



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 2 / 2021



Inhalt

Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen	3
Überblick	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	10
2 Finanzielle Entwicklungen	21
3 Konjunkturentwicklung	27
4 Preise und Kosten	34
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	41
6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	50
Kästen	55
1 Die konjunkturelle Entwicklung im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten im Jahr 2020	55
2 Entwicklung des Kapitalstocks im Euro-Währungsgebiet seit Beginn der Covid-19-Pandemie	63
3 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 4. November 2020 bis zum 26. Januar 2021	70
4 Die Folgen der Eindämmungsmaßnahmen in den einzelnen Sektoren und Ländern während der Corona-Pandemie	76
5 Zur Bedeutung von Gewinnmargen bei der Anpassung an den Covid-19-Schock	84
6 HVPI-Gewichte im Jahr 2021 und ihre Auswirkungen auf die Inflationsmessung	90
7 Zur wirksamen Umsetzung des Aufbauplans der EU	95
Aufsätze	100
1 Geldpolitik und Ungleichheit	100
2 Zur Interpretation der Inflationswahrnehmung und -erwartungen von Verbrauchern unter dem Aspekt der (Un-)Sicherheit	125
3 Das Banknoten-Paradoxon: Erkenntnisse zur nicht transaktionsbedingten Bargeldnachfrage	143
Statistik	164

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

Die Wirtschaftslage insgesamt dürfte sich 2021 verbessern. Hinsichtlich der kurzfristigen wirtschaftlichen Aussichten herrscht jedoch nach wie vor Unsicherheit. Diese bezieht sich vor allem auf die Entwicklung der Corona-Pandemie (Covid-19) und das Tempo bei den Impfkampagnen. Die Erholung der globalen Nachfrage und zusätzliche finanzpolitische Maßnahmen unterstützen die Konjunktur weltweit und im Euro-Währungsgebiet. Die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum wird jedoch auf kurze Sicht durch anhaltend hohe Infektionsraten, die Ausbreitung von Virusmutationen und die damit verbundene Verlängerung und Verschärfung der Eindämmungsmaßnahmen belastet. Zusammen mit der erwarteten allmählichen Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen untermauern die laufenden Impfkampagnen die Erwartung, dass im Lauf des Jahres 2021 eine kräftige wirtschaftliche Erholung einsetzen wird. Die Inflation hat in den letzten Monaten angezogen. Dies ist in erster Linie auf einige vorübergehende Faktoren und einen stärkeren Anstieg der Energiepreise zurückzuführen. Zugleich entwickelt sich der zugrunde liegende Preisdruck vor dem Hintergrund einer schwachen Nachfrage und einer deutlichen Unterauslastung an den Arbeits- und Gütermärkten weiter verhalten. Den jüngsten von Experten der EZB erstellten Projektionen zufolge ist mit einem allmählichen Anstieg des zugrunde liegenden Inflationsdrucks zu rechnen. Allerdings bestätigt sich auch, dass die mittelfristigen Inflationsaussichten gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Dezember 2020 nach wie vor weitgehend unverändert sind und hinter dem Inflationsziel des EZB-Rats zurückbleiben.

Unter diesen Umständen bleibt es von entscheidender Bedeutung, während der Pandemie günstige Finanzierungsbedingungen aufrechtzuerhalten. Der EZB-Rat beurteilt die Finanzierungsbedingungen anhand umfassender und vielfältiger Indikatoren. Diese umspannen den gesamten geldpolitischen Transmissionsprozess, von risikofreien Zinssätzen über Staatsanleiherenditen bis hin zu den Renditen von Unternehmensanleihen und den Kreditkonditionen von Banken. Die Marktzinsen sind seit Jahresbeginn gestiegen, was ein Risiko für die Finanzierungsbedingungen im weiteren Sinne birgt. Banken nutzen risikofreie Zinssätze sowie Staatsanleiherenditen als wichtige Referenzgrößen für die Festlegung von Kreditkonditionen. Ein starker und anhaltender Anstieg dieser Marktzinsen könnte, wenn er unkontrolliert bleibt, dazu führen, dass sich die Finanzierungsbedingungen für alle Sektoren der Wirtschaft vorzeitig verschärfen. In einer Zeit, in der die Aufrechterhaltung günstiger Finanzierungsbedingungen nach wie vor erforderlich ist, um Unsicherheit zu verringern und Vertrauen zu stärken und auf diese Weise die Wirtschaft zu unterstützen sowie mittelfristig Preisstabilität zu gewährleisten, ist dies nicht wünschenswert. Vor diesem Hintergrund und auf Grundlage einer gemeinsamen Beurteilung der Finanzierungsbedingungen und der

Inflationsaussichten geht der EZB-Rat davon aus, dass die Ankäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) während des nächsten Quartals deutlich umfangreicher ausfallen werden als während der ersten Monate dieses Jahres.

Bewertung der wirtschaftlichen und monetären Lage zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung am 11. März 2021

Die Weltwirtschaft hat sich schneller von der durch die Corona-Pandemie ausgelösten Rezession erholt, als dies in den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2020 erwartet worden war. Seitdem haben die Wirtschaftsrisiken jedoch zugenommen, weil sich die Pandemie zum Jahreswechsel verschärft hat. Durch einen Wiederanstieg der Neuinfektionen sahen sich die Regierungen – insbesondere in den Industrieländern – veranlasst, wieder strenge Lockdown-Maßnahmen zu verhängen. Der negative Wachstumsimpuls dieser Maßnahmen lässt sich bereits jetzt weltweit an den neuen Daten erkennen. Die Pandemie wird die konjunkturelle Entwicklung auch in der kommenden Zeit maßgeblich beeinflussen. Die Impfungen haben zwar inzwischen Fahrt aufgenommen, doch ist das Tempo von Land zu Land unterschiedlich. Die erreichte Immunisierung ist nach wie vor zu gering, als dass die Eindämmungsmaßnahmen zurückgenommen werden könnten. Das im vergangenen Dezember beschlossene Konjunkturpaket in den Vereinigten Staaten und das Handelsabkommen zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich stützen die außenwirtschaftlichen Aussichten des Euro-Währungsgebiets im laufenden Jahr. Den Projektionen zufolge wird das Wachstum des globalen BIP (ohne Euroraum) im Jahr 2021 bei 6,5 % liegen und sich 2022 auf 3,9 % und 2023 auf 3,7 % abschwächen. Im Jahr 2020 schrumpfte das weltweite BIP den Schätzungen zufolge um 2,4 %. Aufgrund des Handelsabkommens zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich sowie der projizierten stärkeren Konjunkturbelebung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften wurde die Auslandsnachfrage des Eurogebiets nach oben revidiert. Demnach dürfte sie im laufenden Jahr um 8,3 %, 2022 um 4,4 % und 2023 um 3,2 % steigen. Dies entspricht einer Aufwärtskorrektur um 1,7 Prozentpunkte für 2021 und um 0,3 Prozentpunkte für 2022. Die Risiken für die Basisprojektionen zum Weltwirtschaftswachstum sind aufwärtsgerichtet, da das von US-Präsident Biden geplante zusätzliche Konjunkturprogramm erhebliches Aufwärtspotenzial bietet. Modellsimulationen deuten darauf hin, dass die vorgesehene Unterstützung das reale BIP in den USA um 2 % bis 3 % steigern und die Wirtschaft über das Potenzial hinaus wachsen lassen wird, wenngleich die Auswirkungen auf die Inflation moderat ausfallen dürften.

Die Finanzierungsbedingungen im Euroraum haben sich seit der letzten Sitzung des EZB-Rats im Dezember 2020 vor dem Hintergrund einer positiven Risikostimmung etwas verschärft. Die Terminzinskurve des EONIA (Euro Overnight Index Average) verschob sich im Berichtszeitraum (10. Dezember 2020 bis 10. März 2021) nach oben und wurde steiler. Gegenwärtig deutet die Kurve nicht darauf hin, dass auf sehr kurze Sicht eine Zinssenkung erwartet wird. Die Renditeabstände langfristiger Staatsanleihen aus dem Eurogebiet blieben stabil, da der Renditeanstieg durch eine Erhöhung der risikofreien Zinssätze angetrieben und

durch eine solide Risikostimmung gestützt wurde, der wiederum die geld- und fiskalpolitischen Hilfsmaßnahmen zugrunde lagen. Entsprechend stiegen die Preise für risikoreiche Anlagen an. An den Devisenmärkten gab der nominale effektive Wechselkurs des Euro leicht nach.

Nach der kräftigen Erholung im dritten Quartal 2020 schrumpfte das reale BIP im Euroraum im vierten Quartal um 0,7 %. Über das Gesamtjahr betrachtet dürfte das reale BIP 2020 um 6,6 % zurückgegangen sein. Dabei blieb die Wirtschaftsleistung im Schlussquartal des vergangenen Jahres 4,9 % unter dem Niveau, das sie Ende 2019 vor Ausbruch der Pandemie erreicht hatte. Die aktuellen Wirtschaftsdaten, Umfrageergebnisse und hochfrequenten Indikatoren deuten auf eine Fortsetzung der Konjunkturschwäche im ersten Quartal 2021 hin. Ursächlich hierfür sind die anhaltende Pandemie und die damit einhergehenden Eindämmungsmaßnahmen. Folglich wird auch für das erste Quartal 2021 mit einem Rückgang des realen BIP gerechnet. Die wirtschaftliche Entwicklung verläuft in den einzelnen Ländern und Sektoren weiterhin sehr unterschiedlich. Der Dienstleistungssektor ist durch die Kontakt- und Mobilitätsbeschränkungen stärker beeinträchtigt als die Industrie, die sich gegenwärtig schneller erholt. Obwohl private Haushalte und Unternehmen durch finanzpolitische Maßnahmen unterstützt werden, bleiben die Verbraucher angesichts der Pandemie und deren Auswirkungen auf Beschäftigung und Einkommen zurückhaltend. Darüber hinaus wirken sich die schwächeren Unternehmensbilanzen und die erhöhte Unsicherheit bezüglich der Konjunkturaussichten nach wie vor negativ auf die Unternehmensinvestitionen aus.

Sofern weitere pandemiebedingte Rückschläge ausbleiben, stärken die laufenden Impfungen und die schrittweise Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen die Erwartung, dass die Konjunktur im Verlauf des Jahres 2021 kräftig an Fahrt aufnimmt. Auf mittlere Sicht dürfte die Erholung der Wirtschaft des Euroraums durch günstige Finanzierungsbedingungen, einen expansiven fiskalischen Kurs und – im Zuge einer allmählichen Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen – eine Nachfrageerholung gestützt werden.

Diese Einschätzung deckt sich weitgehend mit dem Basisszenario der von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2021. Diesen Projektionen zufolge wird die Jahreswachstumsrate des realen BIP im laufenden Jahr bei 4,0 %, 2022 bei 4,1 % und 2023 bei 2,1 % liegen. Verglichen mit den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2020 sind die Aussichten für die Konjunktur weitgehend unverändert geblieben.

Insgesamt sind die Risiken für die mittelfristigen Wachstumsaussichten des Euroraums nun ausgewogener; auf kurze Sicht bestehen jedoch weiterhin Abwärtsrisiken. Zuversichtlich stimmen die besseren Aussichten für die globale Nachfrage, die durch umfangreiche fiskalische Impulse gestützt wird, sowie der Impffortschritt. Abwärtsrisiken gehen jedoch weiterhin von der anhaltenden Pandemie und der Ausbreitung von Virusmutationen sowie von den Folgen für die Wirtschafts- und Finanzlage aus.

Der jährliche Preisauftrieb im Eurogebiet beschleunigte sich im Januar und Februar 2021 rasant auf 0,9 %, verglichen mit -0,3 % im Dezember 2020. Im Anstieg der Gesamtinflation spiegelt sich eine Reihe idiosynkratischer Faktoren wider, darunter das Ende der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland, der spätere Winterschlussverkauf in einigen Euro-Ländern, der Effekt der außergewöhnlich umfangreichen Anpassungen beim Wägungsschema des HVPI 2021 und die gestiegene Teuerung bei Energie. Den aktuellen Preisen für Öl-Terminkontrakte nach zu urteilen dürfte die Gesamtinflation in den nächsten Monaten steigen. Im Jahresverlauf ist jedoch – je nach Dynamik der gegenwärtig inflationssteigernden Faktoren – mit einer gewissen Volatilität zu rechnen. Anfang nächsten Jahres dürfte die Wirkung dieser Faktoren auf die jährlichen Teuerungsraten allmählich schwinden. Der zugrunde liegende Preisdruck dürfte sich 2021 aufgrund aktueller Angebotsengpässe und der Erholung der Binnennachfrage leicht erhöhen. Vor dem Hintergrund des niedrigen Lohndrucks und der jüngsten Aufwertung des Euro dürfte er insgesamt jedoch verhalten bleiben. Sobald der Einfluss der Pandemie nachlässt, wird die zunehmende Kapazitätsauslastung, unterstützt durch akkommodierende finanz- und geldpolitische Maßnahmen, mittelfristig zu einem allmählichen Inflationsanstieg beitragen. Umfragebasierte Messgrößen und marktbasierende Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen liegen weiterhin auf einem gedämpften Niveau, wenngleich die marktbasierenden Indikatoren erneut leicht gestiegen sind.

Diese Einschätzung deckt sich weitgehend mit dem Basisszenario der von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2021, denen zufolge die jährliche Teuerung 2021 bei 1,5 %, 2022 bei 1,2 % und 2023 bei 1,4 % liegen wird. Gegenüber den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der Experten des Eurosystems vom Dezember 2020 wurden die Inflationsaussichten für die Jahre 2021 und 2022 nach oben korrigiert. Grund dafür waren hauptsächlich temporäre Faktoren und ein stärkerer Preisauftrieb bei Energie. Für 2023 blieben die Inflationsaussichten unverändert. Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel wird den Erwartungen zufolge 2021 bei 1,0 % und 2022 bei 1,1 % liegen. Im Jahr 2023 dürfte sie auf 1,3 % steigen.

Die monetäre Dynamik im Euroraum wird weiterhin von der Corona-Pandemie bestimmt. Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge (M3) belief sich im Januar 2021 auf 12,5 %, verglichen mit 12,4 % im Dezember 2020 und 11,0 % im November 2020. Das starke Geldmengenwachstum wurde weiterhin von den laufenden Ankäufen von Vermögenswerten durch das Eurosystem unterstützt. Diese stellen nach wie vor die größte Geldschöpfungsquelle dar. Vor dem Hintergrund einer weiterhin erhöhten Liquiditätspräferenz und geringer Opportunitätskosten für das Halten der liquidesten Formen von Geld hat das eng gefasste Geldmengenaggregat M1 abermals den größten Beitrag zum Anstieg der weit gefassten Geldmenge geleistet. Die Entwicklung der Buchkredite an den privaten Sektor war von etwas verhalteneren Ausleihungen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und einer robusten Kreditvergabe an private Haushalte gekennzeichnet. Bei der monatlichen Ausreichung von Darlehen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften setzte sich die seit Ende des Sommers beobachtete

Abschwächung fort. Gleichwohl blieb die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mit 7,0 % nach 7,1 % im Dezember 2020 weitgehend unverändert, worin sich noch immer der sehr kräftige Anstieg der Kreditvergabe in der ersten Jahreshälfte widerspiegelt. Die Jahresänderungsrate der Buchkredite an private Haushalte blieb im Januar mit 3,0 % nach 3,1 % im Dezember bei soliden monatlichen Zuflüssen weitgehend stabil. Zusammen mit den Maßnahmen, die von den nationalen Regierungen und anderen europäischen Institutionen beschlossen wurden, sind die geldpolitischen Maßnahmen des EZB-Rats weiterhin unerlässlich, um die Kreditvergabebedingungen und den Zugang zu Finanzmitteln vor allem für jene, die am stärksten von der Pandemie betroffen sind, zu unterstützen.

Infolge des sehr starken Konjunkturerinbruchs während der Corona-Pandemie und der umfassenden finanzpolitischen Reaktion, deren Ausmaß beispiellos ist, hat sich das gesamtstaatliche Haushaltsdefizit im Eurogebiet im Jahr 2020 schätzungsweise auf 7,2 % des BIP erhöht, verglichen mit 0,6 % im Jahr 2019.

Den Projektionen der EZB vom März 2021 zufolge wird die Defizitquote im laufenden Jahr auf 6,1 % und bis zum Ende des Projektionszeitraums im Jahr 2023 auf 2,4 % zurückgehen. Zwar wird diese Entwicklung den öffentlichen Schuldenstand im Euroraum im Jahr 2023 auf 95 % des BIP ansteigen lassen, womit er rund 11 Prozentpunkte über seinem Vorkrisenniveau liegen wird. Zu beachten ist aber, dass die negative Haushaltswirkung etwas geringer ausfallen dürfte als zu Beginn der Pandemie allgemein erwartet wurde. Dennoch ist es nach wie vor äußerst wichtig, einen ambitionierten und koordinierten fiskalischen Kurs beizubehalten. Hierzu sollte die Unterstützung durch die nationale Finanzpolitik fortgeführt werden, da die Nachfrage von Unternehmen und privaten Haushalten angesichts der anhaltenden Pandemie und der damit verbundenen Eindämmungsmaßnahmen schwach ist. Das Aufbaupaket „Next Generation EU“ wird dabei durch seinen Beitrag zu einer rascheren, stärkeren und einheitlicheren Erholung eine wichtige Ergänzung darstellen. Des Weiteren wird es die Widerstandskraft und das Wachstumspotenzial in den Volkswirtschaften der EU-Mitgliedstaaten erhöhen. Dies gilt umso mehr, wenn die Mittel für produktive Staatsausgaben eingesetzt werden und dies durch produktivitätssteigernde Strukturmaßnahmen flankiert wird.

Geldpolitische Beschlüsse

Am 11. März 2021 fasste der EZB-Rat die folgenden Beschlüsse, um die günstigen Finanzierungsbedingungen während der Pandemie für alle Wirtschaftssektoren aufrechtzuerhalten, die Konjunktur zu unterstützen und mittelfristig Preisstabilität zu gewährleisten.

1. Die Nettoankäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP), das einen Gesamtumfang von 1 850 Mrd € hat, werden mindestens bis Ende März 2022 und in jedem Fall so lange fortgeführt, bis die Phase der Corona-Krise nach Einschätzung des EZB-Rats überstanden ist. Auf Grundlage einer gemeinsamen Beurteilung der Finanzierungsbedingungen und der Inflationsaussichten geht der EZB-Rat davon aus, dass die Ankäufe im Rahmen

des PEPP während des nächsten Quartals deutlich umfangreicher ausfallen werden als während der ersten Monate dieses Jahres. Der EZB-Rat wird die Ankäufe flexibel in Abhängigkeit von den Marktbedingungen und mit dem Ziel durchführen, eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen zu vermeiden, die nicht damit vereinbar ist, dem Abwärtsdruck der Pandemie auf die projizierte Inflationsentwicklung entgegenzuwirken. Darüber hinaus wird die Flexibilität der Ankäufe über den Zeitverlauf, die Anlageklassen und die Länder hinweg weiterhin die reibungslose Transmission der Geldpolitik unterstützen. Wenn mit Ankäufen, die den Gesamtumfang des PEPP über den Zeithorizont der Nettoankäufe hinweg nicht voll ausschöpfen, günstige Finanzierungsbedingungen aufrechterhalten werden können, muss dieser Gesamtumfang nicht vollständig genutzt werden. Genauso kann der Gesamtumfang erforderlichenfalls auch rekali­briert werden, um günstige Finanzierungsbedingungen aufrechtzuerhalten und so dem negativen Schock der Pandemie auf die Inflationsentwicklung entgegenzuwirken. Darüber hinaus wird der EZB-Rat die Tilgungsbeträge der im Rahmen des PEPP erworbenen Wertpapiere mindestens bis Ende 2023 weiterhin bei Fälligkeit wieder anlegen. Das zukünftige Auslaufen des PEPP-Portfolios wird in jedem Fall so gesteuert, dass eine Beeinträchtigung des angemessenen geldpolitischen Kurses vermieden wird.

2. Die Nettoankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) werden in einem monatlichen Umfang von 20 Mrd € fortgesetzt. 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 EZB-Leitzinsen beginnt. Der EZB-Rat beabsichtigt zudem, 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.
3. Die Leitzinsen der EZB wurden unverändert belassen. Es wird davon ausgegangen, dass sie so lange auf ihrem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden, bis sich die Inflationsaussichten innerhalb des Projektionszeitraums deutlich einem Niveau annähern, das hinreichend nahe, aber unter 2 % liegt, und sich diese Annäherung durchgängig in der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation widerspiegelt.
4. Schließlich wird der EZB-Rat weiterhin reichlich Liquidität über seine Refinanzierungsgeschäfte zur Verfügung stellen. Insbesondere stellt die dritte Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) nach wie vor eine attraktive Finanzierungsquelle für Banken dar, wodurch deren Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte unterstützt wird.

Der EZB-Rat wird auch die Wechselkursentwicklung mit Blick auf ihre möglichen Auswirkungen auf die mittelfristigen Inflationsaussichten weiterhin beobachten. Er ist

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.

Gemäß den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2021 hat sich die Weltwirtschaft schneller von der durch die Corona-Pandemie (Covid-19) ausgelösten Rezession erholt als erwartet. Allerdings nahmen die konjunkturellen Risiken dann zum Jahreswechsel zu, da sich die Regierungen – insbesondere in den Industrieländern – angesichts eines Wiederanstiegs der Neuinfektionen dazu veranlasst sahen, wieder strengere Lockdown-Maßnahmen zu verhängen. Der negative Wachstumsimpuls dieser Maßnahmen lässt sich bereits jetzt weltweit an den eingehenden Daten erkennen. Die Pandemie wird die konjunkturelle Entwicklung auch in der kommenden Zeit maßgeblich beeinflussen. Die Impfkampagnen haben zwar inzwischen Fahrt aufgenommen, doch ist das Impftempo von Land zu Land unterschiedlich. Allerdings ist die erreichte Immunisierung weiterhin noch zu gering, als dass die Eindämmungsmaßnahmen aufgehoben werden könnten. Die außenwirtschaftlichen Aussichten des Euro-Währungsgebiets werden im laufenden Jahr durch das im vergangenen Dezember beschlossene Konjunkturpaket in den Vereinigten Staaten und das Handelsabkommen zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich gestützt. Den Projektionen zufolge wird das Wachstum des globalen BIP (ohne Euroraum) 2021 bei 6,5 % liegen und sich 2022 auf 3,9 % und 2023 auf 3,7 % verlangsamen. Im Jahr 2020 war das Wachstum des globalen BIP Schätzungen zufolge um 2,4 % geschrumpft. Aufgrund des Handelsabkommens zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich sowie der projizierten stärkeren Erholung in den Industrieländern wurde die Auslandsnachfrage nach Waren und Dienstleistungen des Eurogebiets nach oben revidiert. Demnach dürfte sie im laufenden Jahr um 8,3 %, 2022 um 4,4 % und 2023 um 3,2 % steigen. Dies entspricht einer Aufwärtskorrektur um 1,7 Prozentpunkte im Jahr 2021 und um 0,3 Prozentpunkte 2022. Die Risiken für das Weltwirtschaftswachstum im Basisszenario sind aufwärtsgerichtet, da das von US-Präsident Biden geplante zusätzliche Konjunkturprogramm erhebliches Aufwärtspotenzial bietet. Modellsimulationen deuten darauf hin, dass die geplante Unterstützung das reale BIP in den USA um 2 %-3 % steigern und die Wirtschaft über das Potenzial hinaus wachsen lassen wird, wobei die Auswirkungen auf die Inflation moderat ausfallen dürften.

Weltwirtschaftliche Entwicklung und Welthandel

Die Weltwirtschaft erholte sich unerwartet schnell von der pandemiebedingten Rezession. Die globalen Investitionen wurden von den günstigen Finanzierungsbedingungen getragen, die vor dem Hintergrund kräftiger geldpolitischer Impulse zu sehen sind, und haben ihr vor der Pandemie verzeichnetes Niveau schon wieder annähernd erreicht. Dagegen kommt die Belebung des weltweiten Konsums trotz der finanzpolitischen Maßnahmen zur Stärkung der Einkommen und zur Sicherung von Arbeitsplätzen nach wie vor nicht recht voran, da die bestehenden Eindämmungsmaßnahmen die kontaktintensiven Dienstleistungen beeinträchtigen. Das Wachstum des globalen realen BIP (ohne Euroraum) legte im dritten Quartal 2020 mit einem Plus von 7,4 % deutlich zu und

übertraf damit die Erwartungen gemäß den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2020 um 0,7 Prozentpunkte. Das dynamischere Erholungstempo war sowohl in den Industrie- als auch in den Schwellenländern zu beobachten. Nach diesem V-förmigen Wiederanstieg dürfte sich die Wirtschaftstätigkeit auch im vierten Quartal 2020 weltweit belebt haben, allerdings in moderaterem, mit 2,1 % aber immer noch solidem und auch höherem Tempo als in den vorherigen Projektionen unterstellt.

Zum Jahreswechsel nahm der konjunkturelle Gegenwind zu, da sich die Pandemielage weltweit verschlechterte.

Wegen eines Anstiegs der Neuinfektionen sahen sich die Regierungen – insbesondere in den Industrieländern – veranlasst, wieder strengere Lockdown-Maßnahmen zu erlassen. Im Vergleich dazu wurden die Eindämmungsmaßnahmen in den Schwellenländern weniger stark verschärft. Insgesamt werden die erneuten Lockdown-Maßnahmen jedoch zu einem Rückgang des Weltwirtschaftswachstums im ersten Quartal 2021 führen. Dies geht aus hochfrequenten Messgrößen der Wirtschaftstätigkeit in führenden Industrieländern hervor.

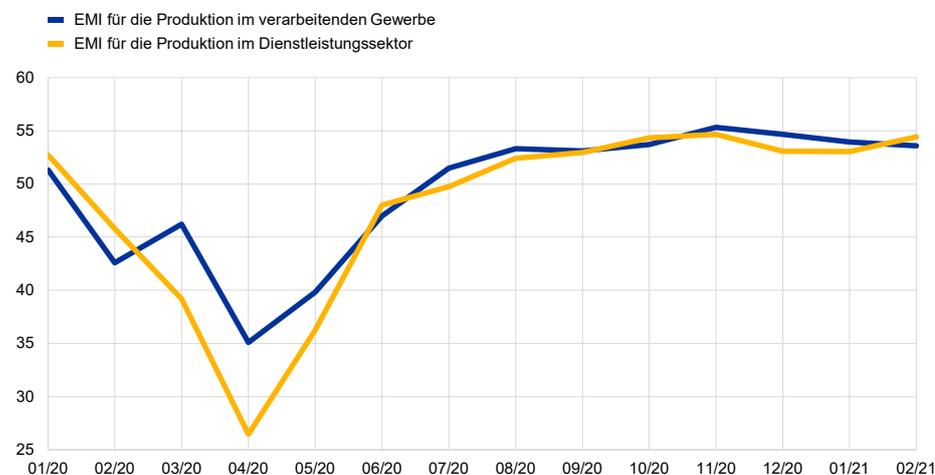
Die Umfragedaten weisen auf eine kräftige Wachstumsdynamik, aber auch auf bestehende Unterschiede zwischen den einzelnen Sektoren und Ländern hin.

Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euroraum) zeigt, dass sich die globale Wirtschaftsaktivität Anfang 2021 weiter belebt haben dürfte. Nach einer nicht ganz so dynamischen Entwicklung zum Jahreswechsel lag der Index im Februar in der Nähe seines langfristigen Durchschnitts, was vor allem der rascheren Expansion im Dienstleistungssektor zu verdanken war. Der globale EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe (ohne Eurogebiet) fiel indes erneut etwas geringer aus, wenngleich er sich konstant oberhalb der Wachstumsschwelle hält (siehe Abbildung 1). Die Daten des zusammengesetzten EMI für die Produktion lassen auf eine stärkere Wirtschaftstätigkeit in den Vereinigten Staaten, China, Indien und Russland schließen, während sie für das Vereinigte Königreich, Japan und Brasilien eine rückläufige Entwicklung anzeigen.

Abbildung 1

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

(Diffusionsindizes)



Quellen: Markt und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2021.

Die globalen Finanzierungsbedingungen sind nach wie vor akkommodierend, wenngleich es nach einer Verkaufswelle an den Staatsanleihemärkten zuletzt zu einer Straffung kam.

Seit der Erstellung der gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2020 hat sich die Stimmung der Anleger aufgrund von Fortschritten bei der Zulassung und Verteilung von Impfstoffen und wegen des Impfbeginns aufgehellt. Zusammen mit dem in letzter Minute erzielten Handelsabkommen für die Zeit nach dem Brexit und der Unterstützung durch wirtschaftspolitische Maßnahmen kam dies zyklischen und risikoreichen Vermögenswerten zugute. Alles in allem sind die globalen Finanzmarktbedingungen sowohl in den Industrie- als auch in den Schwellenländern nach wie vor äußerst akkommodierend. Zuletzt sorgten die verbesserten weltwirtschaftlichen Aussichten, die aus positiven Entwicklungen im Zusammenhang mit der Pandemie und Meldungen über die zusätzlichen fiskalischen Stimulierungsmaßnahmen in den Vereinigten Staaten resultierten, für eine Verkaufswelle an den Staatsanleihemärkten weltweit. Die internationalen Aktienmärkte profitierten zunächst von dem optimistischen Ausblick. Ende Februar kam dieser Aufwärtstrend allerdings zum Erliegen, als Bedenken hinsichtlich des kräftigen Renditeanstiegs breit angelegte Verkäufe an den Aktienmärkten auslösten. Unterdessen stieg eine marktbasierende, von den Kursen inflationsgeschützter Anleihen abgeleitete Messgröße der Inflationserwartungen in den Vereinigten Staaten auf den höchsten Stand seit 2014.

Die Aussichten für die Weltwirtschaft hängen nach wie vor vom weiteren Pandemieverlauf und den damit verbundenen Eindämmungsmaßnahmen ab.

Striktere Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie trugen dazu bei, die jüngsten Infektionswellen zu stabilisieren. Dies und die verbesserte Impfstoffversorgung haben die Erwartung geweckt, dass sich die Pandemie besser kontrollieren lässt und die Lockdown-Maßnahmen Stück für Stück aufgehoben werden können. Gleichzeitig wirken sich die Abstandsregeln im Bereich der kontaktintensiven Dienstleistungen nach wie vor sehr negativ aus, wenngleich die wirtschaftlichen Folgen im Vergleich

zu den Lockdowns im März-April 2020 insgesamt geringer sein dürften. Dies lässt sich dadurch erklären, dass Lockdown-Maßnahmen inzwischen gezielter eingesetzt werden und die Wirtschaftsakteure ihr Verhalten so geändert haben, dass der negative Effekt der Maßnahmen auf die Konjunktur gemildert wird. Vor diesem Hintergrund wird das globale Erholungstempo den Projektionen zufolge im ersten Quartal 2021 deutlich sinken und anschließend wieder steigen.

Das im Dezember 2020 verabschiedete Konjunkturpaket in den Vereinigten Staaten und das Handelsabkommen zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich stellen positive Impulse dar, die 2021 eine Aufhellung der Aussichten mit sich bringen dürften. Die beiden Ereignisse waren in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2020 als Aufwärtsrisiken für die weltwirtschaftlichen Aussichten enthalten und sind nun auch Bestandteil des Basisszenarios. Den Annahmen zufolge werden sie das Wachstum auch weiterhin beleben. Das in den USA im Dezember 2020 beschlossene Fiskalpaket beläuft sich auf 900 Mrd USD bzw. 4,4 % des BIP. Die Mittel sind als direkte Einkommenshilfe für private Haushalte und Unternehmen vorgesehen und dürften dazu beitragen, die US-Konjunktur im laufenden Jahr anzukurbeln. Das Abkommen zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich ersetzt die in den vorangegangenen Projektionen unterstellte Annahme eines ungeordneten Brexit. Es sichert einen zollfreien Warenverkehr ohne Kontingente zwischen den beiden Vertragsparteien (vergleichbar mit dem umfassenden Wirtschafts- und Handelsabkommen zwischen der EU und Kanada) und dürfte so die Wirtschaftstätigkeit und den Handel des Vereinigten Königreichs im Projektionszeitraum fördern.

Das Wachstum des globalen BIP (ohne Euroraum) wird den Projektionen zufolge 2021 bei 6,5 % liegen und sich 2022 auf 3,9 % und 2023 auf 3,7 % verlangsamen. Im Jahr 2020 dürfte das Wachstum des globalen realen BIP Schätzungen zufolge um 2,4 % geschrumpft sein. Für 2021 wurde das Wachstum um 0,7 Prozentpunkte nach oben revidiert. Dies ist auf die positive Wirkung eines Überhangseffekts angesichts des unerwarteten Wachstums am Ende des letzten Jahres und eine stärkere Unterstützung durch wirtschaftspolitische Maßnahmen zurückzuführen. Diese Effekte wurden nur teilweise durch den negativen Wachstumsimpuls aufgezehrt, der kurzfristig mit den strikteren Eindämmungsmaßnahmen verbunden ist. Das Wachstum des weltweiten realen BIP (ohne Euroraum) in den Jahren 2022-2023 weist gegenüber den vorherigen Projektionen kaum Veränderungen auf.

In den Vereinigten Staaten werden die Konjunkturaussichten durch das Ende Dezember beschlossene Fiskalpaket gestützt. Nach einer unerwartet kräftigen Erholung im zweiten Halbjahr 2020 schwächte sich die wirtschaftliche Aktivität zum Jahreswechsel ab, weil die Eindämmungsmaßnahmen angesichts der sich verschlechternden Pandemielage verschärft wurden.¹ Da im Lauf des Jahres mit einer Verbesserung der Situation gerechnet wird, dürfte die Wirtschaft diese Verluste wettmachen. Als Reaktion auf die konjunkturelle Eintrübung wurde indessen im

¹ Eine Gegenüberstellung der Wirtschaftsleistung in den Vereinigten Staaten und im Euroraum während der Pandemie findet sich in Kasten 1 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Dezember ein zusätzliches Fiskalpaket in Höhe von 4,4 % des BIP verabschiedet, von dem das Wachstum im laufenden Jahr profitieren dürfte. Nachdem sich die Konsumausgaben Ende 2020 langsamer ausgeweitet hatten, sorgten die von der Regierung ausgegebenen Bürgerschecks für einen Anstieg der Einkommen und der Sparquote privater Haushalte. Hochfrequente Kreditkartendaten und Einzelhandelsumsätze wiesen im Januar auf eine deutliche Zunahme der Konsumausgaben hin. Die Preisentwicklung war zwar im Januar anhaltend stabil, doch steigen die Inflationserwartungen an. Der Gesamtindex der Verbraucherpreise blieb im Januar mit 1,4 % unverändert, während die Kerninflation auf ebendiesen Wert sank. Die kurzfristigen Inflationsaussichten deuten allerdings auf starke Basiseffekte hin, die hauptsächlich von den Ölpreisen herrühren und eine Erhöhung der Teuerungsrate auf über 2 % bewirken könnten. Außerdem ließen die verbesserten Wachstumsaussichten die marktbasieren Inflationserwartungen auf 2,2 % ansteigen.

Das zusätzliche umfangreiche Konjunkturprogramm, das von der neuen US-Regierung geplant ist, impliziert ein wesentliches Aufwärtsrisiko für die aktuellen Projektionen. Die zusätzliche finanzpolitische Unterstützung im Umfang von insgesamt 1,9 Billionen USD (8,9 % des BIP) beinhaltet eine Erneuerung der Arbeitslosenhilfe, weitere Einmalzahlungen an Privathaushalte und eine Aufstockung der Ausgaben zur Finanzierung gesundheits- und bildungspolitischer Maßnahmen sowohl auf lokaler als auch auf bundesstaatlicher Ebene. Für die aktuelle Basisprojektion stellt dies ein erhebliches Aufwärtsrisiko dar. Modellsimulationen deuten darauf hin, dass das Maßnahmenpaket das reale BIP in den USA um 2 %-3 % steigern und die Wirtschaft über das Potenzial hinaus wachsen lassen würde, während die Auswirkungen auf die Inflation moderat ausfallen dürften. Auch könnten positive Übertragungseffekte auf das Wachstum in anderen Volkswirtschaften wie etwa dem Euroraum eintreten.²

Im Vereinigten Königreich werden die strengen Lockdown-Maßnahmen und der Lagerabbau das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal 2021 wahrscheinlich wieder in den negativen Bereich drücken. Das über den Erwartungen liegende BIP-Ergebnis im vierten Quartal 2020 war in erster Linie spezifischen Faktoren zuzuschreiben, wie beispielsweise höheren Staatsausgaben und einem Lageraufbau im Zusammenhang mit dem Brexit. Es zeigt aber auch, dass die coronabedingten Mobilitätseinschränkungen Ende 2020 die Konjunktur deutlich weniger belasteten als beim strikten Lockdown im Frühjahr des Jahres. Für das laufende Jahr lassen Umfragedaten und hochfrequente Konjunkturindikatoren jedoch auf einen drastischen Wirtschaftsabschwung schließen. Grund hierfür ist der erneute harte Lockdown zu Jahresbeginn, der für das erste Quartal 2021 einen deutlichen Rückgang des realen BIP-Wachstums erwarten lässt. Durch einen negativen Beitrag der Vorratsveränderungen kann der Abschwung noch verstärkt werden, da anfängliche Störungen an der Grenze zur EU und eine geringere Unsicherheit über den Abschluss des Handelsabkommens einen Abbau der Lagerbestände bewirkt haben. Einer Branchenumfrage zufolge waren die Ausfuhren

² Siehe hierzu EZB, [Risiken für den Ausblick der Vereinigten Staaten und des Euroraums im Zusammenhang mit dem Rettungsplan für die US-Wirtschaft](#), Kasten 4, in: Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, März 2021.

des Vereinigten Königreichs in die EU im Januar 2021 schätzungsweise 68 % niedriger als vor Jahresfrist. Wenn sich die Gesundheitslage wegen der raschen Impffortschritte entspannt, dürften die Eindämmungsmaßnahmen im Lauf des zweiten Quartals nach und nach weiter gelockert werden. Dies könnte einen Wachstumsschub auslösen, der von einem Anstieg der Konsumausgaben und der privaten Investitionen getragen wird. Das Handelsabkommen zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich, das einen zollfreien Warenhandel ohne Kontingente gewährleistet, trug dazu bei, dass Störungen im Handel zwischen den beiden Parteien zum Jahreswechsel vermieden wurden. Da die gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2020 im Basisszenario noch von einem ungeordneten Brexit ausgingen, wird für den Projektionszeitraum eine positivere Entwicklung der Produktion und des Handels erwartet. Der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise beschleunigte sich im Januar geringfügig und lag nach 0,6 % im Vormonat nun bei 0,7 %. Es wird allerdings auf kurze Sicht mit einem deutlich höheren Anstieg gerechnet. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die erneute Zunahme der Energie- und Gaspreise nach dem Rückgang im vergangenen Jahr und die im April endende befristete Mehrwertsteuersenkung im Gastgewerbe den Verbraucherpreisen Auftrieb verleihen werden.

In China fiel die wirtschaftliche Entwicklung im Schlussquartal überraschend positiv aus, was darauf schließen lässt, dass sich die konjunkturelle Erholung von der Pandemie unvermindert fortsetzt. Die rasche Belebung der Wirtschaftstätigkeit wurde von einem Wiederanstieg der Produktion getragen und dabei durch staatliche Investitionen sowie eine kräftige Auslandsnachfrage gestützt. Damit ist die chinesische Wirtschaft in der Gesamtschau auf ihren vor der Pandemie verzeichneten Wachstumspfad zurückgekehrt. Das chinesische BIP weitete sich im Jahr 2020 um 2,3 % aus, und auch die jüngsten höherfrequenten Daten deuten nach wie vor auf ein anhaltend robustes Wachstum hin, wenngleich sich die Dynamik verringern dürfte. Allerdings konzentrieren sich die Unterstützungsmaßnahmen auf die Investitionen und die Kreditvergabe, was zu einer Verschärfung der Finanzstabilitätsrisiken führen könnte. Der Konsum erholte sich zwar langsamer, doch hat sich das Verbrauchervertrauen im vergangenen Jahr deutlich erhöht. So haben die Konsumausgaben das Niveau von 2019 fast wieder vollständig erreicht, da die Befürchtungen hinsichtlich eines Wiederaufflammens der Covid-19-Infektionszahlen abgenommen haben. Die rasche Erholung von dem pandemiebedingten Schock in China deutet auch darauf hin, dass nur begrenzte negative Langzeitfolgen zu erwarten sind.

In Japan erwies sich die Konjunktur im vierten Quartal 2020 als widerstandsfähiger als zunächst erwartet. Nachdem das reale BIP im dritten Quartal deutlich angezogen hatte, stieg es im Folgequartal in vierteljährlicher Betrachtung mit 3 % unerwartet stark an. Gestützt wurde es von einer merklichen Erholung der privaten Unternehmensinvestitionen sowie dem robusten privaten Konsum und Exportwachstum. Allerdings wurden angesichts einer Zunahme der Corona-Neuinfektionen die Eindämmungsmaßnahmen Anfang Januar 2021 verschärft. Demzufolge dürfte die Wirtschaftstätigkeit im ersten Jahresviertel 2021 sinken, wenn auch nicht so stark wie im Frühjahr 2020. Der jährliche Verbraucherpreisanstieg beschleunigte sich deutlich von -1,2 % im Dezember

auf -0,6 % im Januar, da ein kräftigerer von rückläufigen Energiepreisen ausgehender Abwärtsdruck durch eine spürbare Zunahme der Kerninflation (d. h. ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet) mehr als ausgeglichen wurde.

In den mittel- und osteuropäischen EU-Mitgliedstaaten hielt die konjunkturelle Belebung im vierten Quartal 2020 an. Mit Blick auf die nähere Zukunft dürften die sich verschärfende Corona-Pandemie und strikte Lockdown-Maßnahmen die wirtschaftliche Erholung zum Jahresanfang 2021 allerdings vorübergehend beeinträchtigen. Unter der Annahme, dass die Covid-19-Einschränkungen in den kommenden Monaten gelockert werden, sollte die Konjunktur allmählich wieder Fahrt aufnehmen und dabei von einem akkommodierenden fiskal- und geldpolitischen Kurs gestützt werden.

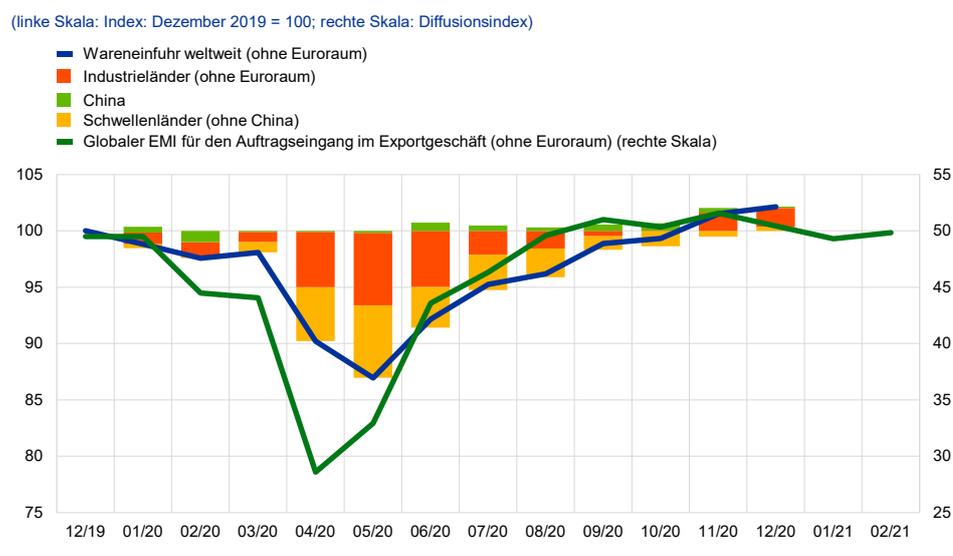
In den großen rohstoffexportierenden Ländern verläuft die wirtschaftliche Erholung schleppend, während zugleich nur begrenzter Spielraum für weitere politische Impulse vorhanden ist. In Russland kamen der konjunkturellen Belebung im dritten Quartal breit angelegte politische Stimulierungsmaßnahmen und eine verbesserte Infektionskontrolle zugute. Allerdings dürften die zur Eindämmung der steigenden Neuinfektionen beschlossenen strengeren Lockdown-Maßnahmen die Konjunktur auf kurze Sicht belasten. Im weiteren Verlauf dieses Jahres sollte sich die Pandemielage jedoch verbessern, was sich wachstumsfördernd auswirken dürfte. Darüber hinaus dürfte die Wirtschaft von dem in den vergangenen Monaten beobachteten Anstieg der Ölpreise profitieren. In Brasilien brachten die Behörden ein umfangreiches fiskalpolitisches Stimulierungspaket – darunter auch direkte Bargeldzahlungen an einkommensschwache private Haushalte – auf den Weg. Damit wurde der Konjunkturerholung im letzten Jahr Auftrieb verliehen. Da die Auswirkungen der fiskalischen Stützungsmaßnahmen jedoch nachließen und sich die Pandemielage zugespitzt hat, dürfte sich das Wachstum auf kurze Sicht abschwächen.

In der Türkei zog das Wachstum des realen BIP im dritten Quartal wieder kräftig an, und die Erholung setzt sich auch im letzten Jahresviertel 2020 fort. Die rasche wirtschaftliche Belebung wurde in erster Linie durch eine starke Ausweitung der Kreditvergabe beflügelt, während die negativen Auswirkungen der Eindämmungsmaßnahmen größtenteils auf das Hotel- und Gastgewerbe sowie den Tourismussektor beschränkt waren. Allerdings werden die konjunkturellen Stützungsmaßnahmen nach und nach zurückgenommen, sodass sich das Wachstum im weiteren Verlauf verlangsamen dürfte, vor allem im Bereich der kreditgetriebenen privaten Konsumausgaben. Auf mittlere Frist ist davon auszugehen, dass die jüngste politische Richtungsänderung vor allem der Zentralbank das Wachstum unter den historischen Durchschnitt sinken lässt.

Der Welthandel erholte sich deutlich, da der Warenverkehr im Einklang mit der globalen Industrieproduktion wieder rasch zunahm. Die weltweiten Wareneinfuhren (ohne Eurogebiet) waren bereits Ende 2020 wieder auf ihr vor der Pandemie beobachtetes Niveau zurückgekehrt. Dagegen entwickelt sich der internationale Dienstleistungshandel nach wie vor schwach. Die Daten zum nominalen Handel lassen den Schluss zu, dass der weltweite Dienstleistungsverkehr im November 2020 noch immer rund 27 % unter seinem Stand von Ende 2019 lag.

Diese Entwicklung war zum Großteil auf Dienstleistungen im Reiseverkehr und Tourismus zurückzuführen. Die Erholung des Welthandels wird durch den aufkommenden Druck auf die globalen Wertschöpfungsketten auf kurze Sicht zusätzlich belastet. Der kräftige Wiederanstieg der Aktivität im verarbeitenden Gewerbe im zweiten Halbjahr 2020 und die damit einhergehende Zunahme der Auftragseingänge im Exportgeschäft setzten die Lieferketten in bestimmten Märkten und die weltweiten Schiffskapazitäten unter Druck. Dadurch verlängerten sich die Lieferzeiten der Anbieter, was auch daran erkennbar ist, dass die globalen EMI-Indikatoren für Lieferzeiten im historischen Vergleich einen hohen Stand aufweisen. Die Frachtkosten haben sich ebenfalls beträchtlich erhöht, was zum Teil auf die ungleichmäßige Erholung des Handels zurückzuführen ist. Die kräftige Ausweitung des Handels in China und Ostasien hatte einen Mangel an Containern zur Folge, da diese ungenutzt in europäischen und nordamerikanischen Häfen liegen. Ein weiteres Zeichen für eine sich abschwächende Entwicklung im weltweiten verarbeitenden Gewerbe geht vom Auftragseingang im Exportgeschäft aus, denn im Januar 2021 fiel dieser erstmals seit September letzten Jahres unter die Wachstumsschwelle und unterschritt diese auch noch im Februar (siehe Abbildung 2).

Abbildung 2
Wareneinfuhr weltweit und Auftragseingang im Exportgeschäft (jeweils ohne Euroraum)



Quellen: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2021 (EMI-Daten) bzw. Dezember 2020 (Wareneinfuhr weltweit).

Die Projektionen für das globale Importwachstum (ohne Euroraum) wurden erheblich nach oben korrigiert; so dürfte das Wachstum 2021 um 9,0 % ansteigen, bevor es sich 2022 auf 4,1 % und 2023 auf 3,4 % verlangsamt. Der zuvor im Jahr 2020 eingetretene Rückgang des Welthandels wird auf 9,1 % geschätzt. Verglichen mit den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2020 wurde das Wachstum der weltweiten Einfuhren und insbesondere der Auslandsnachfrage des Eurogebiets deutlich nach oben revidiert. Dies war dem Handelsabkommen zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich und – in geringerem Maße – der unterstellten stärkeren Erholung in den

Industrieländern zu verdanken. Demnach dürfte die Auslandsnachfrage des Euroraums im laufenden Jahr um 8,3 %, 2022 um 4,4 % und 2023 um 3,2 % steigen. Dies stellt eine Aufwärtskorrektur im Vergleich zu den Dezember-Projektionen um 1,7 Prozentpunkte für 2021 und um 0,3 Prozentpunkte für 2022 dar. Für das Jahr 2023 wird in den aktuellen Projektionen keine Veränderung gegenüber den Dezember-Werten erwartet. Die Lücke gegenüber der vor Ausbruch der Pandemie verzeichneten Entwicklung dürfte sich indessen (wie auch beim realen BIP-Wachstum weltweit) merklich verkleinert haben. Schließen lässt sich dies aus den zum Jahresende 2020 positiveren Ergebnissen und den erwarteten höheren Importen der wichtigsten Handelspartner des Euroraums.

Die Risiken in Bezug auf die Basisprojektionen für das

Weltwirtschaftswachstum sind aufwärtsgerichtet. Neben dem bereits erwähnten zusätzlichen Konjunkturpaket, das die US-Regierung unter Präsident Biden plant, und im Einklang mit früheren Projektionsrunden wurden zwei alternative Szenarien für die weltwirtschaftlichen Aussichten verwendet, um die Unsicherheit im Zusammenhang mit dem weiteren Verlauf der Pandemie zu veranschaulichen. Diese Szenarien spiegeln die Entwicklung der Pandemie im Zusammenwirken mit den damit verbundenen Eindämmungsmaßnahmen wider.³ Andere Risiken für die Aussichten der Weltwirtschaft ergeben sich aus einem unerwartet raschen Abbau der während der Pandemie in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften aufgebauten Ersparnisse, der dem privaten Verbrauch und den Einfuhren zugutekommen könnte. Demgegenüber könnte eine abrupte Neubewertung von Risiken an den Finanzmärkten zu Kapitalabflüssen und einer Abwertung der Währungen anfälliger Schwellenländer führen und damit deren Erholung zum Stillstand bringen. Zudem könnten begrenzte Produktionskapazitäten in den IT-bezogenen Branchen und Engpässe bei den Containern im Schiffsverkehr die Risiken für die globalen Wertschöpfungsketten und den Welthandel erhöhen. Darüber hinaus bringt auch die hohe und weiter steigende Verschuldung in den Industrie- und Schwellenländern zusätzliche Abwärtsrisiken für das Wachstum auf mittlere Sicht mit sich.

