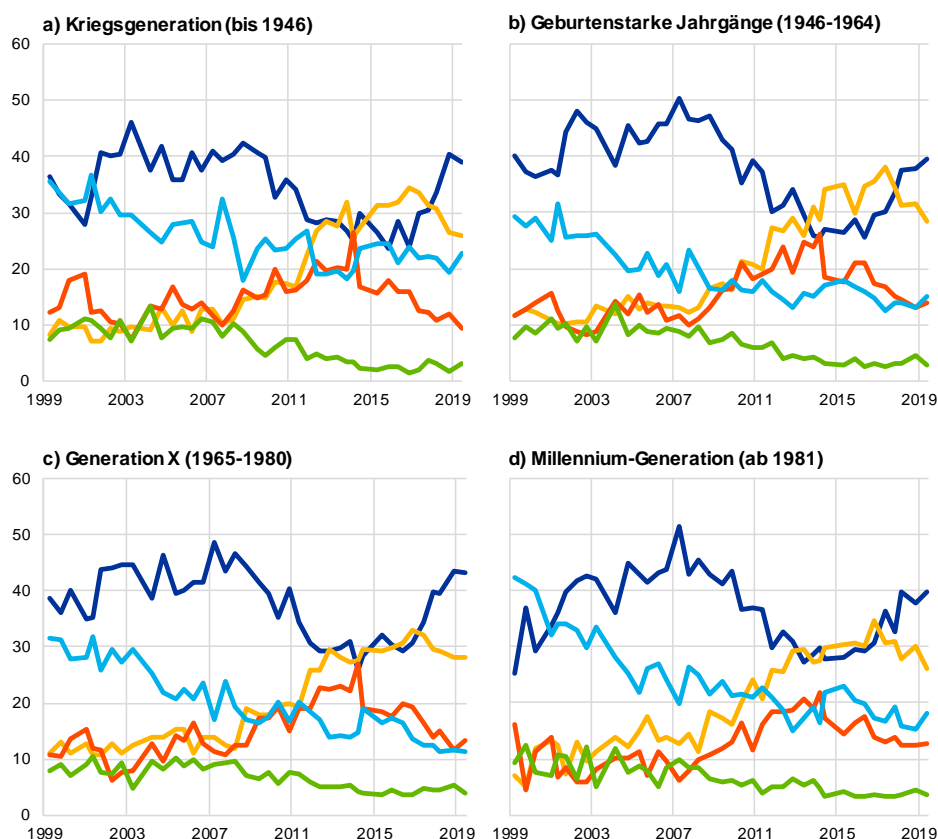
Abbildung 4

Typologie der Einstellungen gegenüber der WWU nach Kohorte

Kohorten im Euroraum, Frühjahr 1999 bis Frühjahr 2019

(in %)

- WWU-Befürworter
- EZB-Skeptiker
- WWU-Skeptiker
- Euro-Skeptiker
- Sonstige (weiß nicht)



Quellen: Eurobarometer, eigene Berechnungen.

Anmerkung: Die Typologie umfasst vier Gruppen: Die erste Gruppe befürwortet weder den Euro noch zeigt sie Vertrauen in die EZB (WWU-Skeptiker). Die zweite Gruppe befürwortet den Euro, vertraut hingegen der EZB nicht (EZB-Skeptiker). Die dritte Gruppe befürwortet den Euro nicht, zeigt aber Vertrauen in die EZB (Euro-Skeptiker). Die vierte Gruppe befürwortet den Euro und vertraut der EZB (WWU-Befürworter). Eine fünfte Gruppe (Sonstige) umfasst diejenigen, die eine der beiden Fragen mit „weiß nicht“ beantwortet haben. Das Geburtsjahr wird näherungsweise durch das Jahr der Umfrage abzüglich des genauen Alters der Befragten ermittelt.

Ob die Befragten der Gruppe der WWU-Befürworter zugeordnet werden, hängt mit ihrem Bildungsniveau und beruflichen Hintergrund zusammen;

geschlechtsspezifische Unterschiede gibt es hingegen kaum.

Die Befürwortung der WWU nimmt mit steigender Anzahl der Bildungsjahre der Befragten tendenziell zu (siehe Abbildung 5). Während rund 30 % der Personen, die im Alter von 15 Jahren oder jünger ihre Vollzeitbildung beendet haben, die WWU befürworten, fallen rund 40 % derjenigen, die ihre Schulbildung im Alter zwischen 16 und 19 Jahren beendet haben, in diese Kategorie. Dasselbe gilt für etwa 50 % derjenigen, die bei der Beendigung ihrer Bildung 20 Jahre oder älter waren. Menschen, die keine Vollzeit-Bildungseinrichtung besucht haben, vertreten ähnliche, aber volatilere Ansichten als die erstgenannte Gruppe. In allen Bildungsgruppen tendiert der Anteil der EZB-Skeptiker im Zeitverlauf nach oben.

Dieses Muster schlägt sich auch in der WWU-Befürwortung nach Beschäftigung nieder. Leitende Angestellte, Studierende, sonstige Angestellte und Selbstständige sind überwiegend der Gruppe der WWU-Befürworter zuzuordnen, gefolgt von Personen im Ruhestand. Dagegen ist in der Gruppe der körperlich Arbeitenden, Hausfrauen und -männer sowie Arbeitslosen die Wahrscheinlichkeit, dass sie die WWU unterstützen, um 10 bis 20 Prozentpunkte geringer. Die Anzahl der EZB-Skeptiker in dieser Gruppe ist fast genauso hoch.

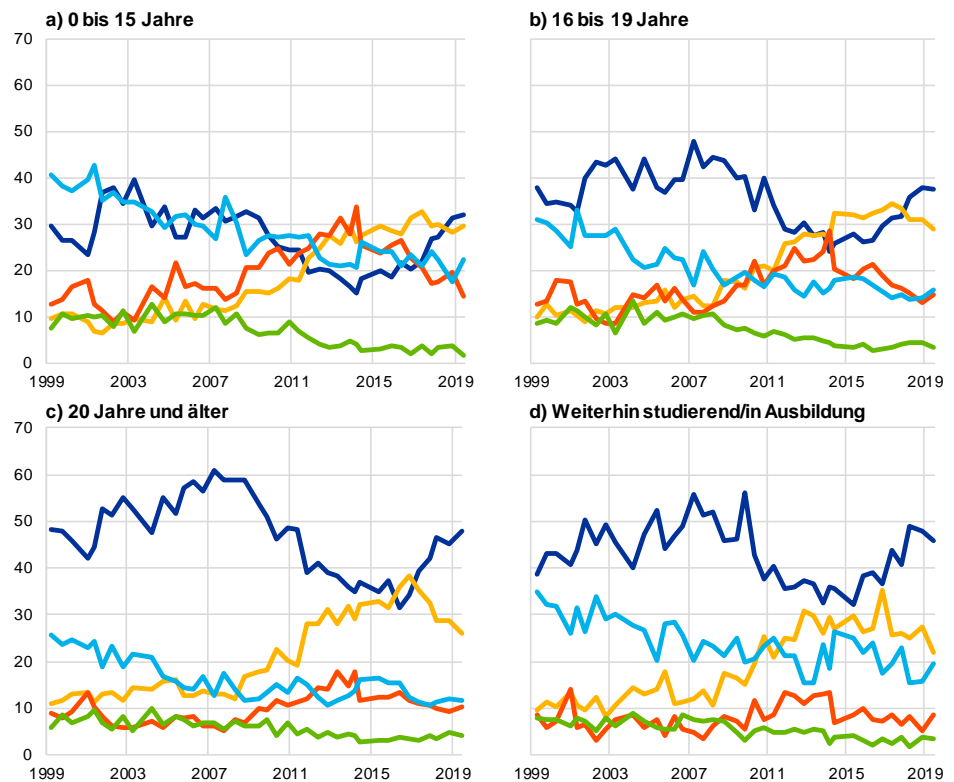
Frauen und Männer vertreten im Hinblick auf die EZB und den Euro weitgehend eine ähnliche Einstellung. Der größte Unterschied besteht darin, dass ein etwas geringerer Anteil an Frauen zur Gruppe der WWU-Befürworter zählt. In der Eurobarometer-Umfrage gaben Frauen auch häufiger „weiß nicht“ an (Ergebnisse nicht ausgewiesen; die Differenz zwischen Männern, die „weiß nicht“ angaben, und Frauen, die ebenso antworteten, lag bei rund 5 Prozentpunkten).

Abbildung 5
Typologie der Einstellungen gegenüber der WWU nach Bildungsstand

Euroraum, Frühjahr 1999 bis Frühjahr 2019

(in %)

- WWU-Befürworter
- EZB-Skeptiker
- WWU-Skeptiker
- Euro-Skeptiker
- Sonstige (weiß nicht)



Quellen: Eurobarometer, eigene Berechnungen.

Anmerkung: Die Typologie umfasst vier Gruppen: Die erste Gruppe befürwortet weder den Euro noch zeigt sie Vertrauen in die EZB (WWU-Skeptiker). Die zweite Gruppe befürwortet den Euro, vertraut hingegen der EZB nicht (EZB-Skeptiker). Die dritte Gruppe befürwortet den Euro nicht, zeigt aber Vertrauen in die EZB (Euro-Skeptiker). Die vierte Gruppe befürwortet den Euro und vertraut der EZB (WWU-Befürworter). Eine fünfte Gruppe (Sonstige) umfasst diejenigen, die eine der beiden Fragen mit „weiß nicht“ beantwortet haben. Die Kategorien ergeben sich aus der Antwort auf die Frage: „Wie alt waren Sie, als Sie Ihre Vollzeitbildung beendeten?“

4.5 Wahrnehmung der wirtschaftlichen Situation und Befürwortung der WWU

Bürgerinnen und Bürger, die die europäische oder die nationale Wirtschaftslage positiver einschätzen, befürworten in stärkerem Maß den Euro und die EZB. Zwar mögen viele Bürgerinnen und Bürger nur über begrenzte Kenntnisse bezüglich der genauen Aufgaben und des Mandats der EZB verfügen,²⁶ aber es darf dennoch angenommen werden, dass sie sich der allgemeinen Rolle der EZB im gesamtwirtschaftlichen Umfeld bewusst sind und ihre Beurteilung der wirtschaftlichen Lage in ihre Ansichten zu Fragen der Wirtschafts- und Währungsunion einfließen lassen. So stellen die WWU-Befürworter in allen untersuchten Jahren unter denjenigen, die den Zustand der europäischen Wirtschaft als gut oder sehr gut beurteilen, die größte Gruppe (siehe Abbildung 6). Unabhängig davon, wie die Befragten die europäische Wirtschaft bewerten, hat sich die Gruppe der WWU-Befürworter jedoch im Gefolge der Krise verkleinert. Der stärkste Rückgang wurde unter denjenigen beobachtet, die den Zustand der europäischen Wirtschaft negativ einschätzen. Tatsächlich waren Ende 2019 unter den Befragten, die die europäische Wirtschaft in einem sehr schlechten Zustand sahen, die WWU-Skeptiker in der Mehrzahl. Die Umfrageteilnehmer, die der Ansicht sind, dass die Wirtschaftslage in Europa eher schlecht ist, scheinen überwiegend wenig Vertrauen in die EZB zu haben, und so bilden die EZB-Skeptiker seit 2011 die größte Gruppe. Gliedert man die Befürwortung der WWU danach, wie die Befragten die inländische Wirtschaftslage wahrnehmen (nicht abgebildet), zeigt sich ein sehr ähnliches Bild.

²⁶ Siehe beispielsweise C. Carvalho und F. Nechio, Do people understand monetary policy?, Journal of Monetary Economics, Bd. 66, 2014, S. 108-123; C. van der Cruysen, D.-J. Jansen und J. de Haan, a. a. O.

Abbildung 6

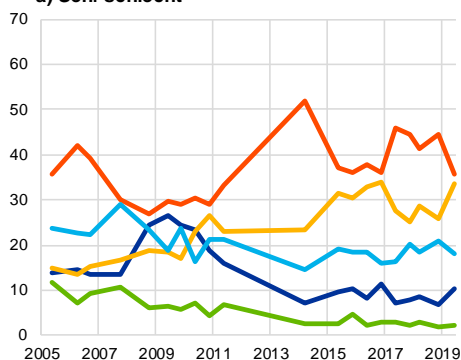
Typologie der Befürwortung der WWU nach Wahrnehmung der gegenwärtigen Wirtschaftslage in Europa

Euroraum, Frühjahr 2005 bis Frühjahr 2019

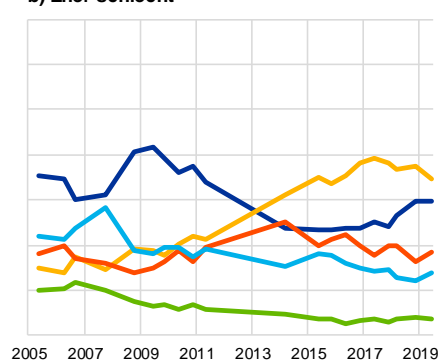
(in %)

- WWU-Befürworter
- EZB-Skeptiker
- WWU-Skeptiker
- Euro-Skeptiker
- Sonstige (weiß nicht)

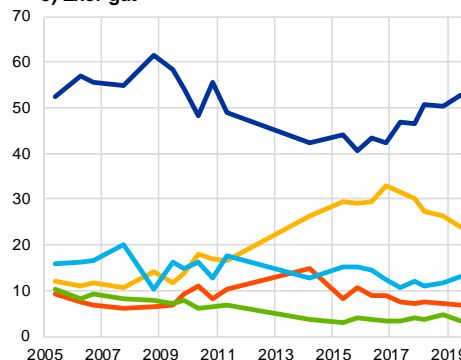
a) Sehr schlecht



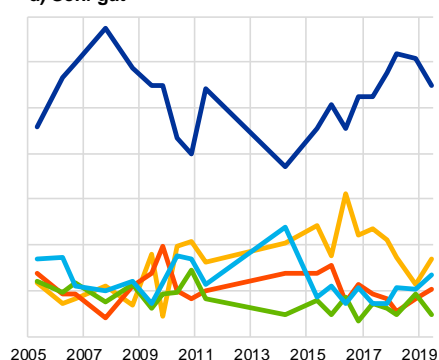
b) Eher schlecht



c) Eher gut



d) Sehr gut



Quellen: Eurobarometer, eigene Berechnungen.

Anmerkung: Die Typologie umfasst vier Gruppen: Die erste Gruppe befürwortet weder den Euro noch zeigt sie Vertrauen in die EZB (WWU-Skeptiker). Die zweite Gruppe befürwortet den Euro, vertraut hingegen der EZB nicht (EZB-Skeptiker). Die dritte Gruppe befürwortet den Euro, zeigt aber Vertrauen in die EZB (Euro-Skeptiker). Die vierte Gruppe befürwortet den Euro und vertraut der EZB (WWU-Befürworter). Eine fünfte Gruppe (Sonstige) umfasst diejenigen, die eine der beiden Fragen mit „weiß nicht“ beantwortet haben. Die Kategorien ergeben sich aus der Antwort auf die Frage: „Wie würden Sie die derzeitige Lage in Bezug auf folgende Punkte beurteilen: Die wirtschaftliche Lage in Europa?“ Für den Zeitraum von Herbst 2011 bis Herbst 2013 fehlen Beobachtungen.

Bürgerinnen und Bürger, die mit ihrer finanziellen Situation zufrieden sind, stehen dem Euro und der EZB tendenziell positiver gegenüber.

Für fast alle untersuchten Jahre bildeten die WWU-Befürworter unter den Befragten, die die gegenwärtige finanzielle Situation ihres Haushalts als gut oder sehr gut bewerteten, die größte Gruppe. Zu beachten ist allerdings, dass sich der Anteil der EZB-Skeptiker 2015 bis 2016 größtenteils jenem der WWU-Befürworter annäherte (siehe Abbildung 7). Ein umgekehrtes Bild ergibt sich für Umfrageteilnehmer, die mit der finanziellen Situation ihres Haushalts sehr unzufrieden sind: WWU-Befürworter machten Ende 2019 nur gut 10 % der Befragten in dieser Gruppe aus. Damit ging der Anteil gegenüber dem bereits niedrigen Vorkrisenniveau nochmals zurück. Unter diesen Umfrageteilnehmern bildeten die WWU-Skeptiker bis vor Kurzem die Mehrheit; danach stellten die EZB-Skeptiker mit einem Anteil von etwas über 35 % die größte Gruppe. Die stärksten gruppenbezogenen Schwankungen werden für

diejenigen verzeichnet, die ihre private finanzielle Situation als „eher schlecht“ bewerten. Obschon vor der Krise die WWU-Befürworter die Mehrheit bildeten, sank deren Anteil 2011 und 2015 auf 20 %. Unterdessen stieg die Anzahl der Befragten, die der EZB misstrauen, sowie derjenigen, deren Vertrauen sowohl in die EZB als auch die Gemeinschaftswährung schwindet, an. Seit 2014 gewinnt der Euro wieder an Befürwortern, wohingegen die EZB noch immer Vertrauen zurückerlangen muss. Im Jahr 2019 bildeten also nach wie vor die EZB-Skeptiker die Mehrheit und machten gut 30 % der Befragten aus.

Ein ähnliches Bild ergibt sich, wenn die unterschiedlichen Gruppen von WWU-Skeptikern und -Befürwortern anhand der Zahlungsfähigkeit der Umfrageteilnehmer ermittelt werden (nicht ausgewiesen). Während die WWU-Befürworter unter den Befragten, die keinerlei Zahlungsschwierigkeiten haben, bei Weitem die Mehrheit stellen, machen sie unter denjenigen, die fast immer mit Zahlungsschwierigkeiten zu kämpfen haben, weiterhin nur eine Minderheit aus. Über 30% der Befragten in dieser Gruppe sind nun der Kategorie der EZB-Skeptiker zuzuordnen.

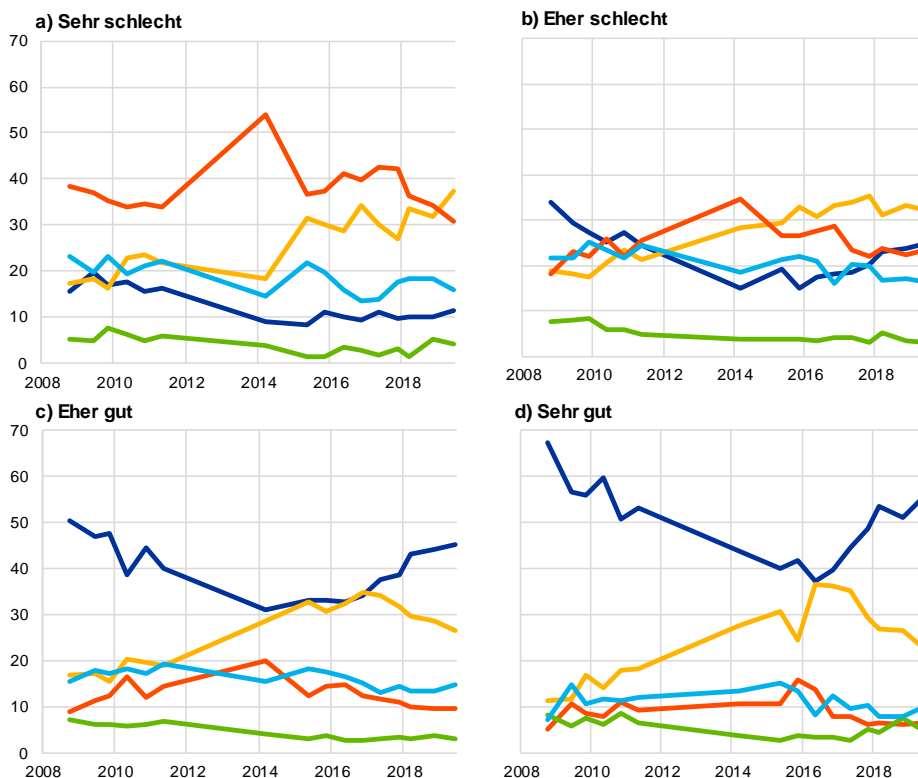
Abbildung 7

Typologie der Befürwortung der WWU nach Wahrnehmung der gegenwärtigen Finanzlage des eigenen Haushalts

Euroraum, Herbst 2008 bis Frühjahr 2019

(in %)

- WWU-Befürworter
- EZB-Skeptiker
- WWU-Skeptiker
- Euro-Skeptiker
- Sonstige (weiß nicht)



Quellen: Eurobarometer, eigene Berechnungen.

Anmerkung: Die Typologie umfasst vier Gruppen: Die erste Gruppe befürwortet weder den Euro noch zeigt sie Vertrauen in die EZB (WWU-Skeptiker). Die zweite Gruppe befürwortet den Euro, vertraut hingegen der EZB nicht (EZB-Skeptiker). Die dritte Gruppe befürwortet den Euro nicht, zeigt aber Vertrauen in die EZB (Euro-Skeptiker). Die vierte Gruppe befürwortet den Euro und vertraut der EZB (WWU-Befürworter). Eine fünfte Gruppe (Sonstige) umfasst diejenigen, die eine der beiden Fragen mit „weiß nicht“ beantwortet haben. Die Kategorien ergeben sich aus der Antwort auf die Frage: „Wie würden Sie die derzeitige Lage in Bezug auf folgende Punkte beurteilen: Finanzielle Situation Ihres Haushalts?“ Für den Zeitraum von Herbst 2011 bis Herbst 2013 fehlen Beobachtungen.

4.6 Einstellung gegenüber Europa und politische Orientierung

Wie die Bürgerinnen und Bürger gegenüber der EU eingestellt sind, korreliert stark mit ihrer Meinung zum Euro und zur EZB. Der Euro und die EZB sind Teil des institutionellen Rahmens und der Politik der EU. Daher ist zu erwarten, dass die jeweilige Einstellung der Bürgerinnen und Bürger dadurch geprägt wird, wie sie dem Projekt Europa insgesamt gegenüberstehen. Dies wird in der Tat durch die Datenlage bestätigt. Wird das Bild, das die Bürgerinnen und Bürger von der EU haben, als Indikator ihrer allgemeinen Haltung gegenüber der EU herangezogen und mit der Typologie der Einstellungen gegenüber der WWU abgeglichen, zeigt sich, dass diejenigen mit einem negativen Bild der EU zum größten Teil auch tendenziell WWU-Skeptiker sind. Im Gegensatz dazu sind die Befragten mit einem positiven Bild

der EU in der überwiegenden Mehrheit tendenziell WWU-Befürworter (nicht abgebildet).

Die Befürwortung der WWU scheint darüber hinaus auch in gewissem Umfang mit dem politischen Interesse verbunden zu sein. Unter den

Umfrageteilnehmern, die zumindest ein geringes Interesse für die politische Lage aufbringen, sind die WWU-Befürworter in der Mehrheit, wobei deren Anteil analog zur Ausprägung des politischen Interesses leicht zunimmt (siehe Abbildung 8). Im Kontrast dazu sinkt bei wachsendem politischem Interesse der Anteil der WWU-Skeptiker. Vor allem die Skepsis gegenüber der EZB scheint bei allen Befragten ähnlich stark zu sein, unabhängig davon, inwieweit sie politisch interessiert sind.

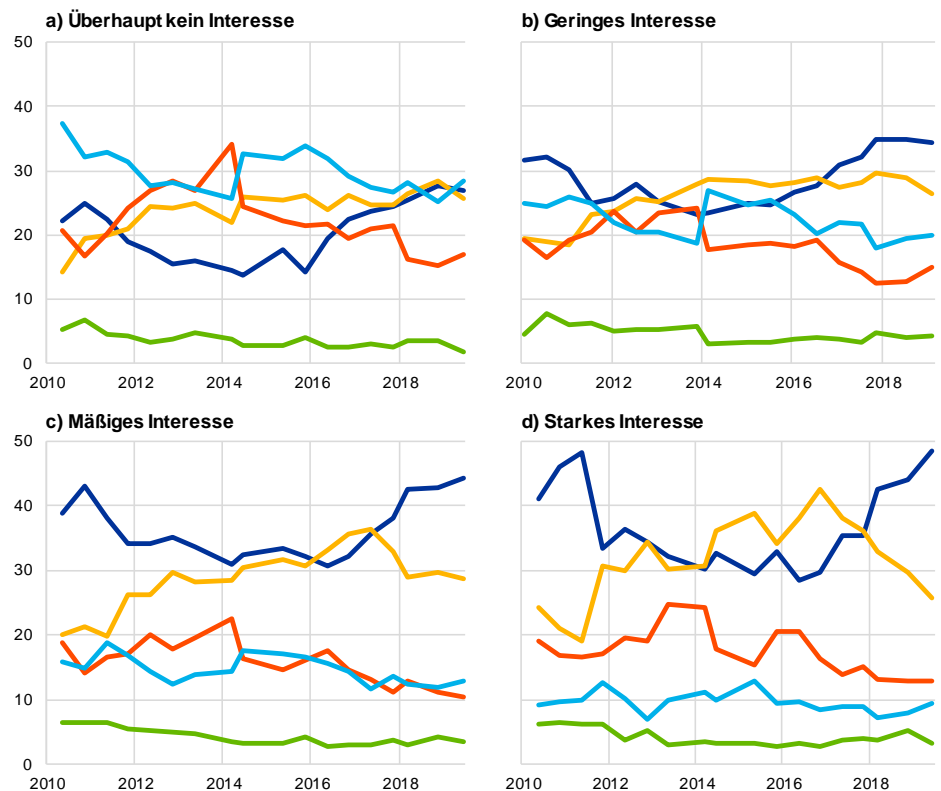
Abbildung 8

Typologie der Befürwortung der WWU nach politischem Interesse (Selbsteinschätzung)

Euroraum, Frühjahr 2010 bis Frühjahr 2019

(in %)

- WWU-Befürworter
- EZB-Skeptiker
- WWU-Skeptiker
- Euro-Skeptiker
- Sonstige (weiß nicht)



Quellen: Eurobarometer, eigene Berechnungen.

Anmerkung: Die Typologie umfasst vier Gruppen: Die erste Gruppe befürwortet weder den Euro noch zeigt sie Vertrauen in die EZB (WWU-Skeptiker). Die zweite Gruppe befürwortet den Euro, vertraut hingegen der EZB nicht (EZB-Skeptiker). Die dritte Gruppe befürwortet den Euro nicht, zeigt aber Vertrauen in die EZB (Euro-Skeptiker). Die vierte Gruppe befürwortet den Euro und vertraut der EZB (WWU-Befürworter). Eine fünfte Gruppe (Sonstige) umfasst diejenigen, die eine der beiden Fragen mit „weiß nicht“ beantwortet haben. Die Kategorien ergeben sich aus einem Index des politischen Interesses. Gebildet wird dieser anhand der Antworten auf die Frage: „Diskutieren Sie bei Zusammenreffen mit Freunden oder Verwandten häufig, gelegentlich oder nie über folgende Sachverhalte: 1) Nationalpolitische Angelegenheiten; 2) Europapolitische Angelegenheiten; 3) Lokalpolitische Angelegenheiten?“

5 Schlussbemerkungen

Das Vertrauen in die EZB und die Befürwortung des Euro haben sich in den letzten Jahren in unterschiedliche Richtungen entwickelt. Der Anteil der Bevölkerung im Euroraum, der den Euro befürwortet, blieb während der 2008-2009 ausgebrochenen Wirtschafts- und Finanzkrise relativ stabil, tendierte Ende 2019 aufwärts und erreichte ein Rekordhoch. Im Gegensatz dazu nahm der Anteil der Bürgerinnen und Bürger, die der EZB Vertrauen entgegenbringen, mit dem Beginn der Finanzkrise ab, erholte sich anschließend zum Teil und liegt nun auf neutralem Niveau.