Internationale Preisentwicklung

Rohstoffe haben sich merklich verteuert, und die Ölpreise liegen wieder fast auf ihrem vor der Pandemie verzeichneten Niveau. Die Notierungen für Rohöl der Sorte Brent legten gegenüber den Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2020 um knapp 35 % zu. Verantwortlich hierfür waren einseitig beschlossene Produktionskürzungen in Saudi-Arabien, sich aufhellende Aussichten für die weltweite Nachfrage, die von der robusten Erholung im verarbeitenden Gewerbe weltweit getragen werden, und der Wachstumsausblick in den Vereinigten Staaten. Den Ölpreisen kam zudem eine Hausse bei risikoreichen Vermögenswerten an den internationalen Märkten zugute. Aufgrund der Ölpreisentwicklung ist die Terminkurve nun wieder durch eine sogenannte Backwardation gekennzeichnet (d. h., die derzeitigen Ölpreise liegen über denen, die für das Ende des Projektionszeitraums

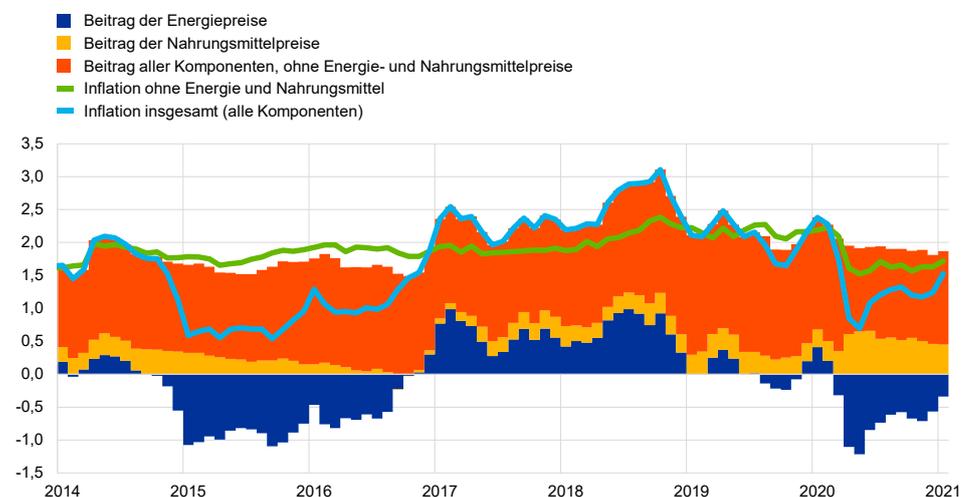
³ Siehe hierzu EZB, [Alternative Szenarien für die wirtschaftlichen Aussichten des Euroraums](#), Abschnitt 5, in: Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, März 2021.

angenommen werden). Die Notierungen für Metalle profitierten ebenfalls von der lebhaften globalen Nachfrage, wobei es in einigen wichtigen Exportländern weltweit zu Angebotsengpässen kam. Verglichen mit den Projektionen vom Dezember stiegen die Metallpreise um 10 % an. Sowohl die Metall- als auch die Nahrungsmittelrohstoffpreise liegen inzwischen auf einem Stand, der das Vorkrisenniveau deutlich übersteigt.

Da von den Energiepreisen im Januar ein weniger negativer Beitrag ausging, beschleunigte sich die Gesamtinflation weltweit. In den OECD-Mitgliedstaaten kletterte die am Verbraucherpreisindex gemessene jährliche Teuerungsrate von 1,2 % im Dezember 2020 auf 1,5 % im Januar 2021 (siehe Abbildung 3). Die Preissteigerungsrate der Nahrungsmittel blieb im Großen und Ganzen stabil, wohingegen der von der Energiepreisentwicklung ausgehende Abwärtsdruck auf die Inflation etwas nachließ. Die am Verbraucherpreisindex gemessene Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) nahm geringfügig zu und belief sich auf 1,7 % im Januar (nach 1,6 % im Dezember). Die anhand des Verbraucherpreisindex ermittelte jährliche Gesamtteuerungsrate stieg in allen Industrieländern an, blieb aber in Japan im negativen Bereich. Was wichtige nicht der OECD angehörende Schwellenländer anbelangt, so wies die jährliche Gesamtinflationsrate in China wieder ein negatives Vorzeichen auf, nachdem sie im Dezember vorübergehend gestiegen war.

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 Januar 2021.

Die kräftig anziehenden Rohstoffnotierungen dürften dafür sorgen, dass sich die Verbraucherpreise weltweit erhöhen. Auf kurze Sicht wird die Zunahme der Gesamtinflation noch durch einen positiven Basiseffekt verstärkt. Dieser resultiert aus der ersten Reaktion der internationalen Rohstoffpreise auf den pandemiebedingten Schock im Frühjahr 2020. Diese Entwicklung lässt sich auch an den (in Landeswährung gerechneten) Exportpreisen der Wettbewerber des Eurogebiets erkennen, die sich im Jahresverlauf 2021 kräftig erhöhen dürften. Unter Berücksichtigung der merklichen Unterauslastung in der Weltwirtschaft (vor allem

am Arbeitsmarkt) wird diese Zunahme der Inflation allerdings wohl nur vorübergehender Natur sein.

2 Finanzielle Entwicklungen

Die Terminzinskurve des EONIA (Euro Overnight Index Average) verschob sich im Berichtszeitraum (10. Dezember 2020 bis 10. März 2021) nach oben und wurde steiler. Gegenwärtig deutet die Kurve nicht darauf hin, dass die Marktteilnehmer auf sehr kurze Sicht mit einer Zinssenkung rechnen. Bei den risikofreien langfristigen Zinssätzen im Euro-Währungsgebiet war ein Anstieg zu verzeichnen, der zum Teil auf Übertragungseffekte aus den Vereinigten Staaten zurückzuführen war. Die Staatsanleihespreads blieben aber weitgehend stabil. An den Aktienmärkten wurden unterdessen Kursgewinne verbucht. Was die Devisenmärkte betrifft, so gab der nominale effektive Wechselkurs des Euro leicht nach.

Der EONIA und der neue Tagesgeld-Referenzzinssatz €STR (Euro Short-Term Rate) notierten im Berichtszeitraum im Schnitt bei -48 bzw. -56 Basispunkten.⁴

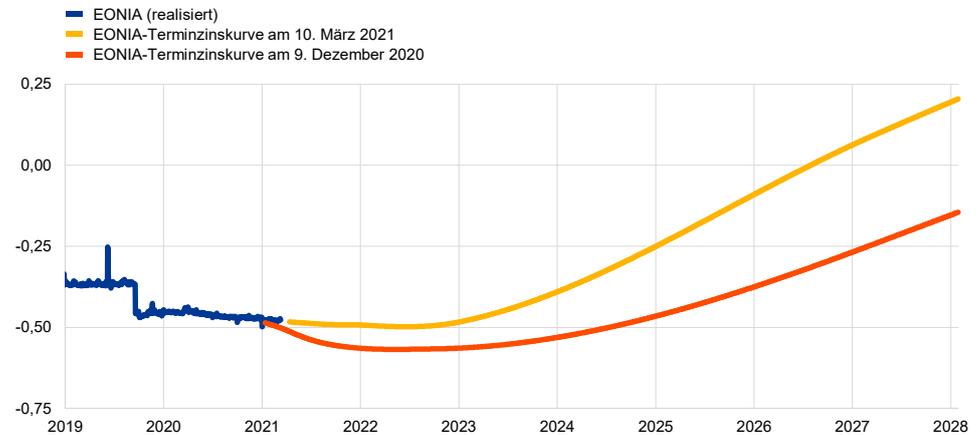
Die Überschussliquidität erhöhte sich um 241 Mrd € auf rund 3 692 Mrd €. Dies war im Wesentlichen den Wertpapierkäufen im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) und des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) zuzuschreiben. Ausgeglichen wurden die Ankäufe zum Teil durch freiwillige Rückzahlungen im Rahmen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) und durch liquiditätsabschöpfende autonome Faktoren.

Die EONIA-Terminzinskurve verschob sich im Berichtszeitraum vor allem bei den langen Zeithorizonten nach oben und nahm zudem einen steileren Verlauf an (siehe Abbildung 4). Die im Dezember beobachtete leichte Inversion der Kurve bei den kurzen Laufzeiten ist verschwunden, da sich die Stimmung an den Finanzmärkten aufgehellt hat und mit einer konjunkturellen Erholung gerechnet wird. Der Tiefpunkt der Kurve befindet sich im April 2022 und liegt 2 Basispunkte unterhalb des aktuellen EONIA-Niveaus von -50 Basispunkten. Die Kurve deutet somit darauf hin, dass die Finanzmärkte keine unmittelbar bevorstehende Zinssenkung einpreisen. Insgesamt liegen die EONIA-Terminzinsen für die Zeithorizonte bis Mitte 2026 nach wie vor unter null. Das zeigt, dass die Märkte weiterhin von einer länger anhaltenden Negativzinsphase ausgehen.

⁴ Die Methodik zur Berechnung des EONIA wurde am 2. Oktober 2019 geändert. 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.

Abbildung 4 EONIA-Terminzinssätze

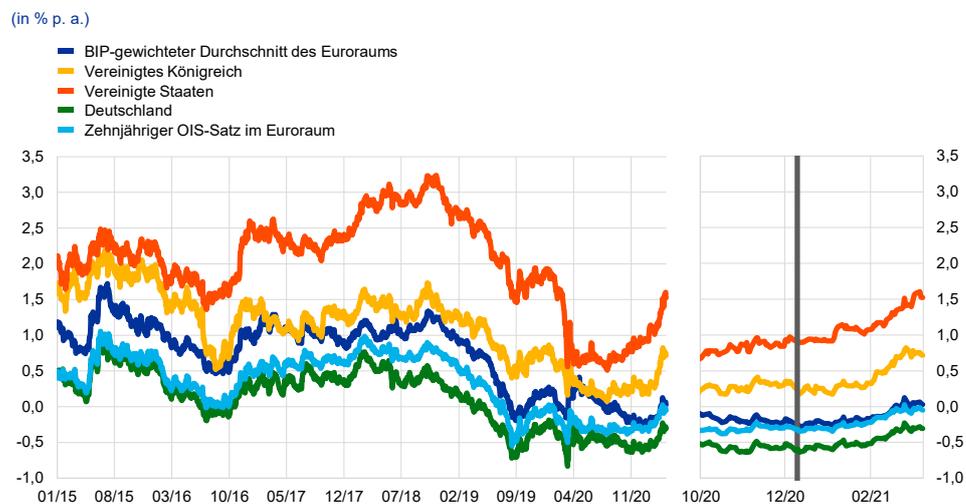
(in % p. a.)



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

Im Einklang mit der Renditeentwicklung langfristiger Staatsanleihen weltweit stiegen auch die Renditen entsprechender Schuldtitel aus dem Eurogebiet an, jedoch deutlich weniger stark. Am Ende des Berichtszeitraums waren die Renditen im Euroraum erheblich höher als zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung im Dezember 2020 (siehe Abbildung 5). Die Renditen langfristiger Staatsanleihen zogen weltweit stark an. Grund dafür war ein zunehmend positiver Konjunkturausblick für die Vereinigten Staaten. Dieser wurde wiederum von Erwartungen eines umfangreichen fiskalpolitischen Impulses durch die neue US-Regierung unter Präsident Joe Biden getragen. Vor diesem Hintergrund erhöhte sich die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet um 28 Basispunkte auf 0,03 %. In den USA stieg die Rendite für Staatsschuldtitel mit zehnjähriger Laufzeit sogar um 62 Basispunkte auf 1,52 % und im Vereinigten Königreich um 51 Basispunkte auf 0,72 %.

Abbildung 5
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen



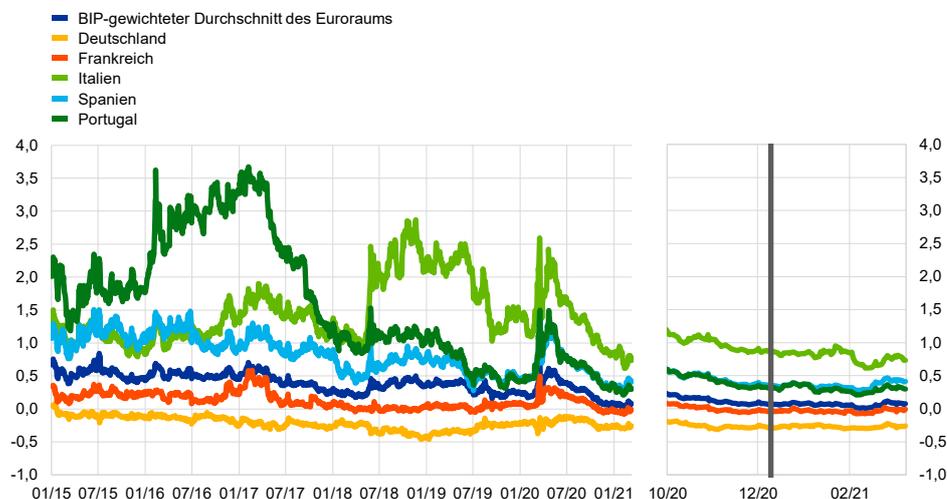
Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 10. Dezember 2020. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 10. März 2021.

Die Renditeabstände von langfristigen Staatsanleihen aus dem Euroraum gegenüber dem entsprechenden Satz für Tagesgeld-Swaps (OIS-Satz) blieben recht stabil, da weitgehend parallel zum OIS-Satz in den meisten Ländern auch die Renditen anstiegen (siehe Abbildung 6). In Italien nahmen die Spreads von Staatsschuldtiteln im Vorfeld der Regierungsbildung durch den ehemaligen EZB-Präsidenten Mario Draghi spürbar ab und erreichten kurzzeitig einen neuen langjährigen Tiefstand. Anschließend stiegen sie jedoch wieder an. Bei zehnjährigen italienischen Staatsanleihen verkleinerte sich der Renditeabstand im Berichtszeitraum um 12 Basispunkte auf 0,73 % und bei entsprechenden portugiesischen Anleihen um 1 Basispunkt auf 0,30 %. In Deutschland nahm er hingegen leicht zu (+1 Basispunkt auf -0,26 %), ebenso in Frankreich (+1 Basispunkt auf -0,01 %) und in Spanien (+6 Basispunkte auf 0,41 %).

Abbildung 6

Renditeabstände zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Euroraum zum OIS-Satz

(in Prozentpunkten)



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

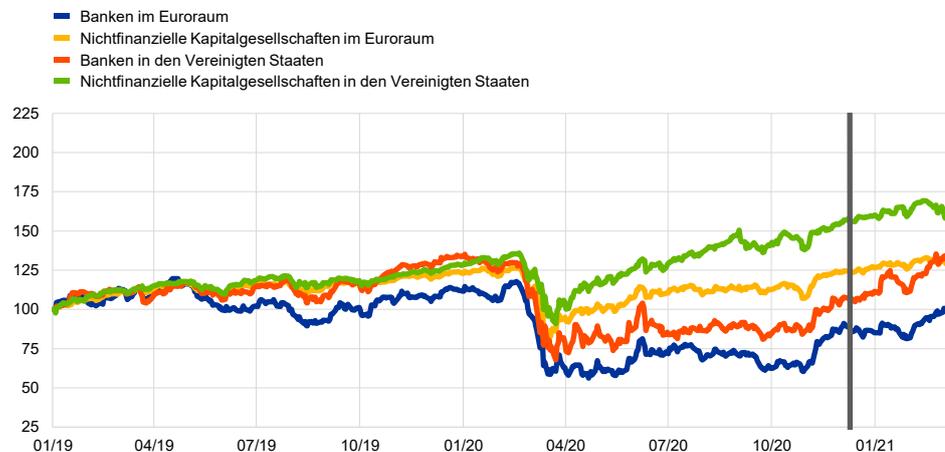
Anmerkung: Der Renditeabstand errechnet sich durch Subtraktion des zehnjährigen OIS-Satzes von der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen. Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 10. Dezember 2020. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 10. März 2021.

Angesichts der weiterhin günstigen Risikostimmung war im Berichtszeitraum auf beiden Seiten des Atlantiks ein Anstieg der Aktienkurse zu verzeichnen, wobei in den Vereinigten Staaten neue Höchstnotierungen erreicht wurden (siehe Abbildung 7). Abgesehen von einer gewissen Volatilität tendierten die Aktienkurse im Euroraum und in den Vereinigten Staaten generell nach oben. Gegen Ende Januar gaben sie in den USA nach, wenngleich nur teilweise. Finanzwerte erzielten beiderseits des Atlantiks besonders beachtliche Zugewinne. Insgesamt legten die Aktiennotierungen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Eurogebiet um 7,4 % und in den Vereinigten Staaten um 4,4 % zu. Die Kurse von Bankaktien stiegen im Euroraum um 16,5 % und in den Vereinigten Staaten um 26,9 %. Der US-Index konnte somit die seit Beginn der Pandemie verzeichneten Verluste gänzlich wieder aufholen.

Abbildung 7

Aktienindizes im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(Index: 1. Januar 2019 = 100)



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

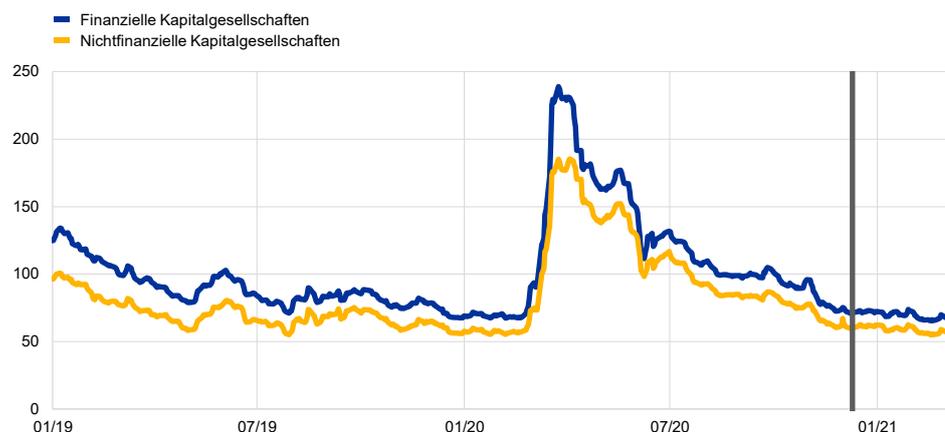
Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 10. Dezember 2020. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 10. März 2021.

Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum blieben weitgehend unverändert (siehe Abbildung 8). Bei Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften verkleinerte sich der Spread gegenüber dem risikofreien Zinssatz um 2 Basispunkte und bei Anleihen des Finanzsektors um 4 Basispunkte. Damit erreichten sie schließlich ihr Vorpandemieniveau. Insgesamt haben sich die Spreads von Unternehmensanleihen seit der EZB-Ratssitzung im Dezember nur geringfügig verändert.

Abbildung 8

Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum

(in Basispunkten)



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

Anmerkung: Die Renditeabstände errechnen sich als Asset-Swap-Spreads gegenüber dem risikofreien Zinssatz. Die Indizes umfassen Investment-Grade-Anleihen mit unterschiedlichen Laufzeiten (wobei die Restlaufzeit mindestens ein Jahr beträgt). Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 10. Dezember 2020. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 10. März 2021.

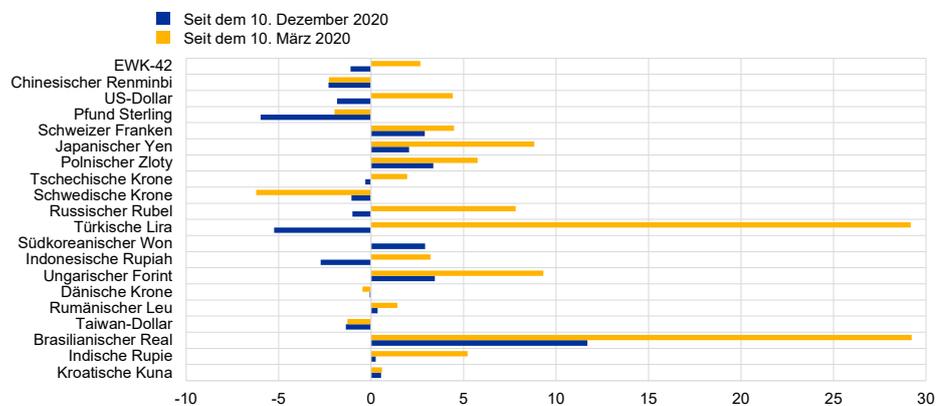
Was die Devisenmärkte betraf, so wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung leicht ab (siehe Abbildung 9). Obwohl der nominale effektive

Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 42 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, im Berichtszeitraum um 1,1 % sank, blieb er nur 2,7 % unter seinem historischen Höchststand vom Dezember 2008. Grund hierfür war, dass sich die bilateralen Wechselkurse angesichts eines von zunehmender Risikobereitschaft gekennzeichneten Marktumfelds unterschiedlich entwickelten. So verlor der Euro gegenüber dem US-Dollar (um 1,8 %), dem chinesischen Renminbi (um 2,3 %) und dem Pfund Sterling (um 6,0 %) an Wert, wohingegen er zum Schweizer Franken (um 2,9 %) und zum japanischen Yen (um 2,0 %) zulegte. In Relation zu den Währungen der meisten nicht dem Euroraum angehörenden EU-Länder in Mittel- und Osteuropa gewann der Euro ebenfalls an Stärke.

Abbildung 9

Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

(Veränderung in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: „EWK-42“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 42 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 10. März 2021.

3 Konjunktorentwicklung

Nach der kräftigen Erholung im dritten Quartal 2020 war das reale BIP im Euro-Währungsgebiet im vierten Quartal wieder rückläufig und schrumpfte um 0,7 % gegenüber dem Vorquartal. Damit lag die Wirtschaftsleistung nahezu 5 % unter ihrem Vorpandemieniveau. Die wirtschaftliche Entwicklung verläuft in den einzelnen Sektoren und Ländern weiterhin sehr unterschiedlich. Der Dienstleistungssektor ist durch die Einschränkungen der sozialen Kontakte und der Mobilität am stärksten beeinträchtigt. Obwohl private Haushalte und Unternehmen nach wie vor durch finanzpolitische Maßnahmen unterstützt werden, bleiben die Verbraucher angesichts der Pandemie und deren Auswirkungen auf Beschäftigung und Einkommen zurückhaltend. Die Unternehmensinvestitionen entwickeln sich hingegen trotz der schwächeren Unternehmensbilanzen und der erhöhten Unsicherheit weiterhin relativ robust. Die aktuellen Daten, Umfrageergebnisse und hochfrequenten Indikatoren deuten insgesamt darauf hin, dass sich die Konjunkturschwäche im ersten Quartal 2021 fortsetzt. Ursächlich hierfür sind der Verlauf der Pandemie und die damit einhergehenden Eindämmungsmaßnahmen. Demzufolge wird das reale BIP wohl auch im ersten Quartal 2021 schrumpfen. Mit Blick auf die weitere Entwicklung sorgt die Bereitstellung von Impfstoffen jedoch für mehr Zuversicht hinsichtlich der Bewältigung der Gesundheitskrise, wodurch sich die Unsicherheit verringern sollte, sofern weitere Rückschläge im Zusammenhang mit der Pandemie ausbleiben. Auf mittlere Sicht dürfte die Erholung der Wirtschaft des Euroraums auch von günstigen Finanzierungsbedingungen, einem stützenden finanzpolitischen Kurs und, sobald die Eindämmungsmaßnahmen allmählich gelockert werden, einer Nachfragerholung getragen werden.

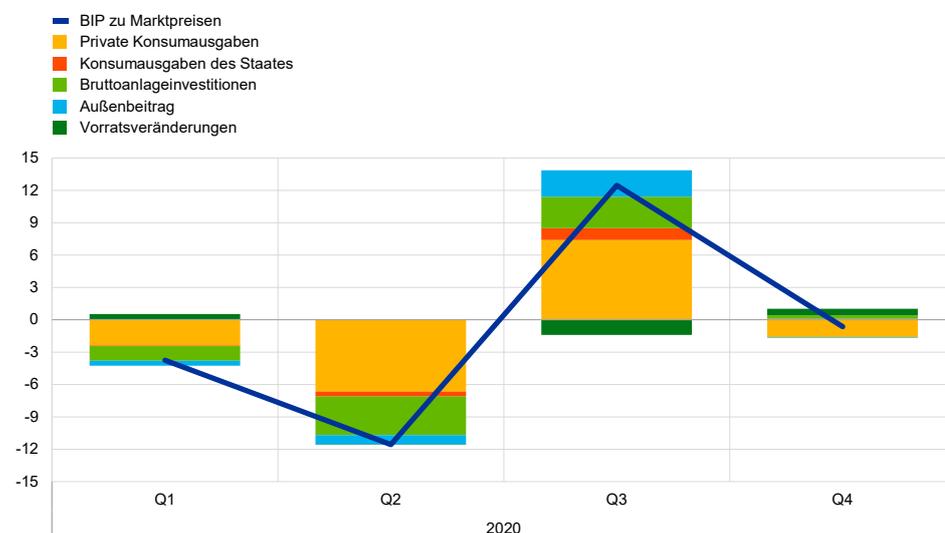
Diese Einschätzung deckt sich weitgehend mit dem Basisszenario der von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2021. Den Projektionen zufolge wird die Jahreswachstumsrate des realen BIP im laufenden Jahr bei 4,0 %, 2022 bei 4,1 % und 2023 bei 2,1 % liegen. Verglichen mit den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2020 sind die Aussichten für die Konjunktur weitgehend unverändert geblieben. Obgleich auf kurze Sicht weiterhin Abwärtsrisiken bestehen, sind die Risiken für die Wachstumsaussichten des Euroraums auf mittlere Sicht nun insgesamt ausgewogener. Optimistisch stimmen die besseren Aussichten für die globale Nachfrage, die umfangreichen fiskalischen Impulse im Euroraum und die Bereitstellung von Impfstoffen. Abwärtsrisiken gehen jedoch nach wie vor von der anhaltenden Pandemie (einschließlich der Ausbreitung neuer Virusvarianten) und ihren Folgen für die Wirtschafts- und Finanzlage aus.

Nach einem leichten Produktionsrückgang im vierten Quartal 2020 dürfte die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum im ersten Quartal 2021 schwach bleiben. Das reale BIP sank im Schlussquartal 2020 um 0,7 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem es im dritten Jahresviertel um 12,5 % gestiegen war (siehe Abbildung 10). Verglichen mit den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2020, in denen ein Rückgang um 2,2 % prognostiziert worden war, fiel die Entwicklung damit indes besser aus. Der Rückgang der Wirtschaftsleistung im vierten Quartal war in erster Linie der Binnennachfrage, insbesondere den privaten

Konsumausgaben, zuzuschreiben. Zwar lag die Produktion im letzten Vierteljahr 2020 immer noch nahezu 5 % unter ihrem vor der Pandemie verzeichneten Niveau ein Jahr zuvor, doch führte das besser als erwartet ausgefallene Ergebnis des Schlussquartals zu einem positiven Überhangseffekt von 2,2 % für das Wachstum im Jahr 2021. Auf der Produktionsseite war die Entwicklung der einzelnen Sektoren im vierten Quartal 2020 sehr unterschiedlich. Während sich die Wertschöpfung im Dienstleistungssektor spürbar verringerte, erhöhte sich die Produktion in der Industrie (ohne Baugewerbe) weiter. Nach dem bereits kräftigen Wachstum im dritten Quartal führte die Erholung der Industrieproduktion, die im gesamten zweiten Halbjahr 2020 zu beobachten war, dazu, dass der im ersten Halbjahr 2020 erfolgte Einbruch weitgehend ausgeglichen wurde. In Kasten 4 wird beleuchtet, welche Folgen die pandemiebedingten Eindämmungsmaßnahmen in den einzelnen Wirtschaftssektoren der größten Euro-Länder hatten und wie sich diese Auswirkungen im Zeitverlauf verändert haben. Schätzungen zufolge hat sich die Wirtschaftsleistung im Eurogebiet im Jahr 2020 um insgesamt 6,6 % verringert. In den Vereinigten Staaten fiel der Rückgang nicht ganz so stark aus. Diese unterschiedliche Entwicklung könnte auf die strikteren Lockdown-Maßnahmen im Euroraum und eine expansivere Finanzpolitik in den Vereinigten Staaten zurückzuführen sein (siehe Kasten 1).

Abbildung 10
Wachstum des realen BIP und seiner Komponenten im Euroraum

(Veränderung gegen Vorquartal in %; vierteljährliche Beiträge in Prozentpunkten)



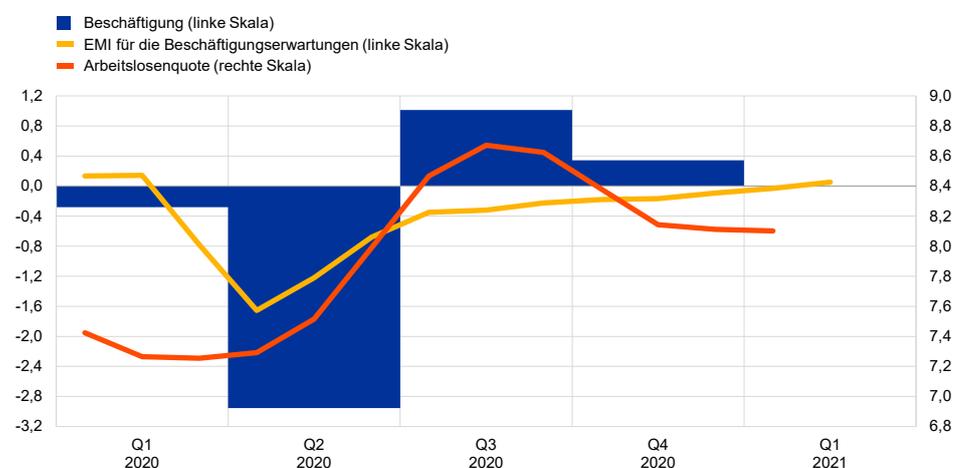
Quelle: Eurostat.

Der Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet profitiert weiterhin von den umfangreichen politischen Stützungsmaßnahmen, wobei die Beschäftigung in den vergangenen Monaten gestiegen und die Arbeitslosenquote weitgehend stabil geblieben ist. Die rege Inanspruchnahme von Programmen zur Arbeitsplatzsicherung wirkt sich nach wie vor förderlich auf die Beschäftigung aus. Dadurch werden die Auswirkungen der Pandemie auf die Arbeitslosenquote abgemildert, die Einkommen der privaten Haushalte gestützt und die wirtschaftliche Unsicherheit in Grenzen gehalten. Die Beschäftigung erhöhte sich im

Schlussquartal 2020 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem sie im dritten Vierteljahr um 1,0 % gestiegen war (siehe Abbildung 11). Trotz dieser positiven Entwicklung lag die Beschäftigung im vierten Quartal 2020 aber immer noch 1,9 % unter ihrem Vorjahresstand vor der Pandemie. Die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden spielt bei der Arbeitsmarktanpassung im Eurogebiet weiterhin eine große Rolle. Nach einem Anstieg um 14,8 % im dritten Jahresviertel verringerten sich die geleisteten Gesamtarbeitsstunden im Schlussquartal um 1,6 % gegenüber dem Vorquartal und lagen damit nahezu 6,5 % unter dem Niveau von Ende 2019. Die Arbeitslosenquote belief sich im Januar 2021 auf 8,1 % und blieb damit seit November 2020 praktisch unverändert; im Vergleich zum August 2020 (knapp 8,7 %) war sie rückläufig. Allerdings liegt die Quote immer noch etwa 0,8 Prozentpunkte über ihrem im Februar 2020 vor der Pandemie verzeichneten Niveau. Im Januar 2021 betrug der Anteil der Arbeitnehmer, die an Programmen zur Arbeitsplatzsicherung teilnehmen, Schätzungen zufolge rund 5,9 % der Erwerbspersonen, verglichen mit fast 20 % im April 2020. Seit Oktober 2020 ist der Anteil jedoch wieder gestiegen, da in einigen Ländern wieder Eindämmungsmaßnahmen ergriffen wurden.

Abbildung 11
Beschäftigung, Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Beschäftigungserwartungen und Arbeitslosenquote im Euroraum

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



Quellen: Eurostat, Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die beiden Linien stellen die monatliche Entwicklung, die Balken Quartalswerte dar. Der EMI ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2020 (Beschäftigung), Februar 2021 (EMI) bzw. Januar 2021 (Arbeitslosenquote).

Die kurzfristigen Arbeitsmarktindikatoren haben sich teilweise erholt, signalisieren aber immer noch gewisse Anfälligkeiten am Arbeitsmarkt des Eurogebiets. Im Februar 2021 überschritt der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor erstmals seit Ausbruch der Corona-Pandemie (Covid-19) wieder die Wachstumsschwelle, wenngleich er in einigen Ländern sowie im Niedrigtechnologiebereich darunter blieb. Angesichts der verhaltenen Nachfrage nach Arbeitskräften waren die Erwartungen der privaten Haushalte in Bezug auf die Arbeitslosigkeit im Februar 2021 weiterhin erhöht. Die große Zahl an Arbeitnehmern, die immer noch in Programme zur

Arbeitsplatzsicherung eingebunden sind, könnte in der Zukunft Aufwärtsrisiken für die Arbeitslosenquote bergen.

Die Dynamik der privaten Konsumausgaben schwächte sich um den Jahreswechsel ab; im vierten Quartal 2020 sank der private Verbrauch um 3,0 % gegenüber dem Vorquartal. Im Januar 2021 verringerten sich die Einzelhandelsumsätze um 5,9 % gegenüber dem Vormonat, während die Pkw-Neuzulassungen um 22 % sanken (und damit den niedrigsten Stand seit Juni 2020 erreichten). Da die Ersparnisbildung der privaten Haushalte im Zuge der zweiten Pandemiewelle abermals zunahm, verzeichneten die Banken im Januar anhaltend hohe Zuflüsse an Einlagen von Privathaushalten (nach einer vorübergehenden Delle im Dezember). Das Einkommen zahlreicher Privathaushalte bleibt von den unmittelbaren Folgen der Pandemie unberührt, sodass deren Bestände an unfreiwilligen Ersparnissen weiter deutlich gestiegen sind. Zugleich haben sich die Erwartungen der privaten Haushalte für die nächsten zwölf Monate hinsichtlich der Entwicklung der allgemeinen Wirtschaftslage, ihrer persönlichen finanziellen Situation und ihrer Vorhaben für größere Anschaffungen seit Mai 2020 nicht signifikant verbessert.

Die Unternehmensinvestitionen (näherungsweise beziffert anhand der Investitionen außerhalb des Baugewerbes) nahmen im vierten Quartal 2020 weiter zu und entwickeln sich nach wie vor relativ robust. Die Investitionen ohne Bauten wurden von hohen Investitionen in geistiges Eigentum getragen. Zum Teil dürfte dies dem weiteren Digitalisierungsbedarf der Wirtschaft als Reaktion auf die Pandemie geschuldet sein. Bei den Investitionen in Ausrüstungen wurde Ende 2020 nur ein moderater Anstieg verzeichnet, nachdem sich diese im dritten Jahresviertel außergewöhnlich stark ausgeweitet hatten. In den vergangenen Monaten wurden die Unternehmensinvestitionen von der kräftigen Auslandsnachfrage gestützt, die sich in einer Zunahme der industriellen Investitionsgüterbestellungen aus Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets widerspiegelt. Auch die positive Entwicklung des Auftragseingangs im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes bis Februar trug hierzu bei. Die jüngsten Umfrageergebnisse deuten ebenfalls auf eine anhaltend robuste Entwicklung der Investitionstätigkeit im ersten Quartal 2021 hin. Der Anstieg des Unternehmervertrauens und der Produktionserwartungen im Investitionsgütersektor (vor allem im Februar) lassen darauf schließen, dass sich die Investitionen in den kommenden Monaten wohl weiter erhöhen. Die Investitionsaussichten dürften auch in Zukunft maßgeblich vom verarbeitenden Gewerbe bestimmt werden, wohingegen die Unternehmen im Dienstleistungssektor (die im Allgemeinen stärker von der Pandemie und den damit verbundenen Eindämmungsmaßnahmen betroffen sind) den jüngsten Umfragen zufolge ihre Investitionspläne wohl eher verschoben oder aufgegeben haben. Im weiteren Verlauf könnte die zunehmende Schuldenlast der Unternehmen und ein möglicher Anstieg der Insolvenzen die laufende Erholung der Investitionen gefährden.

Die Wohnungsbauinvestitionen entwickelten sich trotz der neuerlichen pandemiebedingten Einschränkungen im Schlussquartal 2020 nach wie vor robust, wenngleich die kurzfristigen Aussichten ungewiss bleiben. Die Wohnungsbauinvestitionen erhöhten sich im vierten Quartal 2020 leicht, und zwar

um 0,5 % gegenüber dem Vorquartal. Damit lagen sie aber immer noch etwa 3 % unter dem Niveau von Ende 2019. Jüngste Indikatoren deuten jedoch auf eine gewisse Abschwächung der Erholung auf kurze Sicht hin. Grund hierfür sind unter anderem die Mobilitätsbeschränkungen, die in den vergangenen Monaten erneut verhängt wurden. Dies könnte sogar die in der zweiten Jahreshälfte 2020 verzeichneten Fortschritte gefährden, die auf dem Weg zu einer Rückkehr der Wohnungsbauinvestitionen zum Vorpandemiestand erzielt wurden. Auf der Nachfrageseite weisen die Umfrageergebnisse der Europäischen Kommission zu den Renovierungsvorhaben der privaten Haushalte in den kommenden zwölf Monaten in kurzer Frist auf eine Verringerung der Ausgaben für Wohnzwecke hin. Hier gibt es jedoch Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern. Auf der Angebotsseite lassen die aktuellen Vertrauensindikatoren trotz gewisser Anzeichen einer Erholung bei den Baugenehmigungen und Auftragsbeständen den Schluss zu, dass die Eintrübung der Konjunkturaussichten die Unternehmen im Immobiliensektor und in geringerem Umfang auch im Baugewerbe belasten könnte. Im Baugewerbe deuten die EMI-Indikatoren für die Produktion in den ersten beiden Monaten des laufenden Jahres darauf hin, dass die Aussichten für Unternehmen im Wohnimmobiliensegment besser sind als für Unternehmen im Segment der Gewerbeimmobilien.

Das robuste Wachstum beim Handel des Euroraums setzte sich im vierten Quartal 2020 fort und war in erster Linie auf den weiteren Anstieg des Handels im verarbeitenden Gewerbe zurückzuführen. Maßgeblich für das Handelswachstum im Schlussquartal 2020 waren zu etwa gleichen Teilen a) die Festigung der im dritten Quartal beobachteten Erholung, b) die Zunahme der Konsumgüterexporte in das Vereinigte Königreich, nach Brasilien und Asien und c) der Anstieg der Energieimporte aus Norwegen und Russland. Im Dezember waren allerdings die Ausfuhren in Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets der einzige Wachstumstreiber. Sie wurden durch den außergewöhnlichen Aufbau von Lagerbeständen an EU-Waren gestützt, der im Vereinigten Königreich vor Ablauf der Brexit-Übergangsphase zu beobachten war. Anfang 2021 kam es zu einem Anstieg der Kosten für Exporte des Euroraums ins Vereinigte Königreich, zu längeren Lieferzeiten und (laut Daten für den Seehandel) zu einem abrupten Rückgang der Containerexporte. Die Folgen für den Handel dürften temporär sein, da die Frühindikatoren für Januar und Februar ein weiteres Wachstum der Exporte im verarbeitenden Gewerbe im ersten Quartal 2021 signalisieren. Während Konsumgüter im vierten Quartal 2020 für die Auftragseingänge im Exportgeschäft ausschlaggebend waren, ging die Entwicklung in den ersten beiden Monaten des laufenden Jahres auf Verbesserungen bei Investitions- und Vorleistungsgütern zurück. Weitere Belege für eine anhaltende Normalisierung des Handels im verarbeitenden Gewerbe liefern neue Daten zu den Frachtsätzen, die im Februar auf ihr Vorpandemieniveau zurückgekehrt sind. Indessen ist der Dienstleistungsverkehr immer noch stark beeinträchtigt, da die Verlängerung der Lockdown-Maßnahmen einer spürbaren Verbesserung der Lage weiterhin entgegensteht.

Die Konjunkturindikatoren deuten auf eine anhaltende Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit im ersten Quartal 2021 hin. Trotz einer moderaten Verbesserung gegenüber dem letzten Jahresviertel 2020 sind die Umfragewerte

nach wie vor niedrig und lassen im Großen und Ganzen auf einen weiteren leichten Rückgang im ersten Quartal 2021 schließen. Der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor stieg der Schnellschätzung zufolge zuletzt geringfügig an und lag im Durchschnitt der Monate Januar und Februar bei 48,3 Punkten, nachdem er zuvor von 52,4 Punkten im dritten Quartal auf 48,1 Punkte im vierten Quartal gesunken war. Die Verbesserung ist der Entwicklung im Dienstleistungssektor zuzuschreiben, wenngleich sich dieser laut EMI-Schnellschätzung immer noch im Kontraktionsbereich befindet. Der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe sank hingegen in den ersten beiden Monaten des laufenden Jahres im Vergleich zum vierten Quartal 2020 leicht, blieb aber oberhalb der Wachstumsschwelle. Ein Blick auf die pandemiespezifischen Messgrößen zeigt, dass der zusammengesetzte Strengindex zwar weiterhin in der Nähe seines Höchststands vom April 2020 liegt, die hochfrequenten Mobilitätsindikatoren für die Euro-Länder jedoch in den vergangenen Monaten gestiegen sind. Insgesamt sind die kurzfristigen Aussichten nach wie vor mit erheblicher Unsicherheit behaftet.

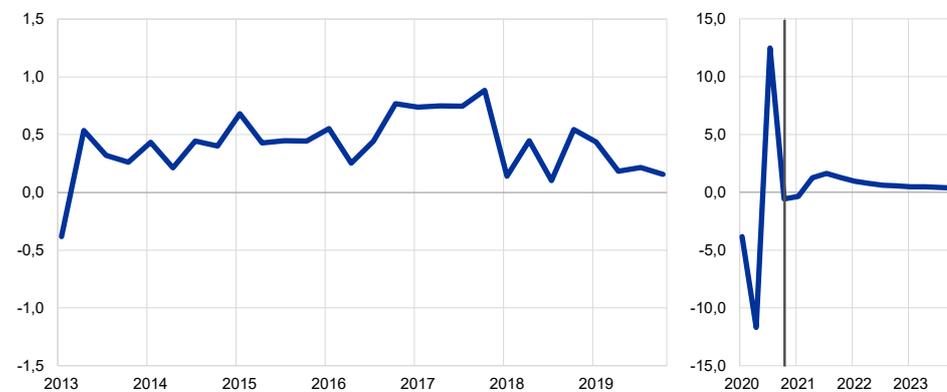
Die jüngste Verschärfung der Covid-19-Pandemie hat die kurzfristigen Aussichten für die Wirtschaft des Euroraums eingetrübt, aber die Erholung nicht gefährdet. Die Bemühungen um eine Beschleunigung der Produktion und Verteilung von Impfstoffen (und die damit mögliche Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen) sollten zusammen mit den umfangreichen geld- und finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen (einschließlich des Hilfspakets „Next Generation EU“) und den besseren Aussichten für die weltweite Nachfrage zu einer robusten Erholung in der zweiten Jahreshälfte 2021 führen. Dies spiegelt sich in den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2021 wider. Den darin enthaltenen Berechnungen zufolge wird das jährliche reale BIP 2021 um 4,0 %, 2022 um 4,1 % und 2023 um 2,1 % wachsen (siehe Abbildung 12). Verglichen mit den Projektionen vom Dezember 2020 ist diese Einschätzung weitgehend unverändert geblieben. Es wird erwartet, dass das reale BIP im zweiten Quartal 2022 sein Vorpandemieniveau übertreffen wird. Gleichwohl sind die Risiken für die Wachstumsaussichten angesichts des Wiederanstiegs der Infektionen, des Auftretens neuer Virusmutationen und der damit verbundenen Eindämmungsmaßnahmen auf kurze Sicht weiterhin abwärtsgerichtet. Auf mittlere Sicht sind die Risiken zugleich nun ausgewogener. Außerdem dürfte der von der US-Regierung unter Präsident Biden bekannt gegebene Rettungsplan für die US-Wirtschaft (American Rescue Plan), der aus zeitlichen Gründen nicht mehr in den Basisprojektionen berücksichtigt werden konnte, positive Übertragungseffekte auf den Euroraum haben.⁵

⁵ Siehe EZB, [Risiken für den Ausblick der Vereinigten Staaten und des Euroraums im Zusammenhang mit dem Rettungsplan für die US-Wirtschaft](#), Kasten 4, in: Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, März 2021.

Abbildung 12

Reales BIP des Euroraums (einschließlich Projektionen)

(Veränderung gegen Vorquartal in %)



Quellen: Eurostat sowie EZB, Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, März 2021.

Anmerkung: Angesichts der beispiellosen Volatilität des realen BIP im Jahr 2020 wird in der Abbildung ab Anfang 2020 ein anderer Maßstab verwendet. Die vertikale Linie markiert den Beginn des Projektionszeitraums. Die Abbildung gibt keine Bandbreiten für die projizierten Werte an. Grund dafür ist, dass die Standardberechnung der Bandbreiten (auf Basis historischer Projektionsfehler) unter den gegebenen Umständen keine verlässlichen Hinweise auf die beispiellose Unsicherheit geben würde, mit der die aktuellen Projektionen behaftet sind.

4 Preise und Kosten

Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge lag die jährliche Teuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet im Februar 2021 bei 0,9 % und wies damit keine Veränderung gegenüber Januar 2021 auf. Verglichen mit dem Stand von -0,3 % im Dezember 2020 stellt dies jedoch eine deutliche Erhöhung dar. Den aktuellen Preisen für Öl-Terminkontrakte nach zu urteilen dürfte die Gesamtinflation in den nächsten Monaten steigen. Es ist jedoch im Jahresverlauf mit einer gewissen Volatilität zu rechnen, die von der Dynamik der gegenwärtig inflationstreibenden Faktoren abhängt. Anfang 2022 dürfte die Wirkung dieser Faktoren auf die jährlichen Inflationsraten allmählich nachlassen. Der zugrunde liegende Preisdruck wird sich im laufenden Jahr den Erwartungen zufolge aufgrund aktueller Angebotsengpässe und der Erholung der Binnennachfrage etwas erhöhen. Nicht zuletzt vor dem Hintergrund des niedrigen Lohndrucks und der jüngsten Aufwertung des Euro dürfte er insgesamt jedoch verhalten bleiben. Sobald der Einfluss der Corona-Pandemie (Covid-19) nachlässt, wird der Abbau der hohen Unterauslastung, unterstützt durch akkommodierende finanz- und geldpolitische Maßnahmen, mittelfristig zu einem allmählichen Inflationsanstieg beitragen. Umfragebasierte Messgrößen und marktbasierende Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen liegen nach wie vor auf niedrigem Niveau, wobei die marktbasierenden Indikatoren weiterhin schrittweise gestiegen sind. Diese Einschätzung deckt sich weitgehend mit dem Basisszenario der von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2021. Diesen Projektionen zufolge wird die jährliche Teuerung 2021 bei 1,5 %, 2022 bei 1,2 % und 2023 bei 1,4 % liegen. Gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2020 wurden die Inflationsaussichten für die Jahre 2021 und 2022 nach oben korrigiert, was hauptsächlich auf temporäre Faktoren und einen höheren Preisauftrieb bei Energie zurückzuführen ist. Für 2023 sind die Inflationsaussichten indes unverändert.

Die Teuerungsrate nach dem HVPI verzeichnete zu Beginn des laufenden Jahres einen kräftigen Anstieg gegenüber dem Stand von Ende 2020. Nachdem die HVPI-Inflation vier Monate in Folge bei -0,3 % gelegen hatte, erhöhte sie sich im Januar 2021 auf 0,9 % und blieb auch im Februar auf diesem Niveau. Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge verbarg sich hinter der stabilen Inflationsrate im Februar eine weniger negative Entwicklung der Energiepreise, die durch einen Rückgang des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel ausgeglichen wurde. Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel ging zwar von 1,4 % im Januar auf 1,1 % im Februar zurück, lag aber deutlich über dem in den letzten vier Monaten des Jahres 2020 verzeichneten Wert von 0,2 %.

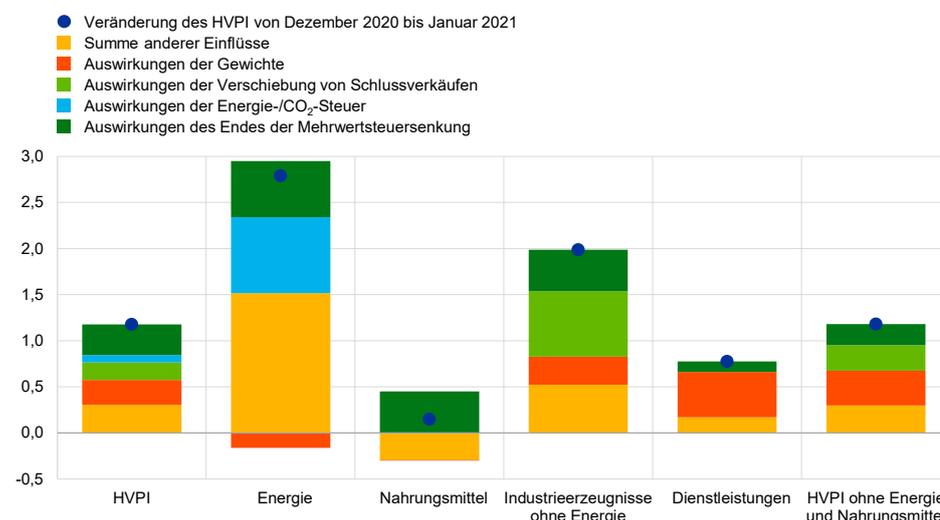
Der Anstieg der Gesamtinflation im Januar war auf mehrere Faktoren zurückzuführen, die meist vorübergehend und statistisch bedingt waren (siehe Abbildung 13). Eine wichtige Rolle spielten erstens die außergewöhnlich umfangreichen Anpassungen der HVPI-Gewichte für das Jahr 2021, die mit dem veränderten Konsumverhalten der privaten Haushalte während der Corona-Pandemie zusammenhingen. Dies galt vor allem für Dienstleistungen im Reiseverkehr und Freizeitdienstleistungen. Die Änderung der Ausgabengewichte

trug mit 0,3 Prozentpunkten zu der im Januar gemessenen HVPI-Inflation bei.⁶ Zweitens scheint sich das Ende der Mehrwertsteuersenkung in Deutschland in weitgehend vergleichbarer Größenordnung wie die im Juli 2020 durchgeführte Mehrwertsteuersenkung auszuwirken. Ihr Beitrag zum Anstieg der Teuerung nach dem HVPI betrug rund 0,3 Prozentpunkte. Drittens führten die in einigen Euro-Ländern vorgenommenen Änderungen hinsichtlich Zeitpunkt und Umfang der Saisonschlussverkäufe zu einem starken Preisauftrieb bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie. Selbst wenn man diesen Faktoren Rechnung trägt, ergibt sich dennoch aus der Summe anderer Einflüsse weiterhin ein gewisser Aufwärtsdruck auf die HVPI-Gesamtinflation und die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (siehe die gelben Balkenabschnitte in Abbildung 13).

Abbildung 13

Veränderung der Gesamtinflation von Dezember 2020 bis Januar 2021

(Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Verschiebung von Schlussverkäufen bezieht sich auf Italien und Frankreich. Bei der Energie-/CO₂-Steuer und dem Ende der Mehrwertsteuersenkung wird auf Deutschland Bezug genommen.

Der jüngste Anstieg der HVPI-Inflation war auch auf eine zunehmend weniger im negativen Bereich liegende Teuerung bei Energie zurückzuführen.

Nach -6,9 % im Dezember 2020 kletterte die Teuerungsrate bei Energie auf -4,1 % im Januar 2021 und weiter auf -1,7 % im Februar. Die weniger stark im negativen Bereich liegende Inflationsrate für Januar spiegelte den jüngsten Anstieg der in Euro gerechneten Ölpreise wider. Im Februar kam zudem ein Basiseffekt zum Tragen, der auf den Ölpreiserückgang zu Beginn der Pandemie im vergangenen Jahr zurückzuführen ist. Bei dem Ende der Mehrwertsteuersenkung und der Einführung der CO₂-Steuer in Deutschland sowie dem kältebedingten Anstieg der Strompreise, der vor allem in Spanien zu beobachten war, handelte es sich um weitere Faktoren,

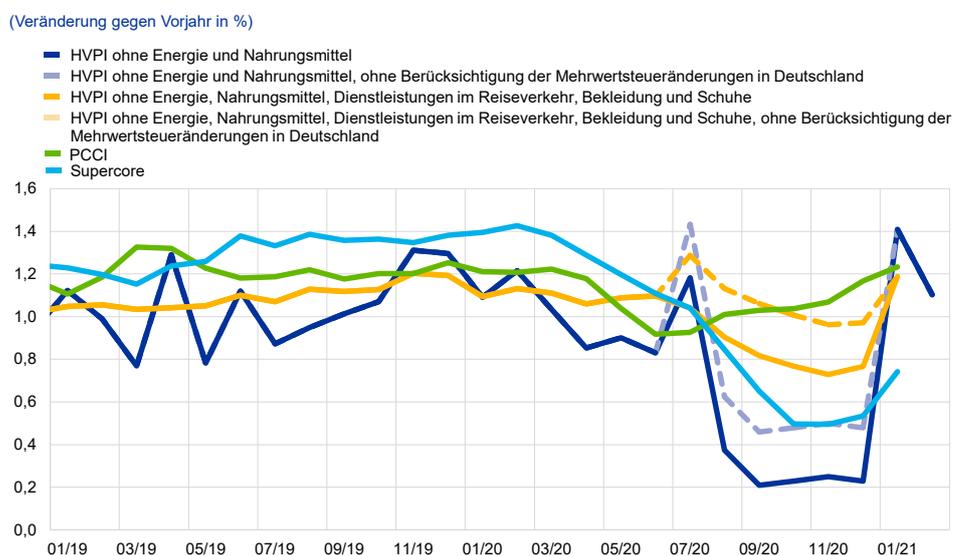
⁶ Dieser Einfluss, der sich Schätzungen zufolge im Februar auf 0,1 Prozentpunkte belief, wird sich im weiteren Jahresverlauf jedoch ändern. Siehe hierzu auch Kasten 6 im vorliegenden Wirtschaftsbericht. Die sich aus der Änderung der Gewichte ergebenden Auswirkungen lassen sich erst nach vollständiger Veröffentlichung verlässlich abschätzen.

die zu dem weniger stark ausgeprägten negativen Preisauftrieb bei Energie beitrugen.

Im Januar und Februar kam es vermehrt zu Preis-Imputationen, wodurch die Signale für den zugrunde liegenden Preisdruck mit einer etwas höheren Unsicherheit behaftet waren. Nachdem der Anteil imputierter Preise im Sommer 2020 wieder auf ein sehr niedriges Niveau gefallen war, nahm er gegen Ende des Jahres erneut zu, als die Maßnahmen zur Eindämmung von Covid-19 ein weiteres Mal verschärft wurden. Im Februar 2021 lag der Anteil imputierter Preise bei 14 % (HVPI) bzw. 19 % (HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel).

Während die auf Basis der Ausschlussmethode ermittelten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation gestiegen sind, waren die modellbasierten Messgrößen im Januar (d. h. dem Monat, für den die aktuellsten Daten vorliegen) weitgehend unverändert.⁷ Die HVPI-Inflation ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe erhöhte sich im Januar 2021 auf 1,2 % nach 0,8 % im Vormonat, während die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) mit 1,2 % keine Veränderung aufwies. Der Supercore-Indikator stieg leicht von 0,5 % im Dezember 2020 auf 0,7 % im Januar 2021 an (siehe Abbildung 14). Beeinflusst wurden die Messgrößen auch von den bereits genannten temporären Faktoren (z. B. dem Ende der Mehrwertsteuersenkung in Deutschland).

Abbildung 14
Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Für den HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel und diesen Index ohne Berücksichtigung der Mehrwertsteueränderungen in Deutschland beziehen sich die jüngsten Angaben auf die Schnellschätzung für Februar 2021. Bei den übrigen Messgrößen beziehen sich die jüngsten Angaben auf Januar 2021.

⁷ Eine Beschreibung der auf Basis der Ausschlussmethode ermittelten und der modellbasierten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation findet sich in: EZB, [Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2018, Juni 2018.

Der Preisdruck bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie blieb auf den nachgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette weitgehend stabil, während er sich auf den vorgelagerten Stufen erhöhte.

Bei den Konsumgütern ohne Nahrungsmittel lag die Steigerungsrate der inländischen Erzeugerpreise im Januar bei 0,6 % und damit weiterhin in der Nähe ihres langfristigen Durchschnittswerts. Die Änderungsrate der Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel blieb niedrig, wobei der monatliche Verlauf weitgehend die Entwicklung des nominalen effektiven Wechselkurses des Euro widerspiegelte. Auf den vorgelagerten Stufen der Vorleistungsgüterproduktion erhöhten sich im Januar sowohl die Steigerungsrate der Erzeuger- als auch jene der Importpreise weiter, was vermutlich auf ein weiteres Nachlassen des von den Öl- und sonstigen Rohstoffpreisen ausgehenden Abwärtsdrucks zurückzuführen ist.⁸

Die Lohnfindung wird nach wie vor durch die staatlichen Hilfsprogramme beeinflusst.

Dies zeigt sich beispielsweise an der Abweichung des Zuwachses beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer von jenem des Arbeitnehmerentgelts je Stunde. Dieser Abstand hat sich im Schlussquartal 2020 abermals ausgeweitet, da die neuerlichen Lockdown-Maßnahmen am Jahresende wieder eine verstärkte Inanspruchnahme von Kurzarbeitsregelungen und befristeten Freistellungen nach sich zogen. Die jährliche Zuwachsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer erhöhte sich im vierten Quartal 2020 leicht auf 0,7 % gegenüber 0,6 % im dritten Quartal, nachdem im zweiten Jahresviertel ein stark negativer Wert von -4,5 % verzeichnet worden war. Das jährliche Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Stunde hingegen stieg im vierten Quartal 2020 auf 5,1 % nach 3,4 % im dritten Vierteljahr (siehe Abbildung 15). Diese abweichenden Entwicklungen spiegeln den Einfluss der Kurzarbeitsregelungen und befristeten Freistellungen wider; die Arbeitskräfte behielten ihren Beschäftigtenstatus bei, bezogen aber nur einen Teil ihres üblichen Arbeitnehmerentgelts. Zugleich verringerte sich die Anzahl der tatsächlich geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten erheblich.⁹ Die Änderungsrate der Tarifverdienste, die von der Entwicklung der geleisteten Arbeitsstunden und der Erfassung der Maßnahmen zur Erhaltung von Arbeitsplätzen nicht direkt betroffen ist, nahm im Schlussquartal 2020 auf 1,9 % zu, verglichen mit 1,7 % im zweiten und 1,6 % im dritten Jahresviertel. Zuzuschreiben ist diese Aufwärtsbewegung dem Einfluss von Einmalzahlungen, die am Jahresende geleistet wurden. Doch auch wenn dieser Faktor außer Acht gelassen wird, blieb das Wachstum der Tarifverdienste mit 1,6 % im letzten Quartal 2020 verhältnismäßig robust, da die vor dem Ausbruch der Pandemie ausgehandelten Vereinbarungen nach wie vor in die Daten einfließen.

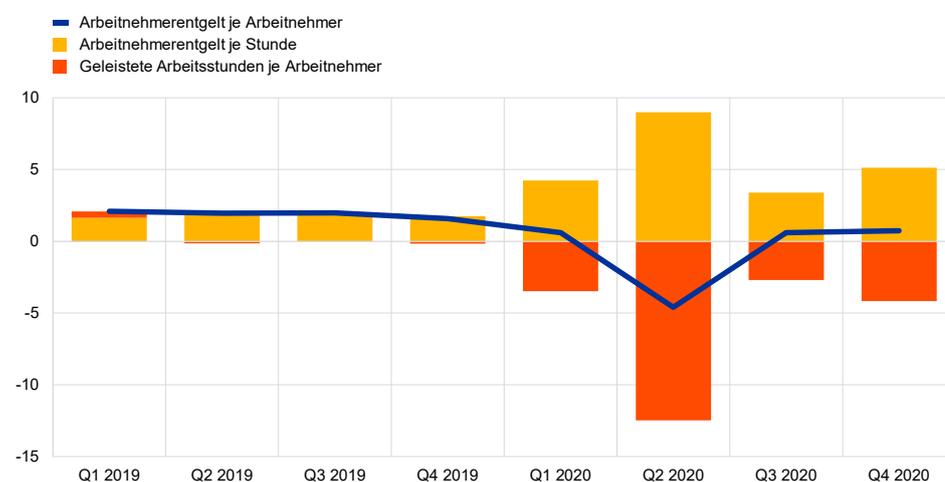
⁸ Die Änderungsrate der Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter stieg von -0,1 % im Dezember 2020 auf 0,9 % im Januar 2021 und jene der Einfuhrpreise unterdessen von -0,8 % auf 0,1 %.

⁹ Die Programme zur Arbeitsplatzsicherung dürften auch zur Widerstandsfähigkeit der Gewinnmargen beigetragen haben. Wenngleich die Gewinnmargen im vierten Quartal 2020 leicht rückläufig waren, haben sie sich angesichts der Tiefe der Rezession als robust erwiesen. Siehe hierzu auch Kasten 5 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Abbildung 15

Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer: Aufgliederung in Arbeitnehmerentgelt je Stunde und geleistete Arbeitsstunden

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

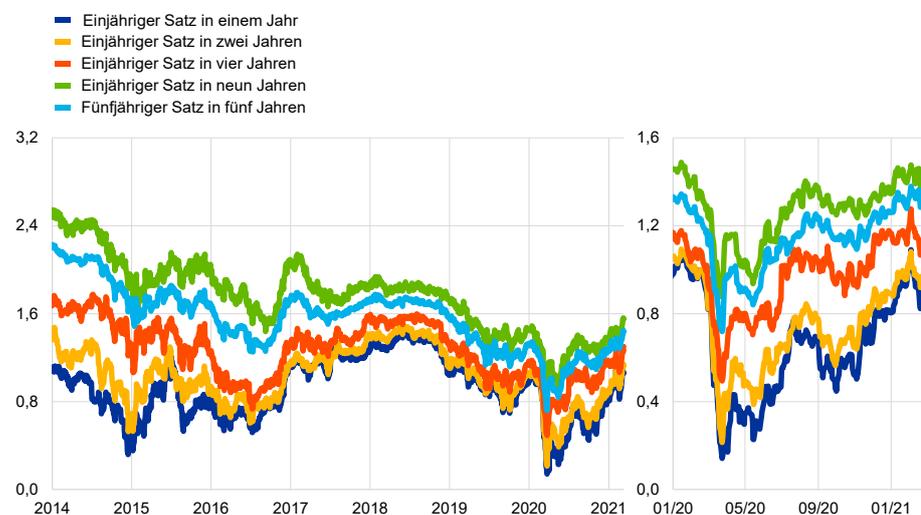
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2020.

Die marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen stiegen parallel zu den weltweiten Reflationstrends weiter (siehe Abbildung 16). Der im Berichtszeitraum beobachtete Anstieg der marktbasieren Indikatoren der Inflationserwartungen im Euroraum spiegelte im Wesentlichen drei globale Faktoren wider: eine verbesserte Risikostimmung im Zuge der anlaufenden Impfungen gegen Covid-19 und der rückläufigen Infektionsraten, die weiteren fiskalischen Stimulierungsmaßnahmen durch die US-Regierung unter Präsident Biden sowie eine deutliche Erholung der Rohstoffpreise. Zu Beginn des Berichtszeitraums nahmen die kurz- und mittelfristigen Messgrößen der marktbasieren Inflationserwartungen zu, gingen dann aber im Einklang mit der Entwicklung entsprechender internationaler Indikatoren Mitte Februar zum Teil wieder zurück. Die inflationsindexierten Swapsätze im Euroraum zogen gegen Monatsende jedoch wieder an. Anfang März lagen sowohl die kurz- als auch die langfristigen marktbasieren Erwartungsindikatoren oberhalb ihres Vorpandemieniveaus. Dennoch befinden sich die kurz- und längerfristigen inflationsindexierten Termin-Swapsätze derzeit noch immer auf einem sehr niedrigen Stand, was nicht darauf hindeutet, dass die Teuerung in absehbarer Zeit auf ein dem Inflationsziel der EZB entsprechendes Niveau zurückkehren wird. Bei den umfragebasierten Indikatoren der Inflationserwartungen gibt es gewisse Anzeichen dafür, dass sie sich in der Nähe ihrer historischen Tiefstände eingependelt haben. Laut dem von der EZB Anfang Januar 2021 durchgeführten Survey of Professional Forecasters (SPF) für das erste Quartal 2021 waren die längerfristigen Inflationserwartungen mit 1,7 % unverändert.

Abbildung 16

Marktbasierte Indikatoren der Inflationserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 10. März 2021.

Die Experten der EZB gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2021 davon aus, dass die Gesamtinflation in den kommenden Monaten eine gewisse Volatilität aufweisen, im Projektionszeitraum jedoch allmählich steigen wird. Den Basisprojektionen zufolge dürfte sich die durchschnittliche HVPI-Gesamtinflation 2021 auf 1,5 %, 2022 auf 1,2 % und 2023 auf 1,4 % belaufen (siehe Abbildung 17). Im Vergleich zu den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2020 wurden die Prognosen für die am HVPI gemessene Teuerung für 2021 und 2022 nach oben korrigiert und für 2023 unverändert belassen. Der nach oben revidierte Wert für 2021 spiegelt eine Aufwärtskorrektur der HVPI-Teuerungsrate für Energie sowie den Einfluss der temporären Faktoren wider, durch die sich der jüngste Inflationsanstieg erklären lässt. Mittelfristig dürfte die Inflationsrate Anfang 2022 auf 1,0 % zurückgehen, da die Wirkung der temporären Faktoren auf die Jahresänderungsraten wegfällt, bevor sich die Rate 2023 schrittweise auf 1,4 % erhöht. Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel wird den Erwartungen zufolge 2021 bei 1,0 % und 2022 bei 1,1 % liegen. Im Jahr 2023 dürfte sie dann auf 1,3 % steigen. Es ist davon auszugehen, dass sich das Konjunkturpaket in den Vereinigten Staaten nur mäßig auf die HVPI-Inflation im Euroraum auswirken und im Projektionszeitraum insgesamt einen Beitrag von rund 0,15 Prozentpunkten leisten wird.¹⁰

¹⁰ Siehe hierzu EZB, [Risiken für den Ausblick der Vereinigten Staaten und des Euroraums im Zusammenhang mit dem Rettungsplan für die US-Wirtschaft](#), Kasten 4, in: Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, März 2021.

Abbildung 17

Teuerung nach dem HVPI im Euroraum (einschließlich Projektionen)

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB, [Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), März 2021.

Anmerkung: Die vertikale Linie markiert den Beginn des Projektionszeitraums. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2020 (Ist-Daten) bzw. das vierte Quartal 2023 (Projektionen). Stichtag für die in den Projektionen enthaltenen Daten war der 16. Februar 2021.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

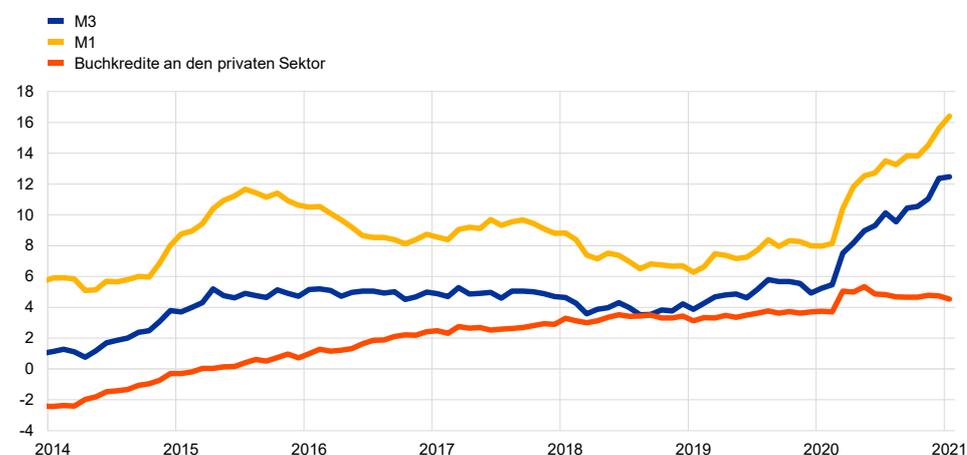
Die monetäre Dynamik im Euro-Währungsgebiet wurde weiterhin von der Corona-Pandemie (Covid-19) bestimmt. Vor dem Hintergrund einer anhaltenden Liquiditätsnachfrage der Unternehmen und privaten Haushalte stabilisierte sich das Geldmengenwachstum im Januar 2021 auf hohem Niveau. Wichtigste Geldschöpfungsquelle war nach wie vor die inländische Kreditvergabe, die vor allem durch die Anleihekäufe des Eurosystems angekurbelt wurde. Die raschen und umfangreichen Maßnahmen der Geld- und Finanzpolitik sowie der Aufsichtsbehörden unterstützten weiterhin die Kreditgewährung an die Wirtschaft im Euroraum zu günstigen Konditionen. Das Außenfinanzierungsvolumen der Unternehmen verringerte sich im Schlussquartal 2020 insgesamt weiter. Die Gesamtkosten ihrer Außenfinanzierung haben sich seit Oktober 2020 tendenziell verringert, da die Kosten für die marktbasierende Fremdfinanzierung und für die Eigenkapitalfinanzierung gesunken und die Kreditzinsen der Banken stabil geblieben sind.

Im Januar stabilisierte sich das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 auf hohem Niveau. Die monetäre Dynamik steht weiterhin im Zeichen der Corona-Pandemie, die eine außergewöhnlich starke Liquiditätspräferenz ausgelöst hat. Die Jahreswachstumsrate von M3 belief sich im Januar 2021 auf 12,5 % nach 12,4 % im Dezember 2020 (siehe Abbildung 18). Der jährliche Zuwachs des liquidesten Geldmengenaggregats M1, das die täglich fälligen Einlagen und den Bargeldumlauf umfasst, beschleunigte sich im Januar weiter auf 16,4 % (nach 15,6 % im Vormonat) und trieb damit das M3-Wachstum stark an. In diesen Entwicklungen kommt zum Ausdruck, dass die Unternehmen und privaten Haushalte vor dem Hintergrund der nach wie vor erhöhten Unsicherheit ihre liquiden Mittel aufgestockt haben. Daneben spielt aber auch eine gewisse unfreiwillige Ersparnisbildung der privaten Haushalte aufgrund der eingeschränkten Konsummöglichkeiten eine Rolle. Zusätzlich angekurbelt wurde das Geldmengenwachstum durch die umfangreichen Stützungsmaßnahmen, die von der EZB, den Aufsichtsbehörden und den nationalen Regierungen ergriffen wurden, um die Wirtschaft für die Bewältigung der Folgen der Covid-19-Pandemie mit ausreichend Liquidität zu versorgen.

Abbildung 18

M3, M1 und Buchkredite an den privaten Sektor

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Buchkredite sind um Verkäufe, Verbriefungen und fiktives Cash-Pooling bereinigt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2021.

Das M3-Wachstum wurde weiterhin hauptsächlich von den täglich fälligen Einlagen bestimmt.

Deren jährliche Wachstumsrate stieg von 16,3 % im Dezember 2020 auf 17,1 % im Januar 2021. Die Präferenz des geldhaltenden Sektors für täglich fällige Einlagen war nach wie vor durch Vorsichtsmotive sowie durch das sehr niedrige Zinsniveau bedingt, welches die Opportunitätskosten für das Halten solcher Instrumente verringert. Der Zuwachs war vor allem den Einlagenbeständen der Unternehmen und privaten Haushalte zuzuschreiben. Die Unternehmenseinlagen entwickelten sich allerdings von Land zu Land uneinheitlich, was dem unterschiedlichen Liquiditätsbedarf der Unternehmen und der Heterogenität der staatlichen Stützungsmaßnahmen geschuldet war. Die Jahreswachstumsrate des Bargeldumlaufs erhöhte sich von 11,3 % im Dezember auf 12,3 % im Januar. Die sonstigen kurzfristigen Einlagen und die marktfähigen Finanzinstrumente leisteten dagegen erneut nur einen moderaten Beitrag zum jährlichen M3-Wachstum. Grund hierfür waren das niedrige Zinsniveau und die Suche der Investoren nach Rendite.

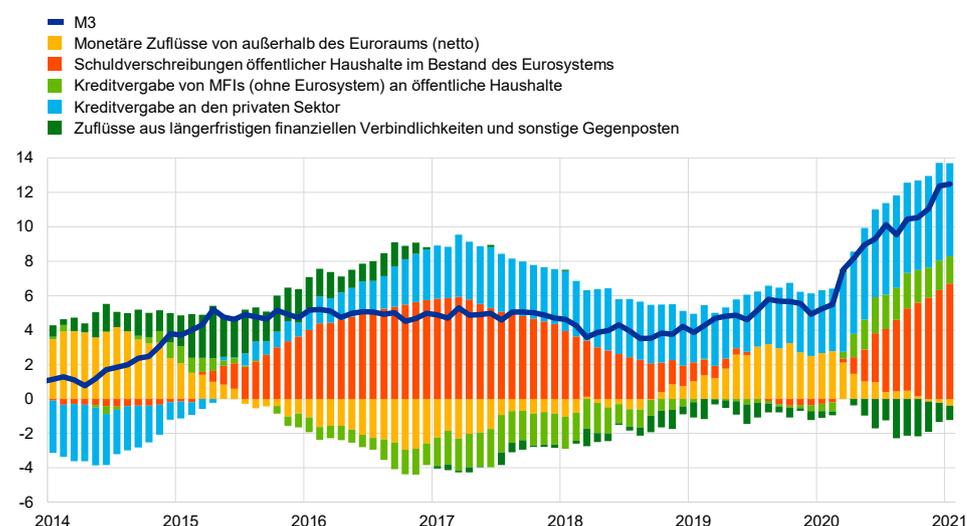
Die wichtigste Geldschöpfungsquelle war weiterhin die inländische Kreditvergabe, die vor allem durch die Wertpapierankäufe des Eurosystems angekurbelt wurde.

Seit Oktober 2020 leistet der Nettoerwerb von Schuldverschreibungen öffentlicher Haushalte durch das Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) den größten Beitrag zum M3-Wachstum (siehe die roten Balkenabschnitte in Abbildung 19). An zweiter Stelle standen die Kredite an den privaten Sektor. Diese trugen zuletzt zwar etwas weniger, aber dennoch weiterhin erheblich zur M3-Dynamik bei (siehe die blauen Balkenabschnitte in Abbildung 19). Die Kreditvergabe des Bankensektors (ohne Eurosystem) an öffentliche Haushalte hat sich indes in den vergangenen Monaten abgeschwächt (siehe die hellgrünen Balkenabschnitte in Abbildung 19). Die monetären Nettozuflüsse von außerhalb des Euroraums waren 2020 weitgehend ausgeglichen

(siehe die gelben Balkenabschnitte in Abbildung 19). Demgegenüber hatten die längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten und sonstigen Gegenposten einen dämpfenden Effekt auf das Geldmengenwachstum (siehe die dunkelgrünen Balkenabschnitte in Abbildung 19). Ursächlich hierfür war in erster Linie die Entwicklung der sonstigen Gegenposten (insbesondere der Repogeschäfte). Unterdessen ersetzten die Banken angesichts der günstigen Bedingungen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) weiterhin bestehende Finanzierungen durch GLRG-Mittel, sodass es unter dem Strich zu Nettotilgungen von langfristigen Bankanleihen kam.

Abbildung 19 M3 und Gegenposten

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



Quelle: EZB.

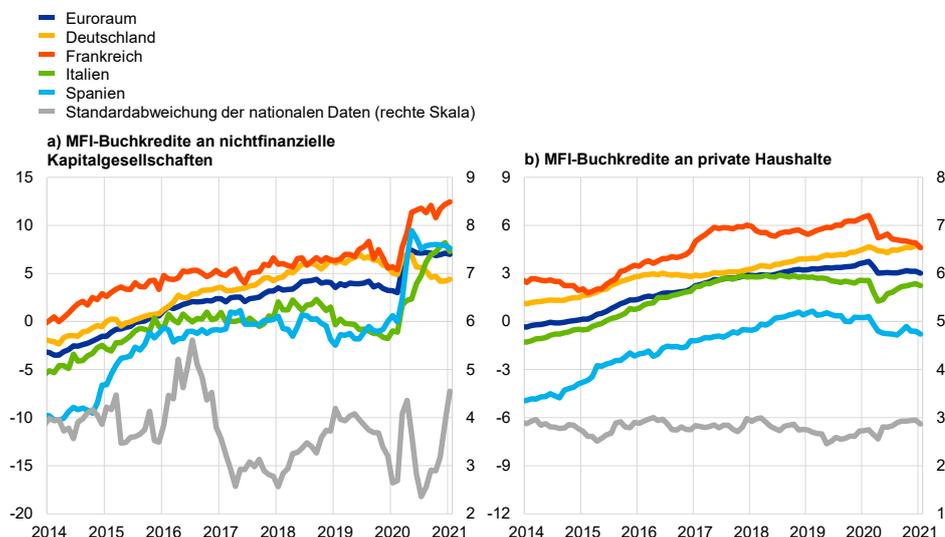
Anmerkung: Die Kreditvergabe an den privaten Sektor umfasst sowohl die MFI-Buchkredite an den privaten Sektor als auch die MFI-Bestände an Schuldverschreibungen des privaten Sektors (ohne MFIs) im Euroraum. Somit schlägt sich darin auch der Erwerb von Schuldverschreibungen von Nicht-MFIs durch das Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) und des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) nieder. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2021.

Das Wachstum der Kredite an den privaten Sektor schwächte sich ab. Die Jahreswachstumsrate der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor sank von 4,7 % im Dezember auf 4,5 % im Januar, war damit aber weiterhin deutlich höher als vor Ausbruch der Pandemie (siehe Abbildung 18). Dabei verlangsamte sich der jährliche Zuwachs der Unternehmenskredite von 7,1 % im Dezember auf 7,0 % im Januar und das Jahreswachstum der Wohnungsbaukredite von 3,1 % und 3,0 % (siehe Abbildung 20). Die kürzerfristige Dynamik der Unternehmenskredite schwächte sich weiter ab. Im Januar fiel der monatliche Kreditstrom sogar leicht negativ aus. Grund hierfür waren die zuvor aufgebauten Liquiditätspolster, ein geringer Finanzierungsbedarf für Investitionen sowie erste Hinweise auf eine Verknappung des Kreditangebots. Zugleich verlagerte sich die Kreditnachfrage der Unternehmen weiter von kürzerfristigen hin zu längerfristigen Darlehen.

Abbildung 20

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 Standardabweichung wird anhand einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2021.

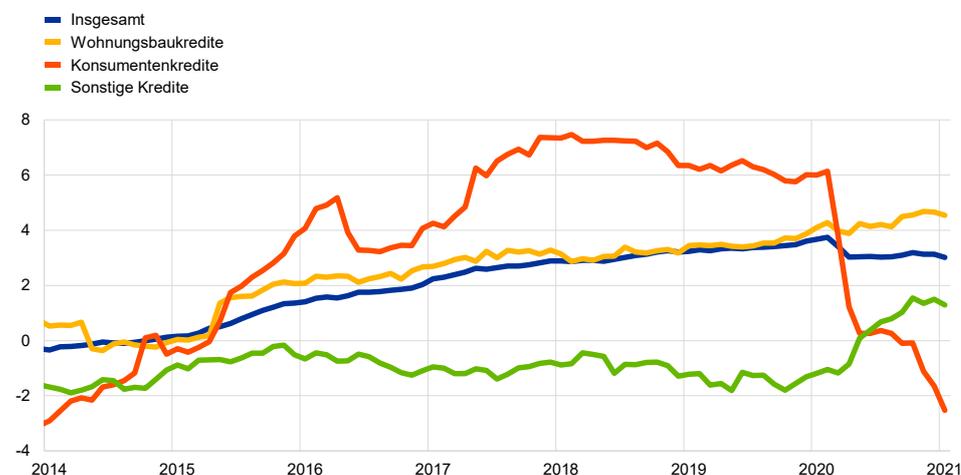
Die Gesamtkreditvergabe an private Haushalte büßte im Berichtszeitraum ebenfalls an Dynamik ein.

Die Jahreswachstumsrate der Wohnungsbaukredite an private Haushalte belief sich im Januar auf 4,5 % und ist damit seit September 2020 weitgehend unverändert geblieben. Bei den Konsumentenkrediten setzte sich indes der starke Rückgang fort, der mit dem Ausbruch der Pandemie eingesetzt hatte (siehe Abbildung 21): Ihre Jahresänderungsrate verringerte sich von -1,7 % im Dezember auf -2,5 % im Januar. Dieser Einbruch ist der Verschärfung der Lockdown-Maßnahmen seit November 2020 geschuldet. Die Jahreswachstumsrate der sonstigen Kredite an private Haushalte lag im Januar bei 1,3 % nach 1,5 % im Vormonat. Damit entwickelt sich diese Kreditkategorie weiterhin verhalten, wengleich sich seit Mai 2020 eine leichte Verbesserung abzeichnet, die vor allem den Ausleihungen an kleine Unternehmen (Einzelunternehmen und Personengesellschaften ohne Rechtspersönlichkeit) geschuldet ist. Kleine Unternehmen waren besonders stark vom Konjunkturunbruch betroffen, profitierten aber auch von den staatlichen Stützungsmaßnahmen zur Deckung ihres Finanzbedarfs.

Abbildung 21

MFI-Kredite an private Haushalte nach Verwendungszweck

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Zeitreihe der gesamten Kreditvergabe an private Haushalte ist um Verkäufe und Verbriefungen bereinigt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2021.

Im Euro-Währungsgebiet hat sich die Bruttoverschuldung der privaten Haushalte – ermittelt als Quotient aus Gesamtverschuldung und verfügbarem Einkommen – in den vergangenen Quartalen weiter erhöht und liegt inzwischen deutlich über dem Niveau vor der Pandemie. Darin spiegeln sich die wirtschaftlichen Folgen der Pandemie wider, die das verfügbare Einkommen

tendenziell verringert hat, wobei jedoch Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern bestehen. Unterdessen stieg die Sparquote der privaten Haushalte spürbar an. Ursächlich hierfür war ein Zusammenspiel aus unfreiwilliger Ersparnisbildung (aufgrund des Konsumrückgangs im Zusammenhang mit den Lockdown-Maßnahmen) und Vorsichtssparen (infolge des Einbruchs beim Verbrauchervertrauen und der erhöhten Unsicherheit).

Die Banken profitieren zwar nach wie vor von günstigen

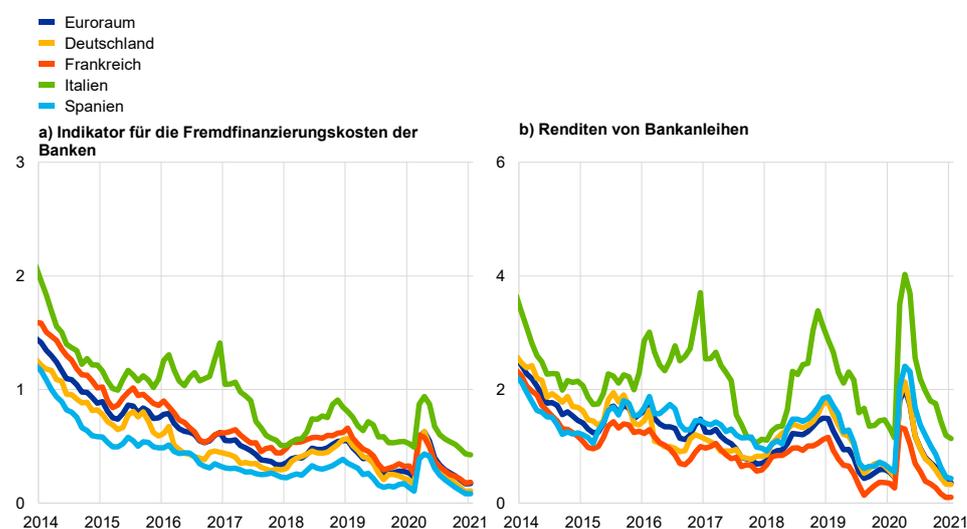
Refinanzierungsbedingungen, aber das gestiegene Kreditrisiko belastet ihre Bilanzen und ihre Rentabilität. Der Indikator für die Fremdfinanzierungskosten der

Banken im Euroraum blieb auch dank der geldpolitischen Impulse unter dem vor der Pandemie verzeichneten Niveau (siehe Abbildung 22). Durch das APP und das PEPP sind die Renditen unter Druck geraten, und die Banken gingen zum Teil dazu über, am Markt aufgenommene Mittel durch die zu sehr günstigen Konditionen verfügbaren GLRGs zu ersetzen. Beide Faktoren wirkten sich zudem förderlich auf die Marktbedingungen für Bankanleihen aus. Darüber hinaus werden die Preise für gedeckte Bankanleihen durch das dritte Programm der EZB zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3) direkt gestützt. Die Einlagenzinsen blieben im Januar 2021 auf historischen Tiefständen. Da sich die Banken im Eurogebiet vorwiegend über Einlagen refinanzieren, trug dies angesichts der effektiven Weitergabe der Negativzinsen zur Wahrung günstiger Fremdfinanzierungsbedingungen bei. Seit Beginn der Coronakrise erheben die Banken im Euroraum in der Tat zunehmend Negativzinsen auf Einlagen

nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften. Für einen Großteil der Einlagen, insbesondere im Privatkundenbereich, liegen die Zinsen jedoch tendenziell weiterhin bei oder über null, weshalb die Nettozinssmargen der Banken gering sind. Die Aussicht auf Forderungsausfälle aufgrund der Bonitätsverschlechterung von Kreditnehmern sowie die schwache Ertragslage der Banken dürften die Intermediations- und Verlustabsorptionsfähigkeit der Institute belasten. Aus der [Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet](#) vom Januar 2021 geht hervor, dass die Banken ihre Kreditrichtlinien im vierten Quartal 2020 abermals verschärfen. Darin spiegelt sich eine erhöhte Risikoeinschätzung aufgrund der Pandemie wider.

Abbildung 22
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). Bei den Bankanleiherenditen handelt es sich um die monatlichen Durchschnittsrenditen von vorrangigen Anleihen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2021.

Die Kreditzinsen der Banken verharrten in der Nähe ihrer historischen

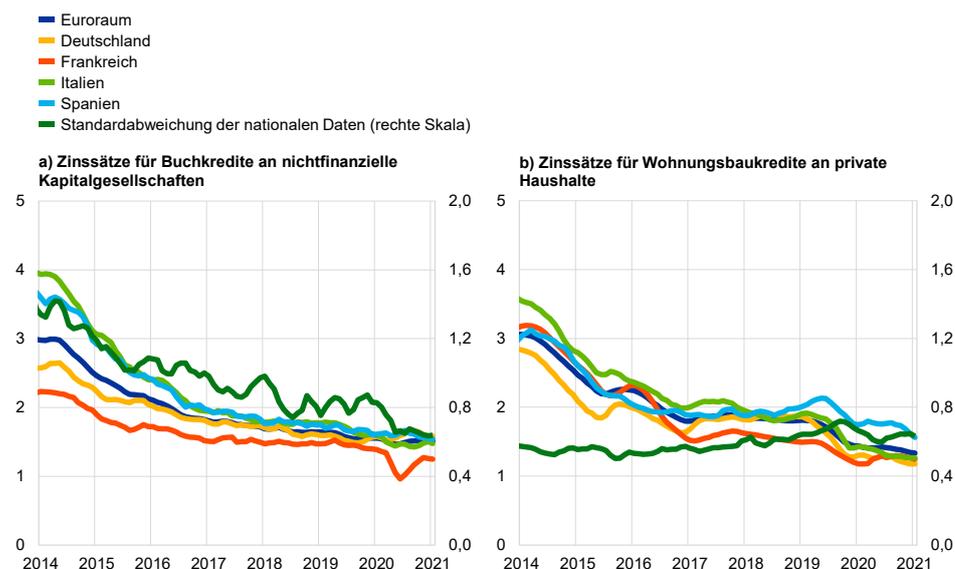
Tiefstände. Im Dezember 2020 beliefen sich die gewichteten Bankzinsen für Unternehmenskredite auf 1,51 %; zugleich sanken die entsprechenden Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte auf ein neues Rekordtief von 1,33 % (siehe Abbildung 23). Diese Entwicklung war in fast allen Euro-Ländern zu beobachten. Allerdings weitete sich der Abstand zwischen den Bankkreditzinsen für sehr kleine Kredite und jenen für große Kredite aus, wenngleich er nach wie vor geringer war als vor der Pandemie. Es bestehen Bedenken, dass es durch die schwerwiegenden und lang anhaltenden wirtschaftlichen Folgen der Pandemie für die Einnahmen der Unternehmen, die Beschäftigungsaussichten der privaten Haushalte und die allgemeine Bonität der Kreditnehmer zu einem Aufwärtsdruck auf die Kreditzinsen der Banken kommen könnte. Die bislang geringe Reaktion der Kreditzinsen auf die Pandemie ist auf zwei Faktoren zurückzuführen. Erstens haben die Maßnahmen der EZB, der Bankenaufsicht und der Regierungen den prozyklischen Effekt des Pandemieschocks auf das Kreditangebot abgefedert. In diesem Zusammenhang wird von den GLRGs auch weiterhin Abwärtsdruck auf die

Kreditzinsen ausgehen. Zweitens weisen die Kreditzinsen auf kurze Sicht tendenziell eine langsamere Reagibilität auf, da die Banken Schwankungen ihrer Kostenfaktoren vorübergehend absorbieren, um ihre Kundenbeziehungen möglichst aufrechtzuerhalten.

Abbildung 23

Gewichtete Kreditzinsen der Banken in ausgewählten Ländern des Euroraums

(in % p. a.; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



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 Januar 2021.

Das Außenfinanzierungsvolumen der Unternehmen verringerte sich im Schlussquartal 2020 insgesamt weiter.

Während die Jahreswachstumsrate der Außenfinanzierung in den vergangenen Monaten erneut leicht zulegte und sich im Dezember 2020 auf 4,5 % belief, schwächte sich die kürzerfristige Dynamik nach dem im Sommer 2020 verzeichneten Höchststand abermals ab (siehe Abbildung 24, Grafik a). Ausschlaggebend hierfür waren ein geringerer Zuwachs der Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und eine verminderte Nettoemission von Schuldverschreibungen durch Unternehmen. Unterdessen war der Nettoabsatz börsennotierter und nicht börsennotierter Aktien weitgehend stabil. Die Wachstumsverlangsamung der Außenfinanzierung hatte im Wesentlichen zwei Ursachen: Zum einen hatten die Unternehmen im Verlauf der ersten Pandemiewelle beträchtliche Liquiditätspuffer aufgebaut, wodurch sich ihr Bedarf an zusätzlichen Notfallhilfen verringerte. Zum anderen schmälerte sich der unmittelbare Finanzierungsbedarf der Firmen, da geplante Sachinvestitionen angesichts der sich verschlechternden Aussichten für das kurzfristige Wachstum aufgeschoben wurden. Gestützt wurden die Außenfinanzierungsströme indes weiterhin durch die günstigen Finanzierungsbedingungen. So beliefen sich die nominalen Gesamtkosten der Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (bestehend aus Bankkrediten, Anleiheemissionen am Markt und Eigenkapitalfinanzierung) Ende Januar 2021 auf 4,4 % (siehe Abbildung 24, Grafik b). Sie lagen damit rund

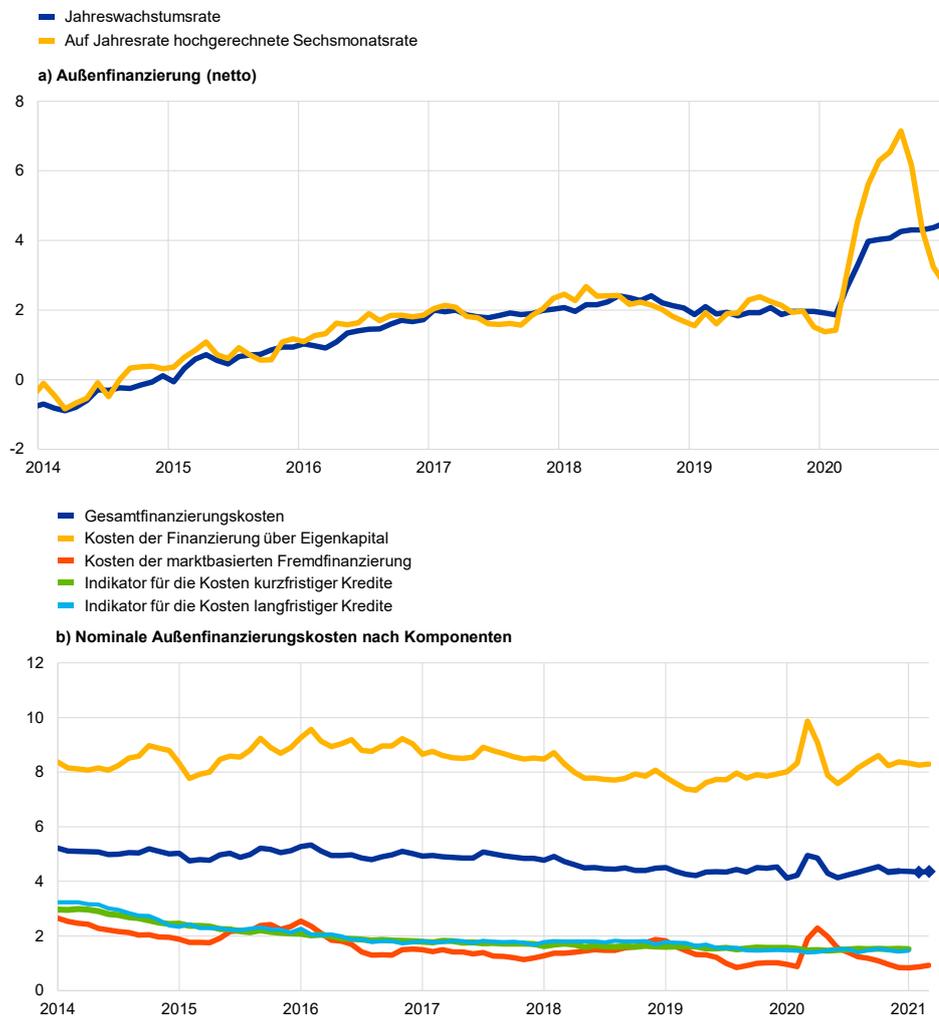
60 Basispunkte unter dem lokalen Höchststand vom März 2020 und 20 Basispunkte über dem historischen Tiefstand vom Juni 2020. Seit Ende Oktober 2020 haben sich die Gesamtfinanzierungskosten um rund 20 Basispunkte verringert.

Ausschlaggebend hierfür waren vor allem die geringeren Kosten für die marktbasierende Fremdfinanzierung und die Eigenkapitalfinanzierung. Auch die Kosten für langfristige Bankkredite sind um mehrere Basispunkte gesunken. In der Zeit von Ende Januar bis zum Ende des Referenzzeitraums am 10. März 2021 blieben die Gesamtfinanzierungskosten Schätzungen zufolge stabil. Dabei wurde eine geringfügige Zunahme der Kosten für die marktbasierende Fremdfinanzierung, die auf einen höheren risikofreien Zinssatz und nur leicht rückläufige Spreads von Unternehmensanleihen zurückzuführen war, durch einen Rückgang der Kosten für die Eigenkapitalfinanzierung kompensiert.

Abbildung 24

Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum

(Grafik a: Veränderung in %; Grafik b: in % p. a.)



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 und der Nettoemission börsennotierter Aktien. Die MFI-Buchkredite sind um Verkäufe, Verbriefungen und Cash-Pooling bereinigt. 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 dunkelblauen Rauten markieren die Nowcasts der Gesamtfinanzierungskosten für Februar und März 2021, die auf der Annahme beruhen, dass die Bankkreditzinsen unverändert auf ihrem Niveau von Januar 2021 verbleiben. In Grafik a beziehen sich die jüngsten Angaben auf Dezember 2020. In Grafik b beziehen sich die jüngsten Angaben auf den 10. März 2021 (Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung; Monatsdurchschnitt der täglichen Daten), den 5. März 2021 (Kosten der Finanzierung über Eigenkapital; wöchentliche Daten) bzw. Januar 2021 (Kreditkosten; monatliche Daten).

Infolge des sehr starken Konjunkturerinbruchs während der Corona-Pandemie (Covid-19) und der umfassenden finanzpolitischen Reaktion hat sich das gesamtstaatliche Haushaltsdefizit im Euro-Währungsgebiet im Jahr 2020 schätzungsweise auf 7,2 % des BIP erhöht, verglichen mit 0,6 % im Jahr 2019. Den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2021 zufolge wird die Defizitquote im laufenden Jahr auf 6,1 % und bis zum Ende des Projektionszeitraums im Jahr 2023 auf 2,4 % zurückgehen. Zwar würde diese Entwicklung den öffentlichen Schuldenstand im Euroraum 2023 auf 95 % des BIP ansteigen lassen, womit er rund 11 Prozentpunkte über seinem Vorkrisenniveau läge. Allerdings dürfte der öffentliche Finanzierungssaldo nicht ganz so stark betroffen sein, wie es zu Beginn der Pandemie allgemein erwartet wurde. Gleichwohl ist es nach wie vor äußerst wichtig, einen ambitionierten und koordinierten fiskalischen Kurs beizubehalten. Hierzu sollte die Unterstützung durch die nationale Finanzpolitik fortgeführt werden, da die Nachfrage von Unternehmen und privaten Haushalten vor dem Hintergrund der anhaltenden Pandemie und der damit verbundenen Eindämmungsmaßnahmen schwach ist. Der Aufbauplan „Next Generation EU“ (NGEU) wird dabei eine wichtige Ergänzung darstellen, indem er zu einer rascheren, stärkeren und einheitlicheren Erholung beiträgt. Des Weiteren wird NGEU die Widerstandskraft und das Wachstumspotenzial in den Volkswirtschaften der EU erhöhen. Dies gilt umso mehr, wenn die Mittel für produktive Staatsausgaben eingesetzt und gleichzeitig produktivitätssteigernde Strukturmaßnahmen ergriffen werden.

In den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2021 wird damit gerechnet, dass sich der öffentliche Finanzierungssaldo im Jahr 2020 stark verschlechtert hat, in den Folgejahren aber allmählich verbessern wird.¹¹ So dürfte sich die

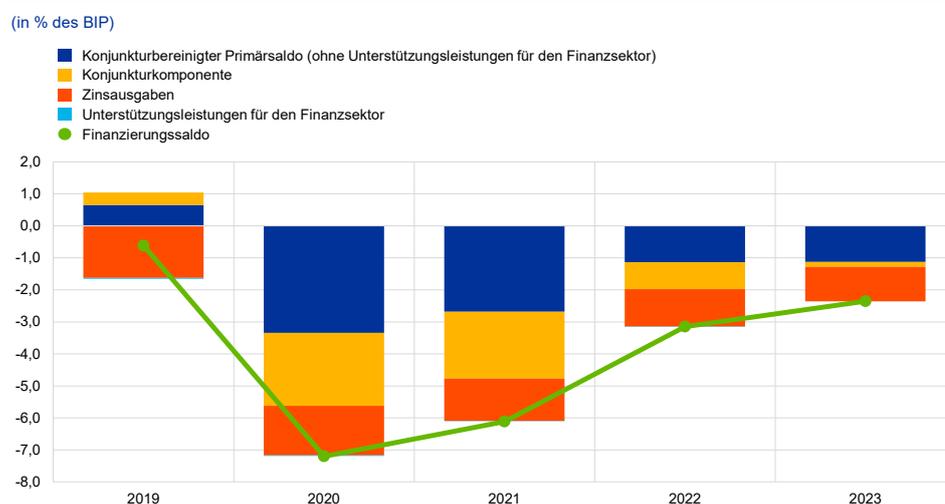
gesamtstaatliche Defizitquote von 0,6 % im Jahr 2019 auf 7,2 % im Jahr 2020 erhöht haben; 2021 sollte sie auf 6,1 % und in den Jahren 2022 und 2023 weiter auf 3,1 % bzw. 2,4 % sinken (siehe Abbildung 25). Die Ausweitung des Haushaltsdefizits 2020 ergibt sich größtenteils aus einer Verschlechterung des konjunkturbereinigten Primärsaldos infolge der wirtschaftlichen Stützungsmaßnahmen im Umfang von rund 4 ¼ % des BIP. Hierbei handelte es sich überwiegend um Mehrausgaben für Transferleistungen und Subventionen an Unternehmen und private Haushalte, die auch Kurzarbeitsregelungen und befristete Freistellungen umfassten. Vor dem Hintergrund des drastischen Rückgangs der Wirtschaftsleistung im Euroraum ist der höhere Haushaltsfehlbetrag auch der stark negativen Konjunkturkomponente zuzuschreiben.¹² Die anschließende Verbesserung des Finanzierungssaldos ergibt sich laut Projektionen zunächst aus einer Erholung des konjunkturbereinigten Primärsaldos, da ein Teil der Notmaßnahmen die Haushalte nicht so stark belasten wird wie 2020. Zudem werden Aufbaumaßnahmen durch NGEU-Zuschüsse

¹¹ Siehe EZB, [Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), März 2021.