Diese Divergenz lässt sich anhand der Typologie der Einstellungen gegenüber der WWU näher untersuchen. Zwar machen – und machten auch während der Krise – WWU-Befürworter den größten Anteil der Bevölkerung im Euroraum aus, aber der Anteil der EZB-Skeptiker hat sich im Verlauf der Krise signifikant erhöht, und auch der Anteil der WWU-Skeptiker ist gestiegen. Der prozentuale Anteil der Euro-Skeptiker verharrte hingegen auf relativ niedrigem Niveau. Diese Entwicklung zeigt eindrücklich, dass die Bürgerinnen und Bürger zwischen dem Euro und der EZB unterscheiden und jeweils unterschiedliche Erwartungen daran stellen. Es wird auch ersichtlich, dass eine positive Einstellung gegenüber der EZB von anderen Faktoren abhängt als dies bei der Gemeinschaftswährung der Fall ist. Zugleich muss das nachlassende Vertrauen in die EZB (verglichen mit dem sehr günstigen Vorkrisenniveau) als Teil einer allgemeinen Entwicklung gesehen werden, bei der das Vertrauen gegenüber öffentlichen Einrichtungen in Europa im Gefolge der weltweiten Finanzkrise gesunken ist.

Eine Aufgliederung der Befürwortung der WWU anhand soziodemografischer Kriterien lässt erkennen, wer tendenziell eine positive Meinung zur WWU hat und wer nicht. Untersucht man die Typen der WWU-Befürwortung anhand verschiedener soziodemografischer Kriterien – vor allem Geografie, Alter und Bildung sowie die Wahrnehmung der Befragten hinsichtlich der wirtschaftlichen und finanziellen Lage und die grundsätzliche Einstellung gegenüber der EU –, so wird erkennbar, für welche Teile der Bevölkerung des Eurogebiets eine Befürwortung der WWU mehr oder weniger wahrscheinlich ist. Zwar werden in der univariaten Form dieser Analyse weder die Stärke der Korrelationen geschätzt noch verzerrende Faktoren berücksichtigt, aber aus den sich im Zeitverlauf ergebenden Mustern lassen sich mögliche Gründe für die Divergenz zwischen dem Vertrauen in die EZB und der Befürwortung des Euro ableiten.

Die Analyse legt den Schluss nahe, dass die öffentliche Unterstützung für die WWU – vornehmlich das Vertrauen in die EZB – zum Großteil davon abhängt, wie die Bürgerinnen und Bürger ihre persönliche finanzielle Situation und die allgemeine Wirtschaftslage einschätzen. Die Wahrnehmung der wirtschaftlichen Lage im Inland und in Europa sowie der individuellen finanziellen Situation korrelieren in hohem Maße mit der Befürwortung der WWU sowie insbesondere mit dem Vertrauen in die EZB. Dieses Ergebnis wird zudem durch die geografische Verteilung der WWU-Befürwortung gestützt, der zufolge ein deutlich höherer Anteil an WWU-Skeptikern und EZB-Skeptikern in Euro-Ländern zu finden ist, die stärker

von der Krise in Mitleidenschaft gezogen wurden. Dementsprechend variiert die Befürwortung der WWU stark je nach Bildungs- und Beschäftigungsstand, wobei mehr Bildungsjahre und eine höherwertige Beschäftigung (beides wichtige Determinanten der eigenen materiellen Situation) mit einer größeren WWU-Befürwortung verbunden sind. Gleichwohl ist der Anteil der EZB-Skeptiker unabhängig vom Bildungsniveau in letzter Zeit leicht gestiegen.

Andere soziodemografische Indikatoren scheinen hingegen weniger relevant für die Befürwortung der WWU zu sein. Die positive Haltung gegenüber der WWU unterscheidet sich nach Geschlecht oder Alterskohorten kaum, abgesehen vielleicht von der Kriegsgeneration, die insgesamt einen geringeren Anteil an WWU-Befürwortern aufweist, aber häufiger mit „weiß nicht“ antwortet. In Bezug auf die betrachteten soziodemografischen Indikatoren scheint das politische Interesse die größte Relevanz zu haben, da die Befürwortung der WWU unter den stärker politisch Interessierten in der Umfrage zufolge offenbar etwas größer ist.

Während die hohe und stabile Befürwortung des Euro eine gute Nachricht für die Gemeinschaftswährung ist, liefert die Anfälligkeit der Unterstützung für die EZB wichtige Erkenntnisse darüber, wie die Bürgerinnen und Bürger die Arbeit der Zentralbank sehen und bewerten. Die Ergebnisse stützen die These, dass die Befürwortung der EZB stark damit zusammenhängt, wie die wirtschaftliche Entwicklung wahrgenommen wird. Maßgeblich sind aber auch kognitive Faktoren und materielle Interessen, die mit dem Bildungs- oder Beschäftigungsstand verbunden sind. Zwar zeigt die Untersuchung, dass das Vertrauen in die EZB auf wirtschaftliche Ergebnisse reagiert – potenziell auch auf solche, die außerhalb des Einflussbereichs der EZB liegen –, aber sie legt auch den Schluss nahe, dass das Vertrauen in die EZB verbessert werden kann, indem die Institution Informationen zu ihren Aufgaben und Zielen zur Verfügung stellt und weiterhin ihr Mandat zur Gewährleistung von Preisstabilität wahrnimmt und so die Kaufkraft der Bürgerinnen und Bürger sichert.

Eine breiter angelegte Kommunikation und verstärkte Bemühungen, das allgemeine Verständnis des Mandats und der Aufgaben der EZB zu verbessern, können das Vertrauen in die Zentralbank festigen. Vor allem angesichts der Heterogenität bei der WWU-Befürwortung und der Skepsis gegenüber der EZB, die sowohl zwischen als auch innerhalb von Ländern, aber auch zwischen unterschiedlichen Bevölkerungsgruppen beobachtet wurde, kann das Vertrauen in die EZB dadurch gestärkt werden, dass die Kommunikation für die Menschen, die über unterschiedliche Bildungsniveaus und Vorkenntnisse verfügen, zugänglicher gemacht wird. Eine weitere Möglichkeit besteht darin, die konkreten Bedenken der Bürgerinnen und Bürger in den unterschiedlichen Regionen des Euroraums anzusprechen, beispielsweise die Rolle der EZB bei der wirtschaftlichen Entwicklung. Die in den einzelnen Ländern herrschende Heterogenität macht deutlich, dass auch die Menschen außerhalb der großen Städte erreicht werden müssen. Daneben könnten Maßnahmen zur Wissenssteigerung – nicht nur bezüglich der persönlichen Finanzen, sondern auch zur Funktionsweise von Finanzmärkten und Zentralbanken (einschließlich der Dienstleistungen, die diese für die Bürgerinnen und Bürger in ihrem Alltag erbringen, z. B. im Bereich des

Zahlungsverkehrs oder der Bargeldbereitstellung) – dazu beitragen, das öffentliche Verständnis der EZB sowie das Vertrauen der Bürgerinnen und Bürger in diese Institution und ihre Maßnahmen steigern.

Eine verbesserte Kommunikationsstrategie zur Stärkung des Vertrauens in die EZB liegt in deren eigenem Interesse. Eine Zentralbank, die hohes Vertrauen genießt, ist nicht nur besser gerüstet, um die Inflationserwartungen zu steuern und das Vertrauen in die Währung zu stärken, wodurch die Wirksamkeit der Geldpolitik gefördert wird; denn dieses Vertrauen trägt auch dazu bei, die Unabhängigkeit der Institution zu wahren, indem diese von politischem Druck abgeschirmt wird. Im Hinblick auf die WWU stellt eine Zentralbank, die größeres Vertrauen genießt und daher effektiver arbeitet, für die Bürgerinnen und Bürger einen Anreiz dar, die wirtschaftliche Integration in Europa als Erfolg wahrzunehmen. Dadurch wird die öffentliche Unterstützung für wichtige wirtschaftliche und finanzielle wie auch politische Schritte hin zu einer stärkeren Integration getragen. Diese wiederum können die Wirksamkeit der Maßnahmen der EZB noch steigern und sich positiv auf das Gemeinwohl der Bürgerinnen und Bürger im Euroraum auswirken.

2 Entwicklung des Zugangs kleiner und mittlerer Unternehmen zu Finanzmitteln seit der Finanzkrise: Erkenntnisse aus Umfragedaten

Katarzyna Bańkowska, Annalisa Ferrando und Juan Angel Garcia¹

1 Einleitung

Die weltweite Finanzkrise und die anschließende Staatsschuldenkrise im Euro-Währungsgebiet ging mit einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen einher; hierdurch wurde kleinen und mittleren Unternehmen (KMUs) der Zugang zu Finanzmitteln erschwert. Mit dem Ausbruch der Finanzkrise

veränderten sich die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen spürbar. Dies zeigt die Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE), die seit 2009 im Auftrag der EZB und der Europäischen Kommission durchgeführt wird.² In den Befragungen während der Finanzkrise und der darauffolgenden Staatsschuldenkrise im Euroraum gab ein erheblicher Teil der KMUs an, dass der Zugang zu Finanzmitteln zu den drängendsten Problemen zähle, die sich auf ihre Geschäftstätigkeit auswirkten. Unternehmen aus unterschiedlichen Ländern und Sektoren waren davon betroffen.

Seit der weltweiten Finanzkrise hat die Geldpolitik – auch durch Sondermaßnahmen – dazu beigetragen, dass nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum leichter Zugang zu Finanzmitteln erhalten.

In diesem Aufsatz wird anhand der verfügbaren Evidenz untersucht, wie sich einige dieser Sondermaßnahmen auswirkten. Sie sind von zentraler Bedeutung, um die Entwicklung der Finanzierungsbedingungen von KMUs in den letzten zehn Jahren zu verstehen. Dies gilt vor allem für die Maßnahmen im Zusammenhang mit der Finanzierung über Banken, teilweise aber auch für Maßnahmen, die auf zusätzliche Finanzierungsquellen für KMUs abzielen.

Die Finanzierungsbedingungen der KMUs haben sich in den letzten Jahren deutlich verbessert. Gleichwohl gab es noch immer einige unübersehbare Herausforderungen, bevor die Corona-Pandemie (Covid-19-Pandemie) Ende 2019 ihren Anfang nahm. So zeigen beispielsweise die Ergebnisse der SAFE-Umfrage, dass bei bestimmten – vor allem marktbasierenden – Finanzierungsinstrumenten nach wie vor eine Finanzierungslücke vorhanden ist, also eine Differenz zwischen dem Finanzierungsbedarf und den verfügbaren Außenfinanzierungsmitteln besteht. Ein diversifizierter Einsatz von Finanzierungsinstrumenten kann dazu beitragen, die Widerstandsfähigkeit gegen negative finanz-

¹ Gianmarco Rimoldi unterstützte bei der Datenarbeit.

² An der Erhebung vom 16. September bis zum 25. Oktober 2019 beteiligten sich 11 204 Unternehmen im Euro-Währungsgebiet, von denen 10 241 (91 %) weniger als 250 Beschäftigte hatten. Nähere Informationen finden sich im [Bericht zur SAFE-Umfrage](#). Die Umfrage umfasst auch eine Stichprobe von Großunternehmen. Hierdurch lässt sich besser einschätzen, welche Finanzierungsbedingungen bzw. -beschränkungen möglicherweise nur KMUs betreffen.

und realwirtschaftliche Schocks deutlich zu erhöhen. Im vorliegenden Aufsatz wird daher eine Taxonomie der vor der Corona-Krise bei KMUs beobachteten Finanzierungsmuster vorgestellt, die auf Basis einer Clusteranalyse erarbeitet wurde. Zudem werden einige Belege angeführt, wie sich diese Finanzierungsmuster auf die Investitionsentscheidungen der Unternehmen auswirken. Beispielsweise finden sich KMUs tendenziell in jenen Clustern, in denen flexible kurzfristige Schuldtitel oder langfristige Bankkredite die wichtigsten Finanzierungsinstrumente sind. Im Vergleich zu größeren Unternehmen war für KMUs auch die Kombination aus Leasing/Factoring und kurzfristigen Krediten besonders relevant.

Die im Zuge der Corona-Krise neu auftretenden Finanzierungsschwierigkeiten dürften angesichts des hier zugrunde gelegten Datenstands und der Finanzierungsmöglichkeiten, die den KMUs im Euroraum vor der Covid-19-Pandemie zur Verfügung standen, deutlich zu erkennen sein. Der vorliegende Wirtschaftsbericht enthält überdies einen Kasten zu den Ergebnissen der im März und April 2020 durchgeführten SAFE-Umfrage, in dem die spezifischen Herausforderungen der Corona-Krise für KMUs beleuchtet werden.

2 Entwicklung des Zugangs zu Finanzmitteln und der Kreditrationierung

Der Zeitraum ab 2009 lässt sich anhand dessen, wie die Unternehmen ihre Finanzierungsbedingungen einschätzten, in drei wichtige Phasen unterteilen.

In diesen Phasen war die Transmission der Geldpolitik jeweils unterschiedlich stark beeinträchtigt, was die Finanzierungsbedingungen der KMUs negativ beeinflusste. Die Maßnahmen der EZB zur Wiederherstellung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus hatten daher auch einen positiven Effekt auf den Zugang der KMUs zu Finanzmitteln. Die erste Phase erstreckte sich von der erstmaligen Durchführung der SAFE-Umfrage im Jahr 2009 bis zum September 2012, als das Programm für geldpolitische Outright-Geschäfte (OMT-Programm) angekündigt wurde. In diesem Zeitraum gaben die KMUs an, dass der Zugang zu Finanzmitteln nach der Kundenakquise das zweitgrößte geschäftliche Hemmnis darstelle (siehe Abbildung 1).³ Der zweite Zeitraum vom vierten Quartal 2012 bis zum März 2016 war von mehreren geldpolitischen Sondermaßnahmen geprägt, darunter die Einführung negativer Zinsen im Juni 2014, der Beginn der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRG I) im September 2014 und das Programm der EZB zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) im März 2015. Laut den Umfragen in dieser Zeit wurde der erschwerte Zugang zu Finanzmitteln von den Unternehmen zwar weiterhin als ein wichtiger Punkt wahrgenommen, doch schätzten sie diesen nach und nach als immer weniger akut ein. Stattdessen bereitete die Suche nach qualifizierten Mitarbeitern und erfahrenen Führungskräften zunehmend Sorge. Der letzte Zeitraum reicht vom Frühjahr 2016 bis zum September 2019. Er endet also kurz vor dem

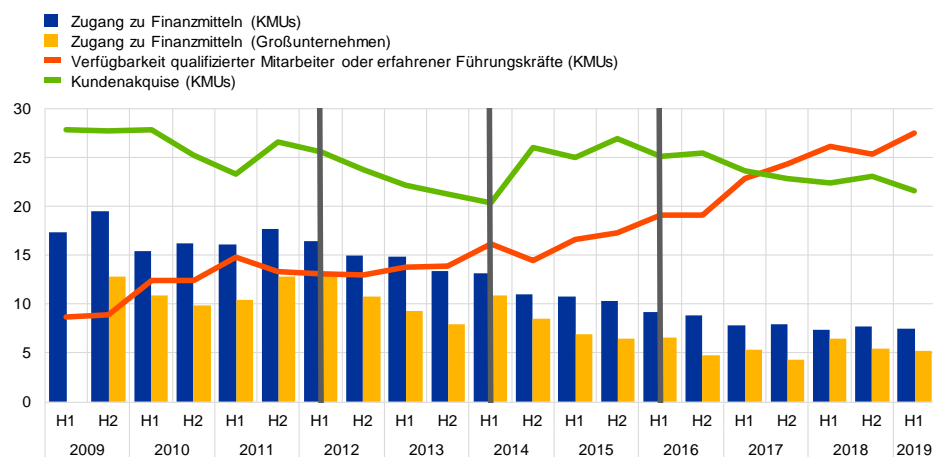
³ Die SAFE-Umfrage enthält eine allgemeine Frage, in der die Teilnehmer und insbesondere die KMUs einschätzen sollen, welche Probleme sich auf ihre Geschäftstätigkeit auswirken. Dabei werden entweder Belange auf der Nachfrageseite – wie etwa Kundenakquise, Wettbewerb, Regulierung und Verfügbarkeit qualifizierter Mitarbeiter – oder der Angebotsseite – wie etwa Zugang zu Finanzmitteln, Produktions- oder Arbeitskosten – betrachtet.

Ausbruch der Corona-Pandemie. In diese Phase fallen die Einführung der GLRG II und GLRG III sowie das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP). Seit dem Frühjahr 2016 gaben nur etwa 8 % der befragten KMUs an, dass der Zugang zu Außenfinanzierungsmitteln für sie das Hauptproblem darstelle. Im September 2009 hatte dieser Anteil noch bei knapp 20 % gelegen.

Was die Finanzierungssituation der Unternehmen im Euroraum betrifft, so war die Lage für KMUs besonders gravierend, wobei einige Unterschiede zwischen den einzelnen Sektoren bestanden. Der Anteil der Befragten, die den Zugang zu Finanzmitteln als ihr Hauptproblem einstufen, war im gesamten Betrachtungszeitraum bei den KMUs höher als bei Großunternehmen (siehe Abbildung 1). In der sektoralen Betrachtung zeigt sich: Im Zeitraum bis September 2012 gaben vor allem Unternehmen des Baugewerbes an, dass der Zugang zu Finanzmitteln ein drängendes Problem für sie sei. Ihr Anteil belief sich auf 22 %, während auf den Dienstleistungssektor nur 15 % entfielen (siehe Abbildung 2). Dies könnte beispielsweise damit zusammenhängen, dass die Finanzinstitute als Lehre aus der weltweiten Finanzkrise die Kreditvergabe an Bauunternehmen strenger prüfen. In der letzten Phase waren jedoch nur geringfügige Unterschiede zwischen den einzelnen Sektoren erkennbar. Gleichzeitig nannten die Unternehmen im Baugewerbe die Verfügbarkeit qualifizierter Mitarbeiter als ihr drängendstes Problem (29 %) – häufig im Zusammenhang mit der Einführung neuer Technologien und einer alternden Belegschaft. Diese Schwierigkeiten belasteten das Baugewerbe somit stärker als beispielsweise den Handel, der mit einem Anteil von 18 % am wenigsten davon betroffen war.

Abbildung 1
Hauptprobleme der Unternehmen im Euroraum

(gewichteter Anteil der Umfrageteilnehmer in %)



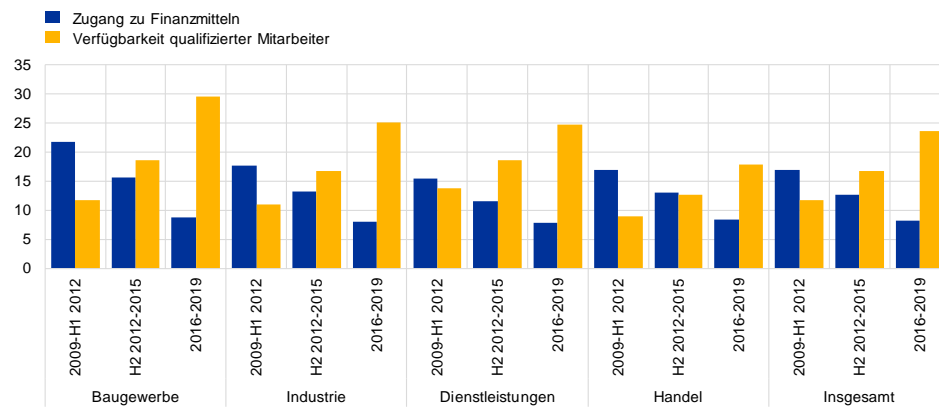
Quelle: SAFE-Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission.

Anmerkung: Die erste senkrechte graue Linie kennzeichnet die Ankündigung des OMT-Programms, die zweite den Beginn der GLRG I und die Einführung negativer Zinsen und die dritte den Beginn der GLRG II und des CSPP. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den Zeitraum von April bis September 2019.

Abbildung 2

Hauptprobleme der KMUs im Euroraum nach Sektoren

(gewichteter Anteil der Umfrageteilnehmer in %)



Quelle: SAFE-Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den Zeitraum von April bis September 2019.

Für Unternehmen, die aktiv nach Außenfinanzierungsmöglichkeiten suchten, verringerten sich die finanziellen Beschränkungen im Zeitverlauf. Unternehmen gelten als finanziell eingeschränkt, wenn gemäß den Ergebnissen der SAFE-Umfrage eine der drei folgenden Bedingungen zutrifft: a) ein beantragter Bankkredit wurde abgelehnt, b) das unterbreitete Kreditangebot war zu teuer bzw. die Kreditsumme zu niedrig, c) aufgrund einer befürchteten Ablehnung wurde kein Kreditantrag gestellt.⁴ In der Phase von 2009 bis 2012 waren etwa 15 % der KMUs im Euroraum, die Bankkredite als eine für sie wichtige Finanzierungsmöglichkeit ansahen, bei der Beschaffung dieser Kredite eingeschränkt. In der zweiten Phase (etwa bis März 2016) ging dieser Anteil auf ungefähr 12 % zurück. In den letzten Jahren stabilisierte er sich bei rund 8 % (siehe Abbildung 3).

Der Anteil der finanziell eingeschränkten Unternehmen variiert mit ihrer Größe und Art und ist von Land zu Land unterschiedlich hoch. KMUs verwiesen tendenziell häufiger als Großunternehmen auf Finanzierungsbeschränkungen. Gleichwohl ist der Anteil im Laufe der Zeit zurückgegangen (siehe Abbildung 3). Weitere Merkmale, aufgrund derer sich Unterschiede zwischen den KMUs feststellen lassen, sind das Alter des Unternehmens und der Innovationsgrad. Für kleine und junge Firmen gestaltet sich der Zugang zur Außenfinanzierung besonders schwierig.⁵ Dies könnte damit zusammenhängen, dass sie mit höherer Wahrscheinlichkeit stärker von Informationsasymmetrien und Problemen, die sich aus der Beauftragung von Subunternehmern ergeben, betroffen sind.⁶ Reife KMUs

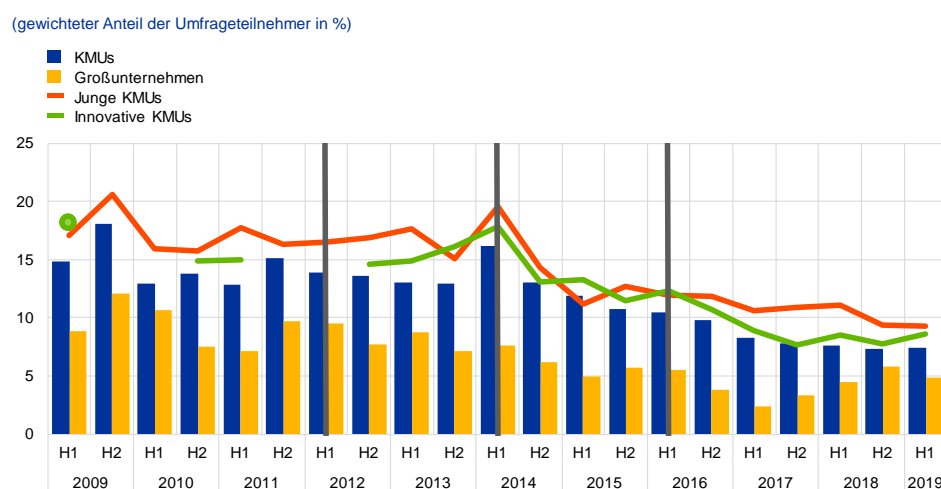
⁴ Die Definition von Unternehmen mit Finanzierungsbeschränkungen findet sich in Abbildung 20 des [Berichts zur SAFE-Umfrage](#).

⁵ Siehe A. Ferrando und K. Mulier, Firms' Financing Constraints: Do Perceptions Match the Actual Situation?, *Economic and Social Review*, Bd. 46, Nr. 1, 2015, S. 87-117.

⁶ Siehe beispielsweise A. N. Berger und G. F. Udell, A more complete conceptual framework for financing of small and medium enterprises, *Policy Research Working Paper Series der Weltbank*, Nr. 3795, 2005; J. D. Rauh, Investment and Financing Constraints: Evidence from the Funding of Corporate Pension Plans, *Journal of Finance*, Bd. 61, Nr. 1, 2006, S. 33-71; C. E. Fee, C. J. Hadlock und J. R. Pierce, Investment, Financing Constraints, and Internal Capital Markets: Evidence from the Advertising Expenditures of Multinational Firms, *The Review of Financial Studies*, Bd. 22, Nr. 6, 2009, S. 2361-2392; C. J. Hadlock und J. R. Pierce, New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index, *The Review of Financial Studies*, Bd. 23, Nr. 5, 2010, S. 1909-1940.

(Geschäftstätigkeit seit mindestens zehn Jahren) waren bei ihrer Finanzierung tendenziell deutlich weniger eingeschränkt als junge Firmen (Geschäftstätigkeit seit weniger als zehn Jahren). Der Erhalt eines Bankkredits war für KMUs, die innovativen Geschäftstätigkeiten nachgingen, mit größeren Hindernissen verbunden als für Unternehmen mit einer überwiegend traditionellen Produkt- und Dienstleistungspalette. Im Allgemeinen stoßen die Unternehmen bei der Finanzierung von Innovationen aufgrund der damit verbundenen zusätzlichen Unsicherheit oftmals auf Schwierigkeiten.⁷ Abbildung 3 liefert einige Belege dafür, dass innovative KMUs stärker von Finanzierungsbeschränkungen betroffen waren.

Abbildung 3
Finanzierungsbeschränkungen für Unternehmen nach Alter und Größe



Quelle: SAFE-Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission.
Anmerkung: Die erste senkrechte graue Linie kennzeichnet die Ankündigung des OMT-Programms, die zweite den Beginn der GLRG I und die Einführung negativer Zinsen und die dritte den Beginn der GLRG II und des CSPP. Es stehen nicht bei jeder Umfrage Informationen über innovative Unternehmen zur Verfügung. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den Zeitraum von April bis September 2019.

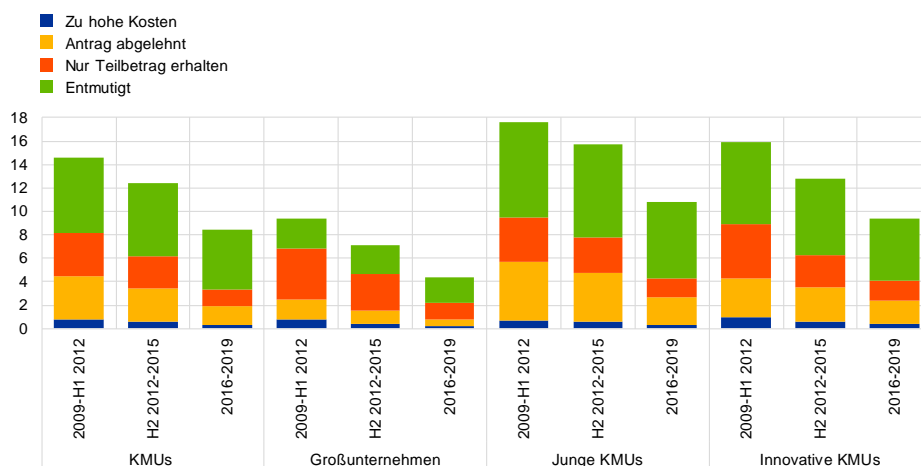
Großunternehmen sind sowohl hinsichtlich des Ausmaßes als auch der Art der Finanzierungsbeschränkungen weniger betroffen als KMUs. Großunternehmen verwiesen häufiger als KMUs auf quantitative Beschränkungen (die Banken gewährten also nur einen Teil des gewünschten Kreditbetrags), erhielten jedoch deutlich seltener eine sofortige Ablehnung als KMUs (siehe Abbildung 4). Darüber hinaus waren KMUs – insbesondere junge und/oder innovative Firmen – häufiger entmutigt, einen Kredit zu beantragen. Der Anteil der entmutigten Unternehmen blieb über den gesamten Betrachtungszeitraum hinweg relativ stabil, während die Ablehnungsrate deutlich sank und 2019 bei KMUs und Großunternehmen einen Tiefstand von 2 % bzw. 1 % erreichte. Die Kosten für Bankkredite waren offenbar für KMUs wie auch Großunternehmen bei der Bestimmung, ob Finanzierungsbeschränkungen vorlagen, vernachlässigbar. Dies spiegelt die erhebliche geldpolitische Akkommodierung seit 2009 wider.

⁷ Siehe V. Acharya und Z. Xu, Financial dependence and Innovation: The case of public versus private firms, Journal of Financial Economics, Bd. 124, Nr. 2, 2017, S. 223-243.