¹² Hierbei ist zu beachten, dass die Aufschlüsselung der Haushaltsentwicklungen nach Zyklus und Trend zum aktuellen Zeitpunkt mit einer ungewöhnlich hohen Unsicherheit behaftet ist.

finanziert.¹³ Im laufenden Jahr haben die Regierungen ihre Notmaßnahmen angesichts der neuerlichen Lockdown-Bestimmungen verlängert bzw. ausgeweitet, oder sie haben neue Unterstützungen beschlossen. Insgesamt haben diese Maßnahmen einen geschätzten Umfang von 3 ¼ % des BIP. Niedrigere Zinsausgaben sowie eine Verbesserung der Konjunkturkomponente tragen ebenfalls zu dem für 2021 projizierten Anstieg des Haushaltssaldos bei. Allerdings dürfte die konjunkturelle Komponente erst ab 2022 eine deutliche Verbesserung aufweisen und zudem im gesamten Projektionszeitraum negativ bleiben. Da die meisten pandemiebedingten Zusatzmaßnahmen, die für 2021 verabschiedet wurden, befristet sind und wieder zurückgenommen werden dürften, tragen sie 2022 zu der Verbesserung des konjunkturbereinigten Primärsaldos bei.

Abbildung 25
Öffentlicher Finanzierungssaldo und seine Zusammensetzung



Quellen: EZB sowie EZB, Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, März 2021.
Anmerkung: Angaben zum Sektor Staat auf der Ebene des Euroraums.

Gleichwohl sind diese Projektionen zu den öffentlichen Finanzen mit einer besonders hohen Unsicherheit behaftet. Dies gilt nicht nur für Umfang, Zeitpunkt und Zusammensetzung der NGEU-Ausgaben, sondern generell auch mit Blick auf die Tatsache, dass die wirtschaftspolitischen Maßnahmen entsprechend dem Verlauf der Pandemie angepasst werden.

Der fiskalische Kurs im Euroraum war 2020 sehr expansiv. Im laufenden Jahr dürfte er – bereinigt um die erwartete Einnahmesteigerung in den Empfängerländern von NGEU-Zuschüssen – weitgehend neutral ausfallen. Den Schätzungen zufolge war der Fiskalkurs im Jahr 2020 mit 4,2 % des BIP sehr expansiv. Bereinigt um die NGEU-Zuschüsse auf der Einnahmenseite dürfte er 2021

¹³ Die finanzpolitischen Aufbaumaßnahmen in einem Umfang von rund 0,5 % des BIP 2021 (welcher im Projektionszeitraum weitgehend beibehalten wird) werden durch die NGEU-Zuschüsse finanziert. Diese verbessern die Einnahmenseite des Staatshaushalts der EU-Empfängerländer. Die Haushaltswirkung wird in den Auszahlungsjahren der Zuschüsse insgesamt neutral sein, da entsprechende Ausgaben entgegenstehen. Diese Zuschüsse werden die fiskalpolitische Stimulierung des Jahres 2020 nochmals steigern.

noch weitgehend neutral sein.¹⁴ Die nach den sehr umfangreichen Stützungsmaßnahmen erwartete Straffung des fiskalischen Kurses wird somit erst im Jahr 2022 eintreten (um 1,5 Prozentpunkte des BIP). Unter der Annahme einer unveränderten Finanzpolitik und ausgehend von den Maßnahmen, die den Projektionen zugrunde liegen, dürfte die fiskalische Ausrichtung 2023 neutral sein. Dessen ungeachtet bleibt das Ausmaß der fiskalpolitischen Unterstützung der wirtschaftlichen Erholung während des gesamten Projektionszeitraums hoch. Dies ist anhand des deutlich negativen Primärsaldos ersichtlich, der sich bis 2023 nur schrittweise auf -1,3 % des BIP verbessern 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 Liquiditätsposition der Unternehmen zu stärken. Diese Garantien und Ermächtigungen hatten 2020 einen Gesamtumfang von rund 17 % des euroraumweiten BIP und dürften auch noch im laufenden Jahr für die Bereitstellung von Liquiditätshilfen sorgen. Dabei unterscheiden sich die Höhe der Ermächtigungen sowie der Mittelabruf deutlich von Land zu Land. Kreditgarantien stellen Eventualverbindlichkeiten der Staaten dar, die bei Inanspruchnahme zu öffentlichen Mehrausgaben und somit zu einem Anstieg der Staatsverschuldung führen.

Der öffentliche Finanzierungssaldo dürfte 2020 besser als zuvor erwartet ausgefallen sein; die Projektion für 2021 wurde hingegen nicht geändert. Gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2020 wurde der Haushaltssaldo 2020 um 0,8 Prozentpunkte des BIP nach oben revidiert. Ausschlaggebend hierfür ist, dass der Umfang diskretionärer Krisenmaßnahmen etwas geringer ist als ursprünglich erwartet und dass andere Ausgaben sowie nichtdiskretionäre Faktoren revidiert wurden (was sich in einem weniger negativen konjunkturbereinigten Saldo zeigt); zudem ist der Einfluss der Konjunktur nun etwas weniger negativ. Der für 2021 projizierte Finanzierungssaldo ist unverändert geblieben. Ein etwas günstigerer Konjunktoreffekt gleicht die Haushaltsmehrbelastungen aus, die von den pandemiebedingt höheren Staatsausgaben herrühren (was anhand der Abwärtskorrektur des konjunkturbereinigten Primärsaldos erkennbar ist). Für die Jahre 2022 und 2023 wurde der Haushaltssaldo deutlich nach oben revidiert. Dies ist auf die Erwartung eines günstigeren Beitrags der konjunkturellen Komponente wie auch des konjunkturbereinigten Primärsaldos zurückzuführen.

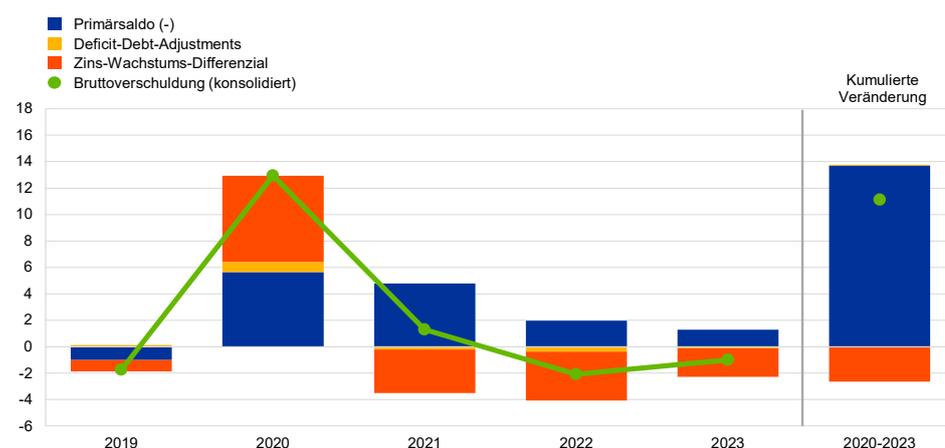
Die gesamtstaatliche Schuldenquote im Eurogebiet stieg 2020 stark an. Den Projektionen zufolge wird sie im laufenden Jahr mit rund 98 % einen Höchststand erreichen und anschließend bis zum Jahr 2023 schrittweise auf rund 95 % zurückgehen. Der Anstieg der Schuldenquote um 12,9 bzw.

¹⁴ Der fiskalische Kurs spiegelt Richtung und Ausmaß des Impulses der diskretionären Fiskalpolitik 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. Zudem ist eine Bereinigung um die Einnahmen aus NGEU-Transfers erforderlich (siehe auch vorherige Fußnote). Zum Konzept des Fiskalkurses im Euroraum siehe EZB, [Der fiskalische Kurs im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2016, Juni 2016.

1,3 Prozentpunkte in den Jahren 2020 bzw. 2021 spiegelt in erster Linie hohe Primärdefizite und im Jahr 2020 deutlich negative Zins-Wachstums-Differenziale wider. 2020 kamen außerdem erhebliche Deficit-Debt-Adjustments zum Tragen, die von pandemiebedingten Maßnahmen wie z. B. Liquiditätshilfen für Unternehmen und private Haushalte ausgingen. Die Primärdefizite dürften 2022 und 2023 zwar sinken, aber immer noch beträchtlich sein. Laut Projektionen werden sie durch den Effekt sich konjunkturbedingt verbessernder Zins-Wachstums-Differenziale mehr als ausgeglichen (siehe Abbildung 26). Im Ergebnis dürfte die öffentliche Schuldenquote am Ende des Projektionszeitraums im Jahr 2023 rund 11 Prozentpunkte über ihrem Vorkrisenstand von 84 % im Jahr 2019 liegen. Gleichwohl hat die Krise die Haushaltslage etwas weniger belastet, als es in ihrer Anfangsphase allgemein erwartet worden war. So wurde in den Stabsprojektionen des Eurosystems vom Juni 2020 ein Höchststand der Schuldenquote projiziert, der mehr als 3 Prozentpunkte über dem Niveau lag, mit welchem die Expertinnen und Experten der EZB in ihren jüngsten Projektionen rechnen.

Abbildung 26
Veränderung der Staatsverschuldung und Bestimmungsfaktoren

(in Prozentpunkten des BIP)



Quellen: EZB sowie EZB, Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, März 2021.

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

Eine fortgesetzte Koordinierung der Finanzpolitik im Eurogebiet ist nach wie vor von entscheidender Bedeutung, um den Beginn einer nachhaltigen Erholungsphase der Wirtschaft sicherzustellen. Zur Eindämmung der Effekte fiskalischer Stützungsmaßnahmen auf die zugrunde liegenden Haushaltspositionen sollten die Maßnahmen auch künftig soweit wie möglich befristet sein und noch stärker als bisher darauf ausgerichtet werden, dauerhafte negative Folgen für die Wirtschaft im Euroraum zu begrenzen. Der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen dürfte die 2021 zu erwartende Konjunkturerholung zugutekommen, die vor allem nach einer Ausweitung der Covid-19-Impfungen auf einen größeren Teil der Bevölkerung eintreten sollte. Insbesondere aber dürften sich auch die vermutlich weiterhin günstigen Finanzierungsbedingungen positiv auswirken. Freilich ist es nach wie vor unerlässlich, dass die Mitgliedstaaten ihre Haushaltsungleichgewichte

schrittweise abbauen, sobald sich die Konjunktur hinreichend erholt hat. Vorantreiben lässt sich dieser Prozess durch eine entschlossen wachstumsfreundlichere Ausgestaltung der öffentlichen Finanzen sowie durch Strukturreformen, die das Wachstumspotenzial der Volkswirtschaften im Euroraum erhöhen. Die Aufbau- und Resilienzfähigkeit von NGEU kann hier eine bedeutende Unterstützung leisten, indem sie nicht zuletzt den ökologischen und digitalen Wandel beschleunigt.

Kästen

1 Die konjunkturelle Entwicklung im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten im Jahr 2020

Malin Andersson, Cristina Checherita-Westphal, Ramon Gomez-Salvador, Lukas Henkel und Matthias Mohr

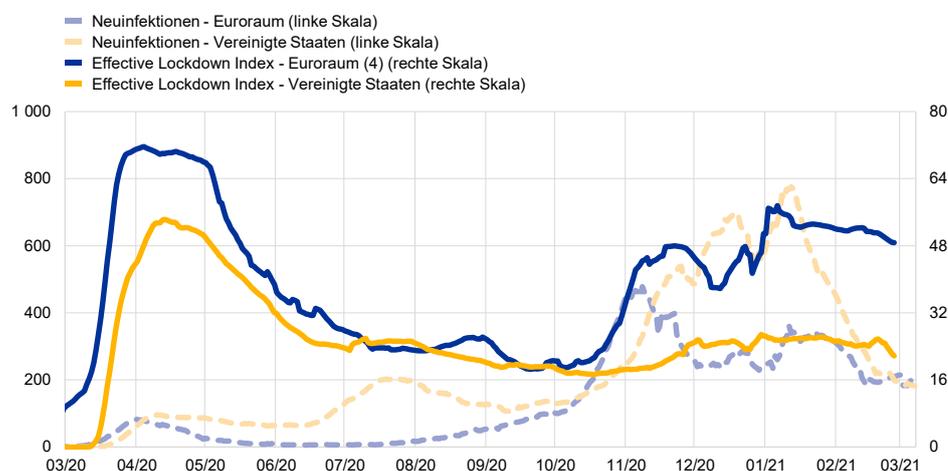
Die Corona-Pandemie (Covid-19) hatte in Europa und den Vereinigten Staaten drastische Auswirkungen. Obwohl die Pandemie in den Vereinigten Staaten später auftrat als im Euroraum und die Bevölkerungsdichte dort geringer ist, war die Zahl der Covid-19-Neuinfektionen in den USA generell höher als im Euroraum. Dies galt vor allem im Zeitraum von Mitte November 2020 bis Ende Februar 2021. Die höhere Inzidenz in den USA könnte Ausdruck der Wirksamkeit der landesspezifischen Lockdown-Maßnahmen, gemessen anhand des von Goldman Sachs erstellten Effective Lockdown Index, sein (siehe Abbildung A).¹ Da die Vereinigten Staaten weniger Einschränkungen unterlagen als der Euroraum, dürfte die Wirtschaft auf kurze Sicht entsprechend stärker auf die wirtschaftspolitischen Stimulierungsmaßnahmen reagiert haben. Vor diesem Hintergrund wird im vorliegenden Kasten die konjunkturelle Entwicklung im Euroraum mit jener in den Vereinigten Staaten verglichen, wobei besonders das Jahr 2020 in den Blick genommen wird.

¹ Siehe J. Aron und J. Muellbauer, [The US excess mortality rate from COVID-19 is substantially worse than Europe's](#), VoxEU, 29. September 2020.

Abbildung A

Covid-19-Infektionen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten sowie Wirksamkeit der Lockdown-Maßnahmen

(linke Skala: Zahl der Neuinfektionen je 1 Million Personen, gleitender Siebentagesdurchschnitt; rechte Skala: Effective Lockdown Index)



Quellen: EZB-Berechnungen, Oxford Economics und Goldman Sachs.

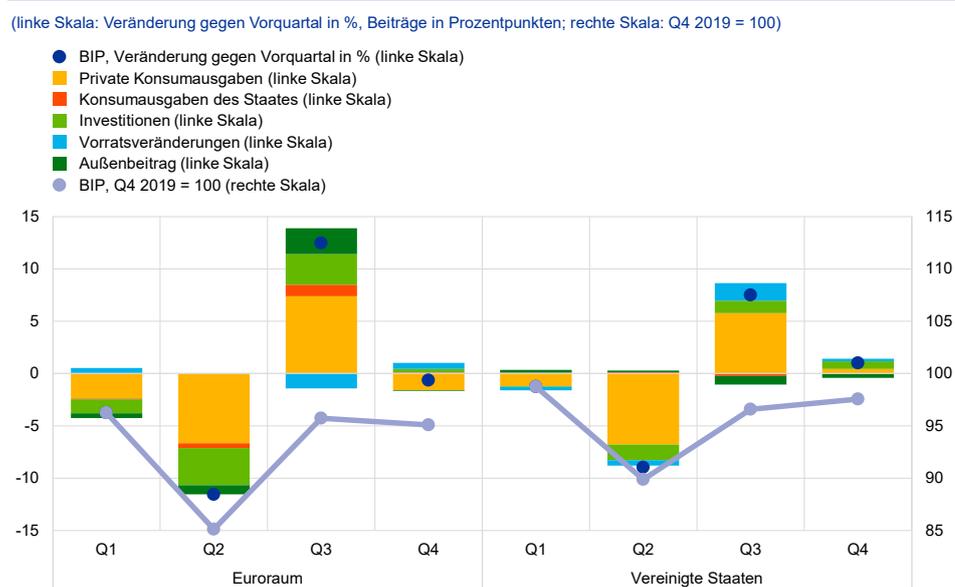
Anmerkung: Der Effective Lockdown Index von Goldman Sachs kombiniert den Oxford COVID-19 Government Stringency Index mit Mobilitätsdaten von Google. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 7. März 2021 (Neuinfektionen) bzw. auf den 26. Februar 2021 (Effective Lockdown Index). „Euroraum (4)“ bezieht sich auf die zu Kaufkraftparitäten gewichteten Indizes für Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien.

Im Jahr 2020 schrumpfte das reale BIP im Euroraum stärker als in den Vereinigten Staaten, was möglicherweise mit verschiedenen Faktoren zusammenhing.

Zum einen dürften die strikteren Lockdown-Maßnahmen im Eurogebiet ein ausschlaggebender Aspekt für den deutlicheren BIP-Rückgang gewesen sein. Zum anderen könnten aber beispielsweise auch Unterschiede bezüglich Wirtschaftsstruktur, Wachstumspotenzial, Reaktion der Politik oder Zeitpunkt der Pandemiewellen eine Rolle gespielt haben. Der kumulierte Wachstumsrückgang im Schlussquartal 2020 betrug im Euroraum 4,9 % und in den USA 2,4 % gegenüber dem Vorkrisenstand (siehe Abbildung B). In beiden Wirtschaftsräumen waren – auf Basis von Daten aus dem Jahr 2019 – etwa drei Viertel der realen Wertschöpfung auf den Dienstleistungssektor zurückzuführen, der besonders von der Pandemie betroffen ist, wohingegen lediglich 15 % (Euroraum) bzw. 11 % (USA) auf das verarbeitende Gewerbe entfielen. Mit Blick auf die Nachfragekomponenten trugen die privaten Konsumausgaben in beiden Regionen über das Jahr hinweg in ungefähr gleichen Maßen zum BIP bei, obgleich die Einkommensunterstützung in den Vereinigten Staaten nahezu doppelt so hoch war (siehe Abbildung C). Dies deutet darauf hin, dass die weniger umfangreichen, aber gezielteren Maßnahmen im Eurogebiet (z. B. Kurzarbeitsregelungen) einen noch größeren Einbruch des Konsums wirksam abgewendet haben könnten. In den ersten beiden Quartalen 2020 schoben die Unternehmen im Euroraum ihre Investitionsvorhaben in stärkerem Maße auf als US-Unternehmen. Die Firmen im Eurogebiet schienen dabei sensibler auf die zunehmende Unsicherheit, die rückläufige Nachfrage und die Gewinneinbußen zu reagieren. Indessen gab es im Euro-Währungsgebiet in kumulierter Rechnung eine kräftigere Belebung der Investitionen im zweiten Halbjahr. Aufgrund einer stärkeren Ausrichtung der

wirtschaftlichen Beziehungen auf China und Osteuropa wurden die Exporte des Euroraums in der ersten Jahreshälfte 2020 stärker beeinträchtigt, während die USA in diesem Zeitraum eher die negativen Auswirkungen der schwachen Auslandsnachfrage Kanadas und Lateinamerikas sowie in der Zeit danach des Eurogebiets (und der anderen Länder Europas) zu spüren bekamen. Insgesamt gesehen fiel der Beitrag des Außenhandels in den USA moderater aus als im Euroraum.

Abbildung B
Reales BIP und seine Verwendungskomponenten im Euroraum und in den Vereinigten Staaten im Jahr 2020



Quellen: EZB-Berechnungen, Eurostat und US Bureau of Economic Analysis.

Im Jahr 2020 reagierten sowohl der Euroraum als auch die USA mit diskretionären finanzpolitischen Maßnahmen erheblichen Ausmaßes auf die Coronakrise, wobei die entsprechenden Programme in den Vereinigten Staaten umfangreicher waren (siehe Abbildung C). In den Euro-Ländern bestand die Reaktion der Finanzpolitik auf die Pandemie vor allem aus Subventionen und Transferleistungen an Unternehmen und Privathaushalte, darunter auch Programme zur Arbeitsplatzsicherung.² Hilfen für die privaten Haushalte und Unternehmen waren auch in den USA das Hauptelement der Fiskalpolitik, und zwar in erster Linie über direkte Transferzahlungen und Arbeitslosenunterstützung. Die staatlichen Konsumausgaben wurden in den USA stärker ausgeweitet als im Eurogebiet. Dies beinhaltete auch einen höheren Anstieg der Ausgaben im Gesundheitswesen. Ein schlüssiger Vergleich der Daten ist zwar schwierig, aber alles in allem belief sich die diskretionäre Komponente der pandemiebedingten finanzpolitischen Maßnahmen im Euroraum schätzungsweise auf rund 4¼ % des BIP und in den USA auf etwa 7¾ % des BIP.

² Ein Überblick über die von den Euro-Ländern beschlossenen Stützungsmaßnahmen findet sich in: EZB, [Die finanzpolitischen Reaktionen der Länder des Euro-Währungsgebiets in den Anfangsphasen der Covid-19-Krise](#), Wirtschaftsbericht 1/2021, Februar 2021.

Werden die Auswirkungen der automatischen Stabilisatoren mitberücksichtigt, so liegt der 2020 insgesamt verzeichnete fiskalische Impuls im Eurogebiet näher am entsprechenden Wert der USA.

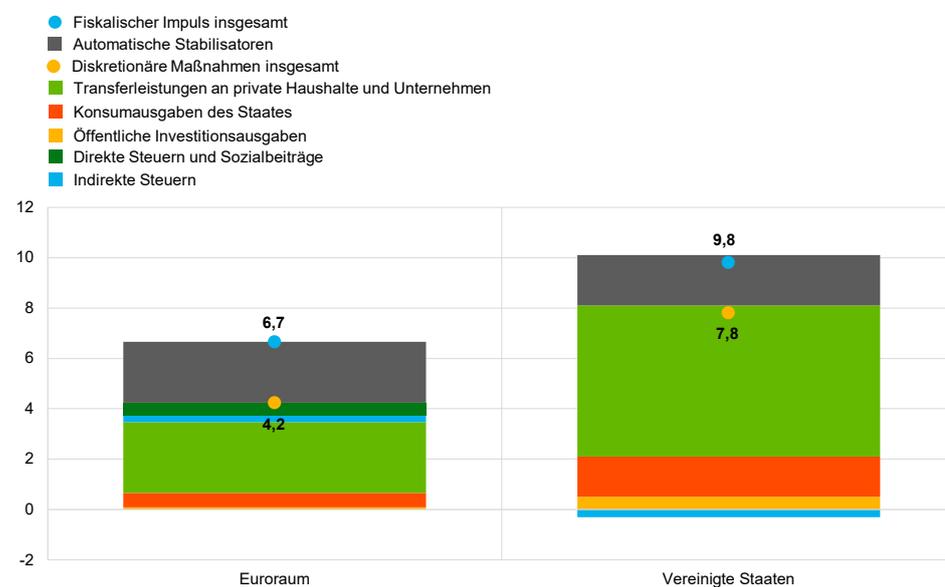
Die Wirkung der automatischen Stabilisatoren – näherungsweise als Veränderung der Konjunkturkomponente und anderer Faktoren dargestellt – dürfte im Euroraum höher ausgefallen sein.³ Im Zusammenspiel mit den diskretionären Maßnahmen belaufen sich die entsprechenden fiskalischen Auswirkungen auf knapp 7 % des BIP im Euroraum, verglichen mit rund 10 % des BIP in den USA. Dieser gesamte fiskalische Impuls oder allgemeiner ausgedrückt die haushaltswirksamen Kosten der Pandemie entsprechen der geschätzten Veränderung des Primärsaldos von 2019 bis 2020. Eingeschränkt werden diese Gegenüberstellungen dadurch, dass die Daten nicht vollständig konsistent sind, der Zeitpunkt der jeweiligen Prognose und die verwendeten Bewertungsmethoden nicht übereinstimmen und der endgültige Haushaltsvollzug für 2020 noch nicht vorliegt.

³ Als automatische Stabilisatoren werden jene Elemente der Staatseinnahmen und -ausgaben bezeichnet, die dazu dienen, Schwankungen im Konjunkturzyklus zu verringern, ohne dass diskretionäre Maßnahmen eingeleitet werden müssen. Weitere Einzelheiten zu Umfang und Wirksamkeit der automatischen Stabilisatoren in den Euro-Ländern sowie ein Vergleich mit den Vereinigten Staaten findet sich in: EZB, [Die automatischen Stabilisatoren im Euro-Währungsgebiet und die Covid-19-Krise](#), Wirtschaftsbericht 6/2020, September 2020. In der Praxis ist es schwierig, eindeutig zwischen automatischen Stabilisatoren und diskretionären Maßnahmen zu unterscheiden. Einige Maßnahmen können als quasiautomatische fiskalische Stabilisatoren eingestuft werden, während andere nichtdiskretionäre Faktoren (wie etwa unerwartete Mindereinnahmen/Mehreinnahmen) in der Regel nicht in der Konjunkturkomponente erfasst werden.

Abbildung C

Pandemiebedingter fiskalischer Impuls im Euroraum und in den Vereinigten Staaten im Jahr 2020

(Beiträge zur Veränderung des Verhältnisses von Primärsaldo zum BIP in Prozentpunkten)



Quellen: EZB-Berechnungen, *Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, März 2021*, Schätzungen des Eurosystems zu den diskretionären Maßnahmen für den Euroraum sowie World Economic Outlook des IWF, Oktober 2020, für die Vereinigten Staaten.

Anmerkung: „Fiskalischer Impuls insgesamt“ bezieht sich auf Positionen, die Auswirkungen auf den Haushaltssaldo haben. Dies sind aufgrund der Pandemie ergriffene diskretionäre fiskalische Maßnahmen sowie automatische Stabilisatoren (näherungsweise berechnet als Veränderung der Konjunkturkomponente und anderer Faktoren). Der fiskalische Impuls insgesamt entspricht im Großen und Ganzen der Veränderung des gesamtstaatlichen Primärsaldos von 2019 bis 2020. Für den Euroraum werden aus Gründen der Einheitlichkeit unter den Ländern Teile der Programme zur Arbeitsplatzsicherung in Deutschland und Belgien, die mit ordnungsgemäßen Regelungen verbunden sind, als diskretionäre Maßnahmen erfasst.

Sowohl im Euro-Währungsgebiet als auch in den USA wurden zusätzlich Liquiditätshilfen bereitgestellt.

Die Staaten stellten den Unternehmen verschiedene Arten von Liquiditätshilfen zur Verfügung. Im Euroraum handelte es sich um Kreditgarantien im Rahmen von insgesamt 17 % des kumulierten BIP der Mitgliedstaaten, in den USA beliefen sich solche Garantien auf 5,7 % des BIP.⁴ Weitere Maßnahmen zur Verbesserung der Liquiditätslage der Unternehmen wurden im Eurogebiet in Form von umfassenden Programmen zur Steuerstundung und von Kapitalzuführungen angeboten.

Die Reaktion der Geldpolitik auf die Pandemie war in beiden Wirtschaftsräumen durchaus deutlich, fiel in den Vereinigten Staaten jedoch stärker aus als im Eurogebiet.

Sowohl die EZB als auch das Federal Reserve System leitete offensive Maßnahmen zur Abfederung des von der Pandemie ausgehenden Schocks ein, doch kamen in den USA durch die Senkung des Zielzinssatzes für Tagesgeld von 1,50 %-1,75 % auf 0 %-0,25% und die Abwertung des US-Dollar weitere Impulse hinzu.

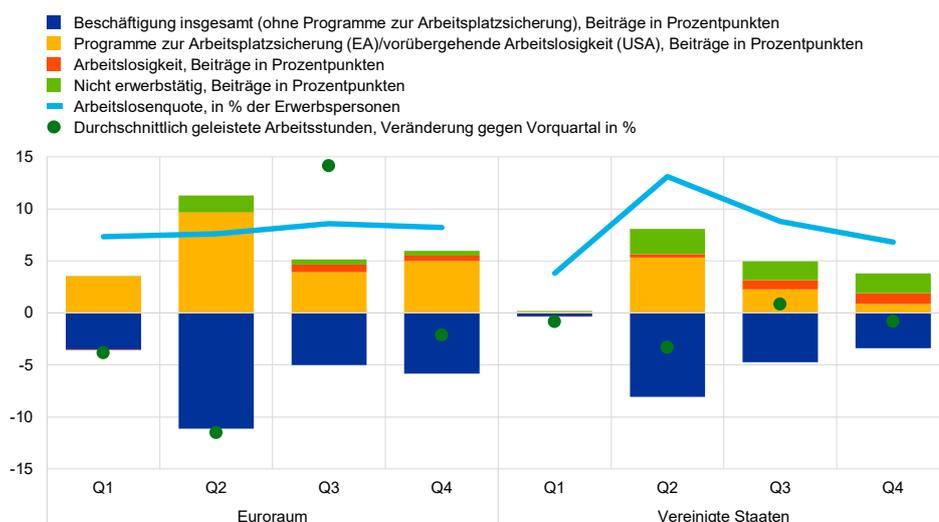
Im Eurogebiet blieb die Arbeitslosenquote aufgrund der deutlich höheren Inanspruchnahme von Programmen zur Sicherung von Arbeitsplätzen

⁴ Auf aggregierter Ebene des Euroraums wurden diese Garantien nur in recht geringem Umfang in Anspruch genommen.

weitgehend unverändert, während sie in den USA infolge vorübergehender Entlassungen anstieg (siehe Abbildung D).⁵ Im Euroraum wäre es zu einem merklich stärkeren Rückgang der Beschäftigung gekommen, wären alle Arbeitnehmer, die an Programmen zur Arbeitsplatzsicherung teilnehmen (siehe die gelben Balkenabschnitte in Abbildung D), arbeitslos oder nichterwerbstätig geworden. Durch diese Programme wurde vermieden, dass Arbeitslosigkeit und Nichterwerbstätigkeit im Euroraum in einem Ausmaß wie in den USA anwuchsen. Zum Ende des vierten Quartals 2020 lag die Beschäftigung im Eurogebiet 1,9 % unter dem Vorjahresniveau, wohingegen sie sich in den USA in diesem Zeitraum um 5,5 % verringerte. Zugleich nahm die Inanspruchnahme der Arbeitsplatzsicherungsprogramme im Zuge der neuen Lockdown-Maßnahmen im Eurogebiet wieder zu, während sich die Erholung der Beschäftigung in den Vereinigten Staaten abschwächte.⁶ Die Nutzung von Arbeitsplatzsicherungsprogrammen im Euroraum brachte eine stärkere Anpassung über die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden mit sich.

Abbildung D
Arbeitsmarktentwicklung im Euroraum und in den Vereinigten Staaten im Jahr 2020

(Beiträge zur vierteljährlichen prozentualen Veränderung der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter in Prozentpunkten; in % der Erwerbspersonen; Veränderung gegen Vorquartal in %)



Quellen: EZB-Berechnungen, Eurostat und US Bureau of Labor Statistics.

Anmerkung: Beim Euroraum umfassen die blauen Balkenabschnitte nicht die an Programmen zur Arbeitsplatzsicherung teilnehmenden Erwerbstätigen. Bei den Vereinigten Staaten beinhalten die roten Balkenabschnitte nicht die vorübergehenden Entlassungen.

Während der Corona-Pandemie waren die Gesamtinflation und die zugrunde liegende Inflation im Euro-Währungsgebiet wie auch in den USA infolge sinkender Ölpreise und einer deutlich niedrigeren Nachfrage stark rückläufig.

In den USA ging die zugrunde liegende Inflation im ersten Halbjahr rascher zurück und zog danach wieder moderat an, während sie im Euroraum zunächst nur geringfügig sank und in der zweiten Jahreshälfte weiter nachgab, was zum Teil auf

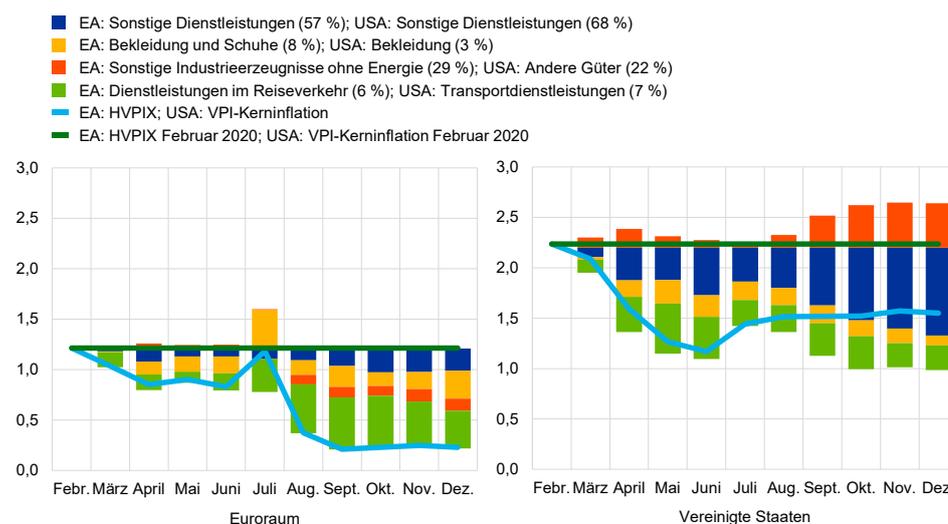
⁵ Siehe EZB, [Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 8/2020, Januar 2021.

⁶ Ohne die vorübergehenden Entlassungen, die als Näherungswert für die Arbeitsplatzsicherungsprogramme in den Euro-Ländern herangezogen werden können, würde die US-Arbeitslosenquote im Jahr 2020 bei unter 5 % liegen.

die temporäre Mehrwertsteuersenkung in Deutschland zurückzuführen war (siehe Abbildung E). Sowohl im Eurogebiet als auch in den Vereinigten Staaten ist die Abschwächung der zugrunde liegenden Inflation in erster Linie Komponenten zuzuschreiben, die durch die Abstandsregeln und Kontaktbeschränkungen beeinträchtigt wurden. Zu den am stärksten betroffenen Positionen zählen Dienstleistungen im Reiseverkehr (Euroraum) bzw. Transportdienstleistungen (USA) sowie Bekleidung und Schuhe (Euroraum) bzw. Bekleidung (USA).⁷ Die anderen Güter leisteten in den USA einen positiven Beitrag zur Inflation, im Eurogebiet war er hingegen negativ (siehe Abbildung E).⁸ Nach Bereinigung um die Auswirkungen der Mehrwertsteuersenkung in Deutschland wäre der Rückgang des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) im Euroraum in der zweiten Jahreshälfte 2020 zwar weniger stark ausgefallen, die Teuerungsrate hätte aber dennoch merklich unter dem Niveau gelegen, das vor der Pandemie verzeichnet worden war.⁹

Abbildung E
Zugrunde liegende Inflation im Euroraum und in den Vereinigten Staaten im Jahr 2020

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten gegenüber Februar 2020)



Quellen: EZB-Berechnungen, Eurostat und US Bureau of Labor Statistics.

Anmerkung: Die Gewichte im jeweiligen Warenkorb sind in Klammern angegeben. Beim HVPIX für den Euroraum handelt es sich um den HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel, bei der VPI-Kerninflation für die Vereinigten Staaten um den VPI ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2020.

⁷ Im Euroraum ist vor allem der internationale Reiseverkehr dafür verantwortlich, dass der Reiseverkehr einen negativen Einfluss auf die Preisentwicklung ausübte; siehe hierzu EZB, [Preisentwicklung im Reiseverkehr während der Covid-19-Pandemie: Gibt es länder- und komponentenübergreifende Parallelen?](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 1/2021, Februar 2021.

⁸ Die Unterschiede bei den Teuerungsraten lassen sich möglicherweise zum Teil durch abweichende Gewichtungen der einzelnen Warenkorpositionen erklären. Allerdings kann mit diesen Gewichtungsunterschieden die divergierende Entwicklung seit Ausbruch der Pandemie vermutlich nicht vollständig begründet werden. So war etwa der Preisauftrieb bei den sonstigen Industrieerzeugnissen ohne Energie in Europa rückläufig (ebenfalls wegen der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland), während die Teuerung anderer Güter (ohne Bekleidung) in den USA in den letzten Monaten einen positiven Beitrag zur Inflation leistete. Zu den Auswirkungen der Änderungen der HVPI-Gewichte auf die Inflation im Euroraum im Jahr 2021 siehe Kasten 6 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

⁹ Siehe beispielsweise EZB, Abbildung 8, Wirtschaftsbericht 1/2021, Februar 2021.

Abschließend ist festzuhalten, dass zu der divergierenden konjunkturellen Entwicklung in den beiden Wirtschaftsräumen die im Euroraum strikteren pandemiebedingten Maßnahmen und – bis zu einem gewissen Grad – auch die geringere finanzpolitische Unterstützung beigetragen haben dürften. Die Inflation entwickelte sich im Eurogebiet gedämpfter als in den Vereinigten Staaten, was unter anderem auf Sonderfaktoren wie die vorübergehende Mehrwertsteuersenkung in Deutschland zurückzuführen war. Im Euroraum zielten die Maßnahmen eher auf eine Sicherung der Beschäftigung ab, während in den USA der Fokus auf einer breiter angelegten Unterstützung der Einkommen lag.

2 Entwicklung des Kapitalstocks im Euro-Währungsgebiet seit Beginn der Covid-19-Pandemie

Julien Le Roux

Im vorliegenden Kasten werden die jüngste Entwicklung und die Haupttriebfedern des Kapitalstocks im Euro-Währungsgebiet betrachtet.

Insbesondere wird erörtert, welche Rolle hierbei Investitionen sowie die Abschreibung und Stilllegung von Anlagegütern spielen. Überdies wird dargelegt, inwieweit die jüngsten Entwicklungen Ähnlichkeiten mit jenen aufweisen, die während der globalen Finanzkrise und der darauffolgenden Staatsschuldenkrise im Euroraum verzeichnet wurden.¹⁰ Die Analyse stützt sich in erster Linie auf vierteljährliche Schätzungen der EZB zum Kapitalstock. Diese wiederum basieren auf einem bedingten Optimierungsmodell, bei dem Jahresdaten von Eurostat (mit einer zeitlichen Verzögerung von zwei Jahren) herangezogen werden, und zeitlichen Disaggregationsverfahren.¹¹ Daher sind vor allem die jüngsten Daten und Analyseergebnisse mit Vorsicht zu interpretieren. Sie können in der Zukunft signifikanten Revisionen unterliegen.

Der Kapitalstock spielt bei der angebotsseitigen Analyse eine entscheidende Rolle. Daher hat die Analyse der Veränderungen des Kapitalstocks maßgeblichen Anteil daran, Schätzungen zu ermöglichen, wie das Potenzialwachstum während der Coronakrise (Covid-19) beeinflusst wurde.¹² Außerdem ist die Kapitalausstattung je Arbeitnehmer – die Kapitalintensität – auch für die Beurteilung der Entwicklung der Arbeitsproduktivität von Bedeutung. Folglich kommt es bei der Analyse der mittel- und langfristigen Auswirkungen der Covid-19-Krise auf die Angebotsfaktoren und das Potenzialwachstum darauf an, die jüngste Entwicklung des Kapitalstocks zu verstehen.

Den Schätzungen zufolge hat sich das Wachstum des realen Kapitalstocks im Zuge der Coronakrise leicht verringert. Nach einem kontinuierlichen Anstieg seit Anfang 2017 erhöhte sich der reale Kapitalstock im Euroraum im ersten Quartal 2020 binnen Jahresfrist um 1,1 % und im zweiten und dritten Quartal 2020 um je 1,0 % (siehe Abbildung A). Diese relative Stabilität des Kapitalstocks verschleiern die möglichen Auswirkungen der Krise auf den Wert des Kapitalbestands. Die asymmetrische sektorale Verteilung des Pandemieschocks

¹⁰ Gegenstand der vorliegenden Betrachtung ist sowohl der öffentliche als auch der private Kapitalstock. Allerdings entfällt ein Großteil des Kapitalstocks und der Investitionen im Euroraum (rund 85 %) auf private Anlagen.

¹¹ Siehe Z. Hofmeister und R. van der Helm, [Estimating non-financial assets by institutional sector for the euro area](#), Statistics Paper Series der EZB, Nr. 23, 2017. Die Methodik beruht in erster Linie auf einer zeitlichen Disaggregation des jährlichen Kapitalstocks. Hierfür werden die vierteljährlichen Bruttoanlageinvestitionen als vierteljährlicher Profilindikator verwendet. Die zeitliche Disaggregation wird bei der ersten Differenz des jährlichen Kapitalstocks angewendet. Der daraus resultierende vierteljährliche Kapitalstock (einschließlich der prognostizierten aktuellsten Quartale) wird anschließend so weit ausgeglichen, dass eine ausgewogene Anlagematrix nach Sektor sichergestellt ist. Sofern keine Jahresdaten für den Kapitalstock aufgrund der zweijährigen Publikationsverzögerung vorliegen, werden die Werte mittels der Kumulationsmethode oder der „Kapitalakkumulationsgleichung“ abgeleitet. Die (fehlenden) Koeffizienten für die aktuellsten Jahre werden auf Basis der vergangenen Entwicklung, der inversen Kumulationsmethode oder auf Basis von Experteninformationen hochgerechnet.

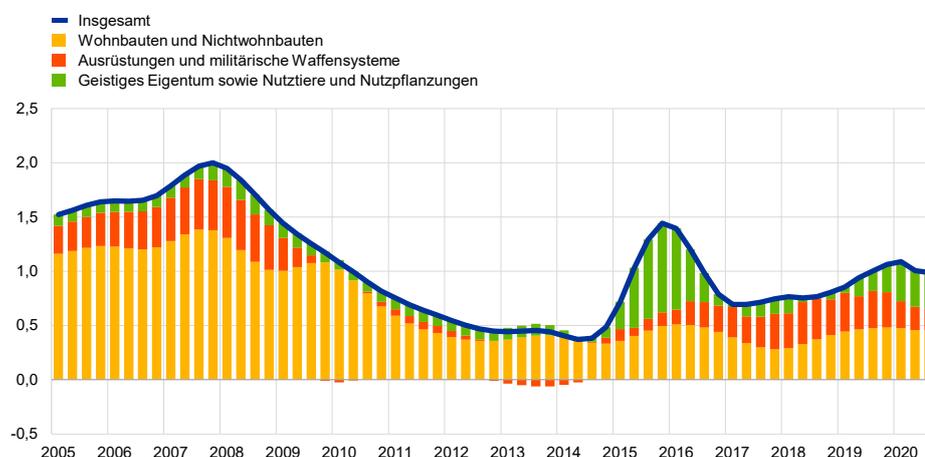
¹² Siehe EZB, [Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf das Produktionspotenzial im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 7/2020, November 2020.

könnte je nach Sektor erhebliche Wertverluste im Kapitalstock bedeuten. So haben beispielsweise Fluggesellschaften bereits einen Teil ihrer Vermögenswerte abgeschrieben.¹³ Im Volumen des Kapitalstocks ist dieser Bewertungseffekt – zumindest auf kurze Sicht – nicht erkennbar. Außerdem verbergen sich hinter dem begrenzten Effekt der Krise auf den Kapitalstock große Unterschiede zwischen den einzelnen Anlagen. Auf Ebene der Anlagegüter trugen einerseits Ausrüstungen und andererseits geistiges Eigentum deutlich zum Wachstumsrückgang des realen Kapitalstocks bei. Der Beitrag von Wohnbauten und Nichtwohnbauten zu dieser Entwicklung fiel hingegen gering aus (siehe Abbildung A).

Abbildung A Entwicklung des Kapitalstocks

Beiträge der Anlagegüter zum Wachstum des realen Kapitalstocks

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten.

Insgesamt ist das Wachstum des realen Kapitalstocks seit Ausbruch der Pandemie relativ stabil geblieben.

Ein Vergleich der Entwicklung in den ersten Quartalen 2020 mit jener während der Krisen von 2008 und 2011 gestaltet sich schwierig. Die Covid-19-Krise ist noch nicht überstanden. Außerdem ist sie anderer Art als die globale Finanzkrise und die Staatsschuldenkrise, bei denen es sich um aus Finanzkrisen entstandene Wirtschaftskrisen handelte. Während der Dienstleistungssektor stärker von der Pandemie betroffen ist, sind die Auswirkungen auf die kapitalintensivsten Sektoren wie das verarbeitende Gewerbe nicht ganz so erheblich. Im Gefolge der globalen Finanzkrise verringerte sich das Wachstum des Kapitalstocks allmählich von jahresdurchschnittlich mehr als 1,5 % vor dem Jahr 2008 auf rund 0,4 % im Zeitraum von 2011 bis 2014 (siehe Abbildung A). Erst ab Anfang 2014 verzeichnete das Wachstum des Kapitalstocks eine Erholung, die der positiven Entwicklung der Anlagen in Ausrüstungen und geistiges Eigentum geschuldet war. Diese mittel- bis langfristigen Entwicklungen schlagen sich im Zuge der Coronakrise jedoch noch nicht nieder. Derzeit wird die Entwicklung des Kapitalbestands im Bereich Ausrüstungen von der Coronakrise stark in

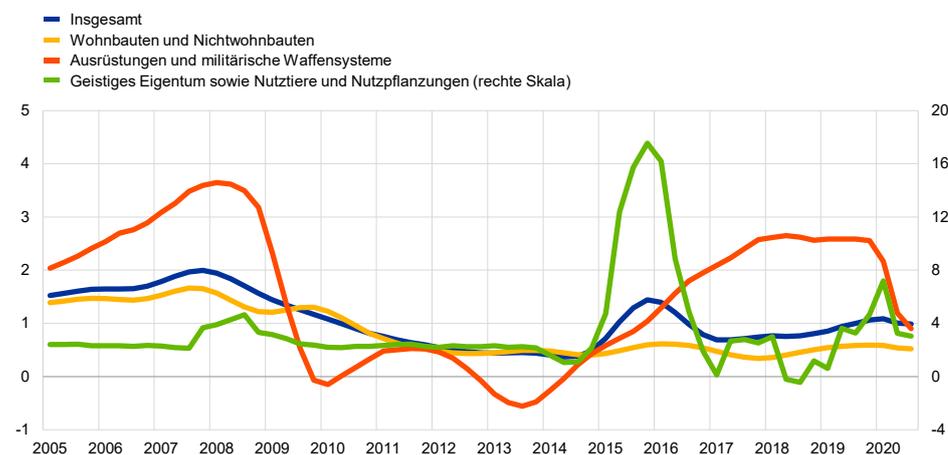
¹³ Siehe International Bureau of Aviation, [All you need to know about aircraft values in 2021](#), Februar 2021.

Mitleidenschaft gezogen, wie dies bereits in den Krisen der Jahre 2008 und 2011 der Fall war (siehe Abbildung B). Indes entwickeln sich die Investitionen in Wohnbauten und Nichtwohnbauten – wie 2008 und 2011 – bislang robust. Allerdings wirkte sich die Krise von 2008 hier langfristig negativ aus. Mit Blick auf Anlagen in geistiges Eigentum wird ein Vergleich mit der globalen Finanzkrise dadurch erschwert, dass in den vergangenen Jahren in einigen Ländern eine Verlagerung von Verkaufserlösen und immateriellen Vermögenswerten multinationaler Unternehmen stattfand.¹⁴ Laut den vorliegenden Daten zu drei Krisenquartalen hat das Wachstum des Kapitalstocks beim geistigen Eigentum – wenn auch ausgehend von einem höheren Niveau – stärker abgenommen als in den Jahren 2008 und 2011 (siehe Abbildung B).

Abbildung B
Wachstum des Kapitalstocks insgesamt und nach Anlagegütern

Wachstum des realen Kapitalstocks nach Anlagegütern

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten.

Der verhaltene Wachstumsrückgang des Kapitalstocks dürfte das Ergebnis niedrigerer Investitionen sein, die teilweise durch etwas geringere Abschreibungen ausgeglichen wurden.¹⁵

Die Bruttoanlageinvestitionen waren in der ersten Jahreshälfte 2020 im Eurogebiet rückläufig und wirkten sich negativ auf den Kapitalstock aus. Erste verfügbare, wenngleich vorläufige Daten lassen darauf schließen, dass die niedrigeren Abschreibungsraten die Entwicklung des Kapitalstocks stützten.

¹⁴ In den letzten Jahren haben mehrere große multinationale Unternehmen ihre Unternehmensaktivitäten, vor allem im Hinblick auf ihr zugrunde liegendes geistiges Eigentum, nach Irland verlagert. Infolgedessen trugen die durch den Einsatz von geistigem Eigentum erzielten Erlöse (Output) erheblich zu den Investitionen und zum Kapitalstock Irlands bei. Siehe M. Khder und J. Montornès, [The impact of multinationals' transfers on Irish GDP](#), Eco Notepad, Nr. 202, Banque de France, Februar 2021.

¹⁵ Die Schätzungen zum Nettokapitalstock beruhen im Allgemeinen auf der Kumulationsmethode. Diese lässt sich durch die Kapitalakkumulationsgleichung approximieren, die den Nettokapitalstock (NCS_t) mit den Investitionen ($GFCF_t$), den Stilllegungs- und Abschreibungsraten (δ_t) und den Neubewertungen (β_t) in Beziehung setzt: $NCS_t = (1 - \delta_t + \beta_t)NCS_{t-1} + GFCF_t$. Vereinfachend umfasst die Abschreibungsrate hier sowohl vernichtete (oder stillgelegte) Anlagegüter als auch den Verschleiß von Anlagegütern, d. h. die Abnutzung von für die Produktion benötigtem Kapital.

Der Covid-19-Schock hat den Kapitalstock im Euroraum insbesondere durch einen Rückgang der Investitionen beeinträchtigt. Investitionsentscheidungen – vor allem von Unternehmen – werden durch die hohe Unsicherheit negativ beeinflusst, obwohl die Finanzierungsbedingungen günstig sind. Die rückläufige Binnennachfrage und sinkende Unternehmensmargen wirken sich dämpfend auf die Investitionsausgaben aus. So brachen die gesamten Bruttoanlageinvestitionen im zweiten Quartal 2020 um 20 % gegenüber dem Vorjahr ein. Im dritten Quartal belief sich die Abnahme auf 4,3 %. Durch die Pandemie wurde die Investitionstätigkeit stark gebremst, wohingegen der Rückgang während der globalen Finanzkrise geringer und weniger drastisch ausfiel (siehe Abbildung C, Grafik a).

Obwohl das Investitionswachstum im ersten Halbjahr 2020 historisch niedrig war, fiel das Minus nicht so kräftig aus wie zu erwarten gewesen wäre. Für gewöhnlich ist das Ausmaß der Veränderungen bei den Investitionen größer als bei der Wertschöpfung. Dieses Phänomen wird im Allgemeinen als „Akzeleratoreffekt“ bezeichnet. Im Verlauf der Coronakrise kam der Akzeleratoreffekt nicht zum Tragen. In den größten Euro-Ländern veränderten sich die Investitionen im Jahr 2020 etwa im selben Maße wie die Wertschöpfung (siehe Abbildung C, Grafik b).¹⁶ Für die Widerstandsfähigkeit der Bruttoanlageinvestitionen gibt es mehrere Erklärungsansätze. Die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften wiesen vor Beginn der Pandemie in der Regel solide Bilanzen auf, und der Kreditkanal blieb für diese Unternehmen offen. Zudem dürften Kontaktbeschränkungen und Telearbeit den Bedarf an Investitionen in digitale Technologien verstärkt haben. Darüber hinaus dürfte die notwendige Umgestaltung von Lieferketten neue Investitionsmöglichkeiten eröffnet haben. Diese Faktoren haben zum robusten Wachstum des Kapitalstocks beigetragen.

¹⁶ Siehe Institut national de la statistique et des études économiques, [Economic outlook - February 2021](#), S. 30-31.

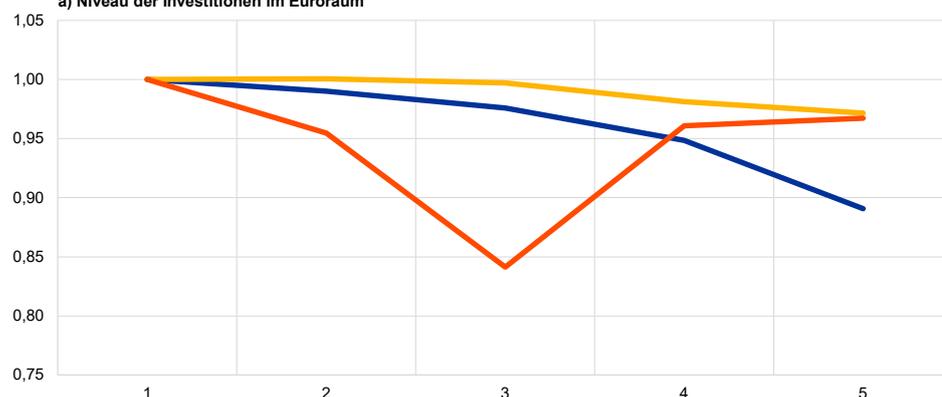
Abbildung C

Rückgang der Investitionen im Euroraum im Vergleich zu früheren Rezessionsphasen

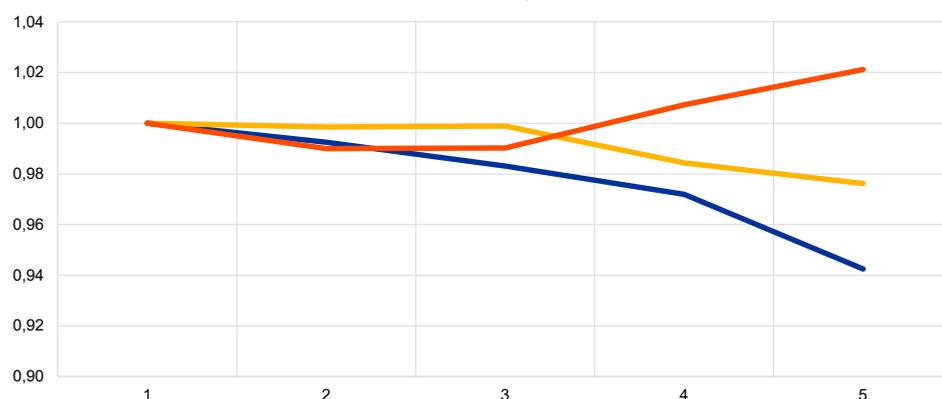
(x-Achse: Quartale; y-Achse: in Prozentpunkten)

■ Q1 2008
■ Q2 2011
■ Q4 2019

a) Niveau der Investitionen im Euroraum



b) Anteil der Investitionen im Euroraum an der Wertschöpfung



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Dargestellt ist die Entwicklung der gesamten Bruttoanlageinvestitionen im Verlauf der jeweiligen Rezessionsphase, wobei das erste Quartal vor der Rezession gleich 1 gesetzt wird. Das entsprechende Quartal ist in der Legende aufgeführt. Irland ist von der Stichprobe ausgenommen, da die Investitionen dort in den vergangenen Jahren eine hohe Volatilität aufwiesen.

Die niedrigere Abschreibungsrate hat die abnehmende Bedeutung der Investitionen für den Kapitalstock zum Teil kompensiert.

Die Stilllegung und Abschreibung von Kapital könnten durch die Corona-Pandemie theoretisch auf unterschiedliche Art und Weise beeinflusst worden sein. Einerseits kann die Abwicklung von Unternehmen dazu führen, dass ein Teil des Kapitalvermögens vor Ende seiner Nutzungsdauer stillgelegt wird. Andererseits kann sich die Lebensdauer bestehender Anlagen durch eine weniger intensive Nutzung aber verlängern, wenn diese Anlagen beispielsweise während des Lockdowns ungenutzt blieben. Es wurde auch die These vorgebracht, dass die Abschreibung von Kapital prozyklisch und mit einer stärkeren Kapitalerhaltung in Abschwungphasen verknüpft sei.¹⁷ Es gibt gewisse Anzeichen dafür, dass der Effekt einer geringeren Kapitalabnutzung in den

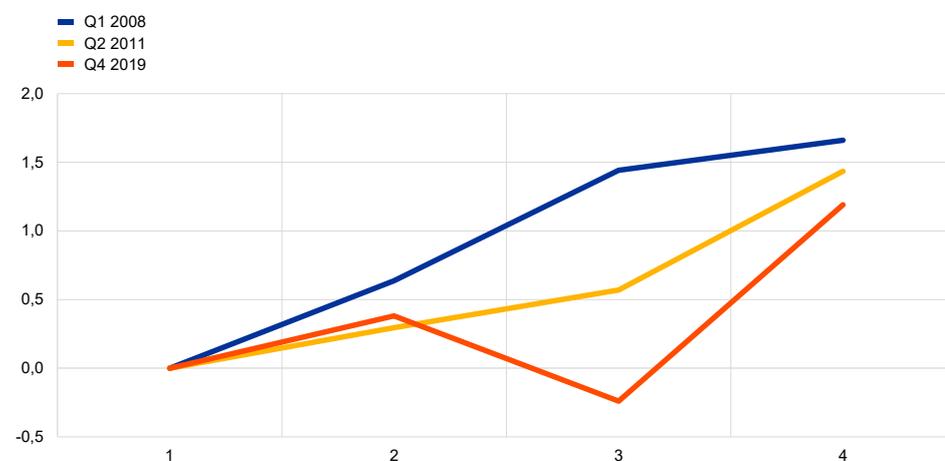
¹⁷ Siehe A. Albonico, E. Pappa und K. Sarantis, Capital maintenance and depreciation over the business cycle, Journal of Economic Dynamics and Control, Bd. 39, Ausgabe C, 2014, S. 273-286.

ersten drei Quartalen 2020 dominierte, was dazu führte, dass die Abschreibungen des Kapitalstocks zurückgingen. Aus den Daten zum Kapitalstock und zu den Investitionen lässt sich eine Abschreibungsrate ableiten, die in den ersten Jahresvierteln 2020 im Euro-Währungsgebiet und in den größten Euro-Ländern offenbar rückläufig war, auch wenn diese Beobachtung mit einer gewissen Unsicherheit behaftet ist. Darüber hinaus war im vergangenen Jahr ein geringerer Verschleiß von Anlagegütern, zu dem jedoch nicht die Vernichtung von Kapital zählt,¹⁸ zu beobachten (siehe Abbildung D). Darin spiegeln sich die geringere Nutzung und Abnutzung von Produktionskapazitäten wider. Unterdessen dürften die bestehenden Maßnahmen der Politik in Form von Kreditgarantien und einer Teilübernahme der Lohnkosten im Rahmen von Kurzarbeitsregelungen die Unternehmen vor einer Abwicklung bewahrt und die Stilllegung von Kapital verhindert haben. Demzufolge deutet alles darauf hin, dass auch die Abschreibungsrate der Entwicklung des Kapitalstocks zumindest zeitweise förderlich war.

Abbildung D
Rückgang beim Verschleiß von Anlagegütern im Vergleich zu früheren Rezessionsphasen

Verschleiß von Anlagegütern je Wertschöpfungseinheit in den größten Ländern des Euroraums

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



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Dargestellt sind die kumulierten Veränderungen beim Verschleiß von Anlagegütern je Wertschöpfungseinheit, wobei das erste Quartal vor der Rezession gleich 1 gesetzt wird. Das entsprechende Quartal ist in der Legende aufgeführt. Aufgrund der Volatilität einiger Zeitreihen oder fehlender Daten in einzelnen Ländern werden die Veränderungen insgesamt für Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien abgebildet.

Was die Zukunft betrifft, so sind die langfristigen Auswirkungen der Covid-19-Krise auf den Kapitalstock – insbesondere vor dem Hintergrund eines umfangreichen Strukturwandels – sehr ungewiss. Die zeitliche Verzögerung von zwei Jahren bei der Veröffentlichung offizieller Statistiken zum Kapitalstock erschwert die Bewertung von kurzfristigen und aktuellen Veränderungen. Zum einen kann nicht ausgeschlossen werden, dass die Pandemie auf lange Sicht negative Folgen für den Kapitalstock haben könnte. Der Wegfall gezielter

¹⁸ Im Euroraum macht der Verschleiß von Anlagegütern durchschnittlich die Hälfte der Kapitalabschreibungen aus, während die andere Hälfte auf die Vernichtung von Kapital entfällt.

Stützungsmaßnahmen der Politik könnte zu mehr Unternehmensinsolvenzen, zur Stilllegung von Kapital und zu einem geringeren Investitionswachstum führen. Zum anderen könnte die Pandemie aber auch einen Strukturwandel der Wirtschaft herbeiführen oder diesen beschleunigen. So wird das Hilfspaket „Next Generation EU“ die nationalen Investitionsbemühungen weiter unterstützen. Andere langfristige Faktoren könnten ebenfalls erhebliche Auswirkungen auf den Kapitalstock haben. Der Klimawandel beispielsweise dürfte eine Erneuerung des Kapitalstocks mit sich bringen. Laut der aktuellen jährlichen Unternehmensbefragung der Europäischen Investitionsbank (EIB) haben zwei von drei EU-Unternehmen Investitionen getätigt oder geplant, um sich gegen Wetterextreme zu wappnen und den CO₂-Ausstoß zu verringern.¹⁹

¹⁹ Siehe Europäische Investitionsbank, [Umfrage 2020 der EIB-Gruppe zur Investitionstätigkeit und -finanzierung](#), 1. Dezember 2020.

Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 4. November 2020 bis zum 26. Januar 2021

Daniel Gybas und Christian Lizarazo

Dieser Kasten befasst sich mit den geldpolitischen Geschäften der EZB und der Liquiditätsentwicklung in der siebten und achten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres 2020. Die beiden Erfüllungsperioden erstreckten sich insgesamt über den Zeitraum vom 4. November 2020 bis zum 26. Januar 2021 (den „Berichtszeitraum“). Am 10. Dezember 2020 gab der EZB-Rat eine Reihe geldpolitischer Anpassungen bekannt. So wurde beschlossen, den Gesamtvolumen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) um 500 Mrd € auf insgesamt

1 850 Mrd € zu erweitern und den Zeithorizont des Programms um neun Monate bis mindestens Ende März 2022 zu verlängern. Außerdem wurden drei zusätzliche gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) angeboten, und der Zeitraum, in dem deutlich günstigere Bedingungen gelten, wurde um zwölf Monate bis Juni 2022 verlängert. Der [Wirtschaftsbericht 8/2020](#) enthält einen umfassenden Überblick über die beschlossenen Maßnahmen.

Die Zentralbankliquidität im Bankensystem nahm im Berichtszeitraum weiter zu. Ausschlaggebend hierfür waren vor allem die Wertpapierkäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP), die Abwicklung des sechsten GLRG-III-Geschäfts (GLRG III.6) sowie ein leichter Rückgang der autonomen Faktoren (netto).

Liquiditätsbedarf

Der tagesdurchschnittliche Liquiditätsbedarf des Bankensystems – d. h. die Summe aus autonomen Faktoren (netto) und Mindestreserve-Soll – verringerte sich im Berichtszeitraum um 18,2 Mrd € auf 2 026,3 Mrd €. Dass der Liquiditätsbedarf unter das Niveau des vorangegangenen Berichtszeitraums (d. h. der fünften und sechsten Mindestreserve-Erfüllungsperiode 2020) fiel, war dem Rückgang der autonomen Faktoren (netto) um 20,1 Mrd € auf 1 881,5 Mrd € geschuldet. Dieser Rückgang glich die leichte Zunahme des Mindestreserve-Solls um 1,8 Mrd € auf 144,8 Mrd € mehr als aus (siehe Tabelle A unter „Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung“).

Der Rückgang der autonomen Faktoren (netto) war in erster Linie durch niedrigere Einlagen der öffentlichen Haushalte bedingt und kehrte den seit März 2020 verzeichneten Aufwärtstrend teilweise um. Die Einlagen öffentlicher Haushalte sanken um 141,1 Mrd € (bzw. 19 %) auf 588,7 Mrd €. Damit haben sie sich zwar gegenüber den Rekordwerten vom September 2020 verringert, sind aber immer noch mehr als doppelt so hoch wie im Durchschnitt desselben Zeitraums (4. November bis 26. Januar) der drei vorangegangenen Jahre 2020, 2019 und 2018 (213,1 Mrd €). Ursächlich für das außerordentlich rasche Wachstum der Einlagen öffentlicher Haushalte von März bis September 2020 dürfte das veränderte Cash-Management der Regierungen des Euroraums während der Coronakrise gewesen

sein. Die Abnahme der Einlagen öffentlicher Haushalte im Berichtszeitraum könnte den Beginn eines Normalisierungsprozesses darstellen. Ein solcher Prozess wäre jedoch weiterhin von der Entwicklung der Covid-19-Krise abhängig. Die rückläufigen öffentlichen Einlagen wurden teilweise durch eine Zunahme der im Umlauf befindlichen Banknoten (um 31,8 Mrd € auf 1 416,7 Mrd €) sowie einen Anstieg der sonstigen autonomen Faktoren (um 32,0 Mrd € auf 915,7 Mrd €) ausgeglichen. Insgesamt verringerten sich die liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren um 77,4 Mrd € auf 2 921,0 Mrd €. Dieser Rückgang wurde zum Teil durch eine Verringerung der liquiditätszuführenden autonomen Faktoren um 57,2 Mrd € auf 1 039,8 Mrd € kompensiert, die auf niedrigere Nettoforderungen in Euro zurückzuführen war. Unter dem Strich schwächte sich die liquiditätsabsorbierende Wirkung der autonomen Faktoren um 20,1 Mrd € auf 1 881,5 Mrd € ab. Tabelle A gibt einen Überblick über die autonomen Faktoren und ihre Veränderung im Berichtszeitraum.

Tabelle A
Liquiditätsbedingungen im Eurosystem

Passiva

(Durchschnittswerte; in Mrd €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 4. November 2020 bis 26. Januar 2021						Vorheriger Berichtszeitraum: 22. Juli bis 3. November 2020	
	Siebte und achte Erfüllungsperiode		Siebte Erfüllungsperiode: 4. November bis 15. Dezember		Achte Erfüllungsperiode: 16. Dezember bis 26. Januar		Fünfte und sechste Erfüllungsperiode	
Autonome Liquiditätsfaktoren	2 921,0	(-77,4)	2 966,1	(-56,7)	2 875,8	(-90,3)	2 998,3	(+149,0)
Banknotenumlauf	1 416,7	(+31,8)	1 403,9	(+14,8)	1 429,4	(+25,5)	1 384,9	(+27,3)
Einlagen öffentlicher Haushalte	588,7	(-141,1)	647,0	(-101,9)	530,3	(-116,7)	729,7	(+146,7)
Sonstige autonome Faktoren (netto) ¹	915,7	(+32,0)	915,2	(+30,4)	916,1	(+1,0)	883,7	(-25,1)
Über das Mindestreserve-Soll hinausgehende Giro Guthaben	2 850,3	(+287,6)	2 816,7	(+163,3)	2 883,9	(+67,2)	2 562,7	(+529,6)
Mindestreserve-Soll²	144,8	(+1,8)	144,0	(+0,4)	145,5	(+1,5)	142,9	(+2,6)
Einlagefazilität	561,2	(+125,8)	535,4	(+74,7)	586,9	(+51,5)	435,4	(+104,8)
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 Neubewertungen, sonstigen Forderungen und Verbindlichkeiten Ansässiger im Euroraum sowie Kapital und Rücklagen.

2) Das Mindestreserve-Soll ist ein nachrichtlicher Posten, der nicht in der Bilanz des Eurosystems ausgewiesen wird und somit auch nicht in die Berechnung der Gesamtpassiva einfließt.

Aktiva

(Durchschnittswerte; in Mrd €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 4. November 2020 bis 26. Januar 2021						Vorheriger Berichtszeitraum: 22. Juli bis 3. November 2020	
	Siebte und achte Erfüllungsperiode		Siebte Erfüllungsperiode: 4. November bis 15. Dezember		Achte Erfüllungsperiode: 16. Dezember bis 26. Januar		Fünfte und sechste Erfüllungsperiode	
Autonome Liquiditätsfaktoren	1 039,8	(-57,2)	1 092,9	(-3,1)	986,7	(-106,2)	1 097,0	(+41,6)
Nettoforderungen in Fremdwährung	856,8	(-8,4)	865,1	(+0,7)	848,6	(-16,5)	865,2	(-42,1)
Nettoforderungen in Euro	183,0	(-48,8)	227,8	(-3,8)	138,1	(-89,7)	231,8	(+83,7)
Geldpolitische Instrumente	5 437,7	(+395,1)	5 369,6	(+184,7)	5 505,8	(+136,2)	5 042,6	(+744,3)
Offenmarktgeschäfte	5 437,7	(+395,1)	5 369,6	(+184,7)	5 505,8	(+136,2)	5 042,6	(+744,3)
Tendernesschäfte	1 773,9	(+125,9)	1 754,9	(+45,8)	1 792,9	(+38,0)	1 648,0	(+435,5)
Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs)	0,4	(-0,9)	0,5	(-0,8)	0,3	(-0,2)	1,3	(+0,7)
Dreimonatige längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs)	0,9	(-0,7)	0,9	(-0,3)	0,9	(-0,0)	1,6	(-0,6)
Zweite Reihe gezielter LRGs (GLRG II)	22,5	(-17,9)	29,3	(-4,7)	15,7	(-13,6)	40,4	(-242,4)
Dritte Reihe gezielter LRGs (GLRG III)	1 724,2	(+141,5)	1 699,0	(+49,8)	1 749,4	(+50,4)	1 582,7	(+890,8)
Überbrückungs-LRGs	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-228,6)
Längerfristige Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäfte (PELTROs)	25,9	(+3,9)	25,3	(+1,8)	26,6	(+1,3)	22,1	(+15,7)
Outright-Geschäfte	3 663,8	(+269,2)	3 614,7	(+138,9)	3 712,9	(+98,2)	3 394,6	(+308,8)
Erstes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP)	0,5	(-0,0)	0,5	(-0,0)	0,5	(-0,0)	0,5	(-0,2)
Zweites Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP2)	2,8	(-0,1)	2,8	(-0,0)	2,7	(-0,0)	2,8	(-0,1)
Drittes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3)	287,3	(+1,5)	286,8	(-0,0)	287,8	(+1,0)	285,8	(+3,5)
Programm für die Wertpapiermärkte (SMP)	28,6	(-4,5)	28,6	(-3,4)	28,6	(+0,0)	33,1	(-3,6)
Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP)	29,7	(+0,1)	29,9	(+0,6)	29,6	(-0,3)	29,6	(-1,2)
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP)	2 337,1	(+53,9)	2 329,0	(+29,0)	2 345,2	(+16,2)	2 283,2	(+53,1)
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP)	249,9	(+17,6)	247,9	(+9,7)	252,0	(+4,1)	232,3	(+15,3)
Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP)	727,9	(+200,6)	689,4	(+103,0)	766,5	(+77,1)	527,3	(+242,0)
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: 4. November 2020 bis 26. Januar 2021						Vorheriger Berichtszeitraum: 22. Juli bis 3. November 2020	
	Siebte und achte Erfüllungsperiode		Siebte Erfüllungsperiode: 4. November bis 15. Dezember		Achte Erfüllungsperiode: 16. Dezember bis 26. Januar		Fünfte und sechste Erfüllungsperiode	
Aggregierter Liquiditätsbedarf ¹	2 026,3	(-18,2)	2 017,5	(-53,2)	2 035,0	(+17,5)	2 044,5	(+109,8)
Autonome Faktoren (netto) ²	1 881,5	(-20,1)	1 873,5	(-53,6)	1 889,5	(+16,0)	1 901,6	(+107,3)
Überschussliquidität ³	3 411,4	(+413,4)	3 352,1	(+238,0)	3 470,8	(+118,7)	2 998,0	(+634,5)

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 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: 4. November 2020 bis 26. Januar 2021						Vorheriger Berichtszeitraum: 22. Juli bis 3. November 2020	
	Siebte und achte Erfüllungsperiode		Siebte Erfüllungsperiode: 4. November bis 15. Dezember		Achte Erfüllungsperiode: 16. Dezember bis 26. Januar		Fünfte und sechste 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	(+0,00)
EONIA ¹	-0,475	(-0,01)	-0,471	(-0,00)	-0,478	(-0,01)	-0,468	(-0,01)
€STR	-0,559	(-0,01)	-0,556	(+0,00)	-0,562	(-0,01)	-0,553	(-0,01)

Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Zahlen in Klammern geben die Veränderung gegenüber dem vorherigen Berichtszeitraum oder der vorherigen Erfüllungsperiode an.

1) Seit 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.

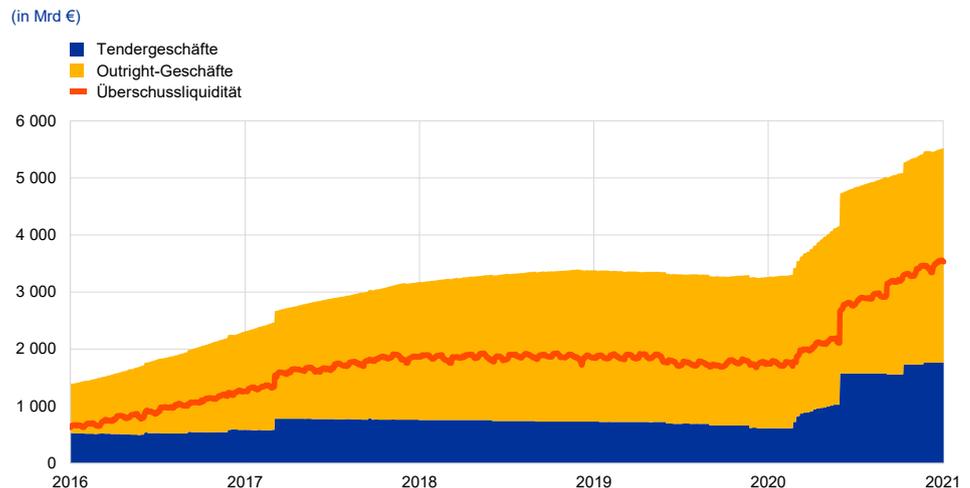
Liquiditätsbereitstellung über geldpolitische Instrumente

Die durchschnittliche über geldpolitische Instrumente bereitgestellte Liquidität erhöhte sich im Berichtszeitraum um 395,1 Mrd € auf 5 437,7 Mrd € (siehe Abbildung A). Dieser Anstieg war zu etwa 68 % auf den anhaltenden Nettoerwerb von Vermögenswerten im Rahmen der Ankaufprogramme (vor allem des PEPP)

zurückzuführen; die restlichen 32 % entfielen auf Tendergeschäfte, allen voran das GLRG III.6 im Dezember.

Abbildung A

Entwicklung der über Offenmarktgeschäfte bereitgestellten Liquidität und der Überschussliquidität



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 26. Januar 2021.

Die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung über Tendergeschäfte stieg im Berichtszeitraum um 125,9 Mrd €, was vor allem auf die Abwicklung des sechsten GLRG-III-Geschäfts zurückzuführen war. Die Liquiditätsbereitstellung über die GLRG III nahm im Schnitt um 141,5 Mrd € zu. Dieser Anstieg wurde durch fällige Geschäfte und/oder freiwillige vorzeitige Rückzahlungen von Mitteln aus der GLRG-II-Reihe teilweise kompensiert, da Geschäftspartner Mittel aus den GLRG II in die GLRG III umschichteten. Im Durchschnitt wurden 17,9 Mrd € der über die GLRG-II-Geschäfte aufgenommenen Mittel fällig oder vorzeitig zurückgezahlt. Durch die PELTROs wurde zusätzliche Liquidität im Volumen von 3,9 Mrd € bereitgestellt. Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) und die dreimonatigen LRGs spielten weiterhin nur eine untergeordnete Rolle. Die durchschnittliche Inanspruchnahme dieser beiden regulären Instrumente zusammengenommen verringerte sich gegenüber dem vorangegangenen Berichtszeitraum um 1,6 Mrd € auf 1,3 Mrd €.

Unterdessen war bei den Outright-Geschäften ein Anstieg um 269,2 Mrd € auf 3 663,8 Mrd € zu verzeichnen, der den Netto-Wertpapierankäufen im Rahmen des APP und des PEPP zuzuschreiben war. Der Bestand des PEPP-Portfolios belief sich im Schnitt auf 727,9 Mrd € und lag damit 200,6 Mrd € über dem Durchschnitt des vorangegangenen Berichtszeitraums. Somit verzeichnete das PEPP von allen Ankaufprogrammen mit Abstand den stärksten Anstieg. An zweiter Stelle befand sich das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) mit einer durchschnittlichen Zunahme um 53,9 Mrd € auf 2 337,1 Mrd €. Danach folgte das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) mit einem durchschnittlichen Zuwachs um 17,6 Mrd € auf 249,9 Mrd €.

Überschussliquidität

Die durchschnittliche Überschussliquidität wuchs um 413,4 Mrd € auf

3 411,4 Mrd € an (siehe Abbildung A). Die über das Mindestreserve-Soll hinausgehenden Giro Guthaben der Banken erhöhten sich um 287,6 Mrd € auf 2 850,3 Mrd €. Unterdessen stieg die durchschnittliche Inanspruchnahme der Einlagefazilität um 125,8 Mrd € auf 561,2 Mrd €. Die Regelung, dass Überschussreserven im Rahmen des zweistufigen Systems für die Verzinsung von Überschussreserven teilweise von der negativen Verzinsung zum Einlagesatz befreit werden, gilt nur für Mittel, die auf Girokonten gehalten werden. Für die Banken besteht daher ein wirtschaftlicher Anreiz, Überschussliquidität bis zur Höhe des im Rahmen des zweistufigen Systems gewährten Freibetrags statt in der Einlagefazilität auf Girokonten zu halten. Guthaben, die über den Freibetrag hinausgehen, werden häufig aus Gründen der operativen Effizienz und/oder der regulatorischen Behandlung in der Einlagefazilität belassen.

Zinsentwicklung

Der €STR blieb im Berichtszeitraum im Durchschnitt weitgehend unverändert gegenüber dem vorangegangenen Berichtszeitraum.

Während des aktuellen Betrachtungszeitraums lag er im Schnitt bei -55,9 Basispunkten, verglichen mit durchschnittlich -55,3 Basispunkten zuvor. Seit Oktober 2019 wird der EONIA als €STR zuzüglich eines fixen Aufschlags von 8,5 Basispunkten berechnet. Folglich entwickelte er sich parallel zum €STR und wird dies auch künftig tun. Die Leitzinsen der EZB, d. h. die Zinssätze für die Einlagefazilität, die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und die Spitzenrefinanzierungsfazilität, blieben im Berichtszeitraum unverändert.

4 Die Folgen der Eindämmungsmaßnahmen in den einzelnen Sektoren und Ländern während der Corona-Pandemie

Niccolò Battistini und Grigor Stoevsky

Die Maßnahmen zur Eindämmung der Corona-Pandemie (Covid-19) wirkten sich im Jahr 2020 in den einzelnen Sektoren und Ländern des Euroraums unterschiedlich auf die Wirtschaftstätigkeit aus.

Das Verbot öffentlicher Veranstaltungen, die strengen Lockdowns und die Einschränkung zahlreicher Aktivitäten im Frühjahr 2020 hatten dramatische Folgen für die Wirtschaft. So ging das euroraumweite BIP in der ersten Jahreshälfte um 15 % zurück. Seither haben staatliche Instanzen wie auch private Haushalte und Unternehmen gelernt, wie sie am besten mit gezielteren Eindämmungsmaßnahmen umgehen und deren ökonomische Auswirkungen abmildern können. Allerdings besteht noch immer erhebliche Unsicherheit hinsichtlich der weiteren Entwicklung der Pandemie, der Eindämmungsmaßnahmen und der damit verbundenen wirtschaftlichen Effekte. Vor diesem Hintergrund wird im Folgenden untersucht, wie unterschiedlich sich die Maßnahmen zur Eindämmung von Covid-19 in den einzelnen Sektoren sowie in den fünf größten Euro-Ländern wirtschaftlich niedergeschlagen haben und wie sich dieser Effekt im Zeitverlauf verändert hat.²⁰

Tätigkeiten, die eine soziale Interaktion voraussetzen, waren in allen untersuchten Ländern des Euroraums am stärksten betroffen.

Für die im Ländervergleich sehr unterschiedlichen wirtschaftlichen Verluste im vergangenen Jahr waren jedoch die länderspezifische Wirtschaftsstruktur (sektorale Zusammensetzung und Offenheitsgrad), die Eindämmungsmaßnahmen (regionale und lokale sowie sektorübergreifende Ausgestaltung der Maßnahmen), die wirtschaftspolitische Reaktion sowie institutionelle Merkmale maßgeblich (siehe Abbildung A).²¹ Verglichen mit dem Euro-Währungsgebiet insgesamt verzeichneten Deutschland und die Niederlande geringere gesamtwirtschaftliche Verluste. Grund hierfür war, dass Freizeitdienstleistungen in beiden Ländern nicht so stark in

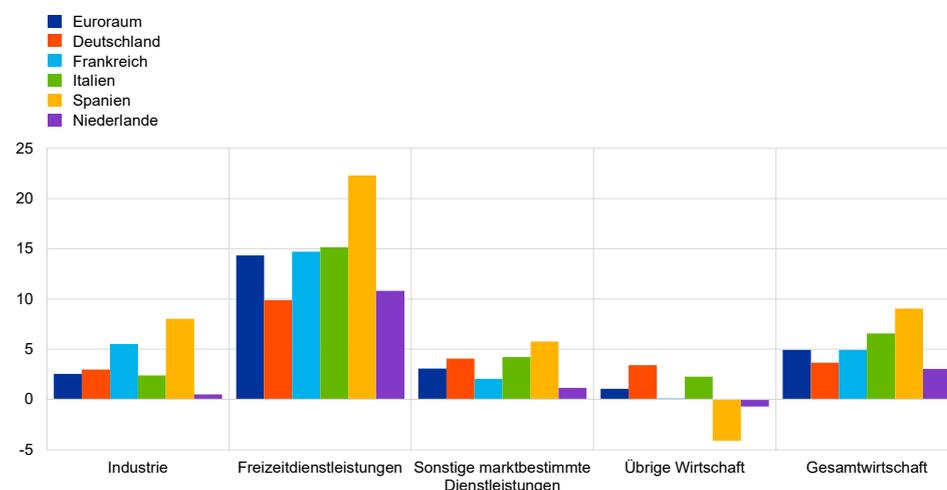
²⁰ Die untersuchten Sektoren decken die gesamte Wirtschaft und dabei folgende Bereiche der statistischen Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft (NACE Rev. 2) ab: Landwirtschaft (Abschnitt A in NACE Rev.2); sonstige Industrie (Abschnitt B, D und E); verarbeitendes Gewerbe/Herstellung von Waren (Abschnitt C); Baugewerbe/Bau (Abschnitt F); Handel, Verkehr, Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie (Abschnitt G, H und I); Information und Kommunikation (Abschnitt J); Erbringung von Finanz- und Versicherungsleistungen (Abschnitt K); Grundstücks- und Wohnungswesen (Abschnitt L); Erbringung von freiberuflichen, wissenschaftlichen und technischen sowie sonstigen wirtschaftlichen Dienstleistungen (Abschnitt M und N); öffentliche Verwaltung (Abschnitt O, P und Q); Kunst und Unterhaltung (Abschnitt R, S, T und U).

²¹ Ein Überblick darüber, wie unterschiedlich sich die diskretionären fiskalischen Maßnahmen im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie in den einzelnen Ländern ausgewirkt haben, findet sich in: EZB, [Die finanzpolitischen Reaktionen der Länder des Euro-Währungsgebiets in den Anfangsphasen der Covid-19-Krise](#), Wirtschaftsbericht 1/2021, Februar 2021. Eine Analyse des Einflusses institutioneller Merkmale auf die Wirksamkeit der jeweiligen nationalen Eindämmungsmaßnahmen findet sich in: OECD, [Lessons learnt or squandered? The evolving policy response and effectiveness of measures to deal with the pandemic](#) (im Erscheinen).

Mitleidenschaft gezogen wurden.²² Überdies haben diese Dienstleistungen in Deutschland – mit 20 % im Jahr 2019 gegenüber 22,5 % für den Euroraum insgesamt – einen geringeren Anteil an der gesamten realen Bruttowertschöpfung (BWS). In Spanien und Italien fiel der Rückgang der Wirtschaftstätigkeit höher aus, in Frankreich lag er in etwa auf dem Niveau des Eurogebiets insgesamt. Da die relativ hohen Einbußen in Italien zum Teil auch durch die Entwicklung der Auslandsnachfrage bedingt waren, entsprachen die unmittelbaren negativen Auswirkungen der Eindämmungsmaßnahmen dort weitgehend dem Durchschnitt für das Euro-Währungsgebiet (siehe weiter unten).

Abbildung A Wirtschaftliche Verluste in den fünf größten Ländern des Euroraums nach Sektoren

(Verlust an realer BWS im vierten Quartal 2020 in % der BWS im vierten Quartal 2019)



Quellen: Eurostat, T. Hale et al. (siehe Fußnote 23), Eurosystem und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Als Grundlage dient die statistische Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft (NACE Rev. 2). Zur Industrie zählen hier die Sektoren in Abschnitt B, C, D, E und F; Freizeidienstleistungen umfassen die Sektoren in Abschnitt G, H, I, R, S, T und U; zu den sonstigen marktbestimmten Dienstleistungen werden die Sektoren in Abschnitt J, K, L, M und N gerechnet; die übrige Wirtschaft umfasst die Sektoren in Abschnitt A, O, P und Q; „Gesamtwirtschaft“ bezieht sich auf das reale BIP.

Zur Quantifizierung der unmittelbaren Auswirkungen der Eindämmungsmaßnahmen wird ein sektorübergreifendes vektorautoregressives Modell (VAR-Modell) zugrunde gelegt. Dabei wird ein formaler ökonometrischer Ansatz auf die sektoralen Daten für das Euro-Währungsgebiet und die fünf größten Länder des Euroraums angewandt. Im ökonometrischen Modell wird die an der realen BWS gemessene sektorale Aktivität einer Näherungsgröße für die Strenge der nationalen Eindämmungsmaßnahmen, dem länderübergreifend vergleichbaren Oxford Stringency Index (OSI),

²² Die geringeren wirtschaftlichen Verluste bei den Freizeidienstleistungen in Deutschland und den Niederlanden sind neben anderen Faktoren auf die weniger negativen Effekte von Störungen im internationalen Tourismus zurückzuführen, die dort im Vergleich zu anderen großen Ländern des Euroraums verzeichnet wurden. Siehe hierzu EZB, [Entwicklung der Tourismusbranche während der Covid-19-Pandemie](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 8/2020, Januar 2021; EZB, [Auswirkungen des Covid-19-bedingten Lockdowns auf den Handel mit Reisedienstleistungen](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 4/2020, Juni 2020.

gegenübergestellt.²³ Um der unterschiedlichen Wirtschaftsstruktur der Euro-Länder sowohl in Bezug auf Produktionsnetzwerke als auch Offenheitsgrad Rechnung zu tragen, wird die sektorale Aktivität im Modell mit einer Messgröße der länderspezifischen Auslandsnachfrage in Beziehung gesetzt.²⁴ Auf diese Weise lässt sich der direkte sektorspezifische Einfluss nationaler Eindämmungsmaßnahmen ermitteln, während zugleich die Effekte außenwirtschaftlicher Faktoren – z. B. Störungen der globalen Lieferketten aufgrund einer unterschiedlich starken Exportorientierung in den einzelnen Sektoren – miterfasst werden.

Das Modell trägt der Möglichkeit Rechnung, dass sich der wirtschaftliche Einfluss der pandemiebedingten Eindämmungsmaßnahmen im Zeitverlauf verändert. Grund hierfür ist ein Lernprozess sowohl bei staatlichen Stellen, die ihre Maßnahmen auf regionaler und lokaler sowie auf sektoraler Ebene entsprechend neu ausgestalten, als auch bei privaten Haushalten und Unternehmen, die sich den Gegebenheiten anpassen, um die wirtschaftlichen Verluste zu minimieren. Im vorliegenden Kasten werden die Ergebnisse auf Basis geschätzter (sowohl konstanter als auch zeitvariabler) Sektorelastizitäten vorgestellt, die es erlauben, die Reagibilität der Gesamtwirtschaft (reales BIP) gegenüber der Strenge der Eindämmungsmaßnahmen zu bestimmen.²⁵ Die Entwicklung der zeitvariablen Elastizitäten spiegelt einerseits den Lernprozess der Wirtschaftsakteure im Zeitverlauf und andererseits die entgegengesetzt wirkende Persistenz der negativen Folgen wider, die sich aus den Beschränkungen ergeben.²⁶

²³ Siehe T. Hale, N. Angrist, E. Cameron-Blake, L. Hallas, B. Kira, S. Majumdar, A. Petherick, T. Phillips, H. Tatlow und S. Webster, Oxford COVID-19 Government Response Tracker, Blavatnik School of Government, 2020. Der aggregierte OSI für den Euroraum errechnet sich als BIP-gewichteter Durchschnittswert des OSI für 18 Euro-Länder (ohne Malta, für das keine Angaben vorliegen) im Jahr 2019. Der jeweilige nationale OSI ist ein zusammengesetzter Index, der unterschiedliche Eindämmungs- und Schließungsmaßnahmen wie etwa Schulschließungen und Mobilitätseinschränkungen umfasst. Der OSI ist nur auf nationaler Ebene verfügbar. Regional unterschiedliche Eindämmungsmaßnahmen innerhalb eines Landes sind darin nicht berücksichtigt.

²⁴ Die länderspezifische Auslandsnachfrage wird auf Basis eines gewichteten Durchschnitts der Importvolumina von Handelspartnerländern berechnet und dient auch als Messgröße im Rahmen der gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Experten der EZB bzw. des Eurosystems. Siehe EZB, [Das außenwirtschaftliche Umfeld](#), Kasten 2, in: Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, März 2021; EZB, [A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises](#), Juli 2016; K. Hubrich und T. Karlsson, [Trade consistency in the context of the Eurosystem projection exercises – an overview](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 108, 2010.

²⁵ Das reale BIP ergibt sich aus der Gewichtung der Resultate für die einzelnen Sektoren mit ihrem jeweiligen Anteil an der gesamten realen BWS im vierten Quartal 2019.

²⁶ Die Schätzung basiert auf länder- und sektorspezifischen Daten zur realen BWS für den Zeitraum vom ersten Quartal 1995 bis zum vierten Quartal 2020. Formal lässt sich das – für jedes Land separat geschätzte – sektorübergreifende VAR-Modell wie folgt abbilden:

$$Y_t = A + B Y_{t-1} - C_t \Delta s_t + D W_t + u_t$$

$$C_t = C_{t-1} + e_t$$

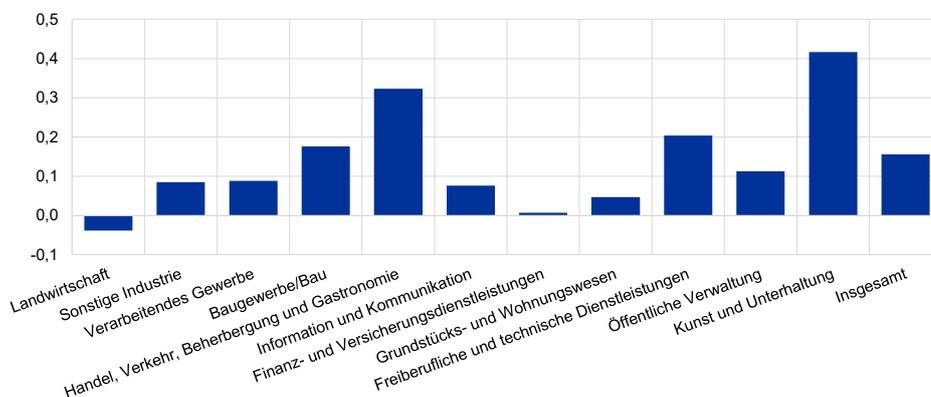
Während die auf nationaler Ebene ergriffenen Eindämmungsmaßnahmen schwerwiegende Auswirkungen auf Freizeitdienstleistungen hatten, war der Rückgang im verarbeitenden Gewerbe größtenteils außenwirtschaftlichen Faktoren zuzuschreiben. Freizeitdienstleistungen – einschließlich Handel, Verkehr, Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie sowie Kunst und Unterhaltung – weisen die höchsten (absoluten) Elastizitäten gegenüber Veränderungen des OSI auf. Dies zeigt, dass diese Bereiche am stärksten von den Eindämmungsmaßnahmen betroffen waren (siehe Abbildung B). Zwar wurden auch die Produktionskapazitäten durch die ersten Lockdowns beeinträchtigt, doch hielten sich die durchschnittlichen Auswirkungen der Restriktionen auf das verarbeitende Gewerbe im Jahr 2020 in Grenzen, da die Aktivität in diesem Sektor in relativ hohem Maße von der Entwicklung der Auslandsnachfrage bestimmt wird. Tatsächlich spiegelt sich in der (nicht dargestellten) hohen Elastizität des verarbeitenden Gewerbes gegenüber der Auslandsnachfrage der hohe Offenheitsgrad des Sektors gegenüber dem internationalen Handel wider. Dies deutet auf die durch Störungen der globalen Lieferketten verursachten zusätzlichen Kosten in der Frühphase der Pandemie hin und liefert eine Erklärung für die anschließende kräftige Erholung dieses Sektors, da der internationale Handel in der zweiten Jahreshälfte 2020 wieder Fahrt aufnahm. Die Landwirtschaft schließlich weist eine negative Elastizität auf und scheint von den Einschränkungen im Durchschnitt sogar profitiert zu haben. Dies ist möglicherweise darauf zurückzuführen, dass landwirtschaftliche Produktionsprozesse nur begrenzt soziale Kontakte erfordern und durch eine anhaltend hohe Nachfrage gestützt werden.

wobei sich Δ auf den ersten Differenzenoperator bezieht und $Y_t = [y_{1,t}, \dots, y_{s,t}, \dots, y_{11,t}]$ den Vektor der vierteljährlichen Wachstumsraten der realen sektoralen BWS in Quartal t bezeichnet. Der Vektor-Fehlerterm u_t bildet die aggregierten ökonomischen Resteffekte ab, die die sektorale Wirtschaftstätigkeit beeinflussen und nicht unmittelbar mit den Eindämmungsmaßnahmen oder der Auslandsnachfrage zusammenhängen. Darüber hinaus bezeichnet A einen Vektor mit konstanten Parametern in Bezug auf die durchschnittliche sektorspezifische Wachstumsrate der realen BWS, ist B eine Matrix mit autoregressiven Parametern zur Berücksichtigung der intra- und intersektoralen Dynamik, und bezieht sich C_t auf den Vektor mit den Parametern für die konstanten bzw. zeitvariablen sektorspezifischen Elastizitäten gegenüber den ersten Differenzen von s_t , d. h. den wirtschaftlichen Auswirkungen. Der Pfad der Elastizitäten trägt auch den Lerneffekten Rechnung. Die Variablen s_t geben die Strenge der Eindämmungsmaßnahmen wieder, näherungsweise beziffert als durchschnittlicher OSI in Quartal t . Für die Anwendung des Modells über den Prognosezeitraum hinweg sind Annahmen hinsichtlich der zukünftigen Werte des OSI und der zeitvariablen Elastizitäten erforderlich. Nach Schätzung der konstanten Elastizitäten mittels herkömmlicher Verfahren werden die zeitvariablen Sensitivitäten unter Verwendung des Kalman-Filters geschätzt. Diese folgen annahmegemäß einem zufälligen Pfad (Random Walk). Die Annahme, dass Koeffizienten einem stochastischen Random-Walk-Prozess folgen, ist in der makroökonomischen Fachliteratur üblich. Siehe u. a. den wegweisenden Beitrag von R. King, C. Plosser, J. Stock und M. Watson, Stochastic Trends and Economic Fluctuations, American Economic Review, Bd. 81, Nr. 4, 1991, S. 819-840.

Abbildung B

Sektorelastizitäten gegenüber der Strenge der Eindämmungsmaßnahmen im Euroraum

(Effekt eines Rückgangs des Oxford Stringency Index (OSI) um 1 Punkt auf das vierteljährliche Wachstum der realen Bruttowertschöpfung (BWS), in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, T. Hale et al., a. a. O., Eurosystem, O*NET und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die ausgewiesenen Sektorelastizitäten sind mit dem sektorübergreifenden VAR-Modell auf Basis konstanter Parameter geschätzt. „Insgesamt“ bezieht sich auf das reale BIP.

Durch die Eindämmungsmaßnahmen wurden Sektoren mit kontaktintensiven Tätigkeiten, die nicht für Telearbeit geeignet sind, besonders stark in Mitleidenschaft gezogen.

Die Uneinheitlichkeit der direkten Folgen der Beschränkungen könnte auf unterschiedliche sektorspezifische Merkmale zurückzuführen sein. Die aktuelle Evidenz lässt zudem darauf schließen, dass sich die Abstandsregeln gravierender auf Sektoren ausgewirkt haben, in denen es weniger Möglichkeiten gibt, von zu Hause aus zu arbeiten (d. h. nicht telearbeitsfähige Tätigkeiten). Am stärksten betroffen waren davon Bereiche, in denen häufiger Präsenzarbeit im Team oder direkter Kundenkontakt erforderlich ist (d. h. kontaktintensive Tätigkeiten).²⁷ Dies untermauern die positive Korrelation der geschätzten Sektorelastizitäten mit einem Index nicht telearbeitsfähiger Tätigkeiten (siehe Abbildung C, blaue Punkte) unter Ausschluss der Landwirtschaft sowie die positive Korrelation der geschätzten Sektorelastizitäten mit einem Index kontaktintensiver, nicht telearbeitsfähiger Tätigkeiten (siehe Abbildung C, gelbe Punkte) unter Einbeziehung der Landwirtschaft.²⁸

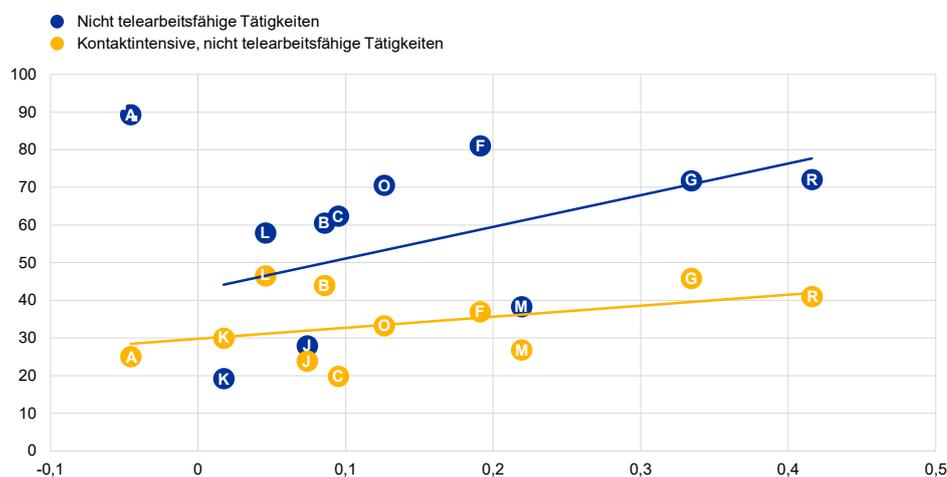
²⁷ Siehe J. Dingel und B. Neiman, How Many Jobs Can be Done at Home?, Discussion Paper Series des CEPR, Nr. 14584, 2020; M. Koren und R. Pető, Business disruptions from social distancing, PLoS ONE, September 2020.

²⁸ Landwirtschaft ist eine nicht telearbeitsfähige Beschäftigung, die aber mit wenig sozialen Kontakten verbunden ist. Daher wurde sie bei der erstgenannten Korrelation als Ausreißer behandelt.

Abbildung C

Korrelation der Sektorelastizitäten mit verschiedenen beruflichen Tätigkeiten im Euroraum

(x-Achse: Sektorelastizitäten, in Prozentpunkten; y-Achse: Anteil der Beschäftigten mit nicht telearbeitsfähigen Tätigkeiten oder mit kontaktintensiven, nicht telearbeitsfähigen Tätigkeiten, in %)



Quellen: Eurostat, T. Hale et al., a. a. O., Eurosystem, O*NET und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die ausgewiesenen Sektorelastizitäten sind mit dem sektorübergreifenden VAR-Modell auf Basis konstanter Parameter geschätzt. Die Buchstaben bezeichnen die folgenden Wirtschaftszweige: Landwirtschaft (A); sonstige Industrie (B); verarbeitendes Gewerbe/Herstellung von Waren (C); Baugewerbe/Bau (F); Handel, Verkehr, Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie (G); Information und Kommunikation (J); Erbringung von Finanz- und Versicherungsdienstleistungen (K); Grundstücks- und Wohnungswesen (L); Erbringung von freiberuflichen, wissenschaftlichen und technischen sowie sonstigen wirtschaftlichen Dienstleistungen (M); öffentliche Verwaltung (O); Kunst und Unterhaltung (R). Die granularen Daten zu den beruflichen Tätigkeiten basieren auf dem O*NET-Datensatz (siehe O*NET OnLine, National Center for O*NET Development, 2020). Der Index nicht telearbeitsfähiger Tätigkeiten ist konstruiert als 100 abzüglich des Index telearbeitsfähiger Tätigkeiten gemäß J. Dingel und B. Neiman, a. a. O. Der Index kontaktintensiver, nicht telearbeitsfähiger Tätigkeiten wird von M. Koren und R. Petó, a. a. O., durch Kombination eines Index nicht telearbeitsfähiger Tätigkeiten mit einem zusammengesetzten Index von persönlicher Teamarbeit, direktem Kundenkontakt, physischer Präsenz und Kommunikation erstellt. Diese granularen Daten werden auf der Basis von Wertschöpfungsgewichten für die Wirtschaftszweige (gemäß NACE Rev. 2, zweistellige Gliederungsebene) anhand von Daten für den Euroraum aus der World Input-Output Database 2014 in die elf Sektoren aggregiert. Die durchgezogene blaue Linie entspricht dem Trend zwischen den Sektorelastizitäten und den nicht telearbeitsfähigen Tätigkeiten für alle Sektoren ohne Landwirtschaft. Die durchgezogene gelbe Linie stellt den Trend zwischen den Sektorelastizitäten und den kontaktintensiven, nicht telearbeitsfähigen Tätigkeiten für alle Sektoren dar.