Abbildung 4

Zusammensetzung der Finanzierungsbeschränkungen von Unternehmen nach Alter und Größe

(gewichteter Anteil der Umfrageteilnehmer in %)



Quelle: SAFE-Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den Zeitraum von April bis September 2019.

3 Auswirkungen der geldpolitischen Sondermaßnahmen

In den vergangenen Jahren wurden eine Reihe geldpolitischer Impulse gesetzt, um der anhaltend schwachen Konjunkturlage im Euroraum entgegenzuwirken.

Dabei wurden auch einige Sondermaßnahmen ergriffen, die darauf abzielten, den geldpolitischen Transmissionsmechanismus wiederherzustellen und die Inflation auf nachhaltige Weise wieder dem Preisstabilitätsziel der EZB anzunähern. Sie entfalteten ihre Wirkung über unterschiedliche Kanäle. Einige dieser Maßnahmen erwiesen sich als besonders effektiv, um die Probleme im Bankensektor zu mindern, die Dynamik der Bankkreditvergabe wiederherzustellen und die Finanzierungsbedingungen allgemein zu stützen.⁸ Im Einzelnen wurden folgende Maßnahmen ergriffen:⁹

- Im Sommer 2012 wurde das Programm für geldpolitische Outright-Geschäfte (Outright Monetary Transactions – OMT) angekündigt. Dieses kann aktiviert werden, wenn der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) ein entsprechendes Programm auflegt. Es ermöglicht dann den Ankauf zugelassener Staatsanleihen der Euro-Länder, um starken Verzerrungen an

⁸ Eine umfangreiche Bewertung der Transmissionskanäle der geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB findet sich in: M. Rostagno, C. Altavilla, G. Carboni, W. Lemke, R. Motto, A. Saint Guilhem und J. Yiangou, *A tale of two decades: the ECB's monetary policy at 20*, Working Paper Series der EZB, Nr. 2346, 2019. Siehe auch EZB, *Auswirkungen der Sondermaßnahmen der EZB auf die Finanzierungsbedingungen: Bestandsaufnahme der jüngsten Erkenntnisse*, Kasten 3, Wirtschaftsbericht 2/2017, März 2017.

⁹ Im vorliegenden Aufsatz werden vor allem die geldpolitischen Sondermaßnahmen analysiert, die von Unternehmen in der SAFE-Umfrage bewertet wurden. Deshalb bleiben einige der ergriffenen Sondermaßnahmen, z. B. das Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP) und das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP), unberücksichtigt, obwohl sie sich ebenfalls auf die Finanzierungsbedingungen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Eurogebiet auswirkten.

den Staatsanleihemärkten entgegenzuwirken. Das OMT-Programm wurde bislang nicht genutzt, doch allein die Ankündigung trug dazu bei, die Renditen von Staatsanleihen der finanziell angeschlagenen Länder unmittelbar, erheblich und dauerhaft zu senken.¹⁰ Außerdem minderte die Bekanntgabe den Druck auf die Banken im Euroraum, die solche Staatsanleihen in ihren Portfolios hielten, und stützte dadurch die Kreditvergabe.

- Im Sommer 2014 wurde durch die Leitzinssenkung in den negativen Bereich ein weiterer geldpolitischer Impuls gesetzt.¹¹ Außerdem kommunizierte die EZB wiederholt ihre Absicht, die kurzfristigen Zinsen über längere Zeit auf einem niedrigen Niveau zu halten. Mit dieser Forward Guidance verstärkte sie die Weitergabe der Leitzinssenkungen über den Signalkanal.
- Im März 2016 wurde das CSPP als Bestandteil einer breiteren Maßnahmenpalette im Rahmen des erweiterten APP angekündigt. Das Programm wurde im Juni 2016 aufgelegt. Es ermöglichte umfangreiche direkte Ankäufe zulässiger Anleihen (d. h. Investment-Grade-Anleihen) von Unternehmen im Euroraum.¹² Die Emission solcher Anleihen stellt für Großunternehmen eine Alternative zur Aufnahme von Bankkrediten dar. Somit zielt das OMT-Programm auf eine Verringerung der Fremdfinanzierungskosten dieser Unternehmen ab und schafft gleichzeitig mehr Spielraum für die Bankkreditvergabe an kleinere Unternehmen.¹³
- Um die Vergabe von Unternehmenskrediten zusätzlich zu unterstützen, wurden mehrere Reihen gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) aufgelegt. Welche Beträge die Banken im Rahmen dieser Geschäfte aufnehmen konnten, bemaß sich anhand ihrer anrechenbaren Kreditvergabe an gebietsansässige nichtfinanzielle Unternehmen und private Haushalte (ohne Wohnungsbaukredite) in allen Währungen. Die erste Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG I) wurde im Juni 2014 angekündigt und im September 2014 durchgeführt. Es folgte die zweite Reihe (GLRG II) im Juni 2016 (Ankündigung: März 2016). Schließlich wurde im März 2019 eine dritte Reihe (GLRG III) angekündigt, die im September 2019 begann.¹⁴

All diese Maßnahmen hatten Einfluss darauf, wie die Unternehmen im Euroraum die Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln wahrnahmen

(siehe Abbildung 5 und 6).

¹⁰ Siehe C. Altavilla, D. Giannone und M. Lenza, The financial and macroeconomic effects of the OMT announcements, *International Journal of Central Banking*, Bd. 12, Nr. 3, 2001, S. 29-57.

¹¹ Eine umfassende Bewertung der Auswirkungen der Negativzinsen findet sich in: M. Boucinha und L. Burlon, *Transmission der Geldpolitik in Zeiten von Negativzinsen*, Wirtschaftsbericht 3/2020, EZB, Mai 2020; C. Altavilla, L. Burlon, M. Giannetti und S. Holton, *Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms*, Working Paper Series der EZB, Nr. 2289, 2019.

¹² Eine Beurteilung der Auswirkungen des CSPP findet sich in: EZB, *Umsetzung und Wirkung des EZB-Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors*, Kasten 2, Wirtschaftsbericht 4/2017, Juni 2017.

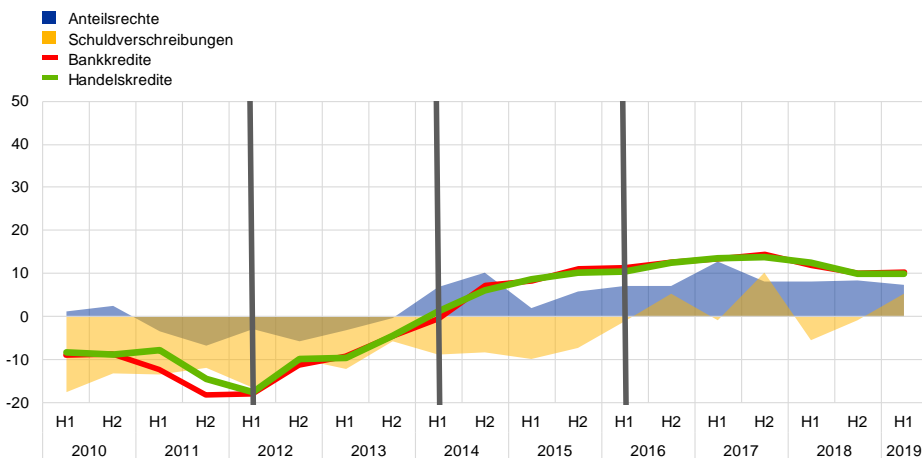
¹³ Siehe B. Grosse-Rueschkamp, S. Steffen und D. Streitz, A Capital Structure Channel of Monetary Policy, *Journal of Financial Economics*, Bd. 133, Nr. 2, 2019, S. 357-378.

¹⁴ Siehe M. Rostagno et al., a. a. O.

Abbildung 5

Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsinstrumenten für KMUs

(prozentualer Saldo der Umfrageteilnehmer, die das betreffende Instrument als relevant einstufen)



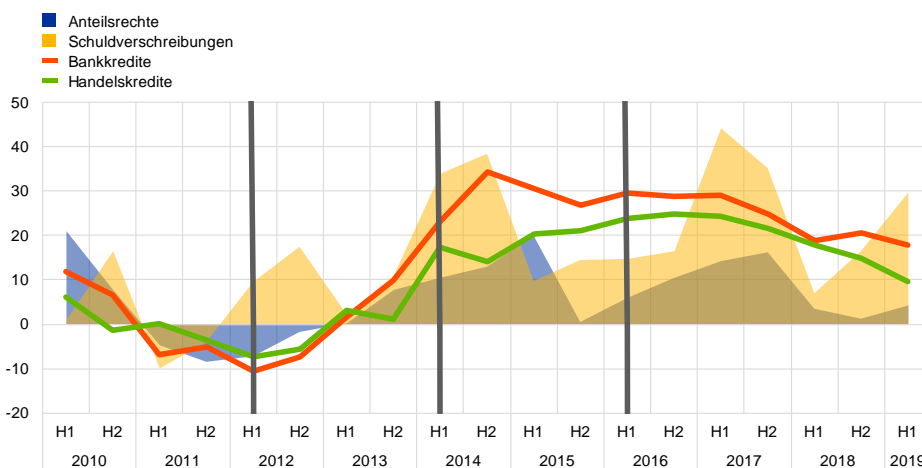
Quelle: SAFE-Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission.

Anmerkung: Die erste senkrechte graue Linie kennzeichnet die Ankündigung des OMT-Programms, die zweite den Beginn der GLRG I und die Einführung negativer Zinsen und die dritte den Beginn der GLRG II und des CSPP. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den Zeitraum von April bis September 2019.

Abbildung 6

Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsinstrumenten für Großunternehmen

(prozentualer Saldo der Umfrageteilnehmer, die das betreffende Instrument als relevant einstufen)



Quelle: SAFE-Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission.

Anmerkung: Der prozentuale Saldo ist die Differenz zwischen dem Anteil der Unternehmen, die einen Anstieg des betreffenden Faktors meldeten, und dem Anteil der Unternehmen, die einen Rückgang angaben. Die erste senkrechte graue Linie kennzeichnet die Ankündigung des OMT-Programms, die zweite den Beginn der GLRG I und die Einführung negativer Zinsen und die dritte den Beginn der GLRG II und des CSPP. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den Zeitraum von April bis September 2019.

Im Gefolge der globalen Finanzkrise wurde der Zugang der KMUs zu Finanzmitteln in einigen Ländern des Euroraums durch die Staatsschuldenkrise zusätzlich erschwert. Da Banken häufig große Bestände an heimischen Staatsanleihen halten, geriet auch dieser Sektor in den betroffenen Ländern an den Finanzmärkten unter Druck und verzeichnete einen Anstieg der Refinanzierungskosten. Außerdem rationierten die Banken verstärkt ihre Kreditvergabe an KMUs. Vor diesem Hintergrund wurde das OMT-Programm mit dem ausdrücklichen Ziel angekündigt, an den Finanzmärkten der angeschlagenen Länder eine Entspannung

herbeizuführen und dort auf diesem Wege den Zugang zu Finanzmitteln indirekt zu verbessern.

Durch die Ankündigung des OMT-Programms verbesserte sich der Zugang zu Krediten. Unmittelbar vor der Bekanntgabe des Programms meldeten per saldo 18 % der KMUs und 10 % der Großunternehmen im Euroraum eine schlechtere Verfügbarkeit von Bankkrediten (siehe Abbildung 6 und 7).¹⁵ Das Programm markierte einen Wendepunkt in der Wahrnehmung der Unternehmen; dies bestätigen auch ökonometrische Untersuchungen. So belegen Ferrando et al., dass KMUs aus anfälligen Ländern in den sechs Monaten nach der Ankündigung des OMT-Programms weniger häufig angaben, ihre Kreditanträge seien nur anteilig bewilligt worden oder sie hätten aus Angst vor Ablehnung von einer Antragstellung abgesehen.¹⁶

Trotz der positiven Auswirkungen des OMT-Programms und der übrigen geldpolitischen Sondermaßnahmen hat sich das Kreditangebot an nichtfinanzielle Unternehmen seit der europäischen Staatsschuldenkrise in den Ländern des Euroraums unterschiedlich entwickelt (siehe Abbildung 7). Laut Corbisiero und Faccia wurden Kreditanträge nichtfinanzieller Unternehmen in den Ländern, die von der Staatsschuldenkrise stärker betroffen waren, tendenziell häufiger abgelehnt.¹⁷ Ausschlaggebend für die Ablehnungsentscheidungen der Banken war die Solidität der eigenen Bilanz und insbesondere der Bestand an notleidenden Krediten. Dies deutet darauf hin, dass angebotsseitige Faktoren die Kreditvergabe in den betreffenden Ländern in der Tat maßgeblich dämpften. Banken mit relativ hohen Beständen an notleidenden Krediten reichen üblicherweise selbst an kreditwürdige Unternehmen weniger Kredite aus.¹⁸ Hohe Bestände an notleidenden Krediten wurden in den anfälligen Ländern vor allem während der europäischen Staatsschuldenkrise verzeichnet. Die Bilanzschwäche einzelner Banken in angeschlagenen Ländern könnte demnach zu dieser schwachen Kreditdynamik beigetragen haben. Insgesamt bestätigt die genannte empirische Evidenz die Einschätzung, dass die geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB erfolgreich zur Verbesserung der Bedingungen für die Kreditgewährung an KMUs beitragen. Sie steht auch im Einklang mit der Wahrnehmung der Banken hinsichtlich der geldpolitischen Transmission.¹⁹

¹⁵ Der prozentuale Saldo ist die Differenz zwischen dem Anteil der Unternehmen, die einen Anstieg des betreffenden Faktors meldeten, und dem Anteil der Unternehmen, die einen Rückgang angaben.

¹⁶ Siehe A. Ferrando, A. Popov und G. F. Udell, Do SMEs Benefit from Unconventional Monetary Policy and How? Microevidence from the Eurozone, Journal of Money, Credit and Banking, Bd. 51, Nr. 4, 2019, S. 896-928.

¹⁷ Siehe G. Corbisiero und D. Faccia, [Firm or bank weakness? Access to finance since the European sovereign debt crisis](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2361, 2020.

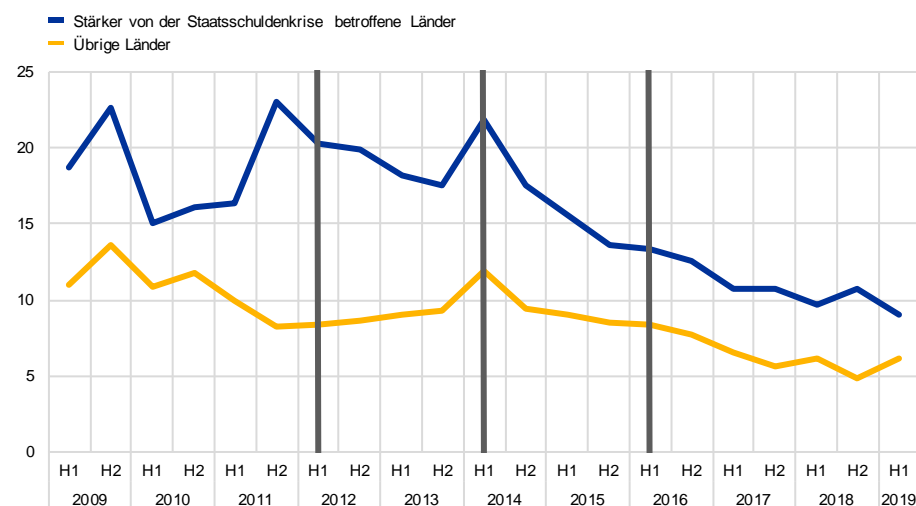
¹⁸ Die Untersuchung belegt, dass sich die wichtigsten Erkenntnisse auch dann als robust erweisen, wenn eine alternative Definition von Kreditlehnungen zugrunde gelegt wird und wenn für die Unternehmen, die Verbindungen zu mehreren Banken unterhalten, ein alternatives Matching-Kriterium verwendet wird, bei dem die Unternehmen entweder ihrer erstgenannten Bank oder der gesündesten unter den von ihnen genannten Banken zugeordnet werden. Zudem ist festzustellen, dass eine höhere Konzentration notleidender Unternehmen in den Peripheriestaaten keinen Einfluss auf die Ergebnisse hat. Siehe auch den Bericht zur Umfrage zum Kreditgeschäft vom Juli 2018.

¹⁹ Weitere Belege finden sich in: L. Burlon, M. Dimou, A.-C. Dražňanský und P. Köhler-Ulbrich, [Was sagt die Umfrage zum Kreditgeschäft über die Kreditbedingungen für Unternehmen im Euro-Währungsgebiet aus?](#), Wirtschaftsbericht 8/2019, EZB, Dezember 2019.

Abbildung 7

KMUs mit Finanzierungsbeschränkungen in den stärker von der Staatsschuldenkrise betroffenen Ländern

(gewichteter Anteil der Umfrageteilnehmer in %)



Quelle: SAFE-Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission.

Anmerkung: Bei den stärker von der Staatsschuldenkrise betroffenen Ländern handelt es sich um Irland, Griechenland, Spanien, Italien, Zypern und Portugal. Die erste senkrechte graue Linie kennzeichnet die Ankündigung des OMT-Programms, die zweite den Beginn der GLRG I und die Einführung negativer Zinsen und die dritte den Beginn der GLRG II und des CSPP. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den Zeitraum von April bis September 2019.

Verschiedene Untersuchungen belegen, dass sich die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen durch die GLRGs in mehrfacher Hinsicht verbesserten; unter anderem erhöhte sich die tatsächliche und die erwartete Verfügbarkeit von Krediten, und die Zinsaufwendungen sanken.²⁰

Die Verfügbarkeit von Bankkrediten verbesserte sich nicht nur für die Unternehmen in den Ländern, die stärker von der europäischen Staatsschuldenkrise betroffen waren, sondern auch – und zwar sogar noch stärker – für Firmen im Rest des Euroraums. Ferner gab es Unterschiede je nach Art des Unternehmens. So profitierten mittlere/große sowie reife Unternehmen am meisten, denn bei ihnen haben sich die Kreditbeschränkungen nachweislich stärker auf die Investitionen ausgewirkt.²¹

Neben Bankkrediten ist für KMUs auch der Zugang zu anderen Finanzierungsquellen von Bedeutung. Die KMUs im Eurogebiet finanzieren sich zwar bislang vorwiegend über Bankkredite. Gleichwohl führen die seit der globalen Finanzkrise eingetretenen Veränderungen an den Finanzmärkten und die seither bestehenden Schwierigkeiten im Bankensektor deutlich vor Augen, dass KMUs durch eine Diversifizierung der Außenfinanzierungsquellen ihre Widerstandsfähigkeit gegenüber

²⁰ Siehe A. Afonso und J. Sousa-Leite, The Transmission of Unconventional Monetary Policy to Bank Credit Supply: Evidence from the TLTRO, REM Working Paper Series, Nr. 65, 2019.

²¹ Siehe M. García-Posada Gómez, Credit Constraints, Firm Investment and Employment: Evidence from survey Data, Journal of Banking and Finance, Bd. 99, 2019, S. 121-141.

negativen finanziellen und realwirtschaftlichen Schocks maßgeblich erhöhen können.²²

Auch die Ankäufe von Unternehmensanleihen im Rahmen des CSPP trugen dazu bei, den Zugang der KMUs zu Finanzmitteln zu verbessern. Betz und De Santis zeigen, dass sich der Markt für Unternehmensanleihen im Euroraum durch das CSPP deutlich vergrößert hat; dadurch wurden die Banken veranlasst, ihre Kreditvergabe an kleinere Unternehmen auszuweiten.²³ Aus der SAFE-Umfrage geht hervor, dass sich die Verfügbarkeit von Bankkrediten für KMUs in diesem Zeitraum erhöhte, während bei großen Unternehmen eine regere Emission von Schuldverschreibungen festzustellen war (siehe Abbildung 5 und 6).

Ein weiterer, noch nicht erörterter Transmissionskanal, über den sich geldpolitische Sondermaßnahmen auf den Zugang der KMUs zu Finanzierungsquellen auswirken können, sind die Erwartungen dieser Unternehmen zur künftigen Verfügbarkeit von Finanzmitteln. Ferrando et al. untersuchen, wie sich die Erwartungen der KMUs hinsichtlich ihres künftigen Kreditzugangs auf ihre Entscheidungen auswirken, und finden Belege für einen „Finanzierungserwartungskanal“ der geldpolitischen Transmission.²⁴ Dieser ergänzt den gängigen „Bankkreditkanal“, bei dem sich die Geldpolitik über die Veränderung von Volumen und Zusammensetzung der Bankkreditvergabe auf die Realwirtschaft überträgt. Die Autoren liefern Hinweise darauf, dass sich die Ankündigungen von drei der oben erwähnten geldpolitischen Sondermaßnahmen – OMT-Programm, negative Zinsen und CSPP – signifikant auf die Erwartungen zur künftigen Verfügbarkeit von Krediten auswirkten (siehe Abbildung 8). Unmittelbar nach Ankündigung der Maßnahmen hellten sich die Erwartungen der KMUs in Bezug auf ihren künftigen Kreditzugang auf. Standen diese Unternehmen in einer Kreditbeziehung zu Banken, bei denen maßnahmenbedingt mit einer Ausweitung der Kreditvergabe an KMUs zu rechnen war, fiel die Verbesserung relativ betrachtet deutlicher aus.²⁵ Die Autoren belegen außerdem, dass KMUs, die mit einer Verbesserung der Bankkreditversorgung rechneten, vergleichsweise mehr investierten und mehr neue Mitarbeiter einstellten.

²² Siehe F. De Fiore und H. Uhlig, *Corporate Debt Structure and the Financial Crisis*, *Journal of Money, Credit and Banking*, Bd. 47, Nr. 8, 2015, S. 1571-1598.

²³ Siehe F. Betz und R. De Santis, [ECB corporate QE and the loan supply to bank-dependent firms](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2314, 2019.

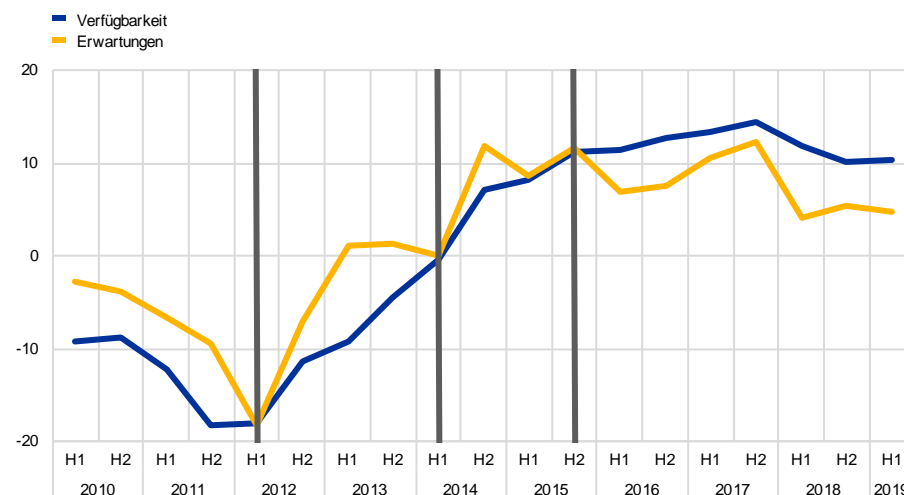
²⁴ Siehe A. Ferrando, A. Popov und G. F. Udell, *A Funding Expectations Channel of Monetary Policy*, Working Paper Series der EZB, im Erscheinen. In einem weiteren Beitrag wird die Erwartungsbildung in Bezug auf die Verfügbarkeit von Bankfinanzierungen für KMUs im Euroraum untersucht; siehe A. Ferrando, I. Ganoulis und C. Preuss, [Firms' expectations on the availability of credit since the financial crisis](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2341, 2019. Die Unternehmen ziehen dabei offenbar eine größere Spanne verfügbarer Informationen, heran, z. B. zum Umsatz und Gewinn sowie zur allgemeinen Wirtschaftslage. Vor allem scheinen sie sowohl vergangenheits- als auch zukunftsgerichtete Faktoren zu berücksichtigen, darunter teilweise auch wichtige geldpolitische Ankündigungen wie die des OMT-Programms.

²⁵ Dies könnte durchaus auf einige zusätzliche Faktoren zurückzuführen sein, die durch die Ankündigung der Maßnahmen aktiviert wurden. So heben Altavilla et al. beispielsweise in Bezug auf die Negativzinspolitik einen weiteren geldpolitischen Transmissionskanal hervor. Über diesen können gesunde Banken die negativen Zinssätze an Einleger aus dem Unternehmenssektor weitergeben, ohne dass ihnen Einbußen bei der Finanzierung entstehen. Außerdem zeigen die Autoren, dass die Negativzinspolitik bei den Unternehmen Portfolioumschichtungen auslöst und somit einen zusätzlichen Impuls für die Wirtschaft liefert.

Abbildung 8

Ankündigungen geldpolitischer Sondermaßnahmen und Erwartungen der KMUs zur Verfügbarkeit von Bankkrediten

(prozentualer Saldo der Umfrageteilnehmer, die das betreffende Instrument als relevant einstufen)



Quelle: SAFE-Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission.

Anmerkung: Der prozentuale Saldo ist die Differenz zwischen dem Anteil der Unternehmen, die einen Anstieg des betreffenden Faktors meldeten, und dem Anteil der Unternehmen, die einen Rückgang angaben. Die erste senkrechte graue Linie kennzeichnet die Ankündigung des OMT-Programms, die zweite den Beginn der GLRG I und die Einführung negativer Zinsen und die dritte den Beginn der GLRG II und des CSPP. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den Zeitraum von April bis September 2019.

Insgesamt gibt es eine starke empirische Evidenz für den positiven Effekt der geldpolitischen Sondermaßnahmen, die die EZB in den vergangenen Jahren ergriffen hat, um die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen und insbesondere der KMUs im Eurogebiet zu stützen. Die verfügbare Evidenz legt vor allem nahe, dass die Sondermaßnahmen ihre Wirkung über unterschiedliche Kanäle entfalteten und dass ihr Einfluss von Land zu Land etwas variierte. Bei der Interpretation der Ergebnisse gilt es zu bedenken, dass eine Isolation der Effekte geldpolitischer Maßnahmen stets mit Schwierigkeiten verbunden ist. Im Falle der hier vorgestellten Forschungsbeiträge wird die Identifizierung des Beitrags der Geldpolitik auch noch dadurch erschwert, dass es sich um nichtkonventionelle Maßnahmen handelt, die nur eine sehr begrenzte Anzahl an Beobachtungszeiträumen ermöglichen.

4 Finanzierungsmuster und Finanzverhalten

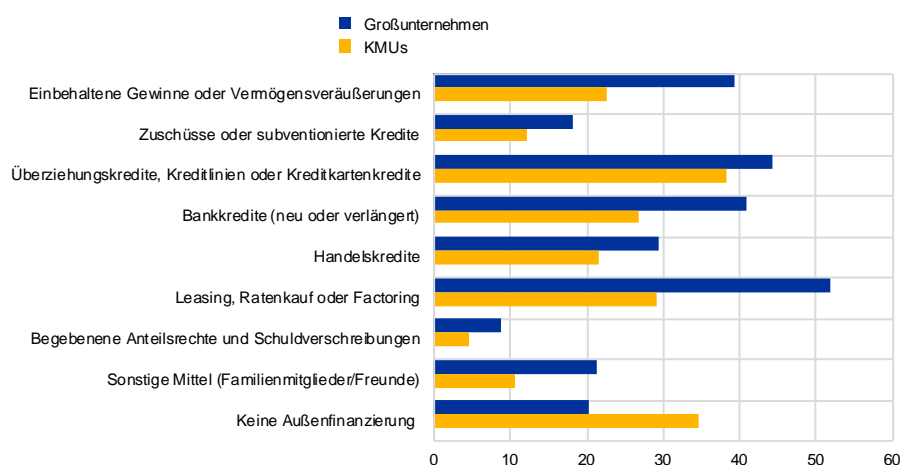
Trotz verbesserter Finanzierungsbedingungen und der bisher umgesetzten politischen Maßnahmen bestehen nach wie vor einige strukturelle Herausforderungen, was den Zugang der KMUs zu Finanzmitteln betrifft.

Zurückzuführen ist dies hauptsächlich darauf, dass die Unternehmen im Euro-Währungsgebiet nach wie vor nicht alle verfügbaren Finanzierungsmöglichkeiten nutzen. Dieses strukturelle Merkmal wird nachfolgend für den Zeitraum von April bis September 2019 untersucht. Es wird also eine Momentaufnahme davon geliefert, welche Finanzierungsmöglichkeiten die im Euroraum ansässigen Unternehmen im Gefolge der beschriebenen Entwicklungen in Anspruch nahmen.

Die Finanzierungsmöglichkeiten der Unternehmen im Eurogebiet beschränken sich auf wenige Instrumente, die zumeist mit dem Bankensektor in Verbindung stehen. Bei Großunternehmen spielen zudem Leasing und Factoring und bei KMUs auch Handelskredite eine Rolle (siehe Abbildung 9). Je nach Firmengröße gibt es zwar Unterschiede, aber die relative Bedeutung der Finanzierungsquellen bleibt insgesamt gleich. So nutzen KMUs externe Finanzierungsmöglichkeiten tendenziell weniger häufig. Mindestens ein Drittel von ihnen gibt an, keine Außenfinanzierungsmittel in Anspruch genommen zu haben. Zum Vergleich: Bei Großunternehmen liegt dieser Anteil bei 20 %. Unabhängig von der Unternehmensgröße werden markt-basierte Finanzierungsmittel (d. h. Fremdkapital oder externes Eigenkapital) nur in begrenztem Umfang genutzt.

Abbildung 9
Nutzung von Finanzierungsquellen durch Unternehmen im Euroraum

(gewichteter Anteil in % im Zeitraum 2009-2019)



Quelle: SAFE-Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission.
Anmerkung: Relevante und in den vergangenen sechs Monaten in Anspruch genommene Finanzierungsquellen.

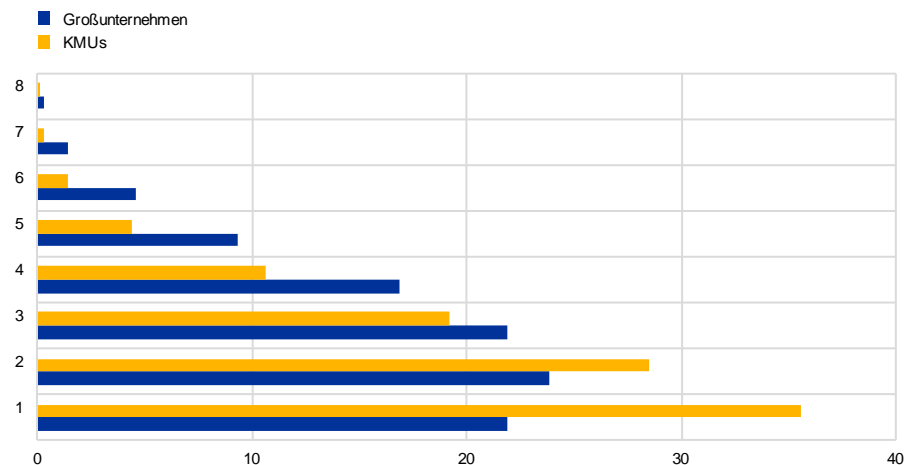
KMUs nutzen nur eine begrenzte Anzahl an Finanzierungsquellen. Abbildung 10 zeigt die Verteilung der von KMUs und von Großunternehmen in Anspruch genommenen Finanzierungsquellen. Wie von der Fachliteratur nahegelegt²⁶, geht aus den Daten hervor, dass KMUs ihre Finanzierungsquellen im Gegensatz zu Großunternehmen nicht besonders stark diversifizieren. Viele KMUs (36 %) beschränken sich auf eine einzige Finanzierungsart. Bei den Großunternehmen fällt der entsprechende Anteil hingegen geringer aus (22 %). Der Anteil der Unternehmen, die vier oder mehr Finanzierungsquellen nutzen, ist bei den Großunternehmen fast doppelt so hoch wie bei den KMUs.

²⁶ Siehe A. Berger und G. Udell, The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle, Journal of Banking & Finance, Bd. 22, Nr. 6-8, 1998, S. 613-673; R. Cressy und C. Olafsson, European SME Financing: An Overview, Small Business Economics, Bd. 9, Nr. 2, 1997, S. 87-96; M. Lawless, B. O'Connell und C. O'Toole, Financial structure and diversification of European firms, Applied Economics, Bd. 47, Nr. 23, 2015, S. 2379-2398.

Abbildung 10

Anzahl der genutzten Finanzierungsquellen nach Unternehmensgröße

(gewichteter Anteil in % im Zeitraum 2009-2019)



Quelle: SAFE-Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt, wie häufig Unternehmen die betreffende Anzahl unterschiedlicher Finanzierungsquellen zur Finanzierung ihrer Geschäfte verwendet haben.

Je nach Firmengröße nutzen Unternehmen verschiedene Kombinationen von Finanzinstrumenten. Um eine Taxonomie der Finanzierungsmuster zu erstellen, werden die Unternehmen, die an der SAFE-Umfrage teilnehmen, anhand der von ihnen genutzten Finanzierungsquellen in Cluster zusammengefasst. In Kasten 1 werden die Ergebnisse der vorgenommenen Clusteranalyse dargestellt. Sie beruhen auf der Umfrage für den Zeitraum von April bis September 2019. Die Taxonomie liefert eine Momentaufnahme des Finanzierungsverhaltens der Unternehmen im Euroraum bis kurz vor der Corona-Krise. Sie bezieht sich zwar naturgemäß nur auf den betreffenden Zeitraum der zugrunde gelegten Umfrage, doch zeigt eine Auswertung der Umfragen für alternative Zeiträume, z. B. von April bis September 2012, dass die Unternehmen weitgehend ähnliche Finanzierungsstrukturen aufwiesen.²⁷ Bei der Umfrage für den Zeitraum von April bis September 2019 entfallen auf jeden der acht Cluster rund 7 % bis 10 % der Gesamtzahl der Unternehmen. Eine Ausnahme bildet der größte Cluster, in dem Unternehmen zusammengefasst sind, die eigenen Angaben zufolge keine Außenfinanzierungsquellen verwenden (38 %). Die in Tabelle 1 dargestellte Taxonomie belegt, dass Großunternehmen (abgegrenzt anhand ihrer Beschäftigtenzahl oder ihres Umsatzes) vielfältigere Finanzierungsquellen nutzen als KMUs und auch eher an den Aktienmärkten notiert sind oder einer Unternehmensgruppe angehören. Den Clustern mit einer größeren Anzahl von Finanzinstrumenten (Cluster *Gemischt – Markt*, *Gemischt – Familienmitglieder/Freunde* sowie *Gemischt – Zuschüsse*; siehe Kasten 1) gehören anteilmäßig mehr Großunternehmen an. Dies zeigt sich insbesondere, wenn man zwischen Unternehmen mit sehr hohem Umsatz (mehr als 50 Mio €) und niedrigem Umsatz (weniger als 10 Mio €) unterscheidet. Dagegen finden sich KMUs tendenziell eher in den Clustern, deren wichtigste Finanzierungsinstrumente flexible kurzfristige

²⁷ Die Taxonomie hat sich zusammen mit den Finanzierungsbedingungen der Unternehmen im Laufe der Zeit leicht verändert. Dies lässt sich daran ablesen, dass sich die empirische Analyse für 2012 auf sieben statt acht Cluster bezieht, da sich keine Unternehmen dem Cluster mit der umfangreichen Inanspruchnahme von Zuschüssen oder subventionierten Krediten zuordnen lassen.

Schuldtitel oder langfristige Bankkredite sind. Auch die Kombination aus Leasing/Factoring und kurzfristigen Darlehen war für KMUs von besonderer Relevanz (Cluster *Hauptsächlich Leasing/Factoring*).

Kasten 1

Taxonomie der Finanzierungsmuster im Euro-Währungsgebiet – eine Clusteranalyse

A. Ferrando und K. Bańkowska

Die Finanzierungsmuster von Unternehmen im Euroraum wurden in einer empirischen Analyse mithilfe eines Clusteransatzes bestimmt. Dieser ähnelt dem in den Forschungsarbeiten von Moritz et al. und Masiak et al. verwendeten Verfahren.²⁸ In der Clusteranalyse wurden die Unternehmen auf Basis ihres Einsatzes von insgesamt neun Finanzierungsinstrumenten (siehe Abbildung 9) in Gruppen unterteilt. Dabei sollten einerseits homogene Gruppen entstehen (geringe clusterinterne Varianz), andererseits sollten sich die Gruppen aber auch stark voneinander unterscheiden (hohe clusterübergreifende Varianz). Grundlage der empirischen Analyse war die Umfragerunde, die den Zeitraum von April bis September 2019 abdeckte. Insgesamt 10 732 Unternehmen machten Angaben darüber, ob sie in den vergangenen sechs Monaten Innen- oder Außenfinanzierungsquellen für ihre Geschäftstätigkeit genutzt hatten. Da die Taxonomie nur auf einer einzigen Erhebungsrunde beruht, liefert sie eine Momentaufnahme des Finanzierungsverhaltens der Unternehmen im Euroraum.²⁹

Nach Anwendung des oben genannten Verfahrens ergaben sich acht Cluster, die in Tabelle A dargestellt sind. Zuerst werden die Cluster aufgeführt, die mehrere verschiedene Finanzierungsinstrumente beinhalten. Die Zahl der Finanzierungsoptionen nimmt dann von Cluster zu Cluster immer weiter ab. Ein Cluster umfasst jeweils etwa 7 % bis 10 % der Gesamtzahl an Unternehmen. Dies gilt nicht für den letzten, großen Cluster, der den Anteil der Unternehmen enthält, die angeben, keine Außenfinanzierungsquellen verwendet zu haben (38 %).

Cluster 1 (*Gemischt – Markt*): Die Unternehmen in diesem Cluster nutzen ein breites Spektrum an Instrumenten. Sie machen am häufigsten von einbehaltenen Gewinnen und Vermögensveräußerungen Gebrauch (81 %) und greifen zugleich in hohem Maße auf kurz- und langfristige Kredite zurück (58 % bzw. 34 %). Es ist der einzige Cluster mit Unternehmen, die sich Zugang zu marktbasierter Finanzierung verschaffen (26 %). Auch Leasing und Factoring (50 %) sind relativ wichtige Finanzierungsinstrumente für diese Gruppe, gefolgt von Handelskrediten (40 %).

Cluster 2 (*Gemischt – Familienmitglieder/Freunde*): Hauptmerkmal dieses Clusters ist, dass alle darin enthaltenen Unternehmen auf Finanzierungsmittel von verbundenen Unternehmen oder von Familienmitgliedern und Freunden zurückgreifen. Zudem kennzeichnet diese Gruppe eine

²⁸ Siehe A. Moritz, J. H. Block und A. Heinz, Financing Patterns of European SMEs: An Empirical Taxonomy, *Venture Capital*, Bd. 18, Nr. 2, 2016, S. 115-148; C. Masiak, A. Moritz und F. Lang, Financing patterns of European SMEs revisited: an updated empirical taxonomy and determinants of SME financing clusters, EIF Working Paper, Nr. 40, 2017. Beide Studien basieren auf früheren Umfragerunden (2013 und 2015) und beziehen sich nur auf KMUs.

²⁹ Technisch gesehen handelt es sich bei dem gewählten Verfahren um eine hierarchische Clusteranalyse mit dem Dice-Koeffizienten als Ähnlichkeitsmaß. Für das Fusionieren von Clustern in aufeinanderfolgenden Stufen wurde der Ward-Algorithmus verwendet. Um die Anzahl der Cluster festzulegen, wurde das entstandene Dendrogramm gesichtet. Dabei fanden unterschiedliche Kriterien, sogenannte Stop-Regeln, Berücksichtigung, z. B. der Varianzquotient und die Duda-Hart-Indizes. Siehe E. Mooi, M. Sarstedt und I. Mooi-Reci, *Market Research: The Process, Data, and Methods Using Stata*, in: Springer Texts in Business and Economics, 2018.

überwiegende Nutzung von kurzfristigen Bankkrediten (50 %) sowie von Leasing und Factoring (39 %).

Cluster 3 (*Gemischt – Zuschüsse*): Alle Unternehmen dieses Clusters nutzen subventionierte Kredite zur Ausübung ihrer Geschäftstätigkeit. Diese werden mit Bankprodukten (kurzfristige Bankkredite: 58 %; langfristige Bankkredite: 48 %) sowie Leasing und Factoring (41 %) kombiniert.

Cluster 4 (*Hauptsächlich Handelskredite*): Diese Unternehmen greifen für ihre Geschäfte lediglich auf Handelskredite zurück. Hinzu kommen kurzfristige Bankkredite (54 %) und in geringerem Umfang langfristige Bankkredite (26 %). Auch Leasing und Factoring spielen eine vergleichsweise bedeutende Rolle (38 %).

Cluster 5 (*Hauptsächlich Bankkredite*): Dieser Cluster setzt sich aus Unternehmen zusammen, die sowohl lang- als auch kurzfristige Bankkredite nutzen (55 %). Ein weiteres Finanzierungsinstrument dieser Unternehmen ist das Leasing und Factoring (37 %).

Cluster 6 (*Hauptsächlich Leasing und Factoring*): Für die Unternehmen dieses Clusters sind Leasing und Factoring die wichtigsten Finanzierungsquellen. Hinzu kommen kurzfristige Kredite (39 %).

Cluster 7 (*Nur kurzfristige Kredite*): Dieser Cluster enthält Unternehmen, die ausschließlich von kurzfristigen Finanzierungen Gebrauch machen. Ihr Anteil an der gesamten Stichprobe beläuft sich auf 8,7 %.

Cluster 8 (*Keine Außenfinanzierung*): Der letzte Cluster umfasst 38 % der gesamten Stichprobe und ist damit am größten. Die darin enthaltenen Unternehmen nutzen keine Außenfinanzierungsmittel. Nur 9 % von ihnen gaben an, in den letzten sechs Monaten auf Innenfinanzierungsmittel zurückgegriffen zu haben.

Tabelle A
Zusammensetzung der Cluster

(in %)

	Gemischt (Markt)	Gemischt (Familienmitglieder/Freunde)	Gemischt (Zuschüsse)	Gemischt (Handelskredite)	Hauptsächlich Bankkredite	Hauptsächlich Leasing/ Factoring	Nur kurzfristige Kredite	Keine Außenfinanzierung	Pearson-Chi-Quadrat
Einbehaltene Gewinne oder Vermögensveräußerungen	81,0 %	23,0 %	23,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	9,0 %	4 443,5***
Zuschüsse oder subventionierte Kredite	5,0 %	9,0 %	100,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	8 901,7***
Überziehungskredite, Kreditlinien oder Kreditkartenkredite	58,0 %	50,0 %	58,0 %	54,0 %	55,0 %	39,0 %	100,0 %	0,0 %	4 520,7***
Bankkredite (neu oder verlängert)	34,0 %	25,0 %	48,0 %	26,0 %	100,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	5 491,3***
Handelskredite	40,0 %	26,0 %	27,0 %	100,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	6 469,1***
Leasing, Ratenkäufe oder Factoring	50,0 %	39,0 %	41,0 %	38,0 %	37,0 %	100,0 %	0,0 %	0,0 %	5 110,8***
Begebene Anteilsrechte und Schuldverschreibungen	26,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2 450,9***
Sonstige Finanzierungsmittel	5,0 %	100,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	9 620***
Keine Außenfinanzierung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	100,0 %	10 372***
Keine Beobachtungen	1 078	769	787	962	839	1 087	904	3 946	
Anteil der Unternehmen in %	10,4 %	7,4 %	7,6 %	9,3 %	8,1 %	10,5 %	8,7 %	38,0 %	

Quellen: SAFE-Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission und eigene Berechnungen der Autoren.

 Anmerkung: N = 10 372; die Pearson-Chi-Quadrat-Tests der kategorialen Variablen sind mit $p < 0,01$ alle signifikant.

Tabelle 1
Clustervergleich anhand von Unternehmensmerkmalen

		Gemischt (Markt)	Gemischt (Familienmitglieder/Freunde)	Gemischt (Zuschüsse)	Gemischt (Handelskredite)	Hauptsächlich Bankkredite	Hauptsächlich Leasing/ Factoring	Nur kurzfristige Kredite	Keine Außenfinanzierung
Größe/Beschäftigtenzahl	Großunternehmen	19,0	13,4	11,1	9,4	9,6	12,1	3,7	21,7
	KMUs	8,8	6,4	7,3	7,0	7,7	11,1	9,6	42,2
Umsatz	≤ 2 Mio €	5,7	5,6	5,6	6,1	6,7	8,8	11,7	50,0
	> 2 Mio € bis 10 Mio €	10,9	7,5	8,7	7,3	9,3	15,8	7,3	33,1
	> 10 Mio € bis 50 Mio €	15,5	10,2	11,4	8,4	10,6	13,6	4,9	25,4
	> 50 Mio €	22,2	13,9	11,4	11,2	8,9	10,8	3,4	18,2
Alter	≥ 10 Jahre	12,3	8,6	8,7	7,9	8,4	11,5	7,7	34,8
	5 Jahre bis unter 10 Jahren	7,8	8,0	7,1	6,5	6,8	10,0	9,3	44,5
	< 5 Jahre	12,5	9,5	5,7	6,6	7,0	11,5	6,1	41,3
Finanziell eingeschränkt	Nein	15,4	7,6	14,0	8,5	13,9	9,4	8,6	22,6
	Ja	15,9	14,9	11,1	15,8	8,2	8,4	6,0	19,7
Anfällige Unternehmen	Nein	12,0	8,2	8,3	7,8	8,3	11,6	7,6	36,1
	Ja	10,8	22,0	14,8	5,0	7,8	5,0	11,0	23,4
Profitable Unternehmen	Nein	11,9	8,9	8,8	7,8	8,5	11,4	7,9	35,0
	Ja	14,3	4,2	3,7	7,9	5,8	11,7	4,9	47,7
Familienunternehmen	Nein	12,9	11,1	10,9	7,4	7,3	13,2	5,0	32,2
	Ja	11,7	7,7	7,6	7,9	8,7	10,7	8,7	37,1
Börsennotiert	Nein	11,8	8,5	8,3	7,7	8,3	11,4	8,0	36,2
	Ja	17,6	11,3	12,7	9,5	8,9	12,1	1,3	26,6
Sektoren	Industrie	17,2	11,5	12,2	10,2	8,3	11,0	4,3	25,3
	Baugewerbe	11,5	7,2	7,4	8,8	9,8	13,3	8,3	33,8
	Handel	12,8	7,9	7,1	10,9	8,9	8,0	10,0	34,4
	Dienstleistungen	9,3	7,8	7,6	5,0	7,7	12,8	8,2	41,7
Innovative Unternehmen	Nein	9,5	6,6	6,4	6,5	7,6	11,1	8,5	44,0
	Ja	14,3	10,4	10,3	8,9	8,9	11,7	7,1	28,6
Exportunternehmen	Nein	7,9	6,5	7,4	5,8	8,4	11,3	9,0	43,7
	Ja	16,8	11,3	9,9	10,1	8,3	11,7	6,1	25,9
Erwartetes künftiges Wachstum	Über 20 % pro Jahr	13,9	11,5	10,7	9,8	8,2	8,2	7,8	30,0
	Unter 20 % pro Jahr	13,8	8,5	9,4	8,5	9,0	12,6	7,3	31,1
	Kein Wachstum erwartet	9,4	8,4	7,4	5,9	7,7	10,6	8,1	42,5
	Schrumpfung erwartet	9,4	9,7	5,7	6,8	5,9	10,4	8,2	44,0

Quellen: SAFE-Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission und eigene Berechnungen der Autoren.

Anmerkung: Die Clusteranalyse bezieht sich auf den Zeitraum von April bis September 2019. Der Pearson-Chi-Quadrat-Test und Cramer's V für kategoriale Variablen sind alle bei $p < 0,01$ (nicht gemeldet) signifikant. Die dargestellten Prozentsätze sind gewichtet.

Finanzschwache Unternehmen erhielten tendenziell häufiger Mittel von Familienmitgliedern und Freunden oder von verbundenen Unternehmen.

Finanzschwache Unternehmen sind definiert als Unternehmen, die entweder finanziell eingeschränkt (wie in Abschnitt 2 erläutert) oder finanziell anfällig sind, da sie aufgrund sinkender Gewinne und Umsätze und steigender Zinsaufwendungen Probleme haben, ihre bestehenden Schulden zu bedienen.³⁰ Diese Unternehmen erhielten der Tendenz nach häufiger Mittel von Familienmitgliedern oder Freunden sowie von verbundenen Unternehmen (Cluster *Gemischt – Familienmitglieder/Freunde*) oder über Handelskredite (Cluster *Gemischt – Handelskredite*; siehe Tabelle 1). Darüber hinaus nahmen finanziell anfällige Unternehmen eher Zuschüsse oder subventionierte Bankkredite in Anspruch. Dagegen gehörten verhältnismäßig viele profitable Unternehmen – vermutlich aufgrund hoher einbehaltener Gewinne – dem Cluster *Keine Außenfinanzierung* an. Profitable Unternehmen verwendeten häufiger eine breite Palette an Finanzinstrumenten, darunter auch marktbasierende Instrumente (Cluster *Gemischt – Zuschüsse*). Gleiches gilt für innovative Firmen und Exportunternehmen. Auch kurz- und langfristige Bankkredite stellten für diese drei Unternehmensgruppen eine wichtige Finanzierungsquelle dar.

Wie stark die Unternehmen ihre Finanzierungsquellen diversifizierten, war von Sektor zu Sektor unterschiedlich.

Industrieunternehmen gehörten etwas häufiger dem Cluster mit stärker diversifizierten Finanzierungsmöglichkeiten an (Cluster *Gemischt – Markt*). Industrieunternehmen sind im Schnitt größer und zählen mit höherer Wahrscheinlichkeit zur Exportwirtschaft. Sie sind üblicherweise in der Lage, Fremdfinanzierungsmittel und langfristige Finanzierungsmittel aufzunehmen, da sie entsprechende Sicherheiten bereitstellen können. Dagegen nutzen Unternehmen aus dem Baugewerbe eher durch Vermögenswerte besicherte Finanzierungsinstrumente und kurzfristige Bankkredite, wie dies im Cluster *Hauptsächlich Leasing/Factoring* der Fall ist. Handelsunternehmen benötigten für ihre Geschäfte eher kurzfristige Kredite und Handelskredite. Aus der Analyse geht hervor, dass ein recht hoher Anteil der Handelsunternehmen im Cluster mit mehreren Finanzierungsmöglichkeiten zu finden ist. Die Wahrscheinlichkeit, dass Unternehmen aus dem Dienstleistungssektor Außenfinanzierungsmittel in Anspruch nehmen, ist im Vergleich zu den anderen Branchen geringer. Deshalb fallen viele Dienstleister in den Cluster, der durch Vermögenswerte besicherte Finanzierungsinstrumente beinhaltet (Cluster *Gemischt – Leasing/Factoring*).

Unternehmen, die davon ausgehen, dass sie in naher Zukunft wachsen werden, setzen auf mehrere Finanzierungsmöglichkeiten.

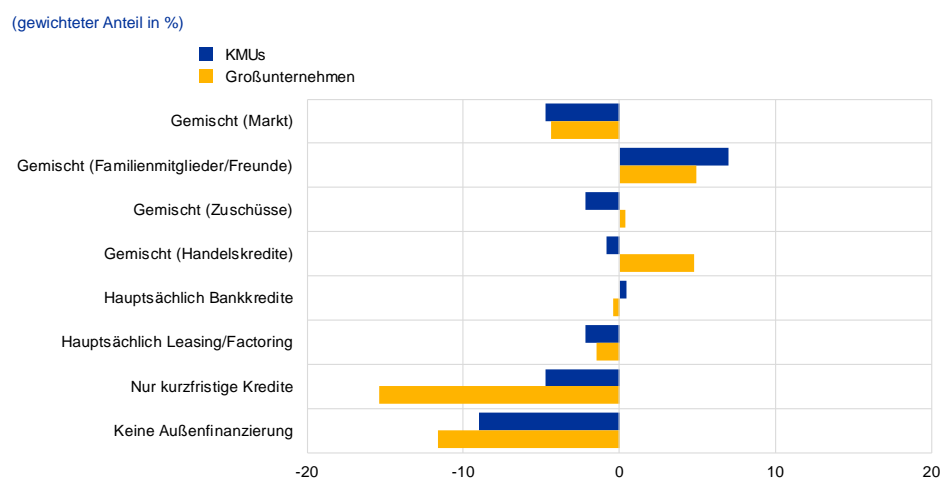
Unternehmen, die für das laufende Jahr mit einem Wachstum rechneten, hatten einen höheren Finanzierungsbedarf. Wie die Taxonomie zeigt, verwendeten sie verschiedene Finanzierungsinstrumente und waren hauptsächlich den ersten drei Clustern der Tabelle 1 zugeordnet.

Unternehmen, die informelle Finanzierungsquellen nutzen, sind akuter von Finanzierungslücken betroffen. Ein wichtiger Indikator, der sich aus dem SAFE-Datensatz ableiten lässt, ist die Finanzierungslücke. Diese wird definiert als die Differenz zwischen der Veränderung der Nachfrage und der Verfügbarkeit von

³⁰ Siehe Fußnote 3 im [Bericht zur SAFE-Umfrage](#).

Außenfinanzierungsmitteln. Im Euroraum ist die Finanzierungslücke bei Großunternehmen seit dem Jahr 2014 und bei KMUs seit 2015 negativ geblieben. Das bedeutet, dass der Bedarf an Außenfinanzierungsmitteln weniger stark gestiegen ist, als sich der Zugang dazu verbessert hat. Im Jahr 2019 waren die gewichteten prozentualen Salden bei den Großunternehmen und KMUs recht ähnlich (-3 % bzw. -4 %). Abbildung 11 zeigt die Finanzierungslücke in den verschiedenen Clustern. Sie ist bei den Unternehmen größer, die sich hauptsächlich über Kredite von Familienmitgliedern oder Freunden bzw. von verbundenen Unternehmen finanzieren (Cluster *Gemischt – Familienmitglieder/Freunde*). Im Schnitt handelt es sich dabei um Firmen, die finanziell anfällig und selbst kaum in der Lage sind, intern Mittel zu generieren. Viele von ihnen sind finanziell eingeschränkt.

Abbildung 11
Finanzierungslücken der Unternehmen im Euroraum nach Clustern



Quellen: SAFE-Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission und eigene Berechnungen der Autoren.
Anmerkung: Informationen zur Zusammensetzung des Indikators finden sich in Abbildung 17 des [Berichts zur SAFE-Umfrage](#).

5 Realwirtschaftliche Implikationen der Finanzierungsmuster

Die Inanspruchnahme diversifizierter Außenfinanzierungsquellen lässt sich mit den Investitions-, Personal- und Lagerhaltungsentscheidungen der Unternehmen in Verbindung bringen. Die Teilnehmer der SAFE-Umfrage werden gefragt, wofür sie ihre Außen- und Innenfinanzierungsmittel einsetzen. Dabei können sie zwischen folgenden Optionen wählen: 1) Investitionen in Anlagevermögen (Sachanlagen), 2) Lagerhaltung und sonstiges Betriebskapital, 3) Neueinstellung und Weiterbildung von Mitarbeitern, 4) Entwicklung und Einführung neuer Produkte und Dienstleistungen, 5) Refinanzierung oder Rückzahlung von Verbindlichkeiten und 6) Ausgaben für sonstige Zwecke. Unternehmen setzen ihre Außenfinanzierungsmittel in erster Linie für Anlageinvestitionen und Betriebskapital ein.

Aus der Darstellung der prozentualen Anteile der Unternehmen in den acht verschiedenen Clustern, die Finanzmittel für die genannten Zwecke verwendet haben, lassen sich einige stilisierte Fakten ableiten (siehe Abbildung 12).³¹

Erstens nutzen Unternehmen, die in Anlagevermögen investieren, mehrere verschiedene Finanzierungsinstrumente, zumeist Bankprodukte. Über 60 % der Firmen in den Clustern mit mehreren Finanzierungsmöglichkeiten (Cluster *Gemischt – Zuschüsse*, *Gemischt – Markt* und *Hauptsächlich Bankkredite*) verwenden diese für Anlageinvestitionen. Während die Unternehmen im Cluster *Hauptsächlich Bankkredite* vor allem langfristige Bankdarlehen in Anspruch nahmen, nutzten sie in den anderen beiden Clustern tendenziell eher subventionierte Kredite und sonstige Finanzierungsquellen.