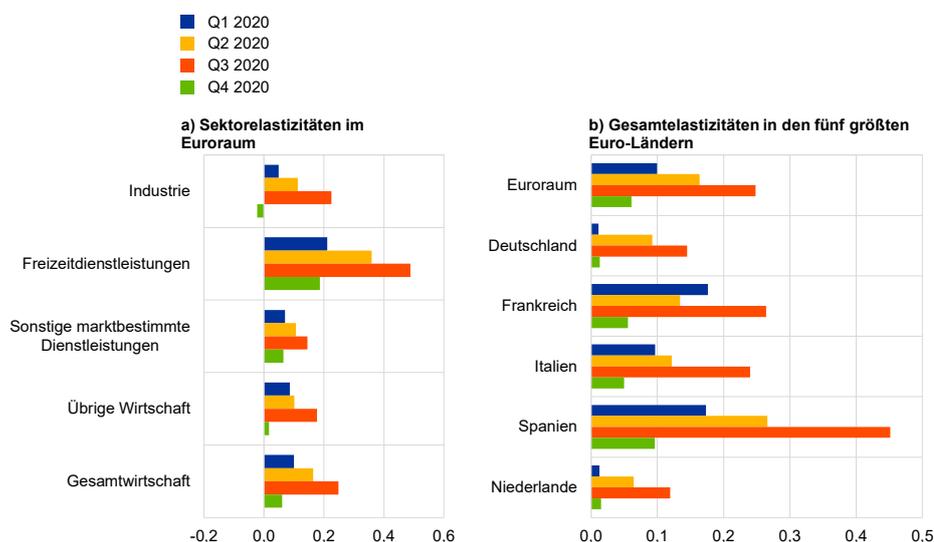
Die Auswirkungen der Eindämmungsmaßnahmen fielen von Land zu Land unterschiedlich aus und haben sich zudem im Zeitverlauf verändert, da die Wirtschaftsakteure gelernt haben, mit den Einschränkungen umzugehen.

Die Veränderungen werden durch die geschätzten zeitvariablen Elastizitäten erfasst (siehe Abbildung D). Die rasche Ausbreitung der Pandemie hatte zur Folge, dass die Lerneffekte in der ersten Jahreshälfte 2020 kaum zum Tragen kamen. Dies zeigt sich darin, dass die Konjunkturreagibilität im Zuge der Verschärfung der Restriktionen stark zunahm. Diese Entwicklung war in den meisten Sektoren (siehe Abbildung D, Grafik a), insbesondere bei den Freizeitdienstleistungen und in der Industrie (darunter verarbeitendes Gewerbe/Herstellung von Waren, Baugewerbe/Bau und sonstige Industrie), und in den meisten Ländern (siehe Abbildung D, Grafik b), vor allem in Spanien, zu beobachten. Im zweiten Halbjahr 2020 schlugen die Lerneffekte hingegen erheblich zu Buche. Im dritten Quartal nahmen die Elastizitäten mit der Lockerung der Einschränkungen deutlich zu, was eine kräftige Konjunkturerholung möglich machte. Der Lernprozess verstärkte sich im vierten Quartal weiter, als die Elastizitäten angesichts einer erneuten Verschärfung der Eindämmungsmaßnahmen drastisch abnahmen. Dadurch wurde der Konjunkturabschwung gedämpft. Dieser Effekt fiel in der Industrie sowie in Deutschland und den Niederlanden vergleichsweise stark aus.

Zwar liefert das Modell eindeutige Belege dafür, dass im Laufe der Zeit ein Lernprozess stattgefunden hat, doch lässt es keine Rückschlüsse darauf zu, ob dieses Lernen in erster Linie auf gezieltere (oder lokal begrenzte) behördliche Eindämmungsmaßnahmen oder auf ein besser angepasstes Verhalten der privaten Haushalte und Unternehmen zurückzuführen ist.²⁹ Insgesamt gingen bei einer weitgehend vergleichbaren Intensität der Lockdown-Maßnahmen die schwächeren wirtschaftlichen Verluste in Deutschland und den Niederlanden mit relativ geringen Schätzungen der Elastizitäten einher, während die stärkeren Verluste in Spanien höhere Elastizitäten implizierten. Die Ergebnisse deuten auch darauf hin, dass die durchschnittlichen negativen Folgen der Eindämmungsmaßnahmen in Frankreich und Italien 2020 im Großen und Ganzen den wirtschaftlichen Auswirkungen entsprachen, die für das Euro-Währungsgebiet als Ganzes geschätzt wurden.

Abbildung D
Geschätzte Elastizitäten im Euroraum im Zeitverlauf

(Effekt eines OSI-Rückgangs um 1 Punkt auf das vierteljährliche Wachstum der realen BWS, in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, T. Hale et al., a. a. O., Eurosystem und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: „Gesamtwirtschaft“ bezieht sich auf das reale BIP.

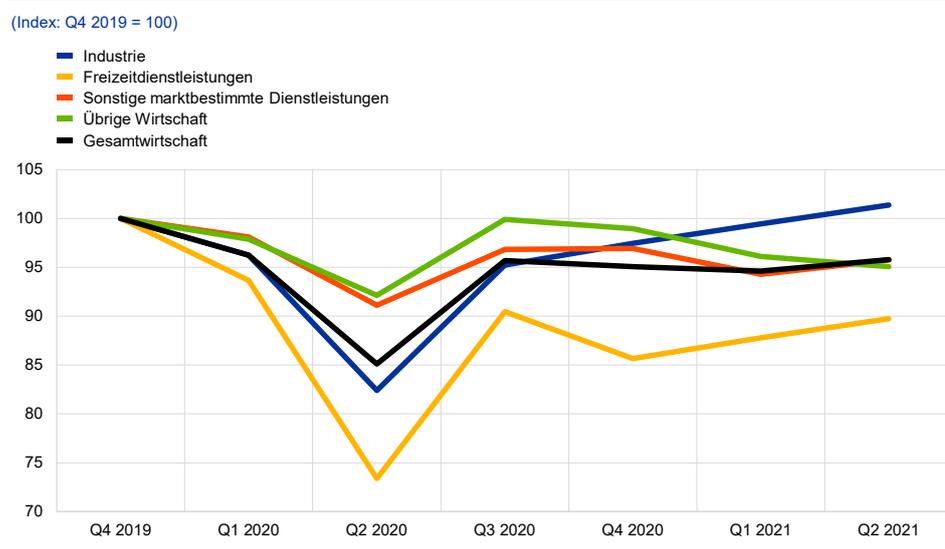
Den Erwartungen zufolge wird die Konjunkturerholung auch im ersten Halbjahr 2021 auf Sektorebene uneinheitlich verlaufen, wodurch sich die Struktur der Wirtschaftstätigkeit verändern dürfte. Mithilfe des

sektorübergreifenden VAR-Modells kann das in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom März 2021 enthaltene Wachstumsprofil des realen BIP in sektorspezifische Profile der realen BWS aufgeschlüsselt werden (siehe Abbildung E). Diese Profile geben die historischen Wechselbeziehungen zwischen den Sektoren und die geschätzten Elastizitäten, die unterstellte Auslandsnachfrage, die pandemiebedingten Einschränkungen und die angenommenen Auswirkungen künftiger Eindämmungsmaßnahmen wieder. Die Ergebnisse zeigen, dass die

²⁹ Die Verhaltensreaktionen umfassen Handlungen mit dem Ziel, die Beeinträchtigung der Wirtschaftstätigkeit zu minimieren. Eine derartige Beeinträchtigung kann u. a. durch freiwillige Kontaktbeschränkungen als Reaktion auf steigende Infektionszahlen und Verzögerungen bei den Impfungen verursacht werden. Siehe auch IWF, [World Economic Outlook](#), Kapitel 2, Oktober 2020.

Freizeitdienstleistungen auf kurze Sicht am stärksten von der Pandemie in Mitleidenschaft gezogen werden. Mitte 2021 dürfte die Wirtschaftsleistung dieses Sektors rund 10 % unter dem Vorkrisenniveau liegen. Die sonstigen marktbestimmten Dienstleistungen (ohne Freizeitdienstleistungen) werden den Projektionen zufolge etwa 4 % hinter ihrem Vorpandemieniveau zurückbleiben. Im Gegensatz dazu wird erwartet, dass sich die Industrie in der aktuellen Pandemiephase weiterhin gut behaupten kann. Im zweiten Quartal 2021 dürfte der Sektor sein Niveau vom vierten Quartal 2019 um rund 1 % überschreiten. Alles in allem implizieren diese mechanischen modellgestützten Hochrechnungen eine anhaltende Verlagerung der Aktivität bei den marktbestimmten Dienstleistungen zulasten kontaktintensiver Bereiche und zugunsten von Bereichen, die weniger stark von Abstandsregeln und Eindämmungsmaßnahmen betroffen sind.

Abbildung E
Aufschlüsselung des realen BIP im Euroraum nach Sektoren



Quellen: Eurostat, T. Hale et al., a. a. O., Eurosystem und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die modellimplizite Entwicklung der Sektoren basiert auf den Projektionen vom März 2021 für das reale BIP und die Auslandsnachfrage im ersten und zweiten Quartal 2021.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die Maßnahmen zur Eindämmung der Covid-19-Pandemie in den einzelnen Sektoren und Ländern sowie im Zeitverlauf unterschiedliche wirtschaftliche Auswirkungen hatten. Gezielte Eindämmungsmaßnahmen und die Verhaltensanpassungen der Wirtschaftsakteure haben dazu beigetragen, die ökonomischen Kosten der Einschränkungen zu begrenzen. Mit Blick auf die Zukunft dürften die großen Unterschiede bei den wirtschaftlichen Folgen der Eindämmungsmaßnahmen in den einzelnen Sektoren – zumindest auf kurze Sicht – weiter Bestand haben.

5 Zur Bedeutung von Gewinnmargen bei der Anpassung an den Covid-19-Schock

Elke Hahn

Gewinnmargen sind ein fester Bestandteil der inländischen Preisgestaltung und beeinflussen die Reaktion der Inflation im Euroraum auf den von Covid-19 ausgelösten Schock.

Trotz des Konjunkturerinbruchs blieb das Wachstum des BIP-Deflators in der ersten Jahreshälfte 2020 robust. Im vorliegenden Kasten wird gezeigt, dass die Entwicklung der als Gewinn je BIP-Einheit gemessenen Gewinnmargen (d. h. der Bruttobetriebsüberschuss je BIP-Einheit) während der Krise außergewöhnlich war. Dies gilt auch im Vergleich zu vorangegangenen Rezessionen und hat den auf dem BIP-Deflator basierenden Verlauf der Inflation geprägt. Der Kasten nimmt zudem die wahrscheinlichen Ursachen der ungewöhnlichen Reaktion der Gewinnmargen in den Blick. Ferner wird untersucht, wie sich granularere Gewinnindikatoren in den wichtigsten institutionellen Sektoren seit Ausbruch der Krise entwickelt haben.

Die Entwicklung des BIP-Deflators und seiner Komponenten war seit Ausbruch der Covid-19-Krise außergewöhnlich (siehe Abbildung A).

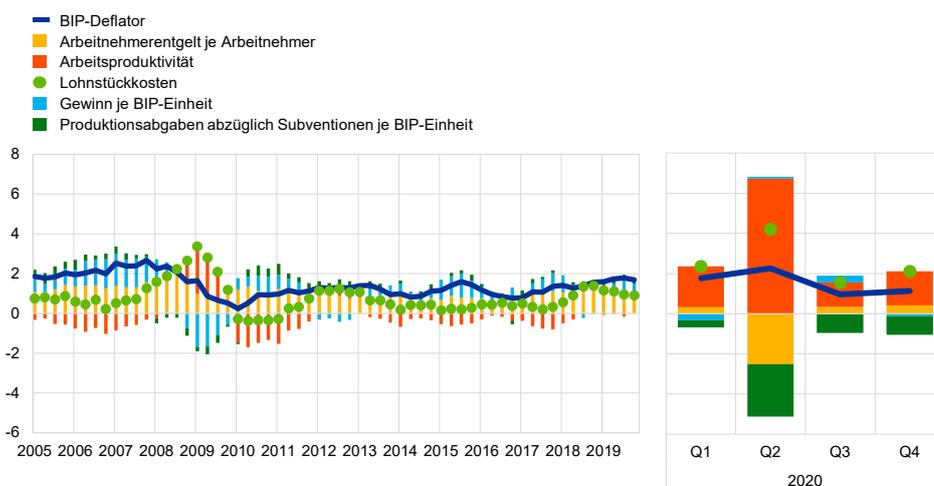
Trotz der Rezession war die jährliche Wachstumsrate des BIP-Deflators zunächst von 1,8 % im ersten auf 2,3 % im zweiten Quartal 2020 gestiegen, bevor sie in den beiden Folgequartalen auf rund 1,0 % einbrach. In der Geschichte der Zeitreihe war dies die stärkste Veränderung gegenüber dem Vorquartal, die je gemessen wurde. Allerdings scheint der Buckel im Verlaufsprofil des BIP-Deflators in erster Linie auf statistische Messeffekte und nicht auf tatsächliche Veränderungen des inländischen Preisdrucks zurückzuführen zu sein.³⁰ Zugleich fielen auch die bei den Komponenten des BIP-Deflators beobachteten Veränderungen deutlich stärker aus als in zurückliegenden Krisenzeiten. Vor allem die Lohnstückkosten stiegen im zweiten Quartal vorübergehend kräftig an. Zudem war der Beitrag der Produktionsabgaben (abzüglich Subventionen) je BIP-Einheit zum BIP-Deflator negativ und so hoch wie nie zuvor. In der letztgenannten Entwicklung spiegelten sich die staatlichen Hilfsmaßnahmen wider, die im Rahmen der Programme zur Arbeitsplatzsicherung

³⁰ Der sich aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ergebende BIP-Deflator wird ermittelt als Quotient aus dem nominalen BIP und dem realen BIP (verkettete Volumenindizes). Demzufolge kann er ausgehend von der Ausgaben-, der Einkommens- und der Produktionsseite des BIP analysiert werden. Die Aufschlüsselung des BIP-Deflators von der Produktionsseite aus zeigt, dass der Anstieg seiner Jahreswachstumsrate im zweiten Quartal 2020 weitgehend dem Deflator der Sektoren „Öffentliche Verwaltung, Verteidigung, Erziehung und Unterricht und Gesundheits- und Sozialwesen“ zuzuschreiben war. Der Deflator des öffentlichen Sektors nahm im zweiten Quartal zu, weil der nominale Produktionswert nicht so stark gesunken war wie der reale Produktionswert. Zahlreiche nationale Statistikämter hatten infolge der Covid-19-Krise Schwierigkeiten bei der Messung der Nichtmarktproduktion. Eurostat sah sich angehalten, zu diesem Thema eine gesonderte Leitlinie zur Verfügung zu stellen (siehe Eurostat, [Guidance on non-market output in the context of the COVID-19 crisis](#), Mai 2020). Laut dieser Leitlinie rechtfertigt es eine vorübergehend veränderte Wirtschaftsentwicklung nicht, vom herkömmlichen „Summe der Kosten“-Ansatz für den Produktionswert in laufenden Preisen abzuweichen. Die diesbezüglichen rechtlichen Anforderungen des Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG 2010) sollten weiterhin befolgt werden. Dadurch wird zudem ein harmonisiertes Vorgehen in allen EU-Mitgliedstaaten sichergestellt. Die Tatsache, dass der Deflator des öffentlichen Sektors im zweiten Quartal 2020 nach aktuellem Wissensstand eine schwer nachvollziehbare Entwicklung vollzog, könnte zum Teil darauf zurückzuführen sein, dass den nationalen Statistikämtern zum damaligen Zeitpunkt nur unzureichende Angaben vorlagen. Es ist nicht auszuschließen, dass diese Ergebnisse noch korrigiert werden, sobald neue BIP-Daten veröffentlicht werden und die Jahresergebnisse für 2020 im weiteren Verlauf dieses Jahres vollständig vorliegen.

ergriffen wurden. Dieser Beitrag ging im weiteren Verlauf jedoch deutlich zurück, da angesichts der sich wieder erholenden Wirtschaftstätigkeit im dritten und vierten Quartal die genannten Programme in geringerem Maße in Anspruch genommen wurden.³¹ Wie nachstehend erläutert, übten die Programme zur Arbeitsplatzsicherung während der Krise auch einen beträchtlichen Einfluss auf die Entwicklung der Gewinnmargen aus.³²

Abbildung A BIP-Deflator und Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2020.

Die Gesamtgewinne waren während der Covid-19-Krise stark rückläufig, und zwar sowohl im Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften als auch bei den privaten Haushalten (siehe Abbildung B). Auf den Bruttobetriebsüberschuss der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und das Bruttoselbstständigeneinkommen der kleineren, dem Sektor der privaten Haushalte zugerechneten Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit entfallen zusammengenommen rund drei Viertel der gesamtwirtschaftlichen Gewinne. Beide Komponenten sind im zweiten Quartal 2020 deutlich gesunken, und zwar sehr viel stärker als während der großen Finanzkrise.³³ Im dritten Jahresviertel 2020 konnte der Gewinneinbruch aus dem Vorquartal zum Großteil wieder wettgemacht werden. Dies traf auch auf die meisten spezifischeren Gewinnindikatoren zu, die für den Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften

³¹ Wie diese staatlichen Hilfsmaßnahmen im Rahmen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen erfasst werden, unterscheidet sich in den einzelnen Euro-Ländern je nach Art der durch die nationalen Regierungen gewährten Unterstützung. In einigen Ländern erfolgen Hilfsleistungen in Form von Subventionen an die Arbeitgeber, die sie als Entgelt an die Beschäftigten weitergeben. Dadurch wird der Einfluss der Komponente „Produktionsabgaben abzüglich Subventionen“ des BIP-Deflators gedämpft, und es kommt zu einem entsprechenden Aufwärtsdruck auf das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer.

³² Weitere Informationen zu den Auswirkungen der Programme zur Arbeitsplatzsicherung auf die Lohnentwicklung finden sich in: EZB, [Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 8/2020, Januar 2021.

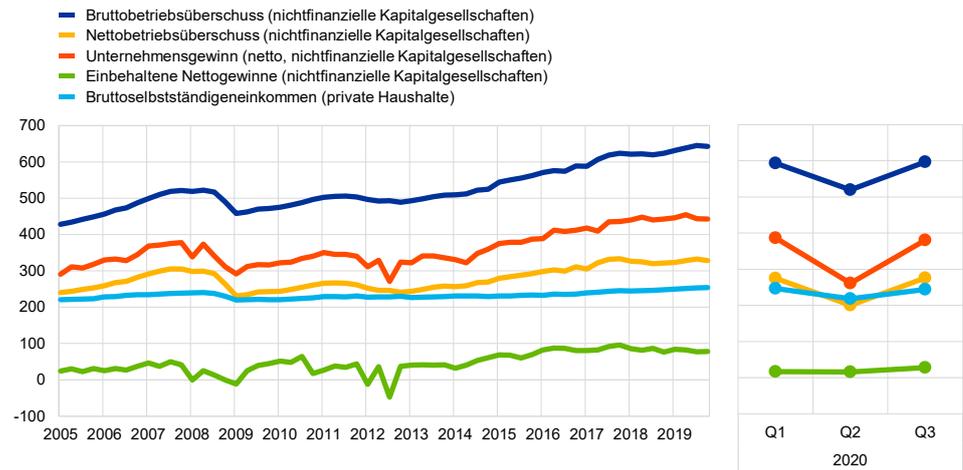
³³ Der Bruttobetriebsüberschuss des Sektors der privaten Haushalte bleibt hier unberücksichtigt, da er sich vornehmlich auf Aktivitäten im Bereich des selbstgenutzten Wohneigentums bezieht.

vorlagen. Nur die einbehaltenen Nettogewinne, die sich in den letzten Jahren recht günstig entwickelt hatten, blieben auf einem niedrigeren Stand.

Abbildung B

Gewinne im Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und der privaten Haushalte

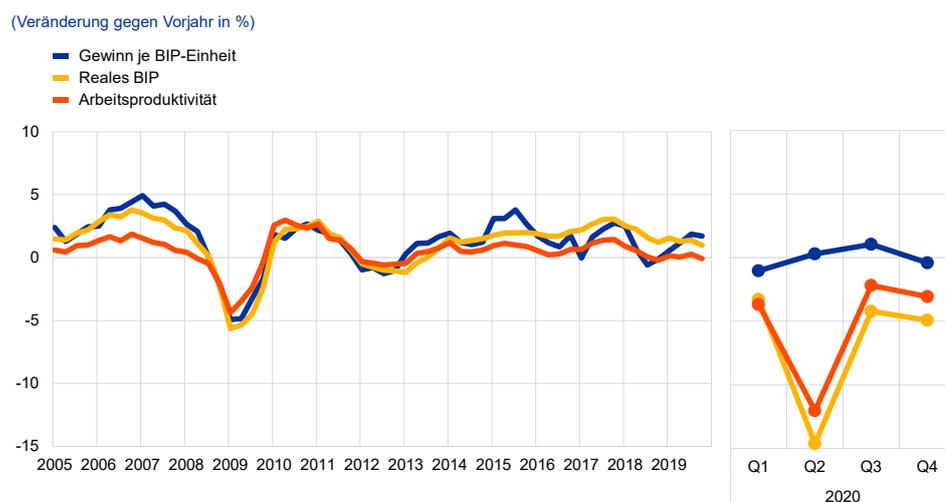
(in Mrd €)



Quellen: Eurostat, EZB und Berechnungen der Autorin.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2020.

Trotz der insgesamt rückläufigen Gewinne hat sich der Gewinn je BIP-Einheit angesichts der Tiefe der Rezession als widerstandsfähig erwiesen. Die Entwicklung des Gewinns je BIP-Einheit ist stark konjunkturabhängig und weist tendenziell einen deutlichen Gleichlauf mit Konjunkturindikatoren wie dem BIP und der Arbeitsproduktivität auf (siehe Abbildung C). Allerdings wurde der typische Gleichlauf von Gewinn je BIP-Einheit und realer Wirtschaftsentwicklung im zweiten Quartal 2020 unterbrochen. Ein Vergleich mit der Entwicklung während und nach der großen Finanzkrise macht dies sehr deutlich. Im zweiten Quartal 2020 war der Gewinn je BIP-Einheit niedrig, behauptete sich aber wesentlich besser, als es der typische konjunkturelle Gleichlauf hätte erwarten lassen. Trotz des starken Rückgangs des BIP leistete er sogar einen kleinen positiven Beitrag zum BIP-Deflator. Im dritten und vierten Quartal 2020 blieb der Gewinn je BIP-Einheit schwach und entkoppelt vom kräftigen konjunkturellen Wiederanstieg. Dennoch war er nach wie vor höher, als es die Konjunkturlage, die sich zum Beispiel in der BIP-Entwicklung widerspiegelte, vermuten ließ. Für die Entwicklung des Gewinns je BIP-Einheit mögen zwar auch statistische Messeffekte mitverantwortlich gewesen sein. Seine Widerstandsfähigkeit können sie indes nicht erklären.

Abbildung C
Gewinn je BIP-Einheit, reales BIP und Arbeitsproduktivität



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2020.

Die empirische Evidenz zu vergangenen Rezessionen deutet darauf hin, dass sich der Gewinn je BIP-Einheit in Abschwungphasen nicht linear entwickelt und dem Konjunkturverlauf vergleichsweise weniger folgt als in Aufschwungphasen (siehe Abbildung D).³⁴ Die Ergebnisse einer Schätzung anhand eines schwellenwertbasierten Vektorautoregressionsmodells lassen darauf schließen, dass der Effekt eines Nachfrageschocks auf die Inflation in Rezessionsphasen proportional schwächer ist als während einer Expansion, da der Gewinn je BIP-Einheit weniger stark reagiert; dieses Muster scheint sich auch

³⁴ Siehe E. Hahn, *The wage-price pass-through in the euro area: does the growth regime matter?*, Working Paper Series der EZB, Nr. 2485, 2020.

während der Covid-19-Krise gezeigt zu haben.³⁵ Die geschätzte nichtlineare Reaktion des Gewinns je BIP-Einheit liefert auch eine Erklärung dafür, weshalb die Inflation in vergangenen Abschwungphasen tendenziell weniger stark zurückgegangen ist, als dies lineare Modelle signalisiert hatten. Diese Entwicklung wird als fehlende Disinflation (missing disinflation) bezeichnet. Dennoch haben sich die Gewinnmargen während der Covid-19-Krise – auch verglichen mit früheren Rezessionen – als außerordentlich widerstandsfähig erwiesen.

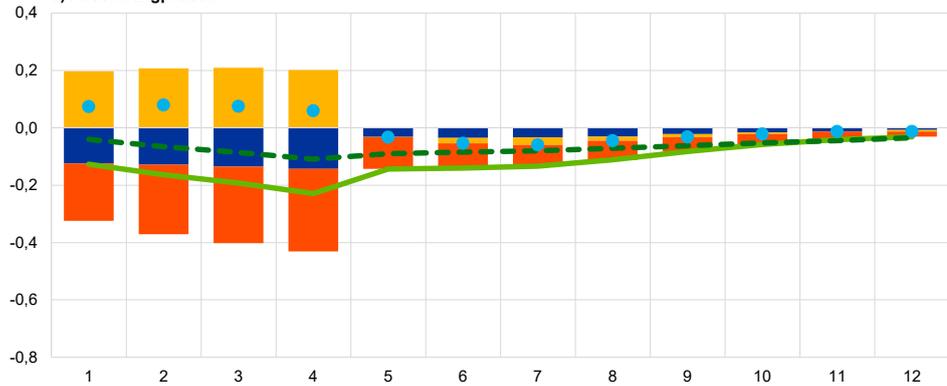
Abbildung D

Reaktion des BIP-Deflators und seiner Komponenten sowie des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel auf negative Nachfrageschocks in Ab- und Aufschwungphasen

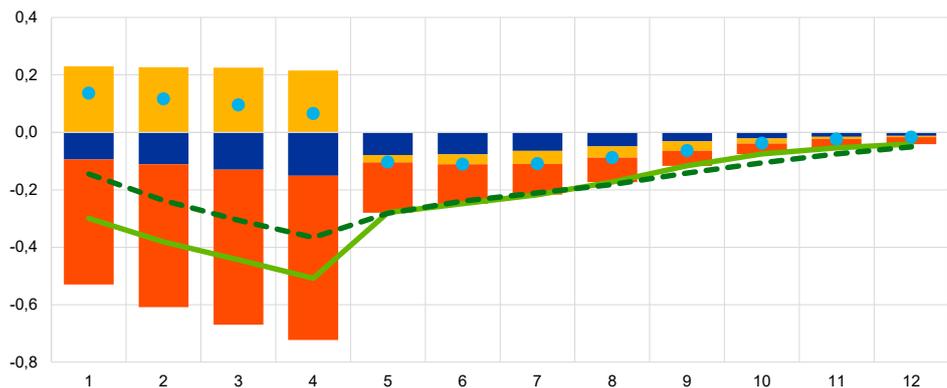
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)

- Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer
- Arbeitsproduktivität
- Gewinn je BIP-Einheit
- BIP-Deflator
- Lohnstückkosten
- HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel

a) Abschwungphasen



b) Aufschwungphasen



Quelle: E. Hahn (2020)

Anmerkung: Die x-Achse bezieht sich auf den in Quartalen dargestellten Zeithorizont der Impulsantworten. Die Größenordnung der Nachfrageschocks entspricht einem Rückgang des realen BIP um 1 % im ersten Jahr. Es gilt die Annahme, dass indirekte Steuern abzüglich der Subventionen proportional zum realen BIP reagieren, sodass diese Komponente nicht zu einer Veränderung des BIP-Deflators beiträgt.

Programme zur Arbeitsplatzsicherung haben für die Widerstandsfähigkeit des Gewinns je BIP-Einheit während der Covid-19-Krise eine wichtige Rolle

³⁵ Bei Angebotsschocks konnte im Rahmen der empirischen Analyse keine Nichtlinearität in Abschwungphasen verglichen mit Expansionsphasen festgestellt werden.

gespielt.³⁶ In den Anfangsphasen einer konjunkturellen Abwärtsbewegung sind Unternehmen im Allgemeinen bestrebt, Arbeitskräfte zu halten, auch wenn sie dafür geringere Gewinnmargen in Kauf nehmen müssen. Dieser Abwärtsdruck auf die Margen kann durch staatliche Lohnzuschussprogramme verringert werden. Programme dieser Art wurden während der Covid-19-Krise in sehr viel größerem Maße aufgelegt als während vorangegangener Rezessionsphasen. Dadurch lässt sich vermutlich auch erklären, warum sich die Gewinnmargen in der aktuellen Krise im Vergleich zu früheren Abschwungphasen so resilient gezeigt haben.

Abschließend ist festzustellen, dass die Gewinne während der Covid-19-Krise zwar stärker gesunken sind als in vorangegangenen Rezessionen, sich verglichen mit der Wirtschaftsentwicklung aber als sehr widerstandsfähig erwiesen haben. Dies trug dazu bei, dass der Abwärtsdruck auf die Inflation in dieser Phase abgeschwächt wurde. Die hohe Widerstandskraft der Gewinnmargen während der Krise dürfte zum einen dem für Abschwungphasen typischen Muster und zum anderen dem Einfluss der Programme zur Arbeitsplatzsicherung geschuldet sein. Da diese staatlichen Programme wohl auch im weiteren Verlauf der Covid-19-Krise aufrechterhalten werden, dürften sich die Gewinnmargen angesichts der wirtschaftlichen Entwicklung weiterhin relativ widerstandsfähig zeigen.

³⁶ Weitere Informationen zu Arbeitsplatzsicherungsprogrammen finden sich in: EZB, [Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 8/2020, Januar 2021.

HVPI-Gewichte im Jahr 2021 und ihre Auswirkungen auf die Inflationsmessung

Eduardo Gonçalves, Lukas Henkel, Omiros Kouvas,
Mario Porqueddu und Riccardo Trezzi

Die Corona-Pandemie (Covid-19) und die damit verbundenen Lockdown-Maßnahmen haben seit Anfang 2020 zu außergewöhnlichen Veränderungen beim Konsumverhalten geführt. So erhöhten die privaten Haushalte ihre relativen Ausgabenanteile für bestimmte Kategorien des HVPI-Warenkorbs zulasten anderer Bereiche. Der vorliegende Kasten befasst sich mit diesen Konsumveränderungen sowie deren Auswirkungen auf die Inflationsmessung.

Das HVPI-Wägungsschema für 2021 wurde anhand von Daten aktualisiert, die auch die Konsumausgaben der privaten Haushalte im Jahr 2020 widerspiegeln.³⁷ Der HVPI basiert auf einem festgelegten Warenkorb. Dieser Konzeption gemäß werden die HVPI-Gewichte zu Beginn eines jeden Jahres aktualisiert, damit die im Vorjahr getätigten Konsumausgaben der privaten Haushalte Berücksichtigung finden. Diese HVPI-Gewichte werden bis Dezember des jeweiligen Jahres unverändert beibehalten.³⁸ Da sich das private Konsumverhalten tendenziell nur schrittweise verändert, wirkt sich die Tatsache, dass bei der Berechnung der aktuellen Teuerungsrate aus dem Vorjahr (statt dem laufenden Jahr) stammende Verbrauchsanteile herangezogen werden, in der Regel kaum aus. Für die durch Covid-19 geprägte Zeit hingegen bedeutet dies, dass die zur Berechnung der jährlichen Teuerungsrate für 2020 verwendeten HVPI-Gewichte die bedeutenden pandemiebedingten Veränderungen im Ausgabenverhalten der privaten Haushalte nicht korrekt wiedergaben. Die großen Verschiebungen beim privaten Verbrauch im Jahr 2020 spiegeln sich nun in den aktuellen HVPI-Gewichten wider, die zur Berechnung der HVPI-Inflation für 2021 herangezogen wurden.³⁹

Die jüngsten jährlichen HVPI-Gewichte, die Anfang 2021 eingeführt wurden, zeigen umfangreiche Verschiebungen in allen Kategorien. In Abbildung A sind die Werte der HVPI-Gewichte, die für die Berechnung der Teuerung im Jahr 2020 und 2021 herangezogen wurden, nach Spezialaggregaten und historischer Verteilung im Zeitraum von 2012 bis 2019 dargestellt (die grauen „Antennen“). Am deutlichsten sank das Gewicht der Dienstleistungen, und hier vor allem der Freizeit- und Transportdienstleistungen. Das Gewicht der Nahrungsmittelpositionen und der

³⁷ Siehe auch Eurostat, [Methodological note](#), Dezember 2020. Die nationalen Statistikämter haben diese Hinweise in unterschiedlichem Maße befolgt.

³⁸ Der als Laspeyres-Index konzipierte HVPI wird berechnet, indem jährlich Indizes über 13 Monate (Dezember bis Dezember) verkettet werden. Der Dezember des jeweiligen Jahres ist der Überlappungs- bzw. Verkettungsmonat, in dem der neue und der alte Warenkorb bepreist und die Indizes entsprechend ausgerichtet werden. Siehe auch Eurostat, [Harmonised Index of Consumer Prices \(HICP\) – Methodological Manual](#), 2018 sowie die rechtlichen Anforderungen, die in Kapitel 3 der [Durchführungsverordnung \(EU\) 2020/1148 der Kommission](#) beschrieben werden.

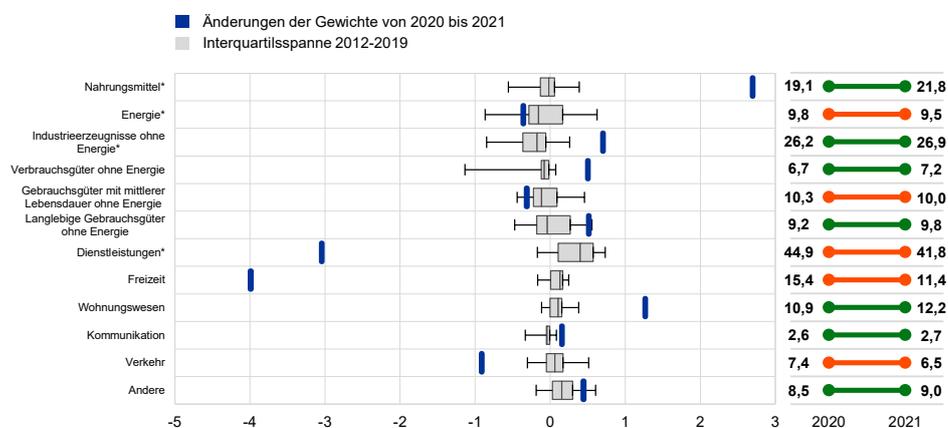
³⁹ Vorherige Analysen der EZB zu diesem Thema finden sich in: EZB, [Konsumverhalten und Inflationsmessung während der Covid-19-Pandemie](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 7/2020, November 2020; [Inflationsmessung in wirtschaftlich angespannten Zeiten](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 3/2020, Mai 2020.

Wohnungsdienstleistungen hingegen hat sich am stärksten erhöht.⁴⁰ Das Ausmaß der Verschiebungen lässt sich besser verstehen, wenn die Verteilung der historischen Veränderungen betrachtet wird (siehe Abbildung A, linke Grafik). Bei bestimmten Kategorien haben die Veränderungen ein noch nie gekanntes Ausmaß angenommen. Fast jede Position weist 2021 eine Veränderung auf, die deutlich außerhalb des historischen Veränderungsintervalls von 75 % liegt. Überdies liegen zahlreiche Veränderungen weit außerhalb der historischen Grenzen. So betrug die Änderung des Gewichts für Freizeitdienstleistungen rund 20 Standardabweichungen der historischen Verteilung.

Abbildung A

HVPI-Gewichte: Stände und Verteilung der historischen Veränderungen

(in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und Berechnungen der Autoren.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die HVPI-Gewichte der Jahre 2020 und 2021 (rechte Grafik). Die grüne/rote Linie markiert einen Anstieg/Rückgang der Gewichte. Dargestellt werden auch die Gewichtsänderungen (blaue Markierungen in der linken Grafik) und ihre historischen Verteilungen (graue „Antennen“ in der linken Grafik). Mit „*“ gekennzeichnete Kategorien bezeichnen die wichtigsten Spezialaggregate. Nicht gekennzeichnete Kategorien sind in den Hauptaggregaten enthaltene Teilaggregate. Die grauen „Antennen“ stellen den Median, das 25. Perzentil, das 75. Perzentil, das Minimum und das Maximum der historischen Verteilung dar. Historische Spannweiten basieren auf der Stichprobe, die den Zeitraum von 2012 (dem ersten Jahr, in dem jährliche HVPI-Gewichte zur Verfügung standen) bis 2019 umfasst.

Die Änderung der Gewichte übte einen Aufwärtsdruck auf die HVPI-Inflation im Januar 2021 aus.

Abbildung B zeigt die Änderungen der Ausgabengewichte und die entsprechende Veränderung der Inflationsrate für granulare Ausgabenkategorien.⁴¹ Die Größe der Blase spiegelt das Ausgabengewicht im HVPI im Jahr 2021 wider. Bei den Positionen, die den deutlichsten Rückgang beim Verbrauchsanteil aufweisen, ist die Teuerungsrate im Schnitt am stärksten gesunken.⁴² Intuitiv wird mit dem Übergang auf die Gewichte des Jahres 2021 den Kategorien mit einer überdurchschnittlich hohen Inflation im aktuellen HVPI ein höheres Gewicht zugemessen. Positionen mit unterdurchschnittlichen Inflationsraten hingegen sind

⁴⁰ Die Ausgabengewichte des HVPI sind relative Gewichte. Daher nimmt das Gewicht einer Position nicht nur dann zu, wenn die Ausgaben für diese Position stärker als die Gesamtausgaben steigen (wie z. B. für Nahrungsmittel im Jahr 2020), sondern auch dann, wenn die Ausgaben im Großen und Ganzen unverändert bleiben, die privaten Haushalte aber ihre Gesamtausgaben verringern (beispielsweise für Wohnungsdienstleistungen im Jahr 2020).

⁴¹ In Abbildung B werden die HVPI-Positionen gemäß der vierstelligen COICOP-Aggregationsebene dargestellt. COICOP = Classification of Individual Consumption According to Purpose. Der HVPI nutzt das Klassifizierungssystem von COICOP, siehe auch Eurostat, [Harmonised Index of Consumer Prices \(HICP\) – Methodological Manual](#), 2018.

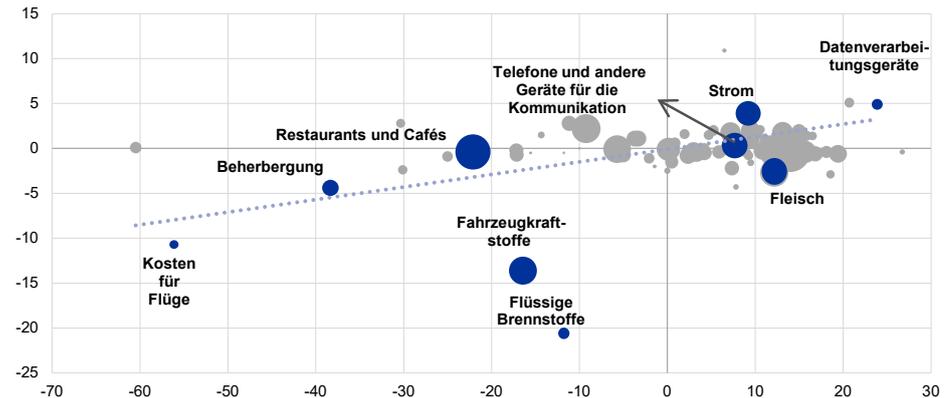
⁴² Wird hier statt der Veränderung der jährlichen Inflationsraten von Januar 2020 bis Januar 2021 die jährliche Teuerungsrate für Januar 2021 betrachtet, sind die Ergebnisse sehr ähnlich.

niedriger gewichtet. Daher führt die Verschiebung der Gewichte zu einer höheren aggregierten Teuerungsrate, als dies ohne die Verschiebung der Verbrauchsanteile der Fall gewesen wäre.

Abbildung B

Änderungen der HVPI-Gewichte und Inflation: Betrachtung granularer Ausgabenkategorien

(x-Achse: Änderung der HVPI-Gewichte von 2020 bis 2021 in %; y-Achse: Veränderung der jährlichen Teuerungsrate von Januar 2020 bis Januar 2021)



Quellen: Eurostat und Berechnungen der Autoren.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Korrelation der Veränderung der HVPI-Gewichte (x-Achse) mit der Veränderung der HVPI-Inflationsrate gegenüber dem Vorjahr (y-Achse). Jede Blase stellt eine HVPI-Position auf der vierstelligen COICOP-Aggregationsebene dar. Die Blasen sind gemäß den HVPI-Gewichten für 2021 skaliert. Die blauen Blasen bilden ausgewählte Positionen ab. Bei der blau gepunkteten Linie handelt es sich um eine lineare Darstellung der Daten.

Im Rahmen eines kontrafaktischen Szenarios lässt sich der Aufwärtsdruck quantifizieren, der von den Änderungen der Gewichte auf die HVPI-Inflation im Januar 2021 ausgeht. Auf der Grundlage der für Januar 2021 veröffentlichten HVPI-Inflationsraten wurde ein kontrafaktischer HVPI auf Basis der Gewichte des Jahres 2020 anstelle jener für 2021 gebildet (siehe Abbildung C).⁴³ Die Differenz zwischen den veröffentlichten HVPI-Inflationsraten (blaue Balken) und den kontrafaktischen Inflationsraten (gelbe Balken) in der oberen Grafik von Abbildung C spiegelt den Einfluss der neuen Gewichte auf die aggregierte Teuerung wider. Die Gesamtinflation liegt rund 0,3 Prozentpunkte über der kontrafaktischen Inflationsrate. Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel ist rund 0,4 Prozentpunkte höher, da der Einfluss der Gewichte auf den Preisauftrieb bei Energie und Nahrungsmitteln begrenzt ist. Aus der unteren Grafik von Abbildung C geht jedoch hervor, dass der Effekt in den einzelnen Ländern unterschiedlich ausfiel.⁴⁴

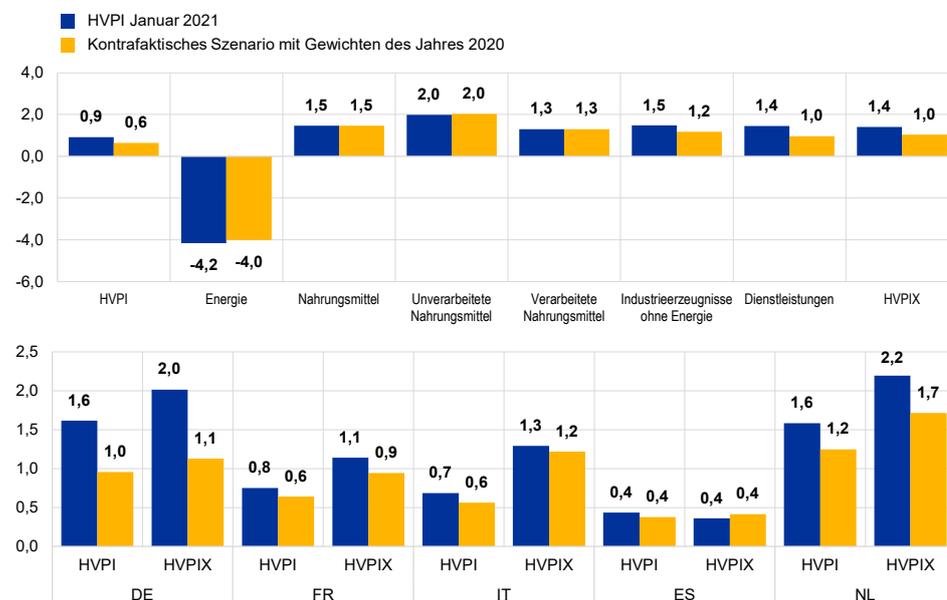
⁴³ Um die Methoden für die Erstellung des HVPI genau zu reproduzieren, wurden im Rahmen des kontrafaktischen Szenarios Daten auf der Ebene der fünfstelligen COICOP-Aggregationsebene verwendet.

⁴⁴ Differenzen beim Gewichtungseffekt in den einzelnen Ländern können durch zwei Faktoren hervorgerufen werden. Erstens durch den Umfang der Veränderungen bei den Gewichten der verschiedenen Kategorien auf Länderebene. Abweichende Änderungen der Gewichte in den einzelnen Ländern können durch unterschiedliche Entwicklungen des Verbraucherverhaltens bedingt sein. Sie können aber auch auf das von den nationalen Statistikämtern verwendete Verfahren zur Gewichts-anpassung sowie darauf zurückzuführen sein, inwieweit dieses Verfahren das Konsumverhalten 2020 korrekt widerspiegelte. Zweitens können länderspezifische Differenzen auch Unterschiede bei den Teuerungsrate auf Ebene der Kategorien widerspiegeln, während sie mit Gewichtsveränderungen interagieren.

Abbildung C

Veröffentlichte HVPI-Inflationsraten (Vorjahresvergleich) und kontrafaktische Inflationsraten

(in %)



Quellen: Eurostat und Berechnungen der Autoren.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die HVPI-Inflationsrate (Vorjahresvergleich) im Januar 2021 (blaue Balken) und die anhand der Gewichte des Jahres 2020 konstruierten kontrafaktischen Raten (gelbe Balken). HVPIX = HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel.

Die Änderung der Gewichte wird die Teuerung nach dem HVPI noch während des gesamten Jahres 2021 beeinflussen. Der Umfang und das Vorzeichen des Gewichtseinflusses auf die jährliche HVPI-Inflationsrate könnten sich im Laufe der kommenden Monate ändern. Die Gewichte der Kategorien mit überdurchschnittlich hohen Inflationsraten wurden zwar im Januar 2021 angehoben, doch ist es möglich, dass diese Kategorien im weiteren Jahresverlauf keine über dem Durchschnitt liegenden Inflationsraten mehr aufweisen. Da sich die Preisentwicklung für die einzelnen Kategorien von Monat zu Monat ändert, schwankt auch der Gewichtungseffekt auf die jährliche Teuerung nach dem HVPI entsprechend. Dadurch, dass der HVPI ein verketteter Index ist, könnten diese Effekte möglicherweise verstärkt werden.⁴⁵ Die Verkettung von Indizes auf einem niedrigen (hohen) Indexstand impliziert, dass selbst bei einer Rückkehr der Gewichte und Preise auf ihr Vorkrisenniveau die Indizes selbst vielleicht nicht mehr vollständig auf den früheren Stand zurückkehren. Dies war beispielsweise der Fall beim Teilindex für Fahrzeugkraftstoffe, der zum Verkettungszeitpunkt der Indizes (Dezember 2020) auf einem niedrigen Niveau lag. Parallel dazu wurde das Gewicht gesenkt, wodurch künftige Beiträge dieser Position zum Energieindex minimiert wurden. Dies könnte

⁴⁵ Ein Preisindex bedingt methodisch eine Verkettung, wobei regelmäßig Gewichtsanpassungen vorgenommen werden. Hierzu findet sich folgende Erläuterung bei A. Dietrich, M. Eiglsperger, J. Mehrhoff, E. Wieland, [Chain linking over December and methodological changes in the HICP: view from a central bank perspective](#), Statistics Paper Series der EZB, Nr. 40, 2021: Im Allgemeinen wirkt sich der Wert in einem Verkettungszeitraum (Monat oder Jahr) auf eine verkettete Zeitreihe ab dem Zeitpunkt aus, an dem der aktuelle Index mit diesem Wert verkettet wird. Verkettete Index-Reihen sind „pfadabhängig“. Sie werden also von den Werten in jedem einzelnen Verkettungszeitraum beeinflusst, die einen permanenten Effekt auf die Zeitreihen haben.

wiederum dazu führen, dass der Energieindex nicht vollständig auf sein vorheriges Niveau zurückkehrt, und zwar auch dann nicht, wenn sowohl die Preise als auch die Gewichte wieder ihren vormaligen Stand erreichen.

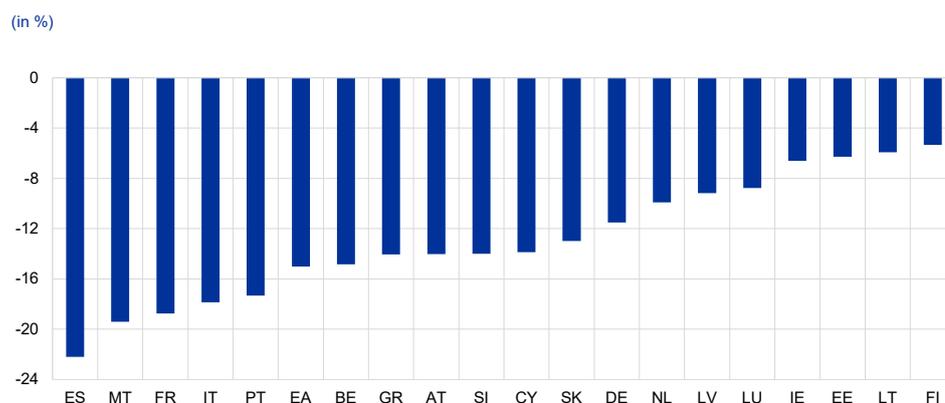
Auch in den nächsten Jahren dürften die HVPI-Gewichte weiterhin einen größeren Einfluss auf die Inflationsmessung ausüben als sonst üblich. Die Pandemie hat die Ausgabenstruktur der privaten Haushalte 2020 signifikant verändert. Diese Verschiebungen spiegeln sich nun im Jahresverlauf 2021 in den HVPI-Gewichten für 2021 und demzufolge auch in der gemessenen Teuerung wider. Im weiteren Verlauf könnten sich 2022 die Gewichte der Kategorien des HVPI-Warenkorbs erneut beträchtlich verändern. Dies hängt davon ab, ob und wie das Ausgabenverhalten vor dem Hintergrund der erwarteten Konjunkturerholung (erneut) angepasst wird. Auch die weitere Entwicklung der Covid-19-Pandemie spielt dabei eine Rolle.