Zweitens verwenden Unternehmen zur Finanzierung ihres Betriebskapitals hauptsächlich Handelskredite und kurzfristige Kredite (siehe den zweiten Säulenblock in Abbildung 12).

Drittens greifen Unternehmen für Neueinstellungen und Weiterbildungsmaßnahmen meist auf Leasing/Factoring oder ausschließlich auf Innenfinanzierungsmittel zurück. Der Taxonomie zufolge verbinden Firmen die Entscheidung, Personal aufzustocken oder verstärkt weiterzubilden, mit dem Leasing von Anlagevermögen.

Viertens nutzen Unternehmen, die neue Produkte oder Dienstleistungen entwickeln und einführen, tendenziell verschiedene Finanzprodukte. Dies deckt sich mit den Ergebnissen aus Tabelle 1. Innovative Firmen sind eher den Clustern mit marktbasierteren Produkten zugeordnet, nehmen aber auch andere Finanzierungsinstrumente in Anspruch.

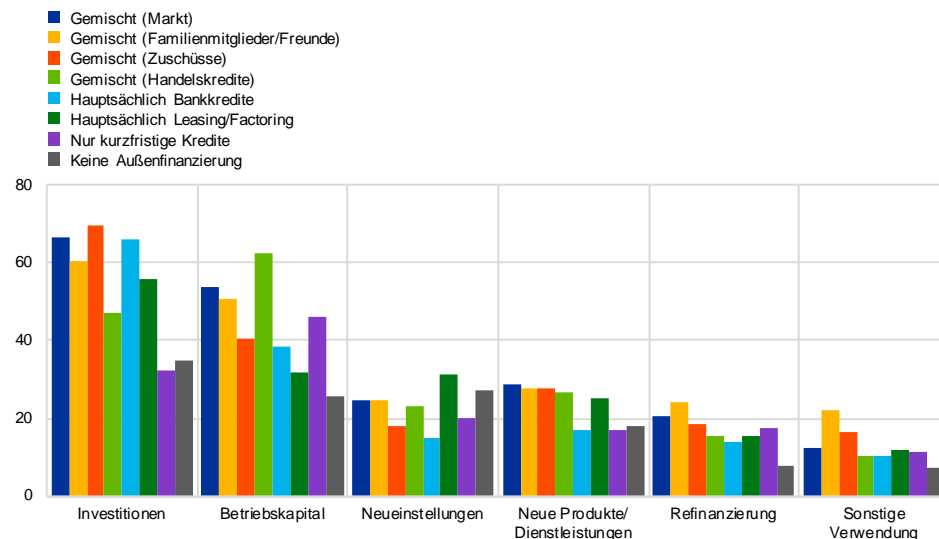
Fünftens nutzen Unternehmen, die Mittel zur Refinanzierung, zur Rückzahlung von Verpflichtungen oder für sonstige Zwecke benötigen, etwas häufiger Gelder von Familienmitgliedern, Freunden oder von verbundenen Unternehmen. Wie im vorherigen Abschnitt bereits festgestellt, sind diese Firmen finanziell eingeschränkt und haben Schwierigkeiten, ihre bestehenden Schulden zurückzuzahlen.

³¹ Die Zusammenhänge könnten einem Simultanitätsproblem unterliegen. So sind etwa wachstumsstarke Firmen häufiger auf mehrere verschiedene Finanzierungsquellen angewiesen. Zugleich können aber Unternehmen mit diversifizierten Finanzierungsmitteln im Ergebnis auch innovativer und wachstumsstärker sein. Es ist daher nicht beabsichtigt, in den stilisierten Fakten Kausalzusammenhänge darzustellen.

Abbildung 12

Finanzierungszweck nach Angabe der Unternehmen in den verschiedenen Clustern

(in %)



Quellen: SAFE-Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission und eigene Berechnungen der Autoren.

Ein formalerer Ansatz, bei dem mehrere andere Größen gleichzeitig berücksichtigt werden, bestätigt die stilisierten Fakten. Um genauer zu untersuchen, wie die Finanzierungsmöglichkeiten und die Entscheidungen der Unternehmen in der Realwirtschaft in Beziehung stehen, wird ein logistisches Regressionsmodell verwendet.³² Die abhängigen Variablen – bei denen es sich um Dummies handelt, die auf eins gesetzt werden, wenn die Unternehmen Finanzmittel für einen der fünf spezifischen Zwecke verwenden – werden regressiert auf Dummies für jede Clustergruppe und auf einen Satz von Variablen, die für Unterschiede in Bezug auf Unternehmensgröße, Unternehmensalter, Branche und Land kontrollieren.

Tabelle 2 zeigt, wie sich die Diversifizierung von Außenfinanzierungsmitteln in den verschiedenen Clustern auf die Mittelverwendung auswirkt.³³ Betrachtet man die stärksten marginalen Effekte, dann lassen sich folgende Schlüsse ziehen: Unternehmen, die vermehrt Zuschüsse und langfristige Bankkredite nutzen (die also dem Cluster *Gemischt – Zuschüsse* angehören), investieren bei ansonsten gleichen Kennwerten mit einer 27 % höheren Wahrscheinlichkeit in Anlagevermögen als Firmen, die auf Außenfinanzierungsmittel verzichten. Ferner ist die

³² Es gibt inzwischen eine umfangreiche Fachliteratur zur Beziehung zwischen Finanzierungsstrukturen und Auswirkungen auf die Realwirtschaft. Siehe beispielsweise O. Lamont, Cash flow and Investment: Evidence from Internal capital markets, *Journal of Finance*, Bd. 52, Nr. 1, 1997, S. 83-109; J. R. Brown, S. M. Fazzari und B. C. Petersen, Financing Innovation and Growth: Cash Flow, External Equity, and the 1990s R&D Boom, *Journal of Finance*, Bd. 64, Nr. 1, 2009, S. 151-185; A. Popov, Credit constraints and investment in human capital: Training evidence from transition economies, *Journal of Financial Intermediation*, Bd. 23, Nr. 1, 2014, S. 76-100; G. Chodorow-Reich, The Employment Effects of Credit Market Disruptions: Firm-Level Evidence from the 2008-09 Financial Crisis, *Quarterly Journal of Economics*, Bd. 129, S. 1-59. Wie im vorliegenden Aufsatz wird darin zumeist eine Korrelation zwischen diesen beiden Größen beschrieben.

³³ Die Tabelle zeigt die marginalen Effekte im Vergleich zu dem Cluster der Unternehmen, die keine Außenfinanzierungsmittel in Anspruch nehmen.

Wahrscheinlichkeit, dass ein Unternehmen aus dem Cluster *Handelskredite* in Betriebskapital investiert, um 26 % höher. Dagegen scheint die dritte Spalte in Tabelle 2 darauf hinzudeuten, dass Außenfinanzierung gegenüber Innenfinanzierung keine Vorteile bietet, wenn es um die Einstellung und Weiterbildung von Personal geht. Hier ist der marginale Effekt in einigen Clustern sogar negativ. Dies steht im Einklang mit früheren Untersuchungsergebnissen, denen zufolge eine negative Korrelation zwischen der Bankfinanzierung und Investitionen in immaterielle Vermögenswerte wie etwa Forschung und Entwicklung, Software, Datenbanken, IT-Netze und Weiterbildung besteht.³⁴ Darüber hinaus steht die Wahrscheinlichkeit, dass neue Produkte oder Dienstleistungen entwickelt werden, nicht mit der Nutzung von Bankprodukten in Zusammenhang. Sie ist allerdings höher bei Firmen, die Zuschüsse und insbesondere marktbasierende Finanzmittel verwenden. Die marginalen Effekte sind jedoch in diesen Fällen mit rund 7 % recht mäßig. Die Ergebnisse der Regression bestätigen schließlich die stilisierten Fakten bezüglich der relativen Bedeutung von informellen Finanzmitteln für die Refinanzierung und für andere Zwecke (siehe die letzten beiden Spalten in Tabelle 2).

³⁴ Siehe F. Covas und W. J. Den Haan, The role of debt and equity finance over the business cycle, *The Economic Journal*, Bd. 122, Nr. 565, 2012, S. 1262-1286; B. Grundy und P. Verwijmeren, [The external financing of investment](#), SSRN Electronic Journal, 2019; A. Ferrando und C. Preuss, What finance for what investment? Survey-based evidence for European companies, *Economia Politica*, Bd. 35, 2018, S. 1015-1053.

Tabelle 2

Finanzierungszwecke und Diversifizierung von Finanzierungsinstrumenten

(marginale Effekte)

Variablen	Investitionen in Sachanlagen	Betriebskapital	Neueinstellungen	Neue Produkte/Dienstleistungen	Refinanzierung	Sonstige Verwendung
Gemischt (Markt)	0,23*** (0,02)	0,21*** (0,03)	-0,07*** (0,02)	0,07*** (0,02)	0,12*** (0,02)	0,06*** (0,02)
Gemischt (Familienmitglieder/Freunde)	0,16*** (0,03)	0,18*** (0,03)	-0,08*** (0,03)	0,06** (0,03)	0,13*** (0,02)	0,14*** (0,03)
Gemischt (Zuschüsse)	0,27*** (0,03)	0,10*** (0,03)	-0,12*** (0,02)	0,07*** (0,02)	0,12*** (0,03)	0,09*** (0,02)
Gemischt (Handelskredite)	0,09*** (0,03)	0,26*** (0,03)	-0,06** (0,02)	0,05** (0,02)	0,08*** (0,02)	0,04** (0,02)
Hauptsächlich Bankkredite	0,27*** (0,03)	0,12*** (0,03)	-0,13*** (0,03)	-0,01 (0,02)	0,08*** (0,02)	0,04** (0,02)
Hauptsächlich Leasing/Factoring	0,14*** (0,03)	0,04* (0,02)	-0,02 (0,02)	0,05** (0,02)	0,06*** (0,02)	0,04** (0,02)
Nur kurzfristige Kredite	-0,01 (0,03)	0,20*** (0,02)	-0,07*** (0,02)	-0,01 (0,02)	0,11*** (0,02)	0,04*** (0,01)
Firmenspezifische Kontrollvariablen	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Länder- und Brancheneffekte	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Beobachtungen	10 155	10 153	10 169	10 155	10 134	9 845
Pseudo-R2	0,104	0,120	0,0663	0,0537	0,120	0,0505

Quellen: SAFE-Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission und eigene Berechnungen der Autoren.

Anmerkung: Logit-Regressionen. Der Cluster *Keine Außenfinanzierung* dient als Referenzkategorie und bleibt demensprechend in der Analyse selbst unberücksichtigt. Als weitere Referenzkategorien dienen große und reife Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes in Deutschland. Bei allen Spezifikationen erfolgt eine Gewichtung anhand der Beschäftigtenzahl, um die Proportionalität der einzelnen Größenklassen, Wirtschaftszweige und Länder wiederherzustellen. Standardfehler in Klammern, *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1.

6 Schlussbemerkungen

Seit der weltweiten Finanzkrise hat eine Reihe geldpolitischer Sondermaßnahmen dazu beigetragen, dass KMUs leichter Zugang zu Finanzmitteln erhalten. Im vorliegenden Aufsatz wurde dargestellt, wie sich die Einschätzung der Finanzierungsbedingungen bis zum Ausbruch der Corona-Krise verändert hat. So hatten Unternehmen in allen Euro-Ländern nach eigenen Angaben im Laufe der Zeit insgesamt immer weniger den Eindruck, finanziellen Beschränkungen zu unterliegen.

Wenngleich sich der Zugang zu Finanzmitteln seit Mitte der 2010er-Jahre allmählich verbessert hat, bleiben einige Herausforderungen bestehen, etwa in Bezug auf die Diversifizierung der Finanzierungsquellen. In diesem Aufsatz wurde die allgemeine Entwicklung der Finanzierungsbedingungen seit 2009 dargestellt. Dabei wurden mithilfe einer Clusteranalyse die Finanzierungsmöglichkeiten untersucht, die Unternehmen Mitte 2019 zur Verfügung standen. Die

so erarbeitete Taxonomie zeigt, dass der prozentuale Anteil der Unternehmen, die ihre Geschäftstätigkeit mithilfe marktbasierter Instrumente finanzieren, nach wie vor gering ist – trotz des erschwerten Zugangs zu traditionellen Finanzierungsquellen (d. h. Bankkrediten) während der Krise und trotz der seit 2015 immer wieder unternommenen Versuche zur Schaffung einer Kapitalmarktunion, um die Mittelbeschaffung der KMUs zu vereinfachen. Aus der Taxonomie geht auch hervor, dass Unternehmen eher eine stärker diversifizierte Auswahl an Finanzierungsinstrumenten nutzten, wenn sie zur Exportwirtschaft zählen, profitabler und innovativer sind oder künftig ein stärkeres Wachstum anstreben. Allerdings waren die Finanzierungslücken dann auch tendenziell höher, d. h., diese Firmen gaben an, dass die insgesamt verfügbaren Außenfinanzierungsmittel nicht ihren Finanzierungsbedarf deckten.

Wie in der Analyse deutlich wird, hatten die geldpolitischen Beschlüsse der vergangenen Jahre einige wichtige Auswirkungen auf den Zugang von KMUs zu Finanzmitteln:

- Erstens sind geldpolitische Maßnahmen, die im Wesentlichen auf die Förderung von Bankkrediten abzielen, für KMUs von entscheidender Bedeutung, denn Bankkredite sind die wichtigste Außenfinanzierungsquelle dieser Unternehmen.
- Zweitens ist die Förderung der bankbasierten Finanzierung besonders für die Anlageinvestitionen von KMUs relevant; sie können eine wichtige Rolle bei der geldpolitischen Transmission spielen.
- Drittens sind Initiativen auf EU- oder nationaler Ebene, die den Zugang zu marktbasierter Instrumenten unterstützen, aus struktureller Sicht unabdingbar. Eine Diversifizierung der Finanzierungsquellen wäre vor allem der Geschäftstätigkeit und der Expansion innovativer Unternehmen zuträglich. Zugleich würde sie im Allgemeinen die Widerstandsfähigkeit von KMUs in Situationen erhöhen, in denen das Angebot an Bankkrediten auszutrocknen droht.

Der Ausbruch der Pandemie hat die KMUs vor neue, größere und dringlichere Herausforderungen in Bezug auf ihren Zugang zu Finanzmitteln gestellt. In Kasten 3 des vorliegenden Wirtschaftsberichts finden sich hierzu weitere Informationen.

Statistik

Statistik

Inhaltsverzeichnis

1 Außenwirtschaftliches Umfeld	S 2
2 Finanzielle Entwicklungen	S 3
3 Konjunkturentwicklung	S 8
4 Preise und Kosten	S 14
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	S 18
6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	S 23

Zusätzliche Informationen

Die Statistiken der EZB können im Statistical Data Warehouse (SDW) abgerufen werden:	http://sdw.ecb.europa.eu/
Im Abschnitt „Statistik“ des Wirtschaftsberichts ausgewiesene Daten stehen auch im SDW zur Verfügung:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813
Ein umfassender Statistikbericht findet sich im SDW:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045
Methodische Definitionen sind im Abschnitt „General Notes“ des Statistikberichts enthalten:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023
Einzelheiten zu den Berechnungen können dem Abschnitt „Technical Notes“ des Statistikberichts entnommen werden:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022
Begriffserläuterungen und Abkürzungen finden sich im Statistikglossar der EZB:	www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP ¹⁾ (Veränderung gegen Vorperiode in %)						VPI (Veränderung gegen Vorjahr in %)							
	G 20	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	OECD-Länder		Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich (HVPI)	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum ²⁾ (HVPI)	
							Insgesamt	Ohne Energie und Nahrungsmittel						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2017	3,9	2,4	1,9	2,2	6,8	2,5	2,3	1,9	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5	
2018	3,7	2,9	1,3	0,3	6,6	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8	
2019	2,9	2,3	1,4	0,7	6,1	1,2	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2	
2019 Q2	0,7	0,5	-0,2	0,5	1,6	0,1	2,3	2,2	1,8	2,0	0,8	2,6	1,4	
Q3	0,8	0,5	0,5	0,0	1,4	0,3	1,9	2,2	1,8	1,8	0,3	2,9	1,0	
Q4	0,6	0,5	0,0	-1,9	1,5	0,1	1,9	2,1	2,0	1,4	0,5	4,3	1,0	
2020 Q1	.	-1,3	-2,0	-0,9	-9,8	-3,8	2,1	2,2	2,1	1,7	0,5	5,0	1,1	
2019 Dez.	-	-	-	-	-	-	2,2	2,2	2,3	1,3	0,8	4,5	1,3	
2020 Jan.	-	-	-	-	-	-	2,4	2,2	2,5	1,8	0,7	5,4	1,4	
Febr.	-	-	-	-	-	-	2,3	2,2	2,3	1,7	0,4	5,2	1,2	
März	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1	1,5	1,5	0,4	4,3	0,7	
April	-	-	-	-	-	-	.	.	0,3	0,8	0,1	3,3	0,3	
Mai ³⁾	-	-	-	-	-	-	0,1	

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

3) Bei der Angabe für den Euroraum handelt es sich um eine Schätzung auf Basis vorläufiger nationaler Daten und erster Daten zu den Energiepreisen.

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
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,9	3,1	7,8
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,8	4,4	3,1	5,2
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,5	0,3	-1,1
2019 Q2	51,5	51,8	50,5	50,8	51,6	51,8	50,4	51,9	49,5	-0,6	-1,4	-0,1
Q3	51,4	51,4	50,1	51,3	51,4	51,2	50,4	51,7	48,5	1,2	1,5	1,1
Q4	51,3	51,9	49,5	49,2	52,6	50,7	51,3	51,3	49,5	-0,8	-3,1	0,6
2020 Q1	46,1	47,9	47,4	44,4	42,0	44,2	46,7	45,9	46,0	-2,9	-3,1	-2,7
2019 Dez.	51,6	52,7	49,3	48,6	52,6	50,9	51,2	51,8	49,5	-0,8	-3,1	0,6
2020 Jan.	52,3	53,3	53,3	50,1	51,9	51,3	51,3	52,7	49,5	-1,5	-3,6	-0,1
Febr.	45,0	49,6	53,0	47,0	27,5	51,6	42,6	45,8	44,4	-2,0	-2,8	-1,5
März	41,0	40,9	36,0	36,2	46,7	29,7	46,2	39,2	44,0	-2,9	-3,1	-2,7
April	28,9	27,0	13,8	25,8	47,6	13,6	35,1	26,7	28,6	.	.	.
Mai	.	.	.	27,8	54,5	31,9	39,8	.	32,9	.	.	.

Quellen: Markit (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 Finanzielle Entwicklungen

2.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum ¹⁾						Vereinigte Staaten	Japan
	Euro Short-Term Rate (€STR) ²⁾	Tagesgeld (EONIA)	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmontatsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2017	-	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2018	-0,45	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2019 Nov.	-0,54	-0,45	-0,45	-0,40	-0,34	-0,27	1,90	-0,10
Dez.	-0,54	-0,46	-0,45	-0,39	-0,34	-0,26	1,91	-0,06
2020 Jan.	-0,54	-0,45	-0,46	-0,39	-0,33	-0,25	1,82	-0,05
Febr.	-0,54	-0,45	-0,47	-0,41	-0,36	-0,29	1,68	-0,07
März	-0,53	-0,45	-0,48	-0,42	-0,36	-0,27	1,10	-0,09
April	-0,54	-0,45	-0,43	-0,25	-0,19	-0,11	1,09	-0,01
Mai	-0,54	-0,46	-0,46	-0,27	-0,14	-0,08	0,40	-0,03

Quelle: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung (siehe Abschnitt „General Notes“ im Statistikbericht).

2) Der €STR (Euro Short-Term Rate) wurde erstmals am 2. Oktober 2019 veröffentlicht und spiegelte an diesem Tag die Handelstätigkeit am 1. Oktober 2019 wider. Angaben zu vorangegangenen Zeiträumen beziehen sich auf den Pre-€STR. Dieser wurde lediglich zu Informationszwecken veröffentlicht und war nicht als Benchmark oder Referenzsatz für Markttransaktionen gedacht.

2.2 Zinsstrukturkurven

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

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euroraum ^{1), 2)}					Euroraum ^{1), 2)}	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euroraum ^{1), 2)}			
	3 Monate	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2019 Nov.	-0,61	-0,63	-0,65	-0,57	-0,30	0,34	0,18	0,04	-0,66	-0,65	-0,33	0,23
Dez.	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2020 Jan.	-0,62	-0,65	-0,68	-0,64	-0,40	0,26	0,06	-0,11	-0,69	-0,71	-0,46	0,10
Febr.	-0,68	-0,74	-0,79	-0,78	-0,57	0,16	0,13	-0,06	-0,80	-0,85	-0,64	-0,13
März	-0,70	-0,69	-0,71	-0,67	-0,41	0,28	0,49	0,22	-0,70	-0,73	-0,48	0,09
April	-0,54	-0,61	-0,71	-0,72	-0,46	0,16	0,47	0,16	-0,72	-0,85	-0,51	0,01
Mai	-0,57	-0,60	-0,63	-0,61	-0,36	0,24	0,48	0,14	-0,64	-0,69	-0,42	0,12

Quelle: EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung (siehe Abschnitt „General Notes“ im Statistikbericht).

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

2.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Gesamtindex	Euro STOXX 50	Grundstoffe	Verbraucher-nahe 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
2017	376,9	3 491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2 449,1	20 209,0
2018	375,5	3 386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2 746,2	22 310,7
2019	373,6	3 435,2	731,7	270,8	721,5	324,4	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2 915,5	21 697,2
2019 Nov.	398,4	3 693,1	794,5	283,0	761,3	328,8	163,6	711,6	585,2	339,4	304,8	837,7	3 107,2	23 278,1
Dez.	400,9	3 715,3	799,3	290,0	755,9	322,8	165,1	716,0	598,5	341,8	295,3	862,5	3 178,9	23 660,4
2020 Jan.	406,9	3 758,2	791,2	295,5	758,6	324,6	166,1	728,8	624,6	362,0	291,6	886,8	3 278,4	23 642,9
Febr.	407,1	3 734,9	797,3	292,3	734,5	301,0	168,4	722,8	635,8	391,4	298,1	895,0	3 282,5	23 180,4
März	308,5	2 824,2	622,6	233,6	578,8	210,5	116,1	519,9	500,5	315,7	242,6	731,2	2 652,4	18 974,0
April	310,3	2 839,6	657,9	245,7	588,3	216,7	107,2	508,9	539,3	296,4	242,8	786,8	2 763,2	19 208,4
Mai	322,1	2 909,3	678,1	251,2	601,3	219,9	109,3	539,7	576,8	307,1	249,9	829,2	2 919,6	20 543,3

Quelle: Refinitiv.

2 Finanzielle Entwicklungen

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

	Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite				Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten	
	Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz ³⁾	Mit anfänglicher Zinsbindung				Effek- tiver Jahres- zinssatz ³⁾			
			Bis zu 2 Jah- ren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr	Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren		Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren	Mehr als 10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2019 April	0,03	0,41	0,32	0,75	5,88	16,52	5,56	5,63	6,19	2,36	1,59	1,78	1,77	1,77	2,02	1,75
Mai	0,03	0,44	0,31	0,79	5,81	16,53	5,61	5,76	6,34	2,33	1,57	1,80	1,73	1,74	1,99	1,72
Juni	0,03	0,44	0,32	0,82	5,81	16,48	5,42	5,67	6,24	2,31	1,55	1,74	1,67	1,65	1,95	1,67
Juli	0,03	0,43	0,31	0,80	5,75	16,44	5,74	5,73	6,30	2,34	1,55	1,72	1,59	1,57	1,90	1,61
Aug.	0,03	0,43	0,28	0,78	5,75	16,45	6,15	5,75	6,35	2,25	1,51	1,69	1,54	1,50	1,84	1,56
Sept.	0,03	0,43	0,27	0,78	5,82	16,46	5,65	5,61	6,17	2,22	1,46	1,65	1,49	1,44	1,77	1,48
Okt.	0,03	0,42	0,24	0,83	5,70	16,48	5,88	5,55	6,19	2,26	1,45	1,59	1,44	1,39	1,74	1,44
Nov.	0,03	0,42	0,23	0,73	5,61	16,49	5,36	5,53	6,25	2,21	1,43	1,59	1,61	1,48	1,80	1,47
Dez.	0,03	0,42	0,22	0,80	5,58	16,55	5,44	5,28	5,89	2,09	1,46	1,58	1,43	1,39	1,75	1,41
2020 Jan.	0,02	0,42	0,27	0,73	5,62	16,63	5,63	5,69	6,24	2,21	1,46	1,52	1,43	1,40	1,72	1,43
Febr.	0,02	0,36	0,32	0,70	5,63	16,60	5,56	5,58	6,15	2,20	1,43	1,54	1,38	1,36	1,71	1,41
März ^(p)	0,02	0,36	0,30	0,69	5,60	16,24	5,55	5,45	5,90	2,10	1,39	1,55	1,36	1,36	1,65	1,39

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.

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

	Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Gewichteter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio €			Mehr als 1 Mio €			
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2019 April	0,03	0,06	0,54	2,19	2,19	2,36	2,26	1,67	1,60	1,64	1,16	1,33	1,44	1,62
Mai	0,03	0,04	0,46	2,14	2,18	2,38	2,29	1,66	1,59	1,63	1,09	1,17	1,50	1,57
Juni	0,03	0,03	0,57	2,17	2,13	2,33	2,25	1,63	1,55	1,56	1,09	1,28	1,39	1,55
Juli	0,03	0,04	0,56	2,11	2,07	2,50	2,20	1,66	1,57	1,54	1,16	1,32	1,39	1,56
Aug.	0,03	-0,04	0,54	2,08	2,07	2,36	2,19	1,64	1,59	1,53	1,06	1,32	1,40	1,52
Sept.	0,03	-0,05	0,88	2,16	2,03	2,25	2,15	1,61	1,51	1,44	1,10	1,26	1,29	1,54
Okt.	0,02	-0,03	0,43	2,08	2,01	2,41	2,11	1,61	1,54	1,40	1,14	1,40	1,27	1,56
Nov.	0,02	-0,04	0,39	2,06	2,02	2,36	2,13	1,59	1,55	1,41	1,14	1,34	1,29	1,55
Dez.	0,01	0,00	0,42	2,09	2,00	2,28	2,08	1,58	1,54	1,39	1,26	1,21	1,37	1,55
2020 Jan.	0,01	-0,06	0,34	2,09	2,17	2,32	2,10	1,63	1,57	1,44	1,11	1,25	1,28	1,55
Febr.	0,00	-0,12	0,33	2,07	1,99	2,29	2,11	1,57	1,54	1,41	1,11	1,22	1,25	1,52
März ^(p)	0,00	-0,08	0,25	2,00	1,90	2,17	1,98	1,58	1,53	1,50	1,15	1,10	1,19	1,46

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

2 Finanzielle Entwicklungen

2.6 Von Ansässigen im Euroraum begebene Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen und Ursprungslaufzeiten

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

	Umlauf							Bruttoabsatz ¹⁾						
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte			
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte		
													FMKGs	FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Kurzfristig														
2017	1 240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31
2018	1 217	504	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019	1 277	550	175	.	84	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2019 Okt.	1 356	579	178	.	106	424	69	425	184	69	.	52	75	45
Nov.	1 341	570	178	.	102	425	66	374	148	77	.	44	75	30
Dez.	1 277	550	175	.	84	406	61	318	113	88	.	37	45	35
2020 Jan.	1 363	597	172	.	99	422	73	499	208	77	.	56	100	57
Febr.	1 388	600	195	.	103	415	74	428	173	101	.	47	69	37
März	1 383	546	198	.	104	450	86	401	111	78	.	47	103	61
Langfristig														
2017	15 353	3 560	3 059	.	1 223	6 866	643	247	66	73	.	18	83	7
2018	15 746	3 688	3 161	.	1 247	7 022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16 311	3 818	3 396	.	1 321	7 151	626	247	69	74	.	20	78	7
2019 Okt.	16 219	3 801	3 325	.	1 316	7 153	623	274	61	98	.	24	85	6
Nov.	16 365	3 832	3 404	.	1 330	7 172	628	275	63	109	.	26	71	6
Dez.	16 311	3 818	3 396	.	1 321	7 151	626	164	58	66	.	14	24	2
2020 Jan.	16 403	3 855	3 411	.	1 324	7 188	625	316	118	63	.	16	110	10
Febr.	16 488	3 867	3 409	.	1 338	7 244	630	261	72	56	.	22	101	10
März	16 506	3 845	3 413	.	1 336	7 276	636	236	57	53	.	16	91	19

Quelle: EZB.

1) Zu Vergleichszwecken beziehen sich die Jahreswerte auf den monatlichen Durchschnitt im Jahresverlauf.

2.7 Wachstumsraten und Umlauf von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

(in Mrd €; Veränderung in %)

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien				
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften		
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte						
											FMKGs	FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
Umlauf												
2017	16 593,3	4 079,8	3 214,7	.	1 293,4	7 304,7	700,8	7 963,3	612,5	1 258,3	6 092,6	
2018	16 962,4	4 192,8	3 331,5	.	1 318,9	7 445,8	673,4	7 033,1	465,0	1 108,9	5 459,2	
2019	17 588,1	4 368,5	3 570,8	.	1 405,2	7 557,2	686,4	8 604,3	546,0	1 410,7	6 647,6	
2019 Okt.	17 575,0	4 380,2	3 502,9	.	1 421,8	7 577,4	692,8	8 265,6	508,2	1 369,0	6 388,3	
Nov.	17 706,2	4 401,6	3 581,5	.	1 431,5	7 597,7	693,9	8 511,9	524,1	1 401,7	6 586,2	
Dez.	17 588,1	4 368,5	3 570,8	.	1 405,2	7 557,2	686,4	8 604,3	546,0	1 410,7	6 647,6	
2020 Jan.	17 766,0	4 452,4	3 582,6	.	1 423,9	7 609,8	697,3	8 487,1	525,3	1 391,5	6 570,4	
Febr.	17 876,0	4 467,3	3 604,2	.	1 441,7	7 659,1	703,6	7 763,6	488,4	1 238,7	6 036,5	
März	17 888,4	4 390,8	3 610,4	.	1 439,7	7 725,9	721,7	6 451,8	333,9	975,0	5 143,0	
Wachstumsraten												
2017	1,3	-0,5	0,1	.	6,0	2,2	0,4	1,0	6,1	2,8	0,2	
2018	1,9	1,7	3,0	.	3,3	1,9	-4,3	0,7	0,3	2,4	0,4	
2019	3,1	3,8	5,0	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	-0,1	0,0	
2019 Okt.	2,9	3,9	4,0	.	5,2	1,5	1,3	-0,1	0,4	-0,1	-0,2	
Nov.	3,0	3,8	4,8	.	6,3	1,3	1,6	-0,1	0,4	0,0	-0,2	
Dez.	3,1	3,8	5,0	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	-0,1	0,0	
2020 Jan.	3,1	4,1	4,8	.	5,7	1,4	2,0	0,0	0,5	-0,1	0,0	
Febr.	3,2	3,6	5,3	.	6,0	1,5	2,4	0,0	0,5	-0,1	0,0	
März	2,8	1,7	4,8	.	4,4	2,1	3,5	0,0	0,1	-0,1	0,0	

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

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

	EWK-19						EWK-38	
	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
2017	96,6	91,4	91,9	86,0	79,9	90,3	112,0	90,0
2018	98,9	93,4	93,4	87,2	80,1	91,3	117,9	93,8
2019	97,3	91,2	91,8	85,7	78,6	88,8	116,7	91,5
2019 Q2	97,3	91,4	91,7	85,6	78,2	88,9	116,8	91,8
Q3	97,7	91,4	91,8	86,0	78,9	89,1	116,9	91,5
Q4	97,0	90,4	91,4	85,5	78,1	88,2	116,2	90,5
2020 Q1	96,7	89,7	91,2	.	.	.	116,6	90,2
2019 Dez.	96,7	90,1	91,4	-	-	-	116,0	90,2
2020 Jan.	96,2	89,3	91,0	-	-	-	115,5	89,4
Febr.	95,6	88,7	90,4	-	-	-	114,9	88,9
März	98,1	91,0	92,3	-	-	-	119,3	92,1
April	97,5	90,6	92,3	-	-	-	119,2	92,3
Mai	97,7	90,7	92,9	-	-	-	119,2	92,1
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>							
2020 Mai	0,2	0,0	0,7	-	-	-	0,0	-0,2
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2020 Mai	0,3	-0,8	1,2	-	-	-	1,9	0,2

Quelle: EZB.

1) Zur Abgrenzung der Handelspartnergruppen und zu weiteren Informationen siehe Abschnitt „General Notes“ im Statistikbericht.

2.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chine- sischer Renminbi ¥uan 1	Kroatische Kuna 2	Tschechi- sche Krone 3	Dänische Krone 4	Ungarischer Forint 5	Japani- scher Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumäni- scher Leu 9	Schwedische Krone 10	Schweizer Franken 11	US-Dollar 12
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2019 Q2	7,672	7,418	25,686	7,467	322,973	123,471	4,282	0,875	4,7480	10,619	1,126	1,124
Q3	7,800	7,394	25,734	7,463	328,099	119,323	4,318	0,902	4,7314	10,662	1,096	1,112
Q4	7,801	7,439	25,577	7,471	331,933	120,323	4,287	0,861	4,7666	10,652	1,096	1,107
2020 Q1	7,696	7,490	25,631	7,472	339,137	120,097	4,324	0,862	4,7973	10,669	1,067	1,103
2019 Dez.	7,797	7,442	25,497	7,472	330,706	121,241	4,273	0,847	4,7779	10,483	1,093	1,111
2020 Jan.	7,683	7,443	25,216	7,473	334,380	121,363	4,251	0,849	4,7788	10,554	1,076	1,110
Febr.	7,630	7,454	25,051	7,471	337,171	120,026	4,277	0,841	4,7837	10,568	1,065	1,091
März	7,768	7,571	26,575	7,470	345,682	118,897	4,441	0,895	4,8282	10,875	1,059	1,106
April	7,686	7,593	27,262	7,462	356,688	116,970	4,544	0,875	4,8371	10,884	1,054	1,086
Mai	7,748	7,575	27,269	7,458	350,762	116,867	4,525	0,887	4,8371	10,597	1,057	1,090
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2020 Mai	0,8	-0,2	0,0	-0,1	-1,7	-0,1	-0,4	1,3	0,0	-2,6	0,3	0,4
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2020 Mai	1,0	2,1	5,8	-0,1	7,9	-4,9	5,3	1,7	1,6	-1,3	-6,5	-2,5

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.10 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)												
2019 Q1	26 555,6	26 818,9	-263,3	11 090,1	9 070,3	9 137,7	11 200,9	-92,3	5 679,0	6 547,8	741,1	14 639,8
Q2	26 701,6	27 003,5	-301,9	10 941,0	9 050,9	9 242,1	11 374,0	-75,5	5 823,2	6 578,6	770,8	14 760,0
Q3	27 793,7	27 946,5	-152,8	11 333,5	9 364,6	9 630,7	11 849,2	-91,0	6 093,5	6 732,7	827,0	15 112,7
Q4	27 555,9	27 618,4	-62,6	11 207,0	9 322,3	9 905,8	11 943,5	-48,5	5 678,0	6 352,7	813,6	14 517,2
<i>Bestände in % des BIP</i>												
2019 Q4	231,4	232,0	-0,5	94,1	78,3	83,2	100,3	-0,4	47,7	53,4	6,8	121,9
Transaktionen												
2019 Q2	187,0	189,1	-2,1	-86,4	4,4	52,1	103,8	32,8	185,8	81,0	2,8	-
Q3	491,5	386,1	105,4	178,4	151,8	151,3	192,6	4,2	157,4	41,7	0,1	-
Q4	-282,7	-365,5	82,8	-74,8	-46,1	140,1	9,7	-5,4	-340,0	-329,1	-2,5	-
2020 Q1	551,2	489,6	61,6	62,0	-8,0	-102,3	28,2	12,5	575,5	469,5	3,4	-
2019 Okt.	60,6	13,3	47,2	5,9	-36,0	55,3	21,6	6,4	-7,9	27,8	0,9	-
Nov.	47,4	21,0	26,3	21,8	52,6	55,6	15,3	0,3	-26,4	-46,9	-3,9	-
Dez.	-390,6	-399,8	9,2	-102,4	-62,7	29,2	-27,2	-12,1	-305,7	-309,9	0,5	-
2020 Jan.	400,3	395,2	5,1	21,1	4,2	86,7	121,7	8,0	283,5	269,3	1,0	-
Febr.	162,6	118,4	44,2	32,7	9,7	30,0	27,3	13,0	88,0	81,4	-1,1	-
März	-11,7	-23,9	12,3	8,2	-21,9	-219,0	-120,8	-8,5	204,0	118,8	3,6	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2020 März	947,1	699,3	247,7	79,2	102,0	241,2	334,2	44,1	578,7	263,1	3,9	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>												
2020 März	8,0	5,9	2,1	0,7	0,9	2,0	2,8	0,4	4,9	2,2	0,0	-

Quelle: EZB.

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

3 Konjunktorentwicklung

3.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung								Außenbeitrag ¹⁾		
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorrats- verände- rungen ²⁾	Zusam- men	Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	
					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 €)												
2017	11 200,9	10 709,5	6 036,4	2 296,9	2 306,0	1 102,1	708,5	488,9	70,2	491,4	5 295,9	4 804,5
2018	11 561,5	11 062,7	6 207,6	2 363,3	2 408,1	1 175,6	743,8	481,8	83,7	498,8	5 547,7	5 048,9
2019	11 906,7	11 434,6	6 362,1	2 444,8	2 605,5	1 253,5	767,6	577,1	22,1	472,1	5 719,3	5 247,2
2019 Q1	2 950,9	2 819,8	1 575,6	603,3	628,2	310,5	190,7	125,2	12,6	131,1	1 422,8	1 291,7
Q2	2 967,9	2 866,8	1 589,4	609,0	658,0	307,0	189,9	159,3	10,4	101,1	1 426,7	1 325,6
Q3	2 987,2	2 851,8	1 596,7	613,8	641,9	315,1	192,5	132,4	-0,5	135,3	1 434,8	1 299,5
Q4	3 006,3	2 895,5	1 602,7	618,7	673,2	318,7	194,0	158,7	0,9	110,8	1 442,1	1 331,3
In % des BIP												
2019	100,0	96,0	53,4	20,5	21,9	10,5	6,4	4,8	0,2	4,0	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2019 Q2	0,1	1,4	0,2	0,4	5,0	-1,0	0,0	27,2	-	-	0,0	2,7
Q3	0,3	-0,6	0,5	0,6	-3,8	1,2	0,0	-18,0	-	-	0,6	-1,4
Q4	0,1	1,0	0,1	0,4	4,4	0,2	0,1	20,7	-	-	0,3	2,2
2020 Q1	-3,8	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2017	2,5	2,2	1,7	1,3	3,4	3,6	4,1	2,3	-	-	5,5	5,0
2018	1,9	1,6	1,4	1,1	2,3	3,3	4,3	-2,7	-	-	3,3	2,8
2019	1,2	1,8	1,3	1,7	5,7	3,2	1,8	18,1	-	-	2,5	3,8
2019 Q2	1,2	2,5	1,2	1,4	8,2	2,1	1,9	33,2	-	-	2,3	5,1
Q3	1,3	1,2	1,5	2,0	3,1	3,0	0,7	7,1	-	-	2,7	2,6
Q4	1,0	1,8	1,2	1,8	6,4	2,0	0,8	25,5	-	-	1,9	3,8
2020 Q1	-3,2	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2019 Q2	0,1	1,3	0,1	0,1	1,1	-0,1	0,0	1,2	0,1	-1,1	-	-
Q3	0,3	-0,6	0,3	0,1	-0,8	0,1	0,0	-1,0	-0,2	0,9	-	-
Q4	0,1	0,9	0,1	0,1	0,9	0,0	0,0	0,9	-0,1	-0,8	-	-
2020 Q1	-3,8	.	.	.	.	.	.	.	-	-	-	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2017	2,5	2,1	0,9	0,3	0,7	0,3	0,3	0,1	0,2	0,4	-	-
2018	1,9	1,5	0,8	0,2	0,5	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,4	-	-
2019	1,2	1,7	0,7	0,3	1,2	0,3	0,1	0,7	-0,5	-0,5	-	-
2019 Q2	1,2	2,3	0,6	0,3	1,7	0,2	0,1	1,4	-0,3	-1,2	-	-
Q3	1,3	1,1	0,8	0,4	0,6	0,3	0,0	0,3	-0,7	0,2	-	-
Q4	1,0	1,8	0,6	0,4	1,3	0,2	0,0	1,1	-0,6	-0,7	-	-
2020 Q1	-3,2	.	.	.	.	.	.	.	-	-	-	-

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.

3 Konjunktorentwicklung

3.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)											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 €)												
2017	10 040,0	176,3	1 991,5	503,1	1 909,9	468,8	465,9	1 132,7	1 143,5	1 897,7	350,5	1 160,9
2018	10 356,9	177,9	2 039,7	537,9	1 968,6	488,6	472,0	1 167,0	1 194,9	1 955,1	355,2	1 204,6
2019	10 665,6	179,8	2 048,8	580,4	2 031,8	513,8	480,6	1 205,5	1 240,7	2 020,3	364,0	1 241,1
2019 Q1	2 644,4	44,7	515,2	142,8	503,4	125,8	119,0	297,9	306,2	499,2	90,1	306,5
Q2	2 659,8	45,0	512,5	144,1	506,6	128,1	120,0	300,1	309,6	502,8	91,0	308,1
Q3	2 673,6	45,0	511,6	146,1	509,9	128,8	120,7	302,3	311,6	506,5	91,1	313,5
Q4	2 693,7	45,2	513,1	148,0	512,8	131,3	120,8	305,2	313,6	512,0	91,6	312,6
In % der Wertschöpfung												
2019	100,0	1,7	19,2	5,4	19,0	4,8	4,5	11,3	11,6	18,9	3,4	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2019 Q1	0,5	-0,3	-0,1	1,5	1,1	1,2	0,9	0,5	0,0	0,2	0,7	0,4
Q2	0,1	-0,6	-0,5	-0,3	0,1	0,7	0,8	0,4	0,4	0,2	0,3	0,5
Q3	0,3	0,0	-0,4	0,6	0,3	1,5	0,7	0,4	0,3	0,3	0,1	0,8
Q4	0,1	0,4	-0,7	0,0	0,2	1,1	0,3	0,4	0,2	0,4	0,0	0,0
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2017	2,6	0,7	3,3	2,6	2,9	5,4	1,1	0,6	4,4	1,6	1,5	2,4
2018	2,0	1,3	1,8	3,3	2,0	4,5	1,4	1,6	3,3	1,0	0,4	1,6
2019	1,2	-0,5	-1,1	3,1	1,8	4,2	2,1	1,6	1,7	1,1	1,3	1,5
2019 Q1	1,4	-0,6	-0,4	4,6	2,0	4,5	1,7	1,5	1,9	1,1	1,1	1,2
Q2	1,2	-1,0	-1,0	3,2	1,6	4,0	2,1	1,7	1,8	1,1	1,5	1,2
Q3	1,2	-0,1	-1,2	3,1	1,9	3,8	2,1	1,7	1,9	1,1	1,4	2,0
Q4	1,0	-0,4	-1,7	1,7	1,7	4,6	2,6	1,7	1,0	1,1	1,0	1,6
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2019 Q1	0,5	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
Q2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Q3	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
Q4	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2017	2,6	0,0	0,7	0,1	0,5	0,2	0,1	0,1	0,5	0,3	0,1	-
2018	2,0	0,0	0,4	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,4	0,2	0,0	-
2019	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
2019 Q1	1,4	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
Q2	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-
Q3	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
Q4	1,0	0,0	-0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

3 Konjunktorentwicklung

3.3 Beschäftigung¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Zahl der Erwerbstätigen													
<i>Gewichte in %</i>													
2017	100,0	85,6	14,4	3,2	14,6	6,0	24,9	2,8	2,5	1,0	13,8	24,3	6,9
2018	100,0	85,8	14,2	3,1	14,6	6,0	24,9	2,9	2,4	1,0	14,0	24,2	6,8
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,1	24,9	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,8
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2017	1,6	2,0	-0,7	-0,5	1,1	1,4	1,8	3,4	-1,5	1,8	3,7	1,1	1,0
2018	1,5	1,8	-0,2	-0,4	1,5	2,4	1,4	3,5	-0,9	1,8	2,8	1,3	0,4
2019	1,2	1,5	-0,2	-1,7	0,8	2,4	1,2	3,7	-0,3	1,3	1,4	1,4	0,7
2019 Q2	1,2	1,5	-0,1	-2,9	1,0	2,6	1,3	4,2	-0,6	1,7	1,2	1,5	0,7
Q3	1,1	1,4	-0,4	-1,9	0,7	2,2	1,0	3,6	-0,2	0,8	1,2	1,5	0,9
Q4	1,1	1,4	-0,5	-1,6	0,4	1,6	1,2	3,0	0,2	0,1	1,2	1,4	1,0
2020 Q1	0,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Geleistete Arbeitsstunden													
<i>Gewichte in %</i>													
2017	100,0	80,7	19,3	4,3	15,1	6,7	25,8	3,0	2,5	1,0	13,6	21,8	6,2
2018	100,0	81,0	19,0	4,2	15,0	6,8	25,7	3,0	2,5	1,0	13,8	21,8	6,1
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,7	3,1	2,4	1,0	13,8	21,9	6,1
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2017	1,2	1,7	-1,1	-1,1	0,8	1,3	1,3	3,2	-2,0	1,5	3,5	0,5	0,4
2018	1,4	1,9	-0,3	0,4	1,3	2,7	1,1	3,2	-1,1	2,4	2,8	1,3	0,4
2019	1,1	1,4	-0,5	-1,4	0,5	2,2	1,0	2,7	-0,1	1,3	1,2	1,8	0,6
2019 Q1	1,7	2,0	0,4	0,3	1,3	4,0	1,6	3,4	0,0	1,7	1,8	1,9	0,5
Q2	0,9	1,3	-0,7	-3,0	0,4	2,6	0,8	2,8	-0,4	0,8	1,1	1,7	0,3
Q3	0,8	1,2	-0,9	-2,0	0,3	1,6	0,5	2,5	0,0	1,5	0,8	1,8	0,5
Q4	0,8	1,1	-0,7	-1,1	-0,2	0,5	0,8	2,0	0,0	0,8	0,8	1,6	1,0
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2017	-0,4	-0,3	-0,4	-0,6	-0,3	-0,1	-0,5	-0,1	-0,5	-0,3	-0,2	-0,6	-0,5
2018	-0,1	0,1	-0,1	0,8	-0,2	0,3	-0,3	-0,3	-0,2	0,7	0,0	0,0	0,0
2019	-0,1	0,0	-0,3	0,3	-0,4	-0,2	-0,3	-1,0	0,2	0,0	-0,2	0,3	-0,1
2019 Q1	0,3	0,4	0,1	0,7	0,0	0,7	0,3	-0,7	0,4	-0,8	0,0	0,5	0,3
Q2	-0,3	-0,1	-0,6	-0,1	-0,6	0,0	-0,5	-1,4	0,2	-0,9	-0,1	0,2	-0,4
Q3	-0,3	-0,1	-0,5	-0,1	-0,4	-0,6	-0,5	-1,2	0,3	0,7	-0,5	0,3	-0,4
Q4	-0,3	-0,2	-0,2	0,5	-0,6	-1,0	-0,4	-1,0	-0,2	0,7	-0,3	0,2	-0,1

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

3 Konjunktorentwicklung

3.4 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Erwerbs- personen in Mio.	Unter- beschäftigung in % der Erwerbs- personen	Arbeitslosigkeit ¹⁾											Vakanz- quote ³⁾
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ²⁾	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio.	In % der Er- werbs- per- sonen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2016)			100,0			81,8		18,3		52,2		47,8		
2017	161,860	4,1	14,585	9,0	4,4	11,946	8,1	2,640	18,6	7,556	8,7	7,029	9,4	1,9
2018	162,485	3,7	13,211	8,1	3,8	10,823	7,3	2,388	16,8	6,809	7,8	6,402	8,5	2,1
2019	163,297	3,5	12,268	7,5	3,3	10,030	6,7	2,238	15,6	6,291	7,2	5,977	7,9	2,3
2019 Q2	163,084	3,5	12,237	7,5	3,3	10,031	6,7	2,205	15,4	6,289	7,2	5,947	7,9	2,3
Q3	163,196	3,4	12,183	7,5	3,2	9,958	6,7	2,224	15,5	6,290	7,2	5,893	7,8	2,2
Q4	163,998	3,4	12,031	7,3	3,2	9,821	6,6	2,210	15,4	6,146	7,0	5,885	7,7	2,2
2020 Q1	.	.	11,858	7,2	.	9,672	6,4	2,186	15,3	6,061	6,9	5,797	7,6	2,0
2019 Nov.	-	-	12,136	7,4	-	9,906	6,6	2,230	15,5	6,240	7,1	5,896	7,7	-
Dez.	-	-	12,093	7,3	-	9,875	6,6	2,218	15,4	6,254	7,1	5,838	7,6	-
2020 Jan.	-	-	12,075	7,3	-	9,848	6,5	2,227	15,5	6,186	7,0	5,889	7,7	-
Febr.	-	-	11,791	7,2	-	9,611	6,4	2,180	15,2	6,030	6,8	5,761	7,6	-
März	-	-	11,708	7,1	-	9,557	6,4	2,150	15,1	5,967	6,8	5,740	7,6	-
April	-	-	11,919	7,3	-	9,680	6,5	2,239	15,8	6,134	7,0	5,785	7,6	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Wurden noch keine Daten aus der vierteljährlichen Arbeitskräfteerhebung veröffentlicht, werden die Jahres- und Quartalswerte als einfacher Durchschnitt der Monatswerte ermittelt.

2) Nicht saisonbereinigt.

3) Die Vakanzquote entspricht der Zahl der offenen Stellen in Relation zur Summe aus besetzten und offenen Stellen.

3.5 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe						Produktion im Bau- gewerbe	EZB- Indikator für den Auftrags- eingang in der Industrie	Einzelhandelsumsätze				Pkw- Neuzulas- sungen
	Insgesamt		Hauptgruppen						Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Tank- stellen	
	Verarbei- tendes Gewerbe	Vorlei- tungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2017	3,0	3,2	3,4	3,9	1,4	1,2	3,1	7,9	2,5	1,6	3,5	0,8	5,7
2018	0,7	1,0	0,6	1,1	1,4	-1,5	2,0	2,7	1,6	1,4	1,9	0,6	0,9
2019	-1,3	-1,3	-2,4	-1,9	1,4	-1,9	2,1	-4,3	2,3	0,8	3,6	0,8	1,8
2019 Q2	-1,3	-1,5	-2,3	-2,9	1,9	-0,2	2,3	-3,5	2,1	1,1	3,0	0,1	-0,7
Q3	-1,6	-1,6	-3,2	-1,2	0,3	-1,9	1,2	-4,7	2,7	0,8	4,3	1,3	0,6
Q4	-2,1	-2,1	-3,8	-2,9	2,0	-2,4	0,3	-5,8	2,0	0,5	3,5	-0,6	12,5
2020 Q1	-6,0	-5,9	-5,1	-9,9	-1,0	-5,7	-3,4	-5,6	-1,7	4,5	-5,7	-8,1	-27,3
2019 Nov.	-1,3	-1,4	-2,9	-1,2	1,0	-1,5	1,3	-7,9	2,4	1,6	3,7	-1,4	10,0
Dez.	-3,4	-3,6	-5,5	-4,9	1,8	-3,2	-2,3	-4,6	1,8	-0,4	3,9	-1,1	17,9
2020 Jan.	-2,2	-1,4	-2,0	-2,0	0,5	-7,3	7,1	-1,4	2,3	1,0	3,2	-0,1	-5,8
Febr.	-2,2	-2,0	-0,8	-4,3	0,7	-2,9	0,2	-1,4	2,5	3,7	2,2	-2,0	-6,3
März	-12,9	-13,5	-11,8	-21,5	-3,9	-6,7	-15,4	-13,9	-9,2	8,3	-21,7	-21,3	-60,3
April	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-79,6
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2019 Nov.	-0,5	-0,7	-0,5	0,2	-1,4	0,8	0,7	-0,4	0,9	0,5	1,3	-1,2	2,7
Dez.	-1,6	-1,5	-1,5	-3,2	-0,4	-1,5	-1,5	-0,6	-1,0	-0,9	-1,1	-0,3	7,6
2020 Jan.	1,9	2,1	2,9	2,4	0,5	-1,0	4,0	2,3	0,8	0,8	0,9	2,0	-15,3
Febr.	-0,1	0,0	1,0	-2,0	0,5	0,4	-0,5	-1,2	0,6	2,5	-0,4	-1,2	1,1
März	-11,3	-12,3	-11,0	-15,9	-4,0	-4,0	-14,1	-12,2	-11,2	5,0	-23,1	-20,8	-57,7
April	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-44,9

Quellen: Eurostat, EZB-Berechnungen, experimentelle Statistik der EZB (Spalte 8) und European Automobile Manufacturers Association (Spalte 13).

3 Konjunktorentwicklung

3.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)							Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)				
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher	Vertrauensindikator für das Baugewerbe	Vertrauensindikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen		Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe	Produktion im verarbeitenden Gewerbe	Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor	Zusammengesetzter EMI für die Produktion
		Vertrauensindikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor	Kapazitätsauslastung (in %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2015	98,7	-5,2	80,6	-11,7	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2017	110,4	5,7	83,1	-5,4	-3,0	2,3	14,7	89,9	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,5	6,7	83,7	-4,9	7,0	1,3	15,2	90,4	54,9	54,7	54,5	54,6
2019	103,1	-5,1	81,9	-7,1	6,4	-0,4	10,7	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2019 Q2	103,8	-4,0	82,2	-7,0	7,2	-0,6	11,7	90,6	47,7	48,5	53,1	51,8
Q3	102,0	-7,1	81,4	-6,8	5,1	0,0	9,7	90,4	46,4	47,0	52,8	51,2
Q4	100,6	-9,2	80,9	-7,7	4,9	-0,1	9,8	90,2	46,4	46,7	52,3	50,7
2020 Q1	100,1	-8,1	75,3	-8,8	4,5	-3,0	6,6	88,0	47,2	45,1	43,9	44,2
2019 Dez.	100,9	-9,3	-	-8,1	5,7	0,7	11,3	-	46,3	46,1	52,8	50,9
2020 Jan.	102,6	-7,0	80,8	-8,1	5,8	-0,1	11,0	90,3	47,9	48,0	52,5	51,3
Febr.	103,4	-6,2	-	-6,6	5,4	-0,2	11,1	-	49,2	48,7	52,6	51,6
März	94,2	-11,2	-	-11,6	2,3	-8,6	-2,3	-	44,5	38,5	26,4	29,7
April	64,9	-32,5	69,7	-22,0	-16,1	-30,1	-38,6	85,6	33,4	18,1	12,0	13,6
Mai	67,5	-27,5	-	-18,8	-17,4	-29,7	-43,6	-	39,4	35,6	30,5	31,9

Quellen: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen) (Spalten 1-8) und Markit (Spalten 9-12).