Nico Zorell und Sander Tordo

Die Corona-Pandemie (Covid-19) hat als allgemeiner Schock alle Staaten des Euro-Währungsgebiets getroffen, doch unterscheiden sich dessen wirtschaftliche Folgen von Land zu Land. In den meisten Ländern vollzog sich der Rückgang vom Höchststand des realen BIP zu seinem Tiefstand im Zeitraum vom Schlussquartal 2019 bis zum zweiten Quartal 2020. Dabei schwankten die Wachstumseinbußen in den einzelnen Staaten zwischen 5 % und 22 % (siehe Abbildung A).⁴⁶ Die divergierenden wirtschaftlichen Effekte des Covid-19-Schocks spiegeln länderspezifische Unterschiede hinsichtlich der öffentlichen Gesundheit und der Eindämmungsmaßnahmen wider, aber auch ökonomische Faktoren wie die sektorale Spezialisierung der Wirtschaft, die Widerstandskraft der Arbeits- und Gütermärkte und unterschiedlich große Haushaltsspielräume.⁴⁷ Den Prognosen europäischer und internationaler Institutionen zufolge könnte das Wachstumsgefälle zwischen den Ländern auch noch in der Erholungsphase anhalten und die Konvergenz der Einkommen im Euroraum auf mittlere Sicht beeinträchtigen.

Abbildung A

Veränderung des realen BIP vom Schlussquartal 2019 bis zum zweiten Quartal 2020



Quelle: Eurostat.

Mit dem Programm „Next Generation EU“ (NGEU), das seit dem 19. Februar 2021 in Kraft ist, hat die Europäische Union ein neues Kapitel der politischen Reaktion auf die Covid-19-Pandemie aufgeschlagen.⁴⁸ Hauptziel ist es, die konjunkturelle Erholung in Europa zu stützen und die Grundlagen für eine umweltfreundlichere, stärker digitalisierte und widerstandsfähigere Wirtschaft zu

⁴⁶ Eine ähnliche Heterogenität ist bezüglich der Reaktion der Beschäftigung auf den Pandemieschock zu beobachten. Siehe EZB, [Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 8/2020, Januar 2021.

⁴⁷ Die Covid-19-Krise hat auch die gesamtwirtschaftlichen Anfälligkeiten der Euro-Länder verschärft, wie die Europäische Kommission in ihrem jüngsten Warnmechanismus-Bericht schreibt. In dem Bericht wird insbesondere auf die gestiegene öffentliche und private Verschuldung, verhaltene Wachstumsaussichten und Schwachstellen im Unternehmenssektor hingewiesen. Siehe Europäische Kommission, [Warnmechanismus-Bericht 2021](#), November 2020.

⁴⁸ Zu den Regelungen für NGEU und dessen fiskalischen Aspekten siehe EZB, [Die Auswirkungen des Aufbauplans der EU auf die öffentlichen Finanzen](#), Kasten 8, Wirtschaftsbericht 6/2020, September 2020.

schaffen. Zu diesem Zweck wurde die Europäische Kommission ermächtigt, an den Kapitalmärkten im Namen der Europäischen Union bis zu 750 Mrd € (rund 5 % des EU-weiten BIP) aufzunehmen. Mit diesen Mitteln lassen sich Zuschüsse im Umfang von bis zu 390 Mrd € und Kredite mit einem Gesamtvolumen von 360 Mrd € finanzieren, die bis Ende 2026 an die Mitgliedstaaten der EU ausgezahlt werden sollen. Mit einem Gesamtumfang von 672,5 Mrd € bildet die Aufbau- und Resilienzfazilität (RRF) den zentralen Bestandteil von NGEU. Durch den RRF-Verteilungsschlüssel ist sichergestellt, dass Ländern, die gegenüber der Coronakrise anfälliger sind und deren wirtschaftliche Folgen stärker zu spüren bekommen, eine umfangreichere fiskalische Unterstützung zuteilwird. Um Hilfsmittel zu erhalten, muss ein Mitgliedstaat einen Aufbau- und Resilienzplan mit einer Investitions- und Reformagenda vorlegen, in der sich die landesspezifischen Empfehlungen des Europäischen Semesters widerspiegeln.⁴⁹ Klima- und Digitalisierungsziele müssen dabei im Vordergrund stehen. So sollten mindestens 37 % der in den Aufbau- und Resilienzplänen enthaltenen Ausgaben für klimapolitische Ziele eingesetzt werden, und mindestens 20 % sollten Investitionen oder Reformen umfassen, die den digitalen Wandel vorantreiben. Die RRF-Mittel werden sukzessive mit Erreichen der in den gebilligten Plänen aufgeführten Meilensteine und Ziele ausgezahlt.

Bei wirksamer Umsetzung hat der Aufbauplan das Potenzial, zu einer rascheren, stärkeren und einheitlicheren Erholung beizutragen und die Widerstandskraft und das Wachstumspotenzial der Volkswirtschaften im Euroraum zu fördern. Insbesondere in Ländern, die große Nettoempfänger von NGEU-Mitteln sind, dürfte der Nachfrageimpuls deutlich spürbar sein. Die Tatsache, dass 13 % der Mittel als Vorschüsse ausgezahlt werden, unterstreicht die Bedeutung, welche die europäischen Entscheidungsträger dem Stabilisierungseffekt des Hilfspakets beimessen. In der mittleren Frist könnten die NGEU-finanzierten Investitions- und Reformprojekte die Widerstandsfähigkeit, das Wachstumspotenzial und die Konvergenz der Volkswirtschaften des Eurogebiets unterstützen. Damit könnte der Aufbauplan einen Beitrag dazu leisten, dass sich Geld-, Finanz- und Strukturpolitik gegenseitig verstärken, auch wenn sie unabhängig voneinander durchgeführt werden. Ferner könnte er durch die Abfederung der heterogenen wirtschaftlichen Folgen der Covid-19-Pandemie auch die Effektivität der Geldpolitik im Euroraum erhöhen.

Der Aufbauplan wird seine Wirkung nur dann entfalten, wenn Investitionen und Reformen in einem ausgewogenen Verhältnis zueinander stehen und sich gegenseitig verstärken. In diesem Zusammenhang ist es von größter Bedeutung, dass die nationalen Aufbau- und Resilienzpläne sorgfältig daraufhin geprüft werden, ob sie den Beurteilungskriterien der einschlägigen EU-Verordnung vollständig genügen. Die länderspezifischen Empfehlungen des Europäischen Semesters und die EU-Gesetzgebung in den Bereichen Klimapolitik und Digitalisierung – so z. B. das Klassifikationssystem der EU für nachhaltige Tätigkeiten⁵⁰ – können eine

⁴⁹ Das Europäische Semester bildet den Rahmen für die EU-weite Koordinierung der Wirtschafts- und Finanzpolitik der Mitgliedstaaten. Siehe hierzu im Einzelnen Europäische Kommission, [The European Semester in your country](#).

⁵⁰ Siehe [Verordnung \(EU\) 2020/852](#) des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Juni 2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088.

hilfreiche Orientierung für die Prioritätensetzung bei Investitionen und Reformen darstellen. Die Mindestziele für klima- und digitalisierungsbezogene Ausgaben im Rahmen der Aufbau- und Resilienzfazilität können im Verbund mit der Auflage, dass die RRF-Ausgaben der Finanzierung zusätzlicher Investitionen dienen sollten, den politischen Ehrgeiz steigern. Im Allgemeinen wird der potenzielle langfristige Wachstumseffekt von NGEU umso ausgeprägter sein, je stärker die Mittel in produktive Investitionen anstatt in die laufenden Ausgaben fließen.⁵¹ Die über NGEU bereitgestellten Zuschüsse werden durchschnittlich rund 1 % des BIP pro Jahr betragen. Zum Vergleich: Die öffentlichen Investitionsausgaben beliefen sich 2019 auf 3 % des euroraumweiten BIP. Ehrgeizige und zielgerichtete Reformbestandteile der nationalen Aufbau- und Resilienzpläne können Wachstumspotenzial, Konvergenz und Widerstandsfähigkeit weiter stärken. Es ist hinreichend belegt, dass das mittelfristige Wachstumsgefälle zwischen den Euro-Ländern teilweise auf Unterschiede der wirtschaftlichen Strukturen und des institutionellen Rahmens zurückzuführen ist.⁵² Des Weiteren können Staaten, die in den genannten Bereichen Schwachstellen aufweisen, infolge eines allgemeinen Schocks bis zu doppelt so hohe Einbußen ihrer Wirtschaftsleistung erleiden wie die wirtschaftlich stärksten Länder.⁵³ Mithin kann sich der Reformbestandteil der Aufbau- und Resilienzfazilität langfristig auszahlen, indem Wachstum geschaffen und die Schockresistenz erhöht werden. Pläne, die kohärente und ehrgeizige Investitions- und Reformpfeiler beinhalten, können wirksamer sein, als die Summe ihrer einzelnen Bestandteile vermuten ließe. Etwaige kurzfristige gesamtwirtschaftliche Belastungen durch Strukturreformen könnten durch die sich aus öffentlichen Investitionen ergebenden Wachstumseffekte teilweise ausgeglichen werden.⁵⁴ Zugleich ließen sich durch zielgerichtete Strukturreformen möglicherweise Verwaltungsentpässe bezüglich staatlicher Investitionen abbauen und zusätzliche Anreize für private Investitionen setzen. Somit würde sich der Effekt von NGEU verstärken.⁵⁵

Um sicherzustellen, dass die Aufbaumittel zeitnah und effizient für produktive Staatsausgaben genutzt werden, ist dem Ausbau von Verwaltungskapazitäten und der Verringerung von Umsetzungshindernissen besondere Aufmerksamkeit zu schenken.

Die Europäische Kommission erwartet, dass rund 20 % aller NGEU-Mittel in den Jahren 2021 und 2022 und die restlichen Mittel bis Ende 2026 ausgezahlt werden. Die Auszahlung erfolgt damit deutlich rascher, als es bei den Strukturfondsmitteln des EU-Haushalts der Fall ist. Der mehrjährige Finanzrahmen (MFR) der EU gilt für sieben Jahre. Allerdings werden einige Mittel

⁵¹ Siehe K. Bańkowski, M. Ferdinandusse, S. Hauptmeier, P. Jacquinot und V. Valenta, [The macroeconomic impact of the Next Generation EU instrument on the euro area](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 255, 2021.

⁵² Siehe K. Masuch, E. Moshhammer und B. Pierluigi, [Institutions, public debt and growth in Europe](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 1963, 2016.

⁵³ Siehe D. Sondermann, [Towards more resilient economies: the role of well-functioning economic structures](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 1984, 2016. Ähnlich verhält es sich bei Euro-Ländern, in denen bereits gesamtwirtschaftliche Anfälligkeiten bestehen: Sie sind mit höherer Wahrscheinlichkeit von einem starken Wirtschaftsabschwung infolge eines Schocks betroffen. Siehe D. Sondermann und N. Zorell, [A macroeconomic vulnerability model for the euro area](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2306, 2019.

⁵⁴ Hier kommt es entscheidend auf die Prioritätensetzung und sorgfältig geplante Abfolge der Investitionen und Reformen an.

⁵⁵ Siehe A. Consolo, M. Langiulli und D. Sondermann, [Business investment in euro area countries: the role of institutions and debt overhang](#), Applied Economics Letters, Bd. 26(7), 2019.

möglicherweise erst während einer Nachfrist zur Verfügung gestellt, die in den Folgezeitraum hineinreicht.⁵⁶ Während der letzten beiden MFR-Zeiträume wurden jedoch weniger als 50 % der für die Euro-Länder vorgesehenen Mittel der EU-Strukturfonds innerhalb einer mit NGEU vergleichbaren Zeit, d. h. jeweils binnen sechs Jahren, ausgezahlt (siehe Abbildung B). Zudem war das Tempo des Mittelabrufs in den einzelnen Euro-Staaten sehr unterschiedlich. Die Bindung von Verwaltungsressourcen durch die anhaltende Covid-19-Pandemie könnte den Mittelabruf ebenfalls behindern. Im Vergleich zu den üblichen Bestandteilen des EU-Haushalts stützt sich die Aufbau- und Resilienzfazilität auf nationale anstelle regionaler Verwaltungseinheiten, die politischen Ziele sind grober definiert, und eine nationale Kofinanzierung ist nicht vorgeschrieben. Es bleibt abzuwarten, ob all dies zu einer Beschleunigung des Mittelabrufs beitragen wird. Freilich ist das Tempo des Mittelabrufs nur eine unzureichende Näherungsgröße für die effektive und effiziente Nutzung von EU-Mitteln. Daten des Europäischen Rechnungshofs zeigen, dass ein überhasteter Abruf von EU-Mitteln gegen Ende des EU-Haushaltszeitraums zu einer unwirtschaftlichen Mittelverwendung führen kann.⁵⁷ Hieraus geht hervor, dass die Qualität und Leistungsfähigkeit der öffentlichen Verwaltung eine Schlüsselrolle bei der erfolgreichen Nutzung der NGEU-Mittel innehaben und daher einen lohnenswerten Reformbereich darstellen könnten. Wenngleich kapazitätssteigernde Reformen des Staatssektors erst nach einiger Zeit vollständig zum Tragen kommen dürften, so ließen sich Kapazitätsengpässe in den einzelnen Staaten vor allem auf kurze Sicht durch die effektive Nutzung des Kommissionsinstruments für technische Unterstützung mildern.⁵⁸ Mit diesem Instrument können die Mitgliedstaaten ihre Investitions- und Reformprojekte über deren gesamten Lebenszyklus hinweg gestalten und dabei ihre Kapazitäten für Ausarbeitung, Durchführung, Überwachung und Evaluierung der Projekte erweitern. Die Umsetzung ließe sich auch durch EU-Gesetze zur Bereitstellung eines harmonisierten und eindeutigen Rechtsrahmens erleichtern und beschleunigen.

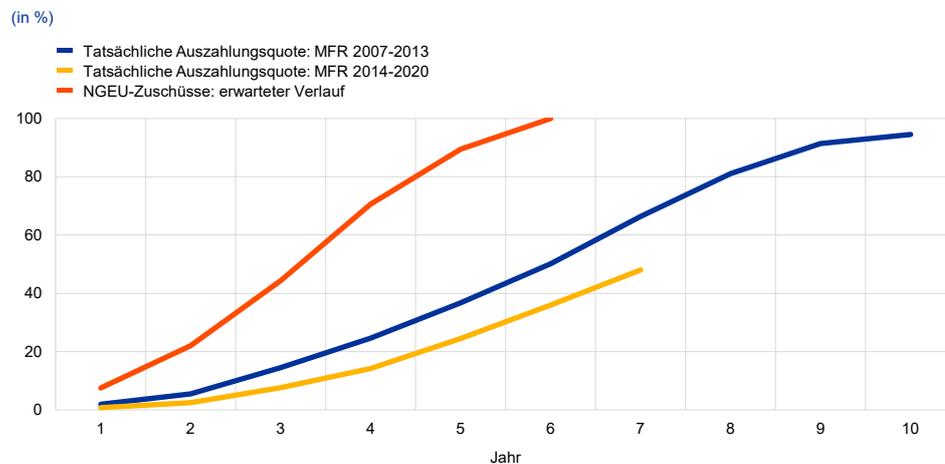
⁵⁶ Für den MFR 2014-2020 galt eine Nachfrist von drei Jahren anstelle von zwei Jahren wie für den MFR 2007-2013 und den MFR 2021-2027.

⁵⁷ Siehe Europäischer Rechnungshof, [Die Maßnahmen der Kommission und der Mitgliedstaaten während der letzten Jahre der Programme 2007-2013 halfen gegen niedrige Mittelausschöpfung, waren jedoch nicht ausreichend ergebnisorientiert](#), Sonderbericht, Nr. 17, 2018.

⁵⁸ Eines der Hauptziele des [Instruments für technische Unterstützung](#) ist es, den Mitgliedstaaten bei der Ausarbeitung und Umsetzung ihrer Aufbau- und Resilienzpläne beispielsweise in Form von Fachwissen, Personal und Schulungen Hilfestellung zu leisten. Das Instrument ist in der laufenden EU-Haushaltsperiode mit 864 Mio € dotiert.

Abbildung B

Bisherige Auszahlungsquoten von EU-Strukturfonds und vorgesehene NGEU-Auszahlungsquoten



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Z. Darvas, Will European Union countries be able to absorb and spend well the bloc's recovery funding?, Bruegel Blog, 24. September 2020.

Anmerkung: Jahr 1 ist das erste Jahr des jeweiligen Programms, d. h. 2007 beim Mehrjährigen Finanzrahmen (MFR) 2007-2013, 2014 beim MFR 2014-2020 und 2021 im Fall von „Next Generation EU“ (NGEU). Die Daten zum MFR 2007-2013 beziehen sich auf den Kohäsionsfonds, den Europäischen Fonds für regionale Entwicklung und den Europäischen Sozialfonds; der letztgenannte wird dagegen von den Daten zum MFR 2014-2020 nicht abgedeckt. Die MFR-Auszahlungsquote gibt an, welcher Anteil der für einen Mitgliedstaat im EU-Haushalt zugesagten Mittel tatsächlich ausgezahlt wurde. Die Berechnungen zum MFR beziehen sich hier nur auf die Euro-Länder (ungewichteter Durchschnitt). Der NGEU-Verlauf spiegelt die von der Europäischen Kommission erwarteten Auszahlungen wider.

Geeignete nationale Kontroll- und Revisionssysteme könnten ebenfalls einen wesentlichen Beitrag zur wirksamen Umsetzung des Aufbauplans leisten. Wie in den Leitlinien der Europäischen Kommission für die Ausarbeitung der Aufbau- und Resilienzpläne dargelegt, könnten derartige Kontrollsysteme Maßnahmen zur Verhinderung von Korruption, Betrug und Interessenkonflikten beinhalten.⁵⁹ Des Weiteren wäre es der reibungslosen Durchführung der Investitions- und Reformprojekte förderlich, wenn die Umweltverträglichkeitsprüfungen zeitnah abgeschlossen und die Verfahrensregeln für die Zusammenarbeit zwischen zentralen und regionalen Verwaltungsstellen mit Blick auf die Vermeidung von Zuständigkeitskonflikten genau definiert würden. Eine hinreichende Fokussierung auf diese Aspekte dürfte die gesamtwirtschaftliche Auswirkung des Aufbauplans steigern.

⁵⁹ Siehe Europäische Kommission, Guidance to Member States' recovery and reconciliation plans, Staff Working Document (2021) 12 final, 22. Januar 2021.

Aufsätze

1 Geldpolitik und Ungleichheit

Maarten Dossche, Jiří Slačálek und Guido Wolswijk

1 Einleitung

Die globale Finanzkrise hat die Frage der wirtschaftlichen Ungleichheit zunehmend in den Fokus gerückt. Die Zeit nach der Krise war geprägt von einem Anstieg der Arbeitslosigkeit, einer heterogenen Entwicklung der Wohnimmobilienpreise und Aktienkurse sowie einem sinkenden Zinsniveau. Diese Entwicklungen wirkten sich sehr unterschiedlich auf die privaten Haushalte aus. Die Ungleichverteilung von Einkommen und Vermögen hat sich in den meisten Industrieländern seit Anfang der 1980er-Jahre verstärkt. In einigen Ländern ist sie inzwischen wieder ähnlich hoch wie zu Beginn des 20. Jahrhunderts. Somit stellt sich die Frage nach den politischen und ökonomischen Konsequenzen dieses Trends.¹

In letzter Zeit wird auch der Wirkungszusammenhang zwischen Geldpolitik und Ungleichheit zunehmend thematisiert. Als Reaktion auf die globale Finanzkrise leiteten die Zentralbanken eine Phase der geldpolitischen Akkommodierung ein, die über einen längeren Zeitraum anhalten sollte. Um eine Absenkung und Abflachung der Zinsstrukturkurve herbeizuführen, bedienten sie sich unkonventioneller Maßnahmen wie der Forward Guidance und des Ankaufs von Vermögenswerten. Da sich diese Maßnahmen tendenziell stärker auf die Preise langfristiger Vermögenswerte auswirken als auf die kurzfristigen Zinssätze, wurden Bedenken laut, dass die Maßnahmen in erster Linie wohlhabenderen Privathaushalten zugutekommen.² Hinzu kommt die wachsende Erkenntnis, dass die Transmission der Geldpolitik von der Verteilung von Einkommen und Vermögen abhängig ist. Deshalb sind inzwischen auch Zentralbanken verstärkt auf die Heterogenität der privaten Haushalte aufmerksam geworden.³ Diese Entwicklungen haben umfangreiche neue Forschungsarbeiten vorangetrieben, in denen untersucht

¹ Siehe T. Piketty, *Das Kapital im 21. Jahrhundert*, C. H. Beck, 2. Edition, 2018. Einkommens- und Vermögensunterschiede korrelieren üblicherweise mit einer Reihe von wirtschaftlichen Merkmalen wie etwa dem Bildungsgrad, der Berufserfahrung und der individuellen Qualifikation. Wirtschaftliche Ungleichheit wird jedoch noch durch weitere, z. B. soziologische Faktoren bestimmt. Hierzu zählen Alter, Geschlecht, ethnische Herkunft, Familienstand und Religionszugehörigkeit. Hinzu kommt, dass diese ökonomischen und soziologischen Merkmale mit staatlichen Maßnahmen (etwa im Bereich der Steuer-, Bildungs-, Wohnungs- und Urbanisierungspolitik) sowie sozialen Normen (z. B. Diskriminierung) in Wechselwirkung treten. Es gibt also vielfältige Bestimmungsfaktoren wirtschaftlicher Ungleichheit, die im Schnittbereich zwischen Ökonomie, Soziologie und Politik angesiedelt sind.

² Beispielsweise war Ungleichheit eines der am häufigsten angesprochenen Themen bei den Veranstaltungen der Reihe „Das Eurosystem hört zu“ im Kontext der Überprüfung der geldpolitischen Strategie. Dabei wurde vielfach eine stärkere Rolle der Geldpolitik bei der Bekämpfung von Ungleichheit gefordert. Eine Zusammenfassung dieser Veranstaltungsreihe findet sich auf der Website der EZB unter: <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview001.de.html>

³ Siehe J. L. Yellen, *Macroeconomic Research After the Crisis*, Rede auf der 60. jährlichen Wirtschaftskonferenz der Federal Reserve Bank of Boston, Oktober 2016.

wurde, welche Rolle die Heterogenität von Privathaushalten bei der Transmission gesamtwirtschaftlicher Schocks und makroökonomischer Maßnahmen spielt.⁴

Im vorliegenden Aufsatz wird die aktuelle Evidenz zu den Wechselwirkungen zwischen wirtschaftlicher Ungleichheit und Geldpolitik mit besonderem Fokus auf das Euro-Währungsgebiet erörtert. In Abschnitt 2 werden langfristige Trends und zyklische Schwankungen in der Verteilung von Einkommen und Vermögen im Euroraum untersucht. Diese Unterscheidung ist relevant, da die Interaktion zwischen Geldpolitik und Ungleichheit einem eher zyklischen Muster zu folgen scheint. Abschnitt 3 befasst sich aus theoretischer und empirischer Perspektive mit den Kanälen, über die sich geldpolitische Maßnahmen auf die Verteilung von Einkommen und Vermögen auswirken können. In Abschnitt 4 wird sodann beleuchtet, inwieweit die Übertragung der Geldpolitik auf die Ausgaben der privaten Haushalte durch die heterogene Verteilung von Einkommen und Vermögen beeinflusst werden kann. In der Zusammenfassung in Abschnitt 5 wird abschließend erläutert, welche Implikationen die gewonnenen Erkenntnisse für die Geldpolitik haben und wo weiterer Forschungsbedarf besteht.

2 Analyse von Trends und zyklischen Entwicklungen der Ungleichheit

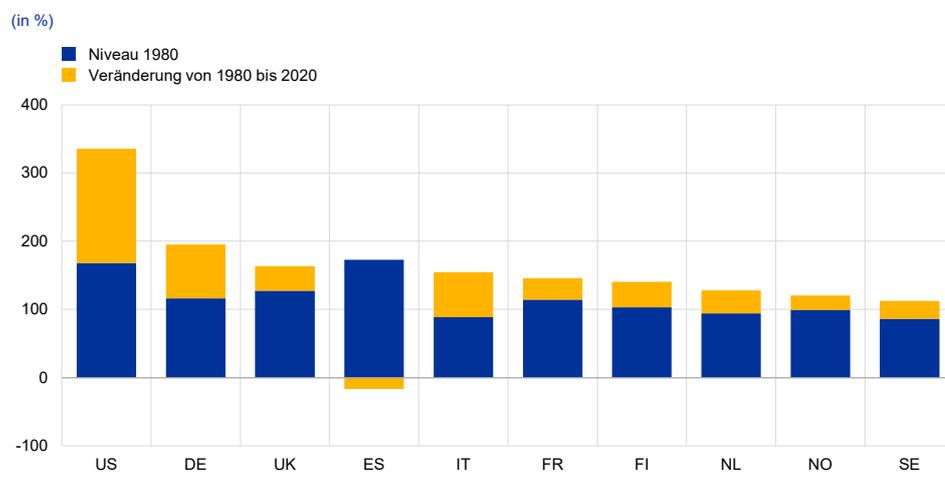
Langfristige Trends der Ungleichverteilung von Einkommen und Vermögen

In den meisten Industrieländern hat sich die Einkommensungleichheit seit den 1980er-Jahren erhöht. Dieser Trend wird in Abbildung 1 veranschaulicht. Darin wird das Einkommen (vor Steuern) der einkommensstärksten 10 % der Haushalte in den jeweiligen Ländern als Anteil des Einkommens (vor Steuern) der einkommenschwächsten 50 % der Haushalte dargestellt. Dabei zeigt sich, dass die Einkommensungleichheit in den Vereinigten Staaten erheblich größer ist als in den betrachteten europäischen Ländern und dort im Zeitraum 1980-2019 auch am stärksten zunahm. Demgegenüber weisen die drei nordischen Länder (Finnland, Norwegen und Schweden) eine relativ geringe Einkommensungleichheit auf. Der Abbildung ist ferner zu entnehmen, dass die Ungleichheit im betrachteten Zeitraum lediglich in Spanien abgenommen hat.

⁴ Siehe beispielsweise S. Ahn, G. Kaplan, B. Moll, T. Winberry und C. Wolf, [When Inequality Matters for Macro and Macro Matters for Inequality](#), NBER Macroeconomics Annual 2017, Bd. 32, S. 1-75.

Abbildung 1

Einkommensungleichheit im Zeitraum 1980-2019



Quelle: World Inequality Database.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt das Einkommen (vor Steuern) der einkommensstärksten 10 % der Haushalte in den jeweiligen Ländern als Anteil des Einkommens (vor Steuern) der einkommensschwächsten 50 % der Haushalte. Das Einkommen vor Steuern ist definiert als die Summe aller Arbeits- und Kapitaleinkommen vor Berücksichtigung von Steuern/Transferzahlungen, aber unter Berücksichtigung von geleisteten Rentenbeiträgen und erhaltenen Rentenzahlungen.

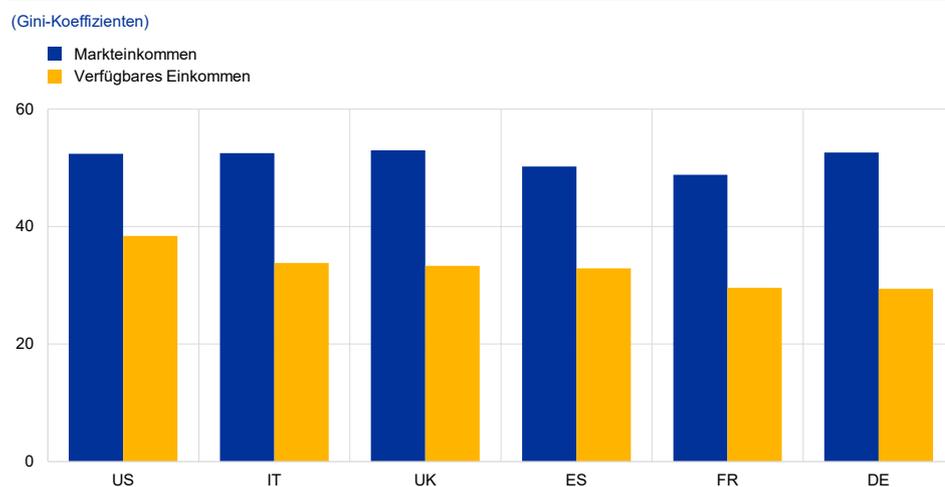
Die Einkommensungleichheit wird durch die Einkommensbesteuerung und durch staatliche Transferleistungen gemindert, wobei sich der genaue Effekt je nach Ausgestaltung der Steuersysteme von Land zu Land unterscheidet.

Die Verringerung der Ungleichheit durch direkte Steuern (z. B. über progressive Steuersätze) und Transferzahlungen wird deutlich, wenn man die Verteilung des verfügbaren Einkommens mit der des Markteinkommens in den vier größten Euro-Ländern, dem Vereinigten Königreich und den Vereinigten Staaten vergleicht (Abbildung 2). Gemessen wird die Einkommensungleichheit anhand des Gini-Koeffizienten. Dieser gibt an, wie stark die Verteilung der Einkommen von Einzelpersonen/Haushalten von einer vollkommen gleichmäßigen Verteilung abweicht. Der Gini-Koeffizient nimmt den Wert null an, wenn alle Personen ein identisches Einkommen erzielen, und den Wert 100 im Falle einer maximalen Ungleichverteilung, d. h., wenn sich das gesamte Einkommen in den Händen der obersten Einkommensgruppe befindet. Auffällig ist hier vor allem, dass in den europäischen Ländern eine viel umfangreichere Einkommensumverteilung durch den Staat erfolgt als in den Vereinigten Staaten. So bewirken direkte Steuern und Transferzahlungen in den europäischen Ländern im Schnitt einen Rückgang des Gini-Koeffizienten um 20 Basispunkte, verglichen mit einer Abnahme um 14 Basispunkte in den USA. Unklar bleibt dabei allerdings zunächst, inwieweit die stärkere Umverteilung im Euroraum auch die weniger starke *Zunahme* der Einkommensungleichheit in den betrachteten europäischen Ländern erklärt (siehe Abbildung 1). Zwei aktuelle Untersuchungen kommen zu dem Ergebnis, dass der unterschiedlich starke Anstieg der Einkommensungleichheit in Europa und den

Vereinigten Staaten in erster Linie mit dem Markteinkommen zusammenhängt, d. h. dem Einkommen vor der staatlichen Umverteilung.⁵

Abbildung 2

Rückgang des Gini-Koeffizienten durch direkte Steuern und Transferleistungen



Quelle: Standardized World Income Inequality Database (SWIID), Versions 8-9.⁶

Anmerkung: Die Abbildung basiert auf Daten für 2017. Das Markteinkommen entspricht weitgehend dem Einkommen vor Steuern und Transferzahlungen; das verfügbare Einkommen ist definiert als das für Ausgaben oder zu Sparzwecken zur Verfügung stehende Einkommen nach Steuern und Transferzahlungen.

Beim Konsum ist eine wesentlich geringere Konzentration festzustellen als beim Nettovermögen. Dies legt die Vermutung nahe, dass der wirtschaftliche Wohlstand gleichmäßiger verteilt ist als das Vermögen. Einige Experten halten

die Ungleichverteilung des Konsums für einen geeigneteren Indikator des Lebensstandards und Wohlstands als einkommens- oder vermögensbasierte Messgrößen.⁷ In Abbildung 3 wird deutlich, dass der Gini-Koeffizient der Konsumausgaben in der Regel niedriger ausfällt als der des verfügbaren Einkommens. Darin spiegelt sich der Umstand wider, dass Haushalte mit höherem Einkommen eine höhere Sparquote aufweisen. Die jüngste Zunahme der Ungleichverteilung des Vermögens lässt sich jedoch nicht nur auf höhere (Brutto-)Sparquoten zurückführen, sondern auch darauf, dass die vermögendere Haushalte zuletzt höhere Renditen erzielt haben. Dies legt nahe, dass die Vermögensungleichheit möglicherweise durch eine höhere Konzentration der Kapitaleinkommen wesentlich verstärkt wird.⁸ Der Gini-Koeffizient des Nettovermögens – definiert als Vermögen (Wohnimmobilien, Bankeinlagen,

⁵ Siehe T. Blanchet, L. Chancel und A. Gethin, [Why is Europe more equal than the United States?](#), WID Working Paper, Nr. 2020/19, 2020; A. Bozio, B. Garbinti, J. Goupille-Lebret, M. Guillot und T. Piketty, [Predistribution vs. Redistribution: Evidence from France and the U.S.](#), Discussion Paper Series des CEPR, Nr. 15415, 2020.

⁶ Siehe F. Solt, [The Standardized World Income Inequality Database, Versions 8-9](#), 2019.

⁷ Siehe O. Attanasio und L. Pistaferri, [Consumption Inequality](#), Journal of Economic Perspectives, Bd. 30(2), 2016, S. 3-28. Darin warnen die Autoren vor einer alleinigen Betrachtung des Gesamtkonsums und verweisen darauf, dass sich die Warenkörbe der verschiedenen sozioökonomischen Gruppen üblicherweise stark voneinander unterscheiden.

⁸ Siehe A. Fagereng, L. Guiso, D. Malacrino und L. Pistaferri, [Heterogeneity and persistence in returns to wealth](#), Econometrica, Bd. 88, 2020, S. 115-170, und A. Fagereng, M. B. Holm, B. Moll und G. Natvik, [Saving Behavior Across the Wealth Distribution: The Importance of Capital Gains](#), Working Paper des NBER, Nr. 26588, 2019.

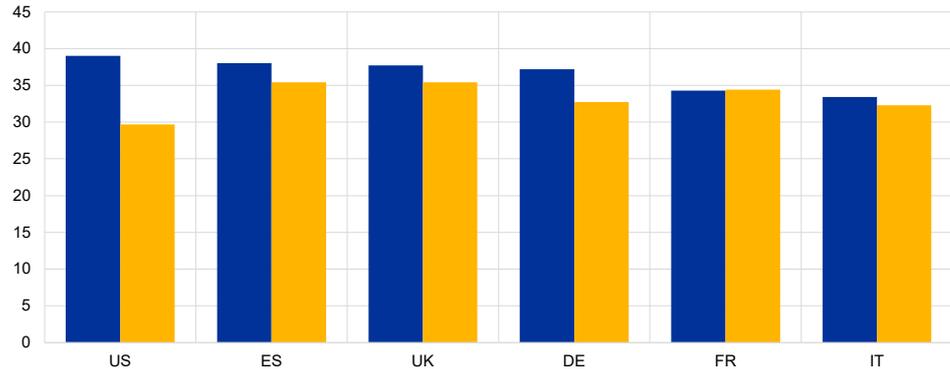
Anleihen, Aktien usw.) abzüglich Verbindlichkeiten (Hypotheken, Darlehen usw.) – ist fast doppelt so hoch wie der Gini-Koeffizient der Konsumausgaben.

Abbildung 3
Gini-Koeffizienten des verfügbaren Einkommens, des Konsums und des Nettovermögens

(Gini-Koeffizienten)

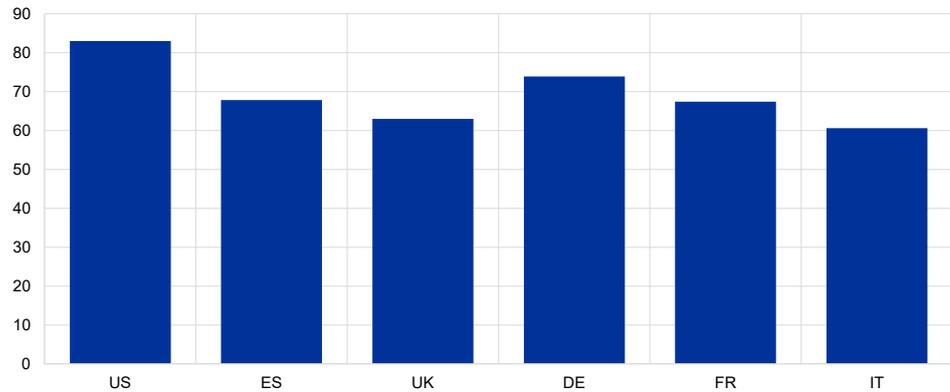
■ Verfügbares Einkommen
■ Konsumausgaben

a) Ungleichheit des verfügbaren Einkommens und des Konsums



■ Nettovermögen

b) Ungleichheit des Vermögens



Quellen für Grafik a: Die Daten zum Nettoeinkommen in den Vereinigten Staaten stammen aus der Standardized World Income Inequality Database (SWIID), Versions 8-9; die Daten zum Konsum in Italien stammen aus der World Income Inequality Database (WIID); alle übrigen Daten stammen von Eurostat und basieren auf der EU-Statistik zu Einkommen und Lebensbedingungen (EU-SILC).

Quellen für Grafik b: Die Daten zu den Euro-Ländern stammen aus der Haushaltsbefragung des Eurosystems zu Finanzen und Konsum aus dem Jahr 2020 (Household Finance and Consumption Survey – HFCS); die Daten zum Vereinigten Königreich stammen vom Office for National Statistics des Vereinigten Königreichs; die Daten zu den Vereinigten Staaten (Nettovermögen) stammen aus der World Inequality Database (WID).

Anmerkung zu Grafik a: Die Daten zu den europäischen Ländern beziehen sich jeweils auf das aktuellste verfügbare Referenzjahr (zwischen 2013 und 2018) der EU-Statistik zu Einkommen und Lebensbedingungen (EU-SILC).

Anmerkung zu Grafik b: Alle Daten beziehen sich auf 2017.

Hauptverantwortlich für die Zunahme der wirtschaftlichen Ungleichheit sind die Globalisierung, der technische Fortschritt und Änderungen in der Besteuerung. Die Globalisierung und der qualifikationsorientierte technologische Wandel haben einen negativen Effekt auf die Löhne und Beschäftigung geringer qualifizierter Arbeitskräfte, während höher qualifizierte Arbeitskräfte und

Kapitaleigentümer von diesen Entwicklungen profitieren.⁹ Zugleich hat eine Verringerung der Steuerprogression dazu beigetragen, dass die Ungleichheit nach Steuern gestiegen ist.¹⁰ Eine aktuelle Studie beleuchtet die potenziellen Bestimmungsfaktoren der Ungleichverteilung in den verschiedenen Phasen des Produktionsprozesses. Dabei wird unterschieden zwischen Maßnahmen, die die Phase vor der eigentlichen Produktion und den Eintritt von Arbeitskräften in die Erwerbsbevölkerung betreffen (z. B. Zugang zu Bildung und Arbeitsmarkt), Maßnahmen in der Produktionsphase (z. B. gewerkschaftlicher Organisationsgrad, Mindestlohn) und Maßnahmen zur Einkommensumverteilung in der Postproduktionsphase.¹¹ Die Autoren kommen zu dem Schluss, dass die Zunahme der Ungleichverteilung von Einkommen und Vermögen vor allem auf strukturpolitische Maßnahmen (z. B. in den Bereichen Bildung, Besteuerung und Marktregulierung) zurückzuführen ist.

Eine übermäßige wirtschaftliche Ungleichheit kann auf makroökonomischer Ebene zu zusätzlichen Kosten führen und das Wirtschaftswachstum dämpfen.

Bei einem ungleichen Zugang zu Bildung oder Finanzmitteln wird das Wachstum dadurch gebremst, dass das Potenzial der Volkswirtschaft nicht voll ausgeschöpft wird. Auch die gesamtwirtschaftliche Nachfrage kann durch eine hohe Ungleichheit belastet werden, da Haushalte mit höherem Einkommen eine geringere Konsumneigung haben.¹² In der Tat lassen empirische Untersuchungen durchaus den Schluss zu, dass eine sehr große Ungleichheit das Wirtschaftswachstum in Industrieländern dämpfen kann.¹³ Mit Umverteilungsmaßnahmen (z. B. höheren Steuersätzen) lässt sich zwar das Ausmaß der Ungleichheit begrenzen, sie können aber auch zu Verzerrungen führen, die den allgemeinen Wohlstand verringern. Angesichts der komplexen Wechselwirkungen zwischen den verschiedenen Bestimmungsfaktoren ist es daher nicht leicht, den für eine Gesellschaft optimalen Grad an wirtschaftlicher Ungleichheit zu bestimmen.

Die Geldpolitik dürfte zwar nicht zu den wesentlichen Faktoren gehören, die die Ungleichheit verstärken, sie sollte die diesbezüglichen Entwicklungen aber auch nicht ignorieren.

Die Industrieländer verfolgen seit den 1980er-Jahren recht ähnliche geldpolitische Strategien. Deshalb ist es eher unwahrscheinlich, dass die Unterschiede, die zwischen den Ländern zu beobachten sind, geldpolitisch bedingt sind. Dennoch muss die Geldpolitik diesen Entwicklungen Beachtung schenken, besonders wenn sie die gesamtwirtschaftliche Nachfrage dauerhaft beeinträchtigen oder den natürlichen Zins niedrig halten.¹⁴ Die geeigneteren Instrumente, um gegen

⁹ Siehe F. Bourguignon, [World changes in inequality: an overview of facts, causes, consequences and policies](#), Working Papers der BIZ, Nr. 654, 2017; D. Rodrik, *Has Globalization Gone Too Far?*, Institute for International Economics, 1997.

¹⁰ Siehe L. Chancel, [Ten facts about inequality in advanced economies](#), WID Working Paper, Nr. 2019/15, 2019.

¹¹ Siehe O. Blanchard und D. Rodrik (Hrsg.), *Combating Inequality: Rethinking Government's Role*, MIT Press, 2021.

¹² Siehe beispielsweise A. Mian, L. Straub und A. Sufi, [Indebted Demand](#), Mimeo, Harvard University, 2019, worin sich die Autoren mit der Grenzneigung zum Konsum aus dem laufenden Einkommen beschäftigen.

¹³ Siehe beispielsweise den Überblick in J. Ostry, A. Berg und C. Tsangarides, [Redistribution, Inequality, and Growth](#), IMF Staff Discussion Notes, Nr. SDN/14/02, 2014.

¹⁴ Siehe L. Rachel und L. Summers, [On Secular Stagnation in the Industrialized World](#), Brookings Papers on Economic Activity, Frühjahr 2019, S. 1-54.

eine übermäßige Ungleichverteilung vorzugehen, liegen indes in den Händen der Regierungen. Dazu zählen Steuern (z. B. eine progressive Besteuerung von Einkommen, Vermögen und Erbschaften), Transferleistungen, Marktregulierung und der Zugang zu Bildung und Gesundheitsleistungen.

Ungleichheit und der Konjunkturzyklus

Inwieweit die Einkommensungleichheit zyklischen Mustern folgt, ist von Land zu Land unterschiedlich, während sich die Vermögensungleichheit in aller Regel prozyklisch entwickelt. Haushalte mit niedrigerem Einkommen werden meist härter von Rezessionen getroffen, weil ihr Arbeitseinkommen eine höhere Konjunktursensitivität aufweist (siehe unten). Haushalte mit höherem Einkommen sind hingegen eher über ihr Kapitaleinkommen (z. B. Gewinne) konjunkturanfällig, da es bei ihnen einen größeren Anteil am Gesamteinkommen ausmacht. Da Arbeits- und Kapitaleinkommen von Land zu Land unterschiedlich verteilt sind, kann auch die Zyklizität der Einkommensungleichheit verschieden stark ausgeprägt sein.¹⁵ Demgegenüber folgt die Vermögensungleichheit tendenziell einem prozyklischen Muster. Da sich Gewinne und Aktienkurse prozyklisch verhalten, eignen sich Aktien nicht zur Glättung des Konsums über den Konjunkturzyklus. Nur wohlhabendere Haushalte sind bereit, dieses Risiko (gegen eine entsprechende Risikoprämie) einzugehen. Dies erklärt auch, weshalb sich private Haushalte nur begrenzt am Aktienmarkt engagieren und für Aktien eine recht hohe Risikoprämie gezahlt wird.¹⁶ Demzufolge können die zyklischen Eigenschaften bestimmter Vermögenspreise zu einer längerfristigen Bestimmungsgröße der Vermögensungleichverteilung werden.

Die Konjunkturabhängigkeit der Erwerbseinkommen ist nicht in allen Haushaltsgruppen gleich. Deshalb sind gesamtwirtschaftliche Stabilisierungsmaßnahmen sinnvoll, um längerfristige Zunahmen der Ungleichheit abzuwenden. Abbildung 4 zeigt sogenannte Worker Betas für das Eurogebiet. Dabei handelt es sich um eine Messgröße der Elastizität des Arbeitseinkommens gegenüber Veränderungen des aggregierten BIP-Wachstums.¹⁷ Aus der Abbildung geht hervor, dass die Arbeitseinkommen von Erwerbstätigen aus Haushalten mit geringerem Einkommen empfindlicher auf Veränderungen des BIP-Wachstums reagieren (siehe auch Kasten 1, der sich speziell mit der Entwicklung während der Coronakrise beschäftigt). Die Wohlfahrtskosten des Konjunkturzyklus dürften für diese Erwerbstätigen beträchtlich sein, vor allem, weil sie aufgrund von Liquiditätseingpässen und möglichen Kreditbeschränkungen nicht so gut in der Lage sind, ihren Konsum zu glätten. Insgesamt lässt sich aus der Konjunkturabhängigkeit

¹⁵ Siehe M. Clemens, U. Eydam und M. Heinemann, [Inequality over the Business Cycle – The Role of Distributive Shocks](#), DIW-Diskussionspapier, Nr. 1852, 2020.

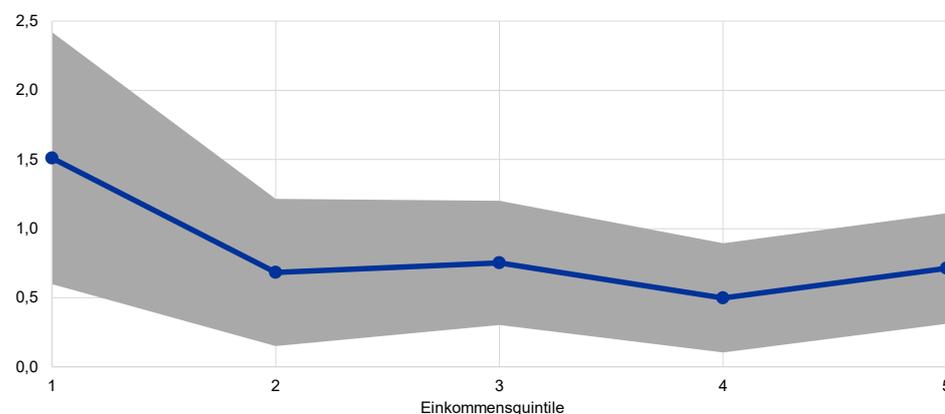
¹⁶ Siehe F. Guvenen, [A Parsimonious Macroeconomic Model for Asset Pricing](#), *Econometrica*, Bd. 77, 2009, S. 1711-1750.

¹⁷ Siehe A. Castañeda, J. Díaz-Giménez und J.-V. Ríos-Rull, [Exploring the income distribution business cycle dynamics](#), *Journal of Monetary Economics*, Bd.42, 1998, S. 93-130; F. Guvenen, S. Schulhofer-Wohl, J. Song und M. Yogo, [Worker Betas: Five Facts about Systematic Earnings Risk](#), *American Economic Review*, Bd. 107(5), 2017, S. 398-403. Siehe auch EZB, [Einkommensrisiko privater Haushalte im Konjunkturverlauf](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 6/2019, September 2019. Der Kasten dokumentiert eine starke Heterogenität zwischen den größeren Euro-Ländern, die möglicherweise mit Divergenzen zwischen den jeweiligen Arbeitsmarktinstitutionen zusammenhängt. Wird allerdings das gesamte Eurogebiet betrachtet, ist dieses Muster etwas weniger stark ausgeprägt.

der Erwerbseinkommen schließen, dass gesamtwirtschaftliche Stabilisierungsmaßnahmen – gleich ob geldpolitischer oder finanzpolitischer Art – wesentlich dazu beitragen können, konjunktursensitive Anstiege der Einkommensungleichheit einzudämmen. Sofern zyklische Arbeitsplatzverluste längerfristig oder sogar dauerhaft die Arbeitsmarktchancen von Erwerbstätigen verschlechtern, können solche Maßnahmen auch helfen, die Ungleichverteilung von Einkommen und Vermögen auf längere Sicht zu verringern.¹⁸

Abbildung 4
Worker Betas entlang der Einkommensverteilung im Euroraum

(Einkommenselastizität gegenüber BIP-Wachstum)



Quelle: EZB, [Einkommensrisiko privater Haushalte im Konjunkturverlauf](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 6/2019, September 2019.
Anmerkung: Die Abbildung basiert auf Durchschnittsdaten für Deutschland, Spanien, Frankreich und Italien. Sie zeigt die geschätzte Elastizität des Arbeitseinkommens gegenüber Veränderungen des aggregierten BIP-Wachstums für die gesamte Einkommensverteilung der privaten Haushalte. Einzelpersonen werden anhand ihres Haushaltseinkommens in den beiden Vorjahren in Einkommensquintile eingruppiert, um etwaige Scheinkorrelationen zwischen Risikoexposition und Eingruppierung zu vermeiden. Die Angaben zum Haushaltseinkommen beruhen auf der im Längsschnittdatensatz enthaltenen EU-SILC-Variablen HY020 für das gesamte verfügbare Haushaltseinkommen; für Deutschland wird der EU-SILC-Klon als Längsschnittdatensatz auf Basis des deutschen SOEP herangezogen. Die grau schattierten Bereiche markieren das Konfidenzintervall von 95 %.

Kasten 1

Einkommensungleichheit im Euro-Währungsgebiet während der Covid-19-Pandemie

Maarten Dossche, Aleksandra Kolndrekaj und Jiří Slačálek

Durch die Corona-Pandemie hat sich der wirtschaftliche Wohlstand aller privaten Haushalte deutlich verringert. Die konkreten Auswirkungen waren allerdings je nach Berufsgruppe der Haushaltsangehörigen und Ausgabenstruktur der Haushalte sehr unterschiedlich. Der vorliegende Kasten liefert entsprechende Erkenntnisse für den Euroraum auf Basis der auf Haushaltsebene verfügbaren Daten zu Arbeitseinkommen, Konsumausgaben und Ersparnisbildung.

Die negativen Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf die Arbeitseinkommen treffen jüngere Arbeitskräfte, Frauen und Haushalte mit niedrigerem Einkommen besonders hart. Grafik a in Abbildung A zeigt für jede Altersgruppe den Anteil der Erwerbspersonen, die in unmittelbar durch

¹⁸ Siehe J. Heathcote, F. Perri und G. Violante, [The Rise of US Earnings Inequality: Does the Cycle Drive the Trend?](#), Review of Economic Dynamics, Bd. 37, Supplement 1, 2020, S. S181-S204.

die Lockdown-Maßnahmen beeinträchtigten Sektoren beschäftigt sind.¹⁹ Die zur Eindämmung des Coronavirus ergriffenen Maßnahmen haben vor allem diejenigen Sektoren erfasst, in denen Abstandsregeln schwer einzuhalten sind (z. B. Gastgewerbe, Reisebranche, Kultur und Unterhaltung). Grafik a verdeutlicht zweierlei: Erstens sind in den betroffenen Sektoren eher jüngere Menschen tätig, sodass Beschäftigte unter 25 Jahren die Folgen besonders stark zu spüren bekommen. Zweitens arbeiten in diesen Sektoren über fast alle Altersgruppen hinweg wesentlich mehr Frauen. Dementsprechend wirkt die Corona-Pandemie – wie in Grafik b ersichtlich – über die Einkommensverteilung hinweg regressiv, und das Arbeitslosigkeitsrisiko weist eine Schiefe in Richtung der Haushalte in den unteren Einkommensquintilen auf. Diese Ergebnisse weisen darauf hin, dass die Pandemie die Ungleichheit unter den privaten Haushalten wohl verschärft wird, und decken sich mit der Evidenz aus Ländern außerhalb des Euroraums. So haben mehrere Untersuchungen in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich gezeigt, dass ein besonders großer Anteil der Erwerbstätigen in den unteren Bereichen der Einkommensverteilung in Sektoren beschäftigt ist, die von Lockdown-Maßnahmen betroffen sind.²⁰ Folglich dürfte die Corona-Pandemie die bestehende Einkommensungleichheit verstärken, wie dies auch schon frühere Pandemien gezeigt haben.²¹

¹⁹ Die folgenden Sektoren gelten als von Lockdown-Maßnahmen betroffen: Handel; Instandhaltung und Reparatur von Kraftfahrzeugen; Verkehr und Lagerei; Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie; Kunst, Unterhaltung und Erholung. Die Einstufung basiert auf R. Joyce und X. Xu, [Sector shutdowns during the coronavirus crisis: which workers are most exposed?](#), Briefing Note BN278, Institute for Fiscal Studies, 2020.

²⁰ Siehe L.-P. Béland, A. Brodeur und T. Wright, [COVID-19, Stay-At-Home Orders and Employment: Evidence from CPS Data](#), IZA Discussion Papers, Nr. 13282, Mai 2020; S. Mongey, L. Pilossoph und A. Weinberg, [Which workers bear the burden of social distancing policies?](#), Covid Economics, Ausgabe 12, 2020, S. 69-86; R. Joyce und X. Xu, a. a. O.

²¹ Siehe D. Furceri, P. Loungani, J. Ostry und P. Pizzuto, [Will Covid-19 affect inequality? Evidence from past pandemics](#), Covid Economics, Ausgabe 12, 2020, S. 138-157.

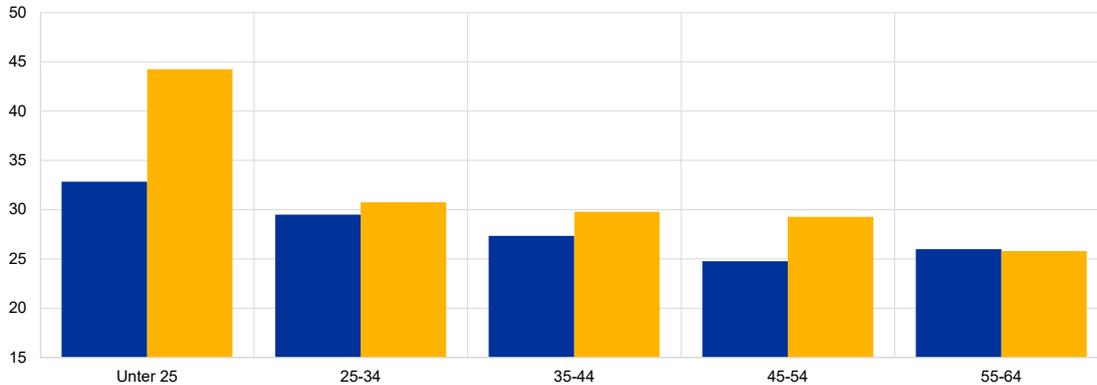
Abbildung A

Auswirkung von Covid-19 nach Alter und Geschlecht sowie nach Einkommensquintil

(in %)

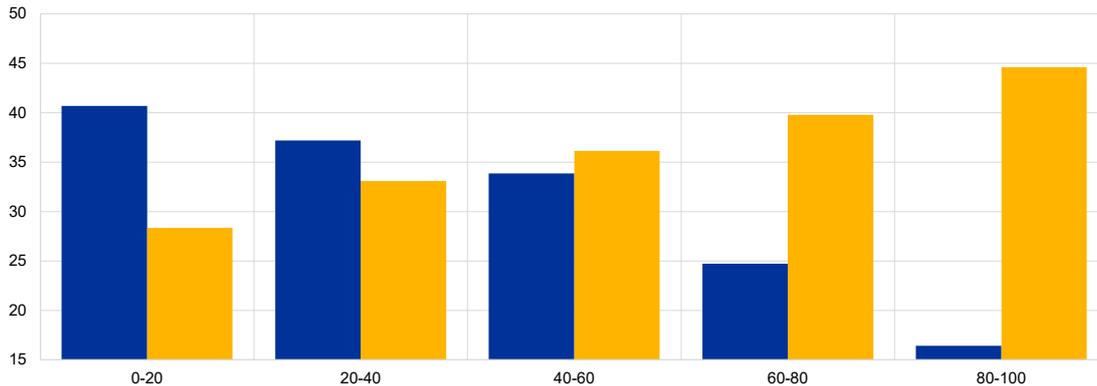
■ Männlich
■ Weiblich

a) Beschäftigte in von Lockdown-Maßnahmen betroffenen Sektoren nach Alter und Geschlecht



■ Arbeitseinkommen
■ Konsumausgaben

b) Von Lockdown-Maßnahmen betroffene Arbeitseinkommen und Konsumausgaben nach Einkommensquintil



Quelle für Grafik a: EU-SILC (Irland und Slowakei: Daten für 2017; alle übrigen Länder: Daten für 2018).

Quellen für Grafik b: EU-SILC (Irland und Slowakei: Daten für 2017; alle übrigen Länder: Daten für 2018) und Eurostat Household Budget Survey.

Anmerkung zu Grafik a: Die Grafik zeigt für jede Altersgruppe den Anteil der Beschäftigten (aufgeschlüsselt nach Geschlecht), die in von Lockdown-Maßnahmen betroffenen Sektoren arbeiten. Dies sind: Handel; Instandhaltung und Reparatur von Kraftfahrzeugen; Verkehr und Lagerei; Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie; Kunst, Unterhaltung und Erholung gemäß den Sektoren G, H, I und R der statistischen Systematik der Wirtschaftszweige der Europäischen Gemeinschaft (NACE).

Anmerkung zu Grafik b: Die Grafik zeigt für jedes Einkommensquintil den Anteil des gesamten Arbeitseinkommens und Konsums, der von Lockdown-Maßnahmen betroffen ist. Bei den Konsumausgaben sind dies: Ausgaben für Restaurantbesuche, Transportleistungen, Urlaubsreisen, Hotels und Kulturdienstleistungen sowie aufschiebbare Ausgaben (z. B. für Kraftfahrzeuge, Bekleidung, Schuhe, Möbel und Einrichtungsgegenstände).

Anders als beim Arbeitseinkommen ist der Rückgang der Konsumausgaben in den oberen Bereichen der Einkommensverteilung besonders ausgeprägt. Haushalte mit hohem Einkommen haben ihre Ausgaben für nicht lebensnotwendige Waren und Dienstleistungen, die im obersten Einkommensquintil fast 45 % der Gesamtausgaben ausmachen, erheblich verringert.²² Sie haben auch unverhältnismäßig stark zum deutlichen Anstieg der aggregierten Sparquote beigetragen. Dies hängt zum einen damit zusammen, dass ein größerer Anteil ihres Gesamtkonsums auf von Lockdown-Maßnahmen betroffene Waren und Dienstleistungen entfällt, und zum anderen damit, dass ihr Einkommen weniger stark beeinträchtigt wurde.

²² Nicht lebensnotwendige Waren und Dienstleistungen sind hier definiert als die von Lockdown-Maßnahmen betroffenen Waren und Dienstleistungen. Dazu zählen Ausgaben für Restaurantbesuche, Transportleistungen, Urlaubsreisen, Hotels und Kulturdienstleistungen sowie aufschiebbare Ausgaben (z. B. für Kraftfahrzeuge, Bekleidung, Schuhe, Möbel und Einrichtungsgegenstände).

Im Zusammenspiel mit den geldpolitischen Maßnahmen der EZB hat die Finanzpolitik dazu beigetragen, die wirtschaftlichen Folgen der Covid-19-Krise abzumildern. Während durch den akkommodierenden geldpolitischen Kurs der EZB günstige Finanzierungsbedingungen für die gesamte Wirtschaft sichergestellt wurden, konnte durch gezielte fiskalische Transfers (z. B. Programme zur Arbeitsplatzsicherung) die Situation für die am stärksten betroffenen Haushalte entschärft werden.

3 Geldpolitik und Ungleichheit zwischen privaten Haushalten

Auswirkung der Geldpolitik auf die Einkommens- und Vermögensverteilung

Die Fachliteratur hat drei wesentliche Wirkungskanäle identifiziert, über die sich eine Veränderung des geldpolitischen Kurses auf die Verteilung des Vermögens und Einkommens privater Haushalte auswirken kann. Erstens zählt hierzu der Kanal der Sparzinsen (und Kreditkosten), der darauf basiert, dass sich die Bilanzen der privaten Haushalte in ihrem Umfang und ihrer Zusammensetzung unterscheiden. Dies bedeutet, dass sich Zinsänderungen gegenteilig in den wirtschaftlichen Bedingungen von Nettoschuldnern und Nettosparern niederschlagen. Zweitens ist der Vermögenspreiskanal zu nennen, der auf der Heterogenität der Portfolios der Privathaushalte basiert, sodass es durch eine Änderung des geldpolitischen Kurses zu unterschiedlichen Kapitalgewinnen und -verlusten kommt. Dabei dürften vermögende Haushalte (und in manchen Fällen die Mittelschicht) eher von Vermögenspreisänderungen infolge einer expansiven Geldpolitik profitieren, sofern sie längerfristige Anlagen halten (siehe hierzu Kasten 3). Der dritte Kanal betrifft die Einkommen der privaten Haushalte und resultiert daraus, dass die Beschäftigungselastizität gegenüber dem Konjunkturzyklus je nach Erwerbsperson und individuellen Merkmalen variiert.

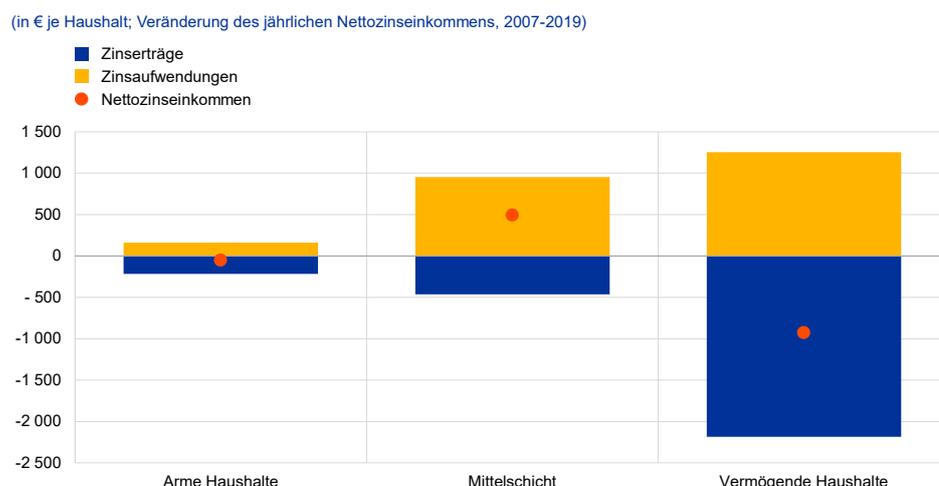
Geldpolitik und Ungleichheit: empirische Belege für das Euro-Währungsgebiet

Zinssenkungen wirken sich in unterschiedlicher Weise auf die privaten Haushalte und ihr Nettozinseinkommen aus. Maßgeblich ist vor allem der Anteil verzinslicher Anlagen mit kurzer Laufzeit und der Bestand an variabel verzinslichen Hypothekarkrediten.²³ Aus den in Abbildung 5 dargestellten Schätzungen geht hervor, dass Zinssenkungen das Nettozinseinkommen ärmerer Haushalte nicht übermäßig stark beeinflussen, da diese Haushalte tendenziell wenige Schulden und auch wenige verzinsliche Anlagen haben. Demgegenüber hat sich das

²³ Siehe A. Auclert, [Monetary Policy and the Redistribution Channel](#), American Economic Review, Bd. 109(6), 2019, S. 2333-2367; P. Tzamourani, [The Interest Rate Exposure of Euro Area Households](#), European Economic Review (im Erscheinen).

Nettozinseinkommen der Mittelschicht mit abnehmendem Zinsniveau erhöht. Dies ist in erster Linie durch ihren relativ hohen Bestand an Hypothekarkrediten bedingt. Die vermögengeren Privathaushalte haben wiederum Verluste beim Nettozinseinkommen verbucht, da sie im Durchschnitt tendenziell weniger stark verschuldet sind.²⁴ Ein niedrigeres Zinsniveau scheint die Einkommensungleichheit also nicht auf direktem Wege zu erhöhen.

Abbildung 5
Veränderung des Nettozinseinkommens entlang der Einkommens- und Vermögensverteilung



Quelle: Dossche et al., a. a. O.
Anmerkung: Als vermögend werden Haushalte definiert, die bei der Nettovermögensverteilung zu den obersten 20 % (Geld- und Sachvermögen) zählen. Zur Mittelschicht gehören die 60 % der Gesamtbevölkerung am oberen Ende der Einkommensverteilung der nicht vermögenden Haushalte. Als arm gelten Haushalte, die gemessen an der Gesamtbevölkerung die unteren 20 % der Einkommensverteilung der nicht vermögenden Haushalte ausmachen.

Auf das Arbeitseinkommen der privaten Haushalte wirkt sich eine Lockerung der Geldpolitik im Wesentlichen über zwei Kanäle aus. Der erste Kanal bezieht sich darauf, dass Arbeitslose, die eine neue Beschäftigung aufnehmen, im Allgemeinen einen deutlichen Einkommensanstieg verzeichnen (Erwerbseinkommenskanal).²⁵ Dabei spielen demografische Merkmale wie Alter, Bildungsniveau, Familienstand, Anzahl der Kinder usw. eine Rolle. Der zweite Kanal wirkt über einen Lohnzuwachs bei allen Erwerbstätigen (Einkommenszusammensetzungskanal).

Die geldpolitische Lockerung über das Programm der EZB zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) hat im unteren Bereich der Einkommensverteilung zu einer deutlichen Verringerung der Arbeitslosenquote geführt.²⁶ In Abbildung 6, Grafik a wird der durch das APP bedingte Rückgang der Arbeitslosenquote für alle fünf Quintile der Einkommensverteilung geschätzt. Gezeigt wird der Rückgang der

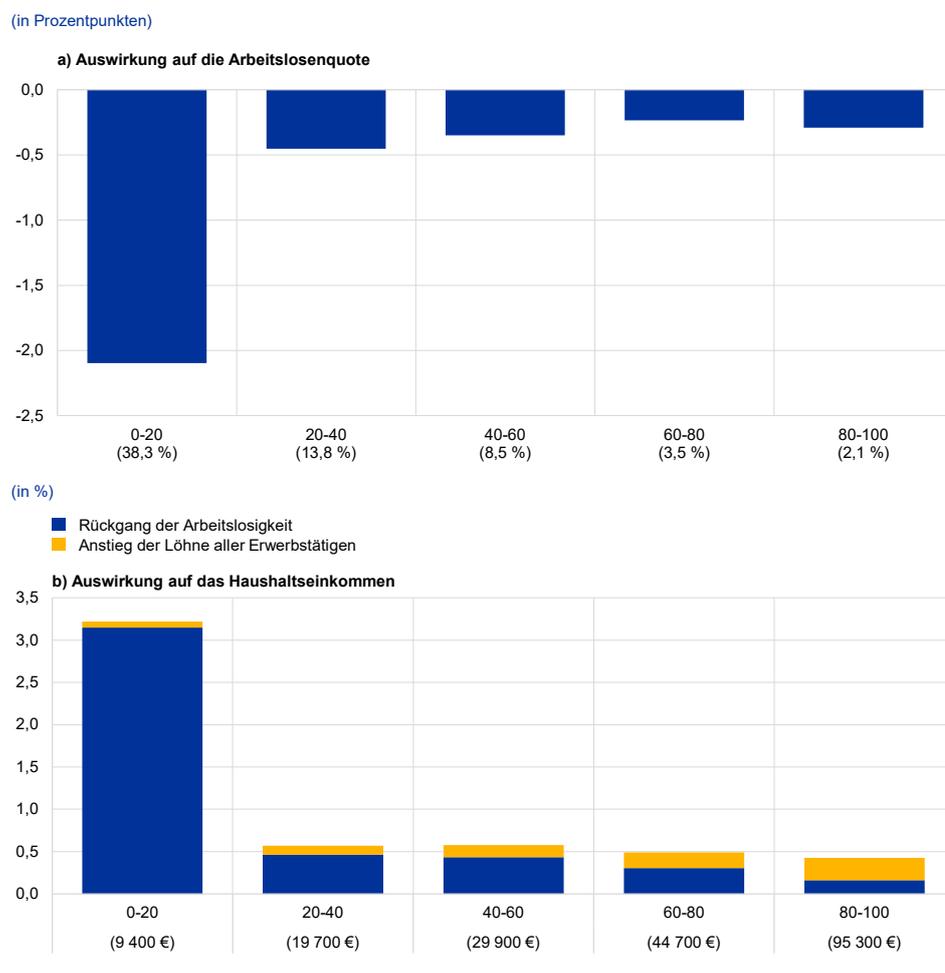
²⁴ Siehe M. Dossche, J. Hartwig und B. Pierluigi, The redistribution of interest income in the euro area, 2007-2019, Mimeo, 2020.

²⁵ Hinzu kommt, dass Arbeitnehmer, bei denen eine Entlassung abgewendet werden kann, keinen Einkommensverlust verzeichnen (was bei einer Entlassung der Fall gewesen wäre).

²⁶ Siehe M. Lenza J. Slačálek, How does monetary policy affect income and wealth inequality? Evidence from quantitative easing in the euro area, Working Paper Series der EZB, Nr. 2190, 2018. Nähere Informationen zum APP finden sich auf der Website der EZB (nur auf Englisch verfügbar).

Arbeitslosenquote vier Quartale nach Eintritt des APP-Schocks, der hier als eine nicht antizipierte Verringerung des Zinsgefälles – d. h. der Differenz zwischen lang- und kurzfristigen Zinssätzen – von 30 Basispunkten dargestellt ist. Der aggregierte Rückgang der Arbeitslosenquote, der sich auf rund 0,7 Prozentpunkte beläuft, wirkt sich im Einzelnen sehr unterschiedlich aus. In erster Linie profitieren die Haushalte im untersten Einkommensquintil, deren Arbeitslosenquote um mehr als 2 Prozentpunkte sinkt. In allen anderen Einkommensquintilen beträgt der Rückgang weniger als 0,5 Prozentpunkte.

Abbildung 6
Auswirkung der geldpolitischen Lockerung durch das APP



Quelle: M. Lenza und J. Slačálek, a. a. O.
Anmerkung: Grafik a zeigt den Rückgang der Arbeitslosenquote für die verschiedenen Quintile der Einkommensverteilung der privaten Haushalte vier Quartale nach Eintritt des APP-Schocks. Die Werte in Klammern geben die ursprüngliche Arbeitslosenquote für jedes Quintil an. Grafik b zeigt die prozentuale Veränderung des mittleren Einkommens für die verschiedenen Quintile aufgeschlüsselt in den extensiven Rand (Erwerbseinkommenskanal) und den intensiven Rand (Einkommenszusammensetzungskanal). Die Werte in Klammern geben das ursprüngliche Niveau des mittleren Einkommens der privaten Haushalte (brutto) für jedes Quintil an. Für die Zwecke dieser Abbildung wurde der Euroraum durch Aggregation der Daten für Deutschland, Spanien, Frankreich und Italien modelliert.

Es zeigt sich, dass der Rückgang der Arbeitslosigkeit über die gesamte Einkommensverteilung hinweg – und insbesondere in den unteren Quintilen – eine wesentliche Triebfeder des Lohnwachstums ist. In Abbildung 6, Grafik b wird der Gesamtanstieg des mittleren Einkommens aufgeschlüsselt, und zwar a) in den Teil, der auf den Rückgang der Arbeitslosigkeit zurückzuführen ist

(Erwerbseinkommenskanal), und b) in den Teil, der einem allgemeinen Anstieg des Lohnniveaus aller Erwerbstätigen zuzuschreiben ist (Einkommenszusammensetzungskanal). Die Wirkung des Erwerbseinkommenskanals ist im untersten Quintil besonders stark, während das Lohnwachstum hier eine sehr geringe Rolle spielt. Aber auch in den übrigen Quintilen (mit Ausnahme des obersten Quintils) entfaltet sich die Einkommenswirkung der geldpolitischen Lockerung größtenteils über den Erwerbseinkommenskanal.

Insgesamt dürfte die Wirkung des APP auf den Arbeitsmarkt eine leichte Verringerung der Einkommensungleichheit zur Folge haben. Veränderungen der Arbeitslosenquote beeinflussen das Einkommen der privaten Haushalte erheblich. Erwirtschaften Haushalte (erstmalig oder wieder) ein Erwerbseinkommen, statt Arbeitslosenunterstützung zu beziehen, so erhöht sich ihr Einkommen deutlich. Das mittlere Einkommen des untersten Quintils erhöht sich um mehr als 3 %, während jenes der anderen Quintile um rund 0,5 % zunimmt.

Darüber hinaus wirkt sich das APP über den Kanal der Portfoliozusammensetzung auf die Vermögensverteilung aus. Durch das APP kommt es bei einigen von privaten Haushalten gehaltenen Vermögenswerten (Aktien, Anleihen und Wohnimmobilien) zu Wertsteigerungen. Davon profitieren rund zwei Drittel aller Haushalte, die solche Vermögenswerte halten. Da Aktien vor allem von vermögendere Haushalten gehalten werden, bewirken Kursanstiege per se tendenziell eine Zunahme der Vermögensungleichheit. Kompensiert wird dies jedoch durch den gleichzeitigen Anstieg der Wohnimmobilienpreise. Das Wohnimmobilienvermögen der privaten Haushalte ist über den Euroraum hinweg recht gleichmäßig verteilt. Ein großer Anteil der Haushalte (rund 60 %) lebt in den eigenen vier Wänden.²⁷ Außerdem machen Wohnimmobilien rund 70 % bis 80 % des Gesamtwerts aller Vermögenswerte der privaten Haushalte aus.²⁸ Werden die Effekte der Geldpolitik auf Aktienkurse und Wohnimmobilienpreise kombiniert, bleibt der Gini-Koeffizient des Nettovermögens – eine weit gefasste Messgröße der Ungleichheit – im Großen und Ganzen unverändert.

Diese Erkenntnisse stehen im Einklang mit der wachsenden Fachliteratur zur Schätzung der Verteilungseffekte der Geldpolitik.²⁹ So kamen beispielsweise zwei neuere Studien zu dem Ergebnis, dass sich die nichtkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen in der Gesamtbetrachtung nicht besonders stark auf die

²⁷ Siehe K. Adam und P. Tzamourani, [Distributional consequences of asset price inflation in the Euro Area](#), *European Economic Review*, Bd. 89, 2016, S. 172-192.

²⁸ Die Auswirkungen auf die privaten Haushalte hängen auch von der Struktur und dem Umfang ihrer Vermögenswerte und Verbindlichkeiten ab. Während hoch verschuldete Haushalte, die oftmals über ein geringes Nettovermögen verfügen, stärker profitieren als vermögendere Haushalte, verzeichnen Haushalte mit wenigen Vermögenswerten kaum oder gar keine Wertsteigerung.

²⁹ Siehe beispielsweise A. Colciago, A. Samarina und J. De Haan, [Central Bank Policies and Income and Wealth Inequality: A Survey](#), *Journal of Economic Surveys*, Bd. 33, 2019, S. 1199-1231.

Einkommens- und Vermögensungleichverteilung ausgewirkt haben.³⁰ Einer Untersuchung der Bundesbank zufolge dürften die Sondermaßnahmen die Einkommensungleichheit verringert haben, während ihre Wirkung auf die Vermögensverteilung weniger klar ist.³¹ Die Banco de Portugal hat mit Blick auf die Wirtschaft Portugals festgestellt, dass Preissteigerungen bei Wohnimmobilien die Vermögensungleichheit tendenziell verringern, wohingegen Wertsteigerungen bei Unternehmen im Eigentum von Privathaushalten und marktfähigen finanziellen Vermögenswerten die Ungleichverteilung vergrößern.³² In einer aktuellen Studie wurde die ethnisch bedingte Ungleichheit in den Vereinigten Staaten untersucht, mit dem Ergebnis, dass ein akkommodierender geldpolitischer Kurs tendenziell zu einer Verringerung der ethnischen Disparitäten in Bezug auf die Arbeitslosigkeit (und somit auf die Erwerbseinkommen) führt, aber eine Erhöhung der Vermögensungleichheit zur Folge hat.³³

Kasten 2

Geldpolitik und regionale Ungleichheit

Sebastian Hauptmeier, Frédéric Holm-Hadulla und Katerina Nikalexi

In weiten Teilen der Welt haben sich ärmere und reichere Regionen in den vergangenen Jahren wirtschaftlich auseinanderentwickelt. So haben sich beispielsweise in Europa die regionalen Unterschiede seit Beginn der WWU verschärft. Ursächlich hierfür waren vor allem Hysterese-Effekte nach der globalen Finanzkrise.³⁴ Eine aktuelle Studie bestätigt, dass sich im Euroraum nach der Finanzkrise eine divergierende Entwicklung vollzog. Während nach dem konjunkturellen Abschwung im Jahr 2009 im oberen Bereich der Einkommensverteilung eine solide Erholung zu verzeichnen war, ging das Pro-Kopf-BIP in den unteren Einkommensgruppen kontinuierlich zurück.³⁵ Aus einer jüngeren Ausgabe des Wirtschaftsberichts der EZB geht hervor, dass eine derartige Divergenz auch an den Arbeitsmärkten zu beobachten war.³⁶

Der zunehmenden Ungleichheit zwischen den Regionen wurde bereits Beachtung geschenkt. Allerdings wurde dabei noch nicht der Frage nachgegangen, welchen Beitrag die Geldpolitik zu diesem Anstieg geleistet hat. Im Mittelpunkt der Diskussion standen bislang zumeist die Steuer-

³⁰ Siehe M. Casiraghi, E. Gaiotti, L. Rodano und A. Secchi, [A 'reverse Robin Hood'? The distributional implications of non-standard monetary policy for Italian households](#), *Journal of International Money and Finance*, Bd. 85, 2018, S. 215-235; P. Bunn, A. Pugh und C. Yeates, [The Distributional Impact of Monetary Policy Easing in the UK Between 2008 and 2014](#), Staff Working Papers der Bank of England, Nr. 720, 2018. Der erstgenannte Beitrag gelangt auf Basis von Daten für Italien zu dem Schluss, dass die geldpolitischen Sondermaßnahmen Sparern nicht geschadet haben, da die geringere Verzinsung von Anlagen durch die Unterstützung des Arbeitseinkommens und durch Kapitalgewinne kompensiert wird.

³¹ Siehe Deutsche Bundesbank, [Verteilungseffekte der Geldpolitik](#), Monatsbericht September 2016, S. 15-38.

³² Siehe Banco de Portugal, [Distribution Mechanisms of Monetary Policy in the Portuguese Economy](#), *Economic Bulletin*, Mai 2017, S. 93-110.

³³ Siehe A. Bartscher, M. Kuhn, M. Schularick und P. Wachtel, [Monetary Policy and Racial Inequality](#), Discussion Paper Series des CEPR, Nr. 15734, 2021. Die negativen Effekte auf Vermögensunterschiede sind hauptsächlich darauf zurückzuführen, dass afroamerikanische Haushalte in den Vereinigten Staaten seltener Aktien halten und Wohnungseigentümer sind als weiße Haushalte.

³⁴ Siehe G. Hudecz, E. Moshammer und T. Wieser, [Regional disparities in Europe: should we be concerned?](#), Discussion Paper Series des ESM, Nr. 13, 2020.

³⁵ Siehe S. Hauptmeier, F. Holm-Hadulla und K. Nikalexi, [Monetary policy and regional inequality](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2385, 2020.

³⁶ Siehe EZB, [Regionale Arbeitsmarktentwicklung während der globalen Finanzkrise und der anschließenden Erholung](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 4/2020, Juni 2020.

und Transfersysteme oder Veränderungen der Wirtschaftsstrukturen, die als wesentliche Bestimmungsfaktoren der regionalen Disparität gelten.³⁷ Hier stellt sich jedoch durchaus die Frage, ob der Effekt dieser Faktoren durch wirtschaftspolitische Maßnahmen auf der Makroebene verschärft oder gemindert wurde. In diesem Zusammenhang rückt auch die Geldpolitik als einer von mehreren Politikbereichen in den Blickpunkt, da sie die gesamtwirtschaftliche Entwicklung im letzten Jahrzehnt maßgeblich beeinflusst hat.

Vor diesem Hintergrund wird im vorliegenden Kasten der dynamische Effekt beleuchtet, den exogene Veränderungen der kurzfristigen Leitzinsen auf das BIP von Städten und sonstigen Gebietseinheiten im Euro-Währungsgebiet ausgeübt haben. Das zur Ermittlung dieser exogenen Veränderungen verwendete empirische Modell kontrolliert für makroökonomische Schlüsselvariablen (wie etwa das BIP und die am HVPI gemessene Inflationsrate im Euroraum), die üblicherweise in die Reaktionsfunktion der Zentralbank einfließen. Die Identifikationsstrategie basiert somit auf der Annahme, dass die Geldpolitik bei einer solchen Berücksichtigung der gesamtwirtschaftlichen Bedingungen nicht auf die regionale Wirtschaftsaktivität reagiert.

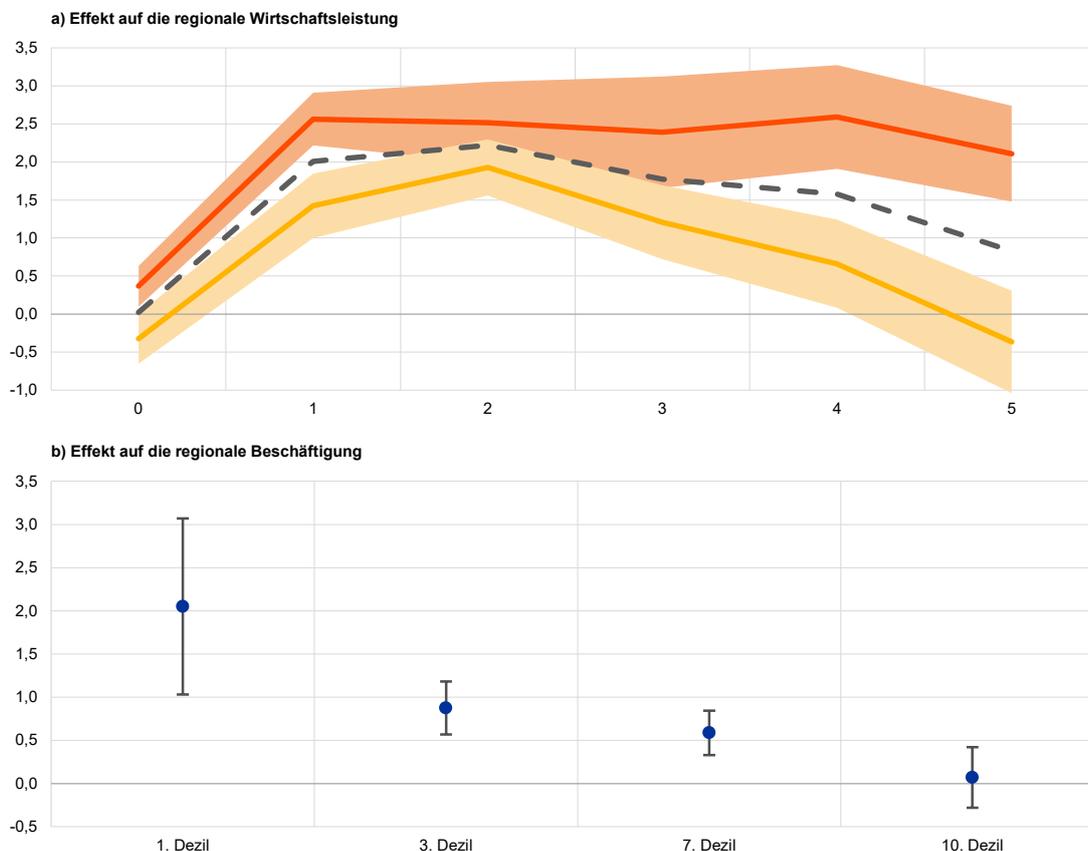
Die Ergebnisse deuten auf eine ausgeprägte Heterogenität der geldpolitischen Transmission auf regionaler Ebene hin. So werden in Abbildung A, Grafik a die dynamische Reaktion der regionalen Wirtschaftsleistung auf einen geldpolitischen Schock im 5. Perzentil und jene im 95. Perzentil der BIP-Verteilung gegenübergestellt. In beiden Perzentilen steigt nach der Zinssenkung die Wirtschaftsleistung. Allerdings ist die Expansion am unteren Ende der Verteilung deutlich stärker. Außerdem ist festzustellen, dass die Differenz im Laufe der Zeit größer wird. So kehrt das BIP im oberen Bereich der Verteilung mit der Zeit auf sein vorhergehendes Niveau zurück, wohingegen der Effekt auf die Wirtschaftsleistung im unteren Bereich dauerhaft ist. Folglich wirkt sich eine geldpolitische Lockerung mindernd und eine geldpolitische Straffung verschärfend auf die regionale Ungleichheit aus.

³⁷ Siehe B. Austin, E. Glaeser und L. Summers, [Saving the Heartland: Place-Based Policies in 21st Century America](#), Brookings Papers on Economic Activity, Frühjahr 2018.

Abbildung A

Geldpolitischer Effekt auf regionaler Ebene

(in %)



Quelle: Hauptmeier et al., a. a. O.

Anmerkung zu Grafik a: Die Grafik veranschaulicht die Auswirkungen einer Zinssenkung um 100 Basispunkte auf das regionale BIP (in %). Die horizontale Achse markiert den Zeithorizont der Impuls-Antwort-Funktion (in Jahren). Die Linien stellen Punktschätzungen und die schattierten Bereiche die 90 %-Konfidenzintervalle dar. Die rote Linie zeigt die Schätzungen für das 95. Perzentil und die gelbe Linie die Schätzungen für das 5. Perzentil der bedingten BIP-Verteilung auf regionaler Ebene. Die gestrichelte Linie stellt den Mittelwert dar.

Anmerkung zu Grafik b: Die Grafik zeigt, wie sich eine Zinssenkung um 100 Basispunkte nach fünf Jahren in verschiedenen Dezilen der Verteilung des regionalen Pro-Kopf-BIP auf die Beschäftigung auswirkt (in %). Die Punkte stellen Punktschätzungen dar; die Balken markieren die 90 %-Konfidenzintervalle. Die Abgrenzung der Regionen erfolgt anhand der NUTS-3-Klassifikation von Eurostat.

Aus den Analyseergebnissen wird ersichtlich, welche Bedeutung die Verteilungseffekte der Geldpolitik haben (auch für die regionale Ungleichheit). Üblicherweise geht es in der Diskussion über die uneinheitlichen regionalen Auswirkungen der Geldpolitik im Euroraum vorwiegend um Unterschiede zwischen einzelnen Ländern. Die vorliegende Analyse zeigt hingegen, dass die geografische Heterogenität noch tiefer geht: Bei einer granulareren geografischen Betrachtung treten interregionale Unterschiede noch stärker zutage. Diese Heterogenität hat wiederum zur Folge, dass sich ein bestimmter geldpolitischer Kurs sehr uneinheitlich auf die verschiedenen Bereiche der Volkswirtschaft auswirken kann.

Im Einklang mit einer inzwischen umfangreichen Fachliteratur³⁸ sind Hauptmeier et al. der Auffassung, dass der Arbeitsmarkt die Triebfeder dieser Entwicklung sein dürfte. So reagiert die Beschäftigung sehr persistent auf geldpolitische Schocks, und die langfristigen Auswirkungen sind über die gesamte Verteilung des regionalen Pro-Kopf-BIP hinweg besonders spürbar. Grafik b von

³⁸ Siehe beispielsweise O. Blanchard und L. Summers, [Hysteresis and the European Unemployment Problem](#), NBER Macroeconomics Annual, Bd. 1, 1986, S. 15-78.

Abbildung A veranschaulicht, dass selbst fünf Jahre nach einem geldpolitischen Schock noch statistisch signifikante und ökonomisch relevante Beschäftigungseffekte bis ins siebte Dezil der Verteilung des regionalen Pro-Kopf-BIP festzustellen sind. Diese Erkenntnisse bilden eine Ergänzung zum wachsenden Bestand an Studien, denen zufolge die Geldpolitik langfristige Effekte auslösen und sich stärker auf den Wohlstand auswirken kann, als nur eine Glättung vorübergehender Schwankungen der Wirtschaftsaktivität zu bewirken.³⁹

4 Heterogenität und Transmission der Geldpolitik auf die Ausgaben der privaten Haushalte

Während im vorherigen Abschnitt die Auswirkungen der Geldpolitik auf die Einkommens- und Vermögensungleichheit im Fokus standen, wird nun beleuchtet, wie die Verteilung von Einkommen und Vermögen die Transmission der Geldpolitik auf die privaten Haushalte beeinflusst. Dabei wird geschätzt, inwiefern sich die Transmission der Geldpolitik auf den Konsum der Privathaushalte je nach Einkommens- und Vermögensstruktur, marginaler Konsumneigung und Reagibilität des Einkommens auf aggregierte Schocks unterscheidet.

Direkte und indirekte Transmissionskanäle der Geldpolitik

Die Effekte der Geldpolitik auf die einzelnen Haushalte lassen sich grob in zwei Kategorien zusammenfassen: *direkte* und *indirekte* Effekte.

Bei den direkten Effekten handelt es sich um die unmittelbaren Folgen von Zinsänderungen im partiellen Gleichgewicht. Hierzu zählen die Auswirkungen unterschiedlicher Zinspfade auf das Nettoeinkommen aus Finanzvermögen (Nettozinsänderungsrisiko). Dies ist der Kanal, der am häufigsten thematisiert wird. Seine Transmissionswirkung auf die Haushalte hängt von der Zusammensetzung ihres Vermögens und ihrer Verbindlichkeiten ab. So führt beispielsweise eine Senkung der Leitzinsen dazu, dass sich die Zinsaufwendungen verschuldeter Haushalte verringern (wie oben erläutert), vor allem im Falle variabel verzinsten Kredite. Haushalte, die nicht verschuldet sind, aber kurzfristige Anlagen halten (deren reale Renditen durch die Leitzinssenkung vorübergehend sinken), verzeichnen ein geringeres Einkommen aus Finanzvermögen. Ein zweiter direkter Effekt der Geldpolitik betrifft Veränderungen der Sparreize der privaten Haushalte (intertemporale Substitution). Auch dieser Effekt kommt unterschiedlich stark zum Tragen. In erster Linie betrifft er private Haushalte, die über Ersparnisse in liquider Form verfügen und deshalb ohne hohe Transaktionskosten Anpassungen vornehmen können.

³⁹ Siehe etwa O. Blanchard, [Should we reject the natural rate hypothesis?](#), Journal of Economic Perspectives, Bd. 32(1), 2018, S. 97-120; Ö. Jordà, S. R. Singh und A. M. Taylor, [The Long-Run Effects of Monetary Policy](#), Working Paper des NBER, Nr. 26666, 2020.

Indirekte Effekte entstehen durch die Reaktionen von Preisen und Löhnen (und somit auch des Arbeitseinkommens und der Beschäftigung) im allgemeinen Gleichgewicht.

So führt der aus einer Leitzinssenkung resultierende direkte Anstieg der Ausgaben privater Haushalte (und der Investitionen von Unternehmen) zu einer Produktionssteigerung und übt einen Aufwärtsdruck auf Beschäftigung und Löhne aus. Dieser indirekte Effekt, der über die Erhöhung des Arbeitseinkommens wirkt (vor allem im untersten Quintil, wie im vorangegangenen Abschnitt beschrieben), kurbelt die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zusätzlich an. Auch dieser Effekt kommt unterschiedlich stark zum Tragen, denn die verschiedenen Einkunftsarten (z. B. Löhne gegenüber Einkommen aus Privatunternehmen) und Gruppen von Arbeitslosen (z. B. gering Qualifizierte gegenüber hoch Qualifizierten) können bei der Reaktion auf Veränderungen der Gesamtausgaben eine unterschiedlich hohe Elastizität aufweisen.

Empirische Schätzungen für das Euro-Währungsgebiet

In der Literatur finden sich immer mehr Belege dafür, dass die privaten Haushalte ihren Konsum im Falle eines Einkommenschocks in unterschiedlichem Maße anpassen, dass sich also die marginale Konsumneigung von Haushalt zu Haushalt unterscheidet.⁴⁰

Dabei hat sich eine Unterteilung der Haushalte anhand ihres Bestands an liquiden Vermögenswerten als hilfreich erwiesen. Haushalte mit einem geringen liquiden Vermögen weisen tendenziell eine hohe marginale Konsumneigung auf und werden oft als „von der Hand in den Mund lebend“ bezeichnet, da sie nicht selten ihr gesamtes Einkommen für den Konsum aufwenden.⁴¹ Solche Haushalte können sowohl arm als auch vermögend sein: Arme Haushalte leben von der Hand in den Mund, weil sie keine Vermögenswerte besitzen; bei vermögenden Haushalten ist dies der Fall, wenn sie zwar ein positives illiquides Vermögen (z. B. Wohneigentum), aber zugleich sehr begrenzte liquide Mittel und hohe Ausgabenverpflichtungen (z. B. hohe Hypotheken) haben.⁴² Haushalte ohne Beschränkungen („nicht von der Hand in den Mund lebend“) verhalten sich hingegen entsprechend der Hypothese des permanenten Einkommens: Ihr Ausgabenverhalten bleibt bei einem temporären Einkommensanstieg im Wesentlichen unverändert. Auf Grundlage dieser Einteilung gehören 10 % der privaten Haushalte im Euroraum den armen von der Hand in den

⁴⁰ In Studien zu diesem Thema werden tendenziell zwei Ansätze verfolgt. Beim ersten Ansatz werden wirkliche Ereignisse (z. B. ein unerwarteter Steuernachlass für private Haushalte) untersucht, wobei die Reaktion des Konsums auf Einkommenschocks anhand von Umfrageergebnissen gemessen wird. Siehe beispielsweise T. Jappelli und L. Pistaferri, [The Consumption Response to Income Changes](#), Annual Review of Economics, Bd. 2, 2010, S. 479-506. Beim zweiten Ansatz wird mittels Umfragen erörtert, wie die Befragten ihre Ausgaben in einem hypothetischen oder tatsächlichen Szenario anpassen würden. Siehe beispielsweise T. Jappelli und L. Pistaferri, [Fiscal Policy and MPC Heterogeneity](#), American Economic Journal: Macroeconomics, Bd. 6(4), 2014, S. 107-136; D. Christelis, D. Georgarakos, T. Jappelli, L. Pistaferri und M. Van Rooij, [Asymmetric Consumption Effects of Transitory Income Shocks](#), The Economic Journal, Bd. 129, Ausgabe 622, 2019, S. 2322-2341.

⁴¹ Von der Hand in den Mund lebende Haushalte sind im Wesentlichen als Haushalte definiert, die entweder a) ein positives liquides Nettovermögen aufweisen, das weniger als zwei wöchentlichen Einkommen entspricht, oder b) ein negatives liquides Nettovermögen aufweisen, das weniger als zwei wöchentlichen Einkommen abzüglich ihres Kreditlimits entspricht.

⁴² Siehe beispielsweise G. Kaplan, B. Moll und G. Violante, [Monetary Policy According to HANK](#), American Economic Review, Bd. 108(3), 2018, S. 697-743; J. Weidner, G. Kaplan und G. Violante, [The Wealthy-Hand-to-Mouth](#), Brookings Papers on Economic Activity, Bd. 48, Frühjahr 2014, S. 77-153.

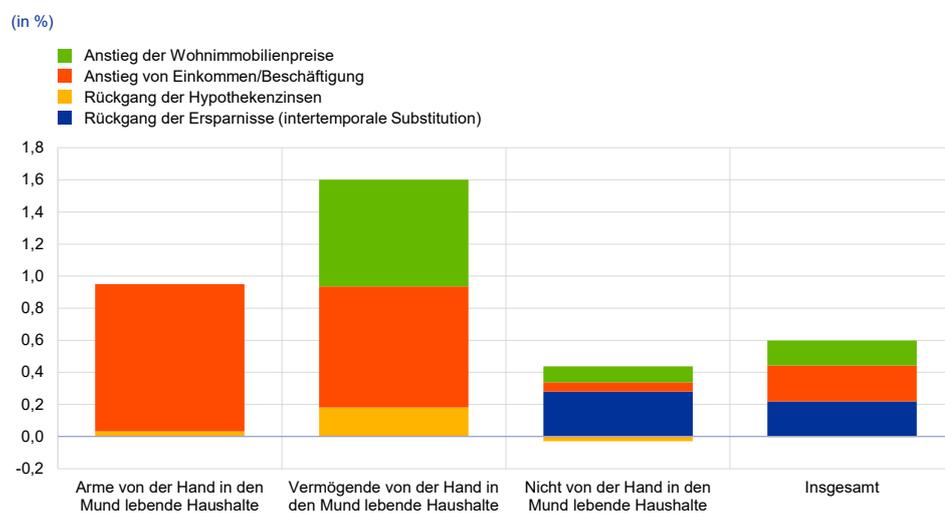
Mund lebenden Haushalten an, 12 % den vermögenden von der Hand in den Mund lebenden Haushalten und 78 % den nicht von der Hand in den Mund lebenden Haushalten.

Um den Umfang der verschiedenen Transmissionskanäle auf den Konsum schätzen zu können, sind sowohl aggregierte Daten als auch Mikrodaten zu den Portfolios und Einkommen der privaten Haushalte notwendig.⁴³ Die aggregierten Daten basieren auf vektorautoregressiven Modellen, mit deren Hilfe geschätzt wird, wie die aggregierten Erwerbseinkommen und Vermögenspreise auf die Geldpolitik reagieren. Daneben sind auch Mikrodaten erforderlich, um das Risiko der Haushalte in Bezug auf Zinsänderungen, Inflation, Vermögenspreise und Arbeitseinkommen zu quantifizieren.

Abbildung 7 zeigt, dass die Ausgaben der von der Hand in den Mund lebenden Haushalte bei einer Lockerung des geldpolitischen Kurses stärker steigen als die Ausgaben der Haushalte, die nicht von der Hand in den Mund leben. Sinken die Realzinsen um 100 Basispunkte, erhöht sich der Konsum der armen von der Hand in den Mund lebenden Haushalte um nahezu 1 % und jener der vermögenden von der Hand in den Mund lebenden Haushalte um 1,6 %. Bei den übrigen Haushalten steigen die Konsumausgaben nur um 0,5 %.

Abbildung 7

Geschätzte Auswirkung eines Realzinsrückgangs um 100 Basispunkte auf die privaten Konsumausgaben im Euroraum



Quelle: Slačálek et al., a. a. O.

Anmerkung: Dargestellt ist die Auswirkung eines Realzinsrückgangs um 100 Basispunkte auf die privaten Konsumausgaben ein Jahr später, aufgeschlüsselt nach a) dem üblichen intertemporalen Substitutionseffekt (Rückgang der Ersparnisse), b) dem Effekt des Cashflow-Kanals (Rückgang der Hypothekenzinsen), c) dem Effekt des Einkommenskanals (Anstieg von Einkommen/Beschäftigung) und d) dem Immobilienvermögenseffekt (Anstieg der Wohnimmobilienpreise). Das Ausmaß der Effekte unterscheidet sich je nach Vermögen der einzelnen Haushalte. 10 % der privaten Haushalte im Euroraum zählen zu den armen von der Hand in den Mund lebenden Haushalten, 12 % zu den vermögenden von der Hand in den Mund lebenden Haushalten und 78 % zu den nicht von der Hand in den Mund lebenden Haushalten. Für die Zwecke dieser Abbildung wurde der Euroraum durch Aggregation der Daten für Deutschland, Spanien, Frankreich und Italien modelliert.

⁴³ Siehe J. Slačálek, O. Tristani und G. Violante, [Household Balance Sheet Channels of Monetary Policy: A Back of the Envelope Calculation for the Euro Area](#), Journal of Economic Dynamics & Control, Bd. 115, 2020, Article 103879, deren wichtigste Ergebnisse im vorliegenden Abschnitt zusammengefasst sind.

Bei einer Lockerung des geldpolitischen Kurses wird der Konsum der Haushalte, die von der Hand in den Mund leben, vor allem über indirekte Effekte angekurbelt, während dies bei den nicht von der Hand in den Mund lebenden Haushalte überwiegend durch intertemporale Substitution geschieht.

Die Auswirkungen indirekter Effekte weisen eine starke Schiefe in Richtung der von der Hand in den Mund lebenden Haushalte auf, weil diese tendenziell ein geringeres Einkommen haben und unverhältnismäßig stark von einem neuen Arbeitsplatz und dem entsprechenden Erwerbseinkommen profitieren. Der Effekt dieses Kanals auf die Konsumausgaben wird dadurch verstärkt, dass diese Haushalte eine höhere marginale Konsumneigung aufweisen als andere Haushalte. Der Kanal der intertemporalen Substitution spielt bei den nicht von der Hand in den Mund lebenden Haushalten eine große Rolle, da sie über signifikante Bestände an Ersparnissen verfügen, während die anderen Transmissionskanäle (Preisänderungen bei Wohnimmobilien und vor allem Veränderungen des Nettoeinkommens aus Finanzvermögen) quantitativ gesehen weniger relevant sind.⁴⁴

Bei der Beurteilung der Auswirkung der Geldpolitik auf den gesamtwirtschaftlichen Konsum ist es wichtig, die Unterschiede zwischen den privaten Haushalten zu berücksichtigen. Im Allgemeinen wirkt sich die Geldpolitik nur temporär auf die Wirtschaft aus, ihre Effekte lassen auf lange Sicht tendenziell nach. Daher werden langfristig eher andere Faktoren wie die Globalisierung oder die Umverteilung von Einkommen und Vermögen durch die nationalen Steuersysteme (z. B. über progressive Besteuerung) einen größeren Einfluss auf die Ungleichheit haben als die Geldpolitik. Die hier vorgestellten Ergebnisse deuten jedoch darauf hin, dass die Geldpolitik die privaten Konsumausgaben während eines Konjunkturabschwungs tatsächlich wirksam stützen kann.

Kasten 3

Kapitalzuwachs, Wohlstand und Konsum

Maarten Dossche und Dimitris Georgarakos

Der jüngste Zinsrückgang aufgrund der Herabsetzung der Leitzinsen und der Nettokäufe von Vermögenswerten hat zu Kapitalzuwachsen bei längerfristigen Aktiva geführt.⁴