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto)	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen ²⁾	Immobilienvermögen	Gewinnquote ³⁾	Sparquote (netto)	Schuldenquote ⁴⁾	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens ¹⁾	Veränderung gegen Vorjahr in %					In % der Nettowertschöpfung	In % des BIP	Veränderung gegen Vorjahr in %				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016	12,3	94,0	2,0	2,0	5,5	3,4	3,0	35,1	7,4	80,1	4,3	5,5	2,6
2017	12,0	93,9	1,4	2,3	5,2	4,7	4,7	34,3	7,1	77,5	4,6	8,2	3,0
2018	12,3	93,6	1,8	2,2	7,0	2,4	4,5	34,1	6,2	77,1	2,4	5,4	1,6
2019 Q1	12,6	93,4	2,1	2,4	7,9	3,5	3,9	33,9	6,3	77,3	2,3	7,6	1,6
Q2	12,8	93,4	2,3	2,5	4,4	4,0	3,8	33,7	5,9	78,0	1,6	16,6	1,3
Q3	13,0	93,5	2,5	2,6	4,3	4,5	3,5	33,6	5,9	78,7	1,7	-1,2	1,4
Q4	13,1	93,7	1,1	2,6	3,8	5,4	3,5	33,4	5,9	77,4	2,2	-2,6	1,7

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 wird anhand des Unternehmensgewinns (netto) ermittelt, der weitgehend dem Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit in der externen Unternehmensrechnung entspricht.
- 4) Auf Basis der ausstehenden Kredite, Schuldverschreibungen, Handelskredite und Verbindlichkeiten aus Rückstellungen bei Alterssicherungssystemen.

3 Konjunktorentwicklung

3.8 Zahlungsbilanz des Euroraums – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz ¹⁾	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019 Q2	1 066,0	1 001,7	64,3	592,5	521,0	245,4	234,5	201,4	183,4	26,7	62,9	9,3	24,7
Q3	1 088,7	993,9	94,9	604,1	519,4	251,3	221,8	205,1	184,0	28,2	68,6	9,8	7,8
Q4	1 090,8	1 009,3	81,6	609,3	519,7	252,7	247,6	199,9	179,6	28,9	62,4	16,5	18,7
2020 Q1	1 057,3	960,0	97,3	595,7	502,8	241,1	225,2	192,7	171,0	27,7	61,0	11,5	8,1
2019 Okt.	366,9	340,1	26,9	204,4	173,9	84,6	82,2	67,8	61,0	10,1	23,0	3,6	4,8
Nov.	363,3	335,5	27,8	201,5	172,6	84,3	82,6	68,2	60,3	9,4	20,1	3,7	5,0
Dez.	360,6	333,7	26,9	203,4	173,2	83,8	82,8	63,9	58,3	9,5	19,3	9,1	9,0
2020 Jan.	370,4	338,3	32,1	203,8	174,3	86,9	78,2	70,1	60,4	9,5	25,4	2,9	2,3
Febr.	363,9	326,1	37,8	204,7	173,4	84,0	79,0	65,5	55,9	9,7	17,8	4,6	2,4
März	323,0	295,6	27,4	187,2	155,0	70,2	68,0	57,1	54,7	8,5	17,8	4,0	3,4
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2020 März	4 302,8	3 964,8	338,0	2 401,7	2 062,9	990,5	929,1	799,2	718,0	111,5	254,9	47,0	59,3
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2020 März	36,1	33,3	2,8	20,2	17,3	8,3	7,8	6,7	6,0	0,9	2,1	0,4	0,5

1) Nicht saisonbereinigt.

3.9 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	Zusammen			Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2019 Q2	2,1	2,5	582,3	276,1	120,3	175,8	486,5	532,1	303,0	85,9	134,9	381,7	65,8
Q3	3,2	0,7	585,2	279,5	117,8	177,6	489,0	530,5	297,8	87,9	137,2	387,4	60,2
Q4	2,1	-1,9	591,2	276,9	125,3	178,9	496,5	526,3	292,2	86,6	138,2	385,3	60,7
2020 Q1	-1,8	-4,1	575,9	.	.	.	478,9	508,1	.	.	.	368,6	.
2019 Okt.	4,5	-2,3	199,9	93,1	43,4	60,8	168,2	176,2	97,2	29,9	46,4	129,8	19,2
Nov.	-2,6	-4,0	194,4	91,4	40,5	58,9	163,9	175,8	97,7	28,6	46,4	129,0	20,2
Dez.	4,9	1,2	196,9	92,4	41,5	59,2	164,3	174,4	97,2	28,1	45,4	126,6	21,3
2020 Jan.	0,2	-0,4	196,7	93,7	39,1	60,2	164,8	178,1	100,5	28,8	46,0	129,1	22,2
Febr.	1,2	-1,8	198,4	93,4	41,2	60,9	166,3	172,8	97,2	27,0	46,0	126,9	20,0
März	-6,2	-10,0	180,7	.	.	.	147,8	157,3	.	.	.	112,6	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2019 Q2	-1,4	-0,1	106,5	108,3	106,0	105,4	106,2	109,4	107,8	109,6	113,6	111,5	97,6
Q3	1,0	1,7	106,8	109,6	103,4	106,1	106,2	109,7	108,3	111,3	113,1	111,9	96,7
Q4	-0,1	-1,7	107,2	108,5	108,5	105,8	107,1	107,5	105,7	105,8	112,5	109,9	96,5
2020 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2019 Sept.	3,3	3,9	107,2	109,4	103,4	106,3	106,2	109,3	107,1	110,3	115,4	111,4	95,7
Okt.	2,2	-0,9	109,2	109,8	112,8	108,8	109,3	108,5	105,9	111,5	113,4	111,5	93,1
Nov.	-4,3	-3,4	106,1	107,9	105,7	104,6	106,4	107,9	106,6	104,5	113,6	110,4	97,2
Dez.	2,1	-0,7	106,3	107,9	106,9	104,0	105,5	106,0	104,7	101,4	110,6	107,7	99,2
2020 Jan.	-2,7	-3,4	105,7	108,2	101,1	105,5	105,0	107,5	106,7	105,6	111,3	109,3	101,7
Febr.	-1,1	-2,1	107,2	108,9	107,4	106,8	106,7	106,9	106,6	99,9	113,0	109,3	100,3

Quellen: EZB und Eurostat.

1) Differenzen zwischen dem Ausweis des Warenhandels durch die EZB (Tabelle 3.8) und durch Eurostat (Tabelle 3.9) beruhen in erster Linie auf unterschiedlichen Abgrenzungen.

2) Gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories.

4 Preise und Kosten

4.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) ²⁾							Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt			Dienst- leistungen	Insgesamt	Ver- arbeitete Nahrungs- mittel	Unver- arbeitete Nahrungs- mittel	Industrie- erzeugnis- se ohne Energie	Energie (nicht saison- bereinigt)	Dienst- leistungen	HVPI insgesamt ohne ad- ministrierte Preise	Admini- strierte Preise	
		Insgesamt ohne Energie und Nahrungs- mittel	Waren											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
Gewichte in % (2019)	100,0	100,0	70,9	55,5	44,5	100,0	14,5	4,5	26,4	10,1	44,5	87,0	13,0	
2017	101,8	1,5	1,0	1,6	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0	
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1	
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,1	1,9	
2019 Q2	105,3	1,4	1,1	1,3	1,5	0,5	0,5	-0,1	0,1	1,6	0,7	1,3	2,4	
Q3	105,1	1,0	0,9	0,7	1,3	0,2	0,5	1,3	0,1	-1,5	0,3	0,9	1,6	
Q4	105,3	1,0	1,2	0,4	1,7	0,3	0,4	0,3	0,1	0,2	0,4	1,0	1,2	
2020 Q1	104,7	1,1	1,1	0,8	1,5	0,1	0,7	1,3	0,2	-1,3	0,1	1,2	0,8	
2019 Dez.	105,4	1,3	1,3	1,0	1,8	0,1	0,1	0,4	0,1	0,1	0,1	1,3	1,3	
2020 Jan.	104,4	1,4	1,1	1,2	1,5	0,1	0,3	0,3	0,0	0,8	-0,1	1,5	0,8	
Febr.	104,6	1,2	1,2	0,9	1,6	0,0	0,2	1,0	0,1	-1,6	0,2	1,3	0,8	
März	105,1	0,7	1,0	0,3	1,3	-0,3	0,3	0,0	0,0	-3,3	0,0	0,8	0,7	
April	105,4	0,3	0,9	-0,4	1,2	-0,2	0,3	3,8	-0,2	-4,8	0,3	0,3	0,6	
Mai ³⁾	105,3	0,1	0,9	.	1,3	-0,2	0,2	-0,6	0,0	-1,7	0,0	.	.	

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungs- dienstleistungen		Verkehr	Nachrichten- übermittlung	Freizeitdienst- leistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige
	Zusammen	Ver- arbeitete Nahrungs- mittel	Unver- arbeitete Nahrungs- mittel	Zusammen	Industrie- erzeugnisse ohne Energie	Energie	Wohnungs- mieten					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
Gewichte in % (2019)	19,0	14,5	4,5	36,5	26,4	10,1	11,0	6,5	7,2	2,6	15,3	8,4
2017	1,8	1,5	2,4	1,5	0,3	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,1	2,1	0,8
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5
2019 Q2	1,5	1,8	0,6	1,2	0,3	3,6	1,3	1,3	2,1	-1,2	2,0	1,5
Q3	1,8	1,9	1,6	0,0	0,3	-0,7	1,5	1,5	2,2	-0,8	1,1	1,5
Q4	1,8	1,9	1,6	-0,3	0,4	-2,1	1,5	1,5	2,4	-0,2	2,0	1,5
2020 Q1	2,2	2,0	2,8	0,0	0,5	-1,0	1,6	1,4	1,7	0,0	1,6	1,5
2019 Dez.	2,0	2,0	2,1	0,4	0,5	0,2	1,6	1,5	2,5	-0,1	2,1	1,5
2020 Jan.	2,1	2,0	2,3	0,8	0,3	1,9	1,6	1,5	2,0	-0,2	1,5	1,5
Febr.	2,1	2,0	2,6	0,3	0,5	-0,3	1,5	1,4	2,0	0,0	1,8	1,5
März	2,4	2,1	3,6	-0,9	0,5	-4,5	1,5	1,4	1,2	0,1	1,4	1,5
April	3,6	2,3	7,6	-2,4	0,3	-9,7	1,4	1,3	0,7	-0,4	1,3	1,5
Mai ³⁾	3,3	2,4	6,5	.	0,2	-12,0	.	.	.	.	.	.

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Schätzung auf Basis vorläufiger nationaler Daten und erster Daten zu den Energiepreisen.

4 Preise und Kosten

4.2 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 ³⁾	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien ³⁾
	Insge- samt (Index: 2015 = 100)	Insgesamt	Industrie ohne Baugewerbe und Energie							Energie			
			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 % (2015)	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,9	0,2	5,6	2,0	4,3	4,7
2018	104,0	3,2	2,4	1,5	2,6	1,0	0,4	0,2	0,6	8,1	2,5	4,8	4,1
2019	104,7	0,7	0,6	0,7	0,1	1,5	1,0	1,1	0,8	-0,1	1,9	4,0	4,9
2019 Q2	104,8	1,6	1,0	1,0	0,7	1,5	1,0	0,9	0,9	3,0	2,2	4,2	5,8
Q3	104,2	-0,6	0,0	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,2	0,8	-4,3	1,1	3,9	4,7
Q4	104,4	-1,2	0,0	0,4	-1,2	1,4	1,7	2,4	0,7	-5,9	1,7	4,1	4,7
2020 Q1	103,8	-1,5	0,0	0,4	-1,4	1,1	2,3	3,3	0,6	-7,3	.	.	.
2019 Nov.	104,5	-1,3	-0,2	0,3	-1,4	1,4	1,7	2,3	0,7	-6,0	-	-	-
Dez.	104,5	-0,6	0,9	0,5	-1,1	1,5	2,0	2,9	0,7	-3,8	-	-	-
2020 Jan.	104,8	-0,6	1,1	0,5	-1,1	1,3	2,2	3,2	0,6	-4,1	-	-	-
Febr.	104,1	-1,3	0,3	0,5	-1,2	1,2	2,3	3,3	0,7	-6,7	-	-	-
März	102,5	-2,8	-1,4	0,2	-1,9	1,0	2,3	3,4	0,6	-11,2	-	-	-
April	100,4	-4,5	-3,1	-0,3	-2,7	1,0	1,7	2,5	0,5	-16,5	-	-	-

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

1) Nur Inlandsabsatz.

2) Baukostenindex für Wohngebäude.

3) Experimentelle Daten auf der Grundlage nicht harmonisierter Quellen (weitere Einzelheiten siehe www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html).

4.3 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: 2015 = 100)	Insge- samt	Inländische Verwendung				Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾		Importgewichtet ²⁾			Nach Verwendung gewichtet ²⁾		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2017	101,8	1,0	1,4	1,3	1,4	1,7	1,9	2,8	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	103,1	1,3	1,7	1,4	1,8	2,0	1,4	2,3	60,4	-0,7	-5,8	4,3	-0,1	-5,3	5,7
2019	104,9	1,7	1,5	1,2	1,7	2,3	0,6	0,1	57,2	1,7	3,8	-0,1	2,6	7,5	-2,3
2019 Q2	104,7	1,7	1,7	1,6	1,8	2,1	1,0	0,9	61,0	-1,8	-0,7	-2,8	-0,1	4,7	-4,9
Q3	105,1	1,7	1,3	1,1	1,7	2,2	0,1	-1,1	55,7	1,8	3,7	0,2	1,7	6,5	-3,1
Q4	105,6	1,8	1,3	1,0	1,6	2,3	0,2	-0,8	56,5	3,9	9,1	-0,6	5,2	13,9	-3,6
2020 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	45,9	1,9	7,6	-3,1	1,4	7,5	-4,9
2019 Dez.	.	.	.	.	.	.	.	.	59,3	6,6	11,6	2,2	7,0	14,7	-1,1
2020 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	57,3	7,0	10,9	3,5	6,8	12,6	0,7
Febr.	.	.	.	.	.	.	.	.	50,5	2,1	8,0	-3,0	2,0	8,7	-4,9
März	.	.	.	.	.	.	.	.	29,7	-3,2	3,9	-9,4	-4,3	1,4	-10,4
April	.	.	.	.	.	.	.	.	21,5	-4,3	4,6	-12,1	-7,2	-1,8	-13,0
Mai	.	.	.	.	.	.	.	.	28,4	-1,2	5,9	-7,5	-3,4	1,5	-8,7

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.

4 Preise und Kosten

4.4 Preisbezogene Meinungsumfragen

(saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)					Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden drei 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	
1999-2015	4,3	-	-	-4,5	32,3	56,7	56,3	-	49,7
2017	9,3	5,2	7,1	2,8	12,9	64,6	56,3	55,1	51,6
2018	11,6	7,5	9,5	12,5	20,6	65,4	57,9	56,1	52,7
2019	4,3	7,2	9,0	7,4	18,3	48,8	57,1	50,4	52,4
2019 Q2	4,8	7,2	9,2	6,6	19,8	50,6	57,1	51,2	52,3
Q3	1,9	6,6	8,4	4,9	17,9	46,4	56,5	48,9	52,0
Q4	1,4	6,9	7,9	5,9	14,7	44,2	56,9	48,6	52,0
2020 Q1	2,0	6,6	7,4	4,9	13,3	45,6	54,7	48,0	49,7
2019 Dez.	2,1	7,9	8,4	6,4	14,1	45,0	56,7	48,9	51,8
2020 Jan.	2,9	8,6	10,4	6,8	14,9	45,6	57,6	48,6	51,8
Febr.	3,5	7,4	9,1	5,9	14,3	47,1	56,8	48,1	52,1
März	-0,3	3,9	2,8	1,9	10,6	44,2	49,7	47,2	45,3
April	-7,5	-8,0	-9,9	-12,9	5,9	44,6	44,5	45,8	40,2
Mai	-8,6	-3,1	-8,7	-11,3	12,6	43,0	47,7	45,8	43,3

Quellen: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen) und Markit.

4.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2016 = 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 % (2018)	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2017	101,8	1,8	1,7	1,8	1,8	1,7	1,5
2018	104,2	2,3	2,3	2,5	2,4	2,1	2,1
2019	106,9	2,6	2,6	2,5	2,5	2,7	2,3
2019 Q2	110,9	2,8	2,8	2,9	2,7	3,1	2,0
Q3	103,5	2,6	2,7	2,7	2,7	2,5	2,6
Q4	113,2	2,4	2,3	2,4	2,3	2,6	2,1
2020 Q1	.	.	.	.	.	.	2,0

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Experimentelle Daten auf der Grundlage nicht harmonisierter Quellen (weitere Einzelheiten siehe www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html).

4 Preise und Kosten

4.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

	Insgesamt (Index: 2015= 100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen									
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und Versorgungswirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaftliche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Lohnstückkosten												
2017	106,2	0,7	-0,2	-0,6	0,8	0,4	0,0	-1,4	3,4	1,7	1,4	1,1
2018	108,1	1,8	0,1	1,7	1,0	1,7	1,6	-0,7	3,4	2,2	2,3	2,5
2019	110,3	2,0	0,6	3,5	1,3	1,7	1,2	-1,1	2,7	1,6	2,7	1,9
2019 Q1	109,4	2,3	1,6	3,6	1,1	2,0	1,7	-0,7	5,1	1,8	2,6	1,6
Q2	110,0	2,1	-0,1	3,2	1,7	2,0	1,5	-0,9	3,2	1,7	2,6	2,3
Q3	110,6	1,9	-0,7	4,0	1,1	1,4	1,6	-1,2	2,3	1,3	2,6	1,7
Q4	110,9	1,8	1,5	3,0	1,5	1,2	-0,2	-1,3	0,2	1,7	2,8	2,2
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2017	111,3	1,7	1,1	1,5	1,9	1,5	2,0	1,2	2,2	2,5	1,8	1,6
2018	113,8	2,2	1,8	1,9	1,9	2,4	2,6	1,6	3,2	2,7	2,0	2,6
2019	116,1	2,0	1,8	1,5	2,1	2,2	1,6	1,3	3,0	1,9	2,3	2,5
2019 Q1	115,4	2,3	1,5	1,9	2,4	2,7	2,0	1,4	4,0	1,9	2,3	2,5
Q2	115,9	2,1	1,8	1,1	2,2	2,3	1,4	1,8	3,2	2,4	2,2	3,1
Q3	116,7	2,1	1,2	2,0	2,0	2,3	1,8	1,1	3,2	1,9	2,3	2,1
Q4	116,8	1,7	2,8	0,8	1,6	1,6	1,3	1,1	1,8	1,5	2,6	2,2
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2017	104,8	0,9	1,3	2,1	1,1	1,0	2,0	2,7	-1,1	0,7	0,4	0,5
2018	105,2	0,4	1,7	0,3	0,8	0,6	1,0	2,4	-0,2	0,5	-0,3	0,0
2019	105,3	0,0	1,2	-1,9	0,7	0,6	0,4	2,4	0,4	0,3	-0,3	0,5
2019 Q2	105,3	0,0	1,9	-2,0	0,6	0,3	-0,1	2,7	-0,1	0,6	-0,4	0,8
Q3	105,5	0,2	1,8	-1,9	0,9	0,9	0,2	2,3	0,9	0,7	-0,3	0,4
Q4	105,3	-0,1	1,2	-2,2	0,1	0,5	1,5	2,4	1,6	-0,2	-0,3	0,0
2020 Q1	101,6	-3,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2017	113,3	2,0	1,3	1,8	1,9	1,8	2,0	1,8	2,1	2,3	2,4	2,1
2018	115,8	2,1	1,3	2,1	1,4	2,4	2,7	1,9	2,4	2,7	1,9	2,2
2019	118,1	2,1	1,4	1,9	2,3	2,3	2,6	0,9	2,8	2,1	1,9	2,7
2019 Q1	116,7	1,9	-0,4	2,0	1,7	2,2	2,6	0,9	4,2	1,9	1,7	2,2
Q2	117,4	2,2	2,4	1,8	2,4	2,4	2,5	1,4	3,4	2,5	1,9	3,6
Q3	118,2	2,3	1,4	2,5	2,6	2,6	2,8	0,7	2,3	2,3	1,8	2,5
Q4	118,5	1,9	2,1	1,4	2,7	1,8	2,6	1,1	1,4	1,9	2,2	2,3
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2017	107,2	1,4	1,8	2,5	1,2	1,6	2,1	3,2	-0,9	0,9	1,0	1,0
2018	107,7	0,5	0,8	0,5	0,6	0,9	1,3	2,6	-0,8	0,5	-0,3	0,0
2019	107,8	0,2	0,9	-1,5	0,9	0,8	1,5	2,2	0,4	0,5	-0,7	0,7
2019 Q1	107,4	-0,3	-0,9	-1,6	0,6	0,4	1,1	1,7	-0,2	0,1	-0,8	0,6
Q2	107,5	0,3	2,0	-1,4	0,6	0,8	1,2	2,5	0,8	0,8	-0,6	1,2
Q3	107,7	0,5	2,0	-1,5	1,5	1,4	1,4	2,0	0,2	1,1	-0,7	0,8
Q4	107,6	0,2	0,7	-1,6	1,2	0,9	2,5	2,6	0,9	0,1	-0,5	0,1

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

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

	M3											11	12
	M2					M3-M2							
	M1		M2-M1			6	7	8	9	10			
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte						Geldmarkt- fondsanteile			Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren
1	2	3	4	5	Bestände								
2017	1 112,0	6 638,1	7 750,1	1 196,6	2 261,8	3 458,3	11 208,5	74,4	512,0	72,6	659,1	11 867,5	
2018	1 163,3	7 114,7	8 278,1	1 124,9	2 299,0	3 423,9	11 702,0	74,3	524,0	71,5	669,8	12 371,8	
2019	1 219,6	7 724,2	8 943,8	1 069,5	2 363,8	3 433,4	12 377,1	78,5	531,6	7,9	618,0	12 995,2	
2019 Q2	1 189,0	7 415,4	8 604,4	1 111,1	2 338,5	3 449,6	12 054,0	74,5	523,9	37,6	636,0	12 690,0	
Q3	1 204,1	7 605,6	8 809,6	1 110,0	2 354,8	3 464,7	12 274,4	74,5	546,3	19,1	640,0	12 914,4	
Q4	1 219,6	7 724,2	8 943,8	1 069,5	2 363,8	3 433,4	12 377,1	78,5	531,6	7,9	618,0	12 995,2	
2020 Q1	1 261,8	8 075,3	9 337,1	1 077,9	2 361,4	3 439,4	12 776,4	109,9	533,5	58,4	701,9	13 478,3	
2019 Nov.	1 216,9	7 715,8	8 932,6	1 081,4	2 359,5	3 440,9	12 373,5	73,4	530,6	26,0	630,0	13 003,5	
Dez.	1 219,6	7 724,2	8 943,8	1 069,5	2 363,8	3 433,4	12 377,1	78,5	531,6	7,9	618,0	12 995,2	
2020 Jan.	1 228,3	7 743,6	8 971,9	1 062,9	2 362,3	3 425,2	12 397,1	75,8	548,3	24,1	648,2	13 045,2	
Febr.	1 236,2	7 826,7	9 062,8	1 065,0	2 359,7	3 424,8	12 487,6	84,9	551,3	25,9	662,1	13 149,7	
März	1 261,8	8 075,3	9 337,1	1 077,9	2 361,4	3 439,4	12 776,4	109,9	533,5	58,4	701,9	13 478,3	
April ^(p)	1 276,8	8 231,0	9 507,8	1 071,4	2 376,7	3 448,1	12 956,0	94,6	542,8	45,2	682,6	13 638,6	
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2017	36,0	592,6	628,6	-109,5	34,5	-74,9	553,7	6,5	-10,8	-18,5	-22,7	530,9	
2018	50,3	465,1	515,4	-74,0	45,2	-28,9	486,6	-0,9	12,3	-3,3	8,1	494,7	
2019	56,3	603,1	659,4	-60,0	62,8	2,7	662,1	4,1	-1,8	-57,6	-55,3	606,8	
2019 Q2	9,7	143,0	152,8	-4,4	20,3	15,9	168,6	0,4	3,2	-2,4	1,3	169,9	
Q3	15,1	181,2	196,3	-4,6	14,8	10,2	206,5	-0,6	21,1	-18,1	2,5	209,0	
Q4	15,6	122,8	138,4	-38,0	8,1	-29,9	108,4	4,5	-16,0	-9,5	-21,1	87,4	
2020 Q1	42,1	346,6	388,7	6,5	-2,5	4,0	392,7	31,1	2,0	48,6	81,6	474,4	
2019 Nov.	7,4	40,3	47,7	-14,0	0,2	-13,8	33,9	-6,5	1,4	-1,4	-6,5	27,4	
Dez.	2,8	12,9	15,7	-9,9	4,8	-5,1	10,7	5,5	-0,2	-18,1	-12,8	-2,1	
2020 Jan.	8,7	15,4	24,0	-8,3	-1,6	-9,9	14,1	-3,0	16,6	16,6	30,2	44,3	
Febr.	7,9	81,9	89,7	1,6	-2,6	-0,9	88,8	9,0	3,0	1,2	13,3	102,1	
März	25,6	249,3	274,9	13,2	1,7	14,9	289,8	25,0	-17,6	30,7	38,1	327,9	
April ^(p)	15,1	152,7	167,8	-7,7	15,3	7,5	175,3	-15,7	9,4	-13,0	-19,3	156,0	
Wachstumsraten													
2017	3,3	9,8	8,8	-8,3	1,6	-2,1	5,2	9,5	-2,1	-21,1	-3,3	4,7	
2018	4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-1,3	2,4	-4,7	1,2	4,2	
2019	4,8	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-86,7	-8,2	4,9	
2019 Q2	4,7	7,7	7,2	-6,1	3,0	-0,1	5,0	1,1	1,1	-38,3	-2,8	4,6	
Q3	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,0	1,1	5,9	3,0	8,7	-65,4	1,1	5,7	
Q4	4,8	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-86,7	-8,2	4,9	
2020 Q1	7,0	10,9	10,4	-3,6	1,8	0,0	7,4	47,5	2,0	56,7	10,1	7,5	
2019 Nov.	5,0	8,8	8,3	-4,7	2,7	0,3	5,9	-1,1	4,1	-47,4	-1,1	5,6	
Dez.	4,8	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-86,7	-8,2	4,9	
2020 Jan.	5,2	8,3	7,9	-5,7	2,4	-0,2	5,5	0,7	5,1	-53,0	-0,8	5,2	
Febr.	5,4	8,6	8,1	-5,6	2,0	-0,4	5,6	17,6	6,0	-47,6	2,5	5,5	
März	7,0	10,9	10,4	-3,6	1,8	0,0	7,4	47,5	2,0	56,7	10,1	7,5	
April ^(p)	8,0	12,5	11,9	-5,2	2,1	-0,3	8,4	27,8	3,1	22,0	6,7	8,3	

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.2 In M3 enthaltene Einlagen¹⁾

(in Mrd € und 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				11	12	13
Bestände													
2017	2 240,3	1 797,4	285,0	149,1	8,8	6 317,6	3 702,8	562,1	2 051,9	0,8	991,1	206,6	415,3
2018	2 331,4	1 898,7	277,3	147,8	7,6	6 644,9	4 035,9	517,6	2 090,1	1,4	998,2	202,9	435,5
2019	2 476,2	2 062,7	256,9	150,1	6,5	7 040,7	4 395,5	492,5	2 151,8	0,9	1 036,9	214,4	467,8
2019 Q2	2 406,1	1 983,7	265,3	150,0	7,1	6 846,9	4 207,9	509,7	2 127,6	1,7	1 009,5	216,6	460,4
Q3	2 450,9	2 031,3	262,2	151,4	5,9	6 964,9	4 318,1	504,5	2 141,3	1,0	1 042,3	221,3	465,5
Q4	2 476,2	2 062,7	256,9	150,1	6,5	7 040,7	4 395,5	492,5	2 151,8	0,9	1 036,9	214,4	467,8
2020 Q1	2 609,4	2 190,9	263,2	147,5	7,7	7 161,4	4 530,5	472,0	2 158,3	0,6	1 152,1	226,4	475,3
2019 Nov.	2 482,0	2 073,5	251,5	151,4	5,6	7 026,7	4 382,6	497,2	2 145,2	1,7	1 022,2	226,8	472,4
Dez.	2 476,2	2 062,7	256,9	150,1	6,5	7 040,7	4 395,5	492,5	2 151,8	0,9	1 036,9	214,4	467,8
2020 Jan.	2 475,0	2 063,6	256,8	150,5	4,1	7 061,1	4 421,5	487,3	2 151,4	0,8	1 023,6	217,7	467,2
Febr.	2 507,0	2 097,6	253,7	150,3	5,4	7 086,6	4 452,7	482,5	2 150,6	0,8	1 051,7	215,3	475,7
März	2 609,4	2 190,9	263,2	147,5	7,7	7 161,4	4 530,5	472,0	2 158,3	0,6	1 152,1	226,4	475,3
April ^(p)	2 714,4	2 277,0	284,5	146,6	6,3	7 242,0	4 596,7	467,1	2 177,3	0,8	1 121,0	230,3	466,0
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2017	180,7	182,4	-1,9	-0,8	0,9	254,7	304,7	-82,1	33,6	-1,5	54,9	7,2	26,7
2018	93,1	105,3	-9,7	-1,1	-1,4	326,5	324,8	-45,0	46,1	0,5	0,5	-3,9	19,1
2019	146,1	163,7	-18,8	1,8	-0,5	394,4	358,3	-25,7	62,3	-0,5	29,1	10,2	30,1
2019 Q2	29,7	30,7	-4,3	2,2	1,1	94,1	82,2	-5,1	16,7	0,3	31,6	4,0	-0,2
Q3	40,7	43,9	-2,9	1,0	-1,3	116,9	109,6	-6,0	13,9	-0,6	25,1	3,8	4,4
Q4	28,8	34,6	-4,3	-2,2	0,7	76,7	76,9	-11,5	11,5	-0,2	-3,0	-6,9	1,8
2020 Q1	130,6	126,4	5,6	-2,5	1,2	119,5	134,2	-20,9	6,4	-0,3	112,4	11,7	7,4
2019 Nov.	7,4	19,3	-9,1	-0,5	-2,4	31,1	33,0	-3,6	1,7	0,0	-28,3	3,8	6,0
Dez.	-2,8	-8,8	6,3	-1,4	1,0	15,5	13,5	-4,2	7,1	-0,8	17,4	-12,1	-4,6
2020 Jan.	-3,5	-0,7	-0,8	0,4	-2,4	19,5	25,5	-5,6	-0,4	0,0	-16,0	3,0	-0,7
Febr.	31,3	33,6	-3,3	-0,2	1,3	25,2	30,9	-4,9	-0,8	0,0	27,5	-2,5	8,5
März	102,7	93,5	9,7	-2,7	2,3	74,9	77,8	-10,4	7,7	-0,2	100,9	11,1	-0,4
April ^(p)	103,5	85,1	20,8	-1,0	-1,4	80,2	65,9	-5,0	19,0	0,2	-33,6	3,7	-9,3
Wachstumsraten													
2017	8,6	11,2	-0,7	-0,5	11,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,1	5,8	3,6	6,9
2018	4,2	5,9	-3,5	-0,7	-16,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	67,7	0,0	-1,9	4,6
2019	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,0	6,9
2019 Q2	5,8	7,6	-4,6	2,5	12,2	5,8	8,6	-4,9	3,1	72,0	-1,0	-1,3	7,6
Q3	6,4	8,0	-2,6	2,8	-11,8	6,3	9,3	-4,1	3,1	-10,1	3,6	4,3	6,6
Q4	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,0	6,9
2020 Q1	9,7	12,1	-2,2	-1,0	24,8	6,0	9,8	-8,4	2,3	-56,7	16,9	5,9	2,9
2019 Nov.	7,0	9,8	-8,4	2,1	-24,6	6,3	9,4	-4,2	2,9	30,5	1,2	8,5	6,0
Dez.	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,0	6,9
2020 Jan.	6,1	8,2	-5,3	1,2	-41,1	5,7	8,7	-6,0	2,7	-43,6	3,2	5,0	5,2
Febr.	6,5	9,0	-7,6	1,2	-13,8	5,4	8,6	-6,8	2,3	-46,9	7,1	3,1	4,6
März	9,7	12,1	-2,2	-1,0	24,8	6,0	9,8	-8,4	2,3	-56,7	16,9	5,9	2,9
April ^(p)	13,7	16,1	5,5	-2,2	-11,6	6,7	10,6	-9,1	2,9	-48,2	12,3	8,1	1,3

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum¹⁾

(in Mrd € und 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 Pensionseinrichtungen ³⁾	An Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen			
												Bereinigte Kredite ²⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bestände												
2017	4 617,2	1 032,3	3 571,0	13 114,0	10 870,5	11 165,8	4 323,4	5 600,3	838,0	108,7	1 440,4	803,2
2018	4 676,7	1 006,2	3 659,0	13 415,9	11 122,4	11 482,8	4 402,3	5 742,1	851,2	126,8	1 517,9	775,6
2019	4 652,6	984,5	3 656,3	13 865,6	11 452,2	11 838,5	4 472,5	5 930,9	896,1	152,6	1 560,5	852,9
2019 Q2	4 640,2	1 000,7	3 627,9	13 640,4	11 290,6	11 667,0	4 462,4	5 825,8	870,3	132,1	1 546,6	803,2
Q3	4 696,5	999,8	3 685,1	13 776,5	11 394,4	11 764,2	4 488,5	5 876,3	883,5	146,2	1 570,6	811,5
Q4	4 652,6	984,5	3 656,3	13 865,6	11 452,2	11 838,5	4 472,5	5 930,9	896,1	152,6	1 560,5	852,9
2020 Q1	4 774,9	1 006,9	3 756,2	14 047,3	11 688,4	12 063,7	4 601,8	5 966,6	958,5	161,5	1 558,7	800,3
2019 Nov.	4 639,2	1 000,9	3 626,5	13 854,2	11 439,1	11 808,0	4 492,2	5 912,9	888,2	145,8	1 570,8	844,3
Dez.	4 652,6	984,5	3 656,3	13 865,6	11 452,2	11 838,5	4 472,5	5 930,9	896,1	152,6	1 560,5	852,9
2020 Jan.	4 670,2	994,2	3 664,2	13 912,8	11 511,9	11 874,9	4 483,9	5 961,1	913,4	153,5	1 547,1	853,8
Febr.	4 672,0	993,0	3 667,2	13 942,6	11 531,4	11 897,5	4 488,9	5 983,3	909,1	150,1	1 565,8	845,4
März	4 774,9	1 006,9	3 756,2	14 047,3	11 688,4	12 063,7	4 601,8	5 966,6	958,5	161,5	1 558,7	800,3
April ^(p)	4 962,6	1 015,5	3 935,3	14 124,7	11 728,0	12 103,8	4 671,0	5 960,8	939,4	156,8	1 610,8	785,9
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2017	287,5	-43,7	330,6	363,2	274,2	316,4	84,9	173,2	19,7	-3,5	63,6	25,4
2018	90,3	-28,4	118,7	374,8	307,3	382,1	123,6	166,3	-0,4	17,8	88,1	-20,6
2019	-88,3	-23,5	-65,2	453,0	378,7	426,0	115,0	199,9	42,5	21,2	30,5	43,8
2019 Q2	-49,5	-1,6	-48,2	123,8	105,6	126,5	51,7	38,8	16,6	-1,5	17,4	0,8
Q3	-2,6	-0,9	-1,7	129,7	102,3	104,5	27,2	52,0	9,2	13,9	20,7	6,6
Q4	-5,2	-15,6	10,2	90,2	78,5	104,6	2,8	60,1	9,1	6,5	-7,8	19,5
2020 Q1	133,8	21,8	112,0	229,5	247,9	240,3	135,6	41,8	61,6	8,8	15,4	-33,8
2019 Nov.	-9,6	-0,9	-8,9	33,8	15,6	21,8	-4,0	18,6	-5,9	6,9	9,2	9,1
Dez.	21,8	-17,1	38,9	22,6	25,9	47,5	-11,5	21,1	9,5	6,8	-8,4	5,0
2020 Jan.	-9,1	9,6	-18,7	44,8	57,9	35,3	10,5	30,5	15,9	0,8	-14,1	1,0
Febr.	6,7	-1,5	8,2	40,7	20,9	26,1	6,5	22,9	-5,0	-3,4	20,6	-0,9
März	136,2	13,8	122,5	144,0	169,1	178,9	118,6	-11,6	50,7	11,4	8,9	-34,0
April ^(p)	194,4	8,2	186,0	69,2	38,0	37,9	71,5	-5,4	-23,3	-4,7	47,5	-16,3
Wachstumsraten												
2017	6,6	-4,1	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,4	-3,2	4,6	3,2
2018	2,0	-2,8	3,4	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,1	16,4	6,1	-2,6
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,0	16,2	2,0	5,6
2019 Q2	-0,2	-2,0	0,3	3,0	3,2	3,5	3,3	3,2	1,7	5,9	3,1	1,3
Q3	-1,1	-0,5	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,5	14,4	3,3	2,6
Q4	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,0	16,2	2,0	5,6
2020 Q1 ^(p)	1,6	0,4	1,9	4,2	4,8	5,0	4,9	3,3	11,2	20,7	3,0	-0,8
2019 Nov.	-1,4	-0,3	-1,7	3,2	3,2	3,6	2,6	3,3	3,6	16,2	2,9	4,2
Dez.	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,0	16,2	2,0	5,6
2020 Jan.	-1,9	-1,3	-2,1	3,4	3,5	3,7	2,6	3,7	4,9	16,7	1,1	5,7
Febr.	-2,0	-1,0	-2,2	3,4	3,5	3,7	2,4	3,9	5,0	14,8	2,0	4,1
März	1,6	0,4	1,9	4,2	4,8	5,0	4,9	3,3	11,2	20,7	3,0	-0,8
April ^(p)	6,2	1,5	7,5	4,4	4,7	4,9	6,0	3,0	7,5	21,1	6,4	-3,6

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾				Private Haushalte ³⁾					
	Insgesamt	Bereinigte Kredite ⁴⁾	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite	
	1					2				3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2017	4 323,4	4 358,7	986,2	821,2	2 516,1	5 600,3	5 867,4	654,8	4 216,4	729,0
2018	4 402,3	4 487,6	993,0	843,7	2 565,6	5 742,1	6 025,2	682,6	4 356,8	702,7
2019	4 472,5	4 575,5	970,7	877,0	2 624,8	5 930,9	6 224,3	719,8	4 524,2	686,9
2019 Q2	4 462,4	4 554,2	977,6	867,2	2 617,6	5 825,8	6 115,2	703,6	4 426,6	695,6
Q3	4 488,5	4 581,9	982,0	873,5	2 633,0	5 876,3	6 165,7	711,2	4 473,5	691,6
Q4	4 472,5	4 575,5	970,7	877,0	2 624,8	5 930,9	6 224,3	719,8	4 524,2	686,9
2020 Q1	4 601,8	4 703,7	1 002,2	915,8	2 683,8	5 966,6	6 254,2	715,5	4 566,5	684,5
2019 Nov.	4 492,2	4 588,1	972,4	883,1	2 636,7	5 912,9	6 201,6	716,4	4 506,6	690,0
Dez.	4 472,5	4 575,5	970,7	877,0	2 624,8	5 930,9	6 224,3	719,8	4 524,2	686,9
2020 Jan.	4 483,9	4 582,1	965,3	877,1	2 641,5	5 961,1	6 243,4	724,3	4 549,6	687,2
Febr.	4 488,9	4 586,3	957,4	880,0	2 651,5	5 983,3	6 264,7	728,4	4 567,3	687,6
März	4 601,8	4 703,7	1 002,2	915,8	2 683,8	5 966,6	6 254,2	715,5	4 566,5	684,5
April ^(p)	4 671,0	4 775,4	986,5	962,7	2 721,8	5 960,8	6 247,0	701,4	4 573,6	685,8
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2017	84,9	134,8	0,6	39,1	45,2	173,2	165,6	45,0	134,0	-5,9
2018	123,6	175,7	18,6	32,7	72,3	166,3	188,6	41,3	134,3	-9,3
2019	115,0	144,7	-11,7	43,1	83,6	199,9	217,2	40,7	168,7	-9,4
2019 Q2	51,7	55,7	1,3	19,3	31,1	38,8	49,9	11,5	28,7	-1,4
Q3	27,2	34,0	3,6	6,3	17,3	52,0	54,9	8,4	46,5	-2,9
Q4	2,8	21,7	-5,3	7,5	0,5	60,1	63,7	9,4	53,7	-2,9
2020 Q1	135,6	135,2	28,9	43,4	63,3	41,8	37,6	-2,9	45,9	-1,1
2019 Nov.	-4,0	2,9	-10,2	6,4	-0,2	18,6	20,2	3,8	13,5	1,2
Dez.	-11,5	2,0	2,0	-4,2	-9,4	21,1	23,2	3,3	19,6	-1,8
2020 Jan.	10,5	6,3	-11,0	3,2	18,4	30,5	19,6	4,5	24,9	1,1
Febr.	6,5	7,5	-8,0	4,2	10,3	22,9	22,3	4,5	17,5	0,9
März	118,6	121,4	47,9	36,1	34,6	-11,6	-4,3	-11,9	3,5	-3,1
April ^(p)	71,5	72,7	-15,6	46,6	40,4	-5,4	-6,2	-13,9	7,1	1,4
Wachstumsraten										
2017	2,0	3,2	0,1	5,0	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018	2,9	4,1	1,9	4,0	2,9	3,0	3,2	6,4	3,2	-1,3
2019	2,6	3,2	-1,2	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2019 Q2	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,5	3,4	-1,2
Q3	2,9	3,6	-0,8	5,1	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,6
Q4	2,6	3,2	-1,2	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020 Q1	4,9	5,5	2,9	9,1	4,3	3,3	3,4	3,8	4,0	-1,2
2019 Nov.	2,6	3,4	-1,0	4,7	3,3	3,3	3,5	5,8	3,7	-1,5
Dez.	2,6	3,2	-1,2	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020 Jan.	2,6	3,2	-1,3	5,1	3,3	3,7	3,7	6,0	4,1	-1,2
Febr.	2,4	3,0	-2,1	5,0	3,2	3,9	3,7	6,2	4,3	-1,0
März	4,9	5,5	2,9	9,1	4,3	3,3	3,4	3,8	4,0	-1,2
April ^(p)	6,0	6,6	0,9	13,7	5,4	3,0	3,0	1,3	3,9	-0,9

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 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

(in Mrd € und 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										
2017	342,7	6 771,1	1 967,5	59,8	2 017,5	2 726,2	933,7	316,3	143,5	92,5
2018	379,3	6 818,7	1 940,7	56,1	2 099,1	2 722,8	1 033,7	443,4	187,0	194,9
2019	350,3	7 062,0	1 946,5	50,1	2 156,1	2 909,3	1 460,4	428,9	178,9	187,2
2019 Q2	373,7	6 985,0	1 956,9	57,5	2 135,4	2 835,2	1 318,6	449,5	191,5	207,8
Q3	388,0	7 101,1	1 948,1	57,2	2 162,2	2 933,6	1 484,9	445,6	184,2	198,1
Q4	350,3	7 062,0	1 946,5	50,1	2 156,1	2 909,3	1 460,4	428,9	178,9	187,2
2020 Q1	413,3	7 036,8	1 935,1	47,2	2 121,9	2 932,6	1 571,7	534,5	183,7	196,2
2019 Nov.	369,1	7 078,6	1 951,8	52,6	2 162,7	2 911,5	1 491,5	466,4	211,8	224,8
Dez.	350,3	7 062,0	1 946,5	50,1	2 156,1	2 909,3	1 460,4	428,9	178,9	187,2
2020 Jan.	372,2	7 115,6	1 948,9	48,8	2 165,9	2 952,0	1 542,8	407,2	171,1	182,3
Febr.	417,2	7 130,6	1 942,5	48,2	2 162,5	2 977,5	1 613,6	469,2	177,9	191,2
März	413,3	7 036,8	1 935,1	47,2	2 121,9	2 932,6	1 571,7	534,5	183,7	196,2
April ^(p)	521,1	7 059,2	1 930,5	46,1	2 124,9	2 957,7	1 566,5	565,1	187,6	203,3
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2017	39,0	-73,4	-83,5	-6,6	-71,1	87,8	-96,1	-58,2	-61,2	-28,5
2018	40,5	51,2	-37,8	-4,9	16,0	77,9	89,0	32,3	16,2	23,6
2019	-28,2	107,3	-5,3	-3,0	27,5	88,1	310,7	10,4	-2,7	-2,5
2019 Q2	3,8	45,8	22,0	1,6	-0,6	22,7	99,9	45,3	-6,9	-4,5
Q3	14,6	12,7	-14,6	-1,0	4,8	23,6	93,5	15,8	6,9	7,4
Q4	-37,5	4,7	-1,4	-3,3	-14,3	23,7	-0,4	-30,0	-5,3	-10,9
2020 Q1	63,2	-50,3	-9,3	-2,9	-44,9	6,9	71,3	52,6	4,7	9,1
2019 Nov.	-11,3	17,4	1,2	-0,6	1,7	15,1	-16,8	26,1	-9,7	-11,3
Dez.	-18,9	-4,3	-5,6	-1,3	3,0	-0,5	-30,9	-38,8	-32,8	-37,7
2020 Jan.	22,1	-7,3	-2,7	-1,3	2,6	-5,9	42,6	-19,2	-7,8	-4,9
Febr.	45,0	0,5	-6,8	-0,6	-5,0	12,8	58,1	42,1	6,8	9,0
März	-3,9	-43,6	0,1	-1,0	-42,6	-0,1	-29,5	29,7	5,8	5,0
April ^(p)	107,9	-19,5	-5,4	-1,0	-2,1	-11,0	-62,4	43,2	4,0	7,0
Wachstumsraten										
2017	12,6	-1,1	-4,0	-9,6	-3,4	3,4	-	-	-29,8	-23,5
2018	11,8	0,8	-1,9	-8,1	0,8	2,9	-	-	8,1	7,7
2019	-7,4	1,6	-0,3	-5,4	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2019 Q2	12,6	2,2	-0,4	-1,3	3,1	3,4	-	-	5,1	6,7
Q3	-3,2	1,8	-0,3	-0,7	2,2	3,1	-	-	6,9	11,0
Q4	-7,4	1,6	-0,3	-5,4	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020 Q1	12,0	0,2	-0,2	-10,6	-2,5	2,7	-	-	-0,3	0,4
2019 Nov.	-4,4	1,8	0,2	-2,6	1,2	3,3	-	-	11,1	12,8
Dez.	-7,4	1,6	-0,3	-5,4	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020 Jan.	-1,3	1,2	-0,1	-7,3	0,6	2,7	-	-	-11,5	-10,3
Febr.	4,3	0,9	-0,3	-8,5	-0,7	3,0	-	-	-7,6	-6,9
März	12,0	0,2	-0,2	-10,6	-2,5	2,7	-	-	-0,3	0,4
April ^(p)	42,3	0,0	-0,4	-12,9	-2,2	2,0	-	-	-6,6	-4,9

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 Einjahreszeitraums)

	Finanzierungssaldo					Nachrichtlich: Primärsaldo
	Insgesamt	Zentralstaat	Länder	Gemeinden	Sozialversicherung	
	1	2	3	4	5	6
2016	-1,5	-1,7	0,0	0,2	0,1	0,7
2017	-1,0	-1,4	0,1	0,2	0,1	1,0
2018	-0,5	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,0	0,2	1,0
2019 Q1	-0,6	.	.	.	.	1,2
Q2	-0,7	.	.	.	.	1,1
Q3	-0,8	.	.	.	.	0,9
Q4	-0,6	.	.	.	.	1,0

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

6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Einnahmen						Ausgaben						Vermögens- wirksame Ausgaben
	Insgesamt	Laufende Einnahmen			Ver- mögens- wirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende Ausgaben				Vermögens- wirksame Ausgaben		
		Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial- beiträge			Arbeitnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Sozial- ausgaben			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	46,2	45,7	12,6	13,0	15,3	0,5	47,7	44,1	10,0	5,3	2,1	22,7	3,6
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,2	43,4	9,9	5,3	1,9	22,5	3,8
2018	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019	46,5	46,0	13,0	13,1	15,1	0,5	47,1	43,4	9,9	5,3	1,6	22,5	3,7
2019 Q1	46,5	46,0	12,9	13,1	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,4	3,7
Q2	46,5	46,0	12,9	13,1	15,1	0,5	47,2	43,4	9,9	5,3	1,8	22,4	3,7
Q3	46,4	45,9	12,9	13,1	15,1	0,5	47,2	43,5	9,9	5,3	1,7	22,5	3,8
Q4	46,5	46,0	13,0	13,1	15,1	0,5	47,1	43,4	9,9	5,3	1,6	22,6	3,7

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

6.3 Verschuldung

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

	Insgesamt ¹⁾	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld- verschrei- bungen	Gebietsansässige MFIs	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	
														1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2016	90,0	3,3	15,7	71,0	47,5	30,9	42,5	9,4	80,7	17,9	29,8	42,3	87,9	2,1
2017	87,8	3,2	14,6	70,0	48,3	32,2	39,5	8,6	79,1	16,4	29,0	42,3	86,0	1,8
2018	85,8	3,1	13,8	68,9	48,1	32,5	37,8	8,0	77,8	16,0	28,4	41,3	84,4	1,5
2019	84,1	3,0	13,1	68,0	45,5	30,7	38,6	7,7	76,4	15,7	28,0	40,4	82,8	1,3
2019 Q1	86,5	3,1	13,6	69,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	86,3	3,1	13,5	69,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	86,0	3,2	13,3	69,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	84,2	3,0	13,1	68,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

1) Es besteht eine leichte Differenz (0,1 Prozentpunkte des BIP) zwischen der Schuldenquote für 2019 und das vierte Quartal 2019. Grund hierfür ist eine Abweichung zwischen dem jährlichen BIP und der gleitenden Vierquartalsumme des BIP.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren¹⁾

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Veränderung der Schuldenquote ²⁾	Primär-saldo	Deficit-Debt-Adjustments									Nachrichtlich: Nettoneuverschuldung
			Insgesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva					Neubewertungseffekte und sonstige Volumensänderungen	Sonstige	Zins-Wachstums-Differenzial	
				Zusammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Anteile an Investmentfonds				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2016	-0,8	-0,7	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,3	1,6
2017	-2,3	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,2	0,9
2018	-1,9	-1,4	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,9	0,8
2019	-1,7	-1,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,1	0,0	-0,9	0,9
2019 Q1	-1,3	-1,2	0,8	0,6	0,6	-0,2	0,0	0,2	0,1	0,1	-0,8	1,3
Q2	-1,0	-1,1	0,8	0,7	0,7	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,7	1,4
Q3	-1,2	-0,9	0,6	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,1	0,3	-0,9	1,4
Q4	-1,7	-1,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,0	-0,9	0,9

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

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

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

6.5 Staatliche Schuldverschreibungen¹⁾

(Schuldendienst in % des BIP; Ströme während der 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	
		Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung	Laufzeit von bis zu 1 Jahr	Emission	Tilgung
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2019	12,2	10,9	3,7	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1
2019 Q1	12,4	10,9	3,7	1,5	0,4	7,4	2,3	1,1	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0
Q2	12,5	11,1	3,6	1,5	0,4	7,4	2,3	1,3	0,0	2,6	2,3	0,5	0,9
Q3	12,7	11,3	3,8	1,5	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,0
Q4	12,2	10,9	3,7	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1
2019 Nov.	12,5	11,1	3,4	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,0	0,3	1,2
Dez.	12,2	10,9	3,7	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1
2020 Jan.	12,3	10,9	4,1	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	1,9	0,2	1,1
Febr.	12,0	10,7	4,1	1,3	0,3	7,6	2,1	1,2	-0,1	2,4	1,9	0,2	1,1
März	12,3	11,0	4,1	1,3	0,3	7,5	2,0	1,2	-0,2	2,4	2,0	0,1	1,0
April	12,8	11,5	4,3	1,3	0,3	7,6	2,0	1,2	-0,2	2,3	2,0	0,1	1,1

Quelle: EZB.

1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilsektoren des Staates.

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

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 Einjahreszeitraums; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

	Belgien 1	Deutschland 2	Estland 3	Irland 4	Griechenland 5	Spanien 6	Frankreich ¹⁾ 7	Italien 8	Zypern 9
Finanzierungssaldo									
2016	-2,4	1,2	-0,5	-0,7	0,5	-4,3	-3,6	-2,4	0,3
2017	-0,7	1,2	-0,8	-0,3	0,7	-3,0	-2,9	-2,4	2,0
2018	-0,8	1,9	-0,6	0,1	1,0	-2,5	-2,3	-2,2	-3,7
2019	-1,9	1,4	-0,3	0,4	1,5	-2,8	-3,0	-1,6	1,7
2019 Q1	-1,1	1,8	-0,9	0,0	0,4	-2,5	-2,7	-2,2	-5,1
Q2	-1,6	1,7	-0,9	0,4	0,6	-2,8	-3,0	-2,2	-4,9
Q3	-1,8	1,5	-1,0	0,5	0,6	-2,7	-3,3	-2,0	2,2
Q4	-1,9	1,4	-0,3	0,4	1,5	-2,8	-3,0	-1,6	1,7
Verschuldung									
2016	104,9	69,2	10,2	73,8	178,5	99,2	98,0	134,8	103,4
2017	101,7	65,3	9,3	67,7	176,2	98,6	98,3	134,1	93,9
2018	99,8	61,9	8,4	63,5	181,2	97,6	98,1	134,8	100,6
2019	98,6	59,8	8,4	58,8	176,6	95,5	98,1	134,8	95,5
2019 Q1	103,1	61,7	7,8	65,3	182,0	98,6	99,6	136,4	103,1
Q2	102,3	61,1	9,1	63,9	179,5	98,6	99,6	137,8	107,0
Q3	102,1	61,1	9,0	62,5	178,1	97,5	100,4	137,1	97,8
Q4	98,6	59,8	8,4	58,8	176,6	95,5	98,4	134,8	95,5

	Lettland 10	Litauen 11	Luxemburg 12	Malta 13	Niederlande 14	Österreich 15	Portugal 16	Slowenien 17	Slowakei 18	Finnland 19
Finanzierungssaldo										
2016	0,2	0,2	1,8	1,0	0,0	-1,5	-1,9	-1,9	-2,5	-1,7
2017	-0,8	0,5	1,3	3,3	1,3	-0,8	-3,0	0,0	-1,0	-0,7
2018	-0,8	0,6	3,1	1,9	1,4	0,2	-0,4	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,2	0,3	2,2	0,5	1,7	0,7	0,2	0,5	-1,3	-1,1
2019 Q1	-0,9	0,2	3,8	1,6	1,5	-0,1	-0,2	0,5	-1,0	-1,1
Q2	-1,4	0,0	3,9	1,1	1,5	0,3	0,1	0,5	-1,0	-1,3
Q3	-1,1	-0,3	3,0	0,5	1,3	0,3	-0,1	0,6	-1,1	-2,0
Q4	-0,2	0,3	2,2	0,5	1,7	0,7	0,2	0,5	-1,3	-1,1
Verschuldung										
2016	40,9	39,7	20,1	55,5	61,9	82,9	131,5	78,7	52,0	63,2
2017	39,3	39,1	22,3	50,3	56,9	78,3	126,1	74,1	51,3	61,3
2018	37,2	33,8	21,0	45,6	52,4	74,0	122,0	70,4	49,4	59,6
2019	36,9	36,3	22,1	43,1	48,6	70,4	117,7	66,1	48,0	59,4
2019 Q1	38,6	33,8	20,7	46,3	50,8	72,7	123,4	68,1	49,3	59,5
Q2	37,5	35,9	20,3	45,7	50,9	71,8	120,8	67,7	48,6	61,5
Q3	37,1	35,7	20,0	43,4	49,2	71,1	120,2	68,1	48,4	60,2
Q4	36,9	36,3	22,1	43,1	48,6	70,4	117,7	66,1	48,0	59,4

Quelle: Eurostat.

1) Es besteht eine leichte Differenz (0,3 Prozentpunkte des BIP) zwischen der Schuldenquote für 2019 und das vierte Quartal 2019. Grund hierfür ist eine Abweichung zwischen dem jährlichen BIP und der gleitenden Vierquartalsumme des BIP.

© Europäische Zentralbank, 2020

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 3. Juni 2020.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-BP-20-004-DE-N (Online-Version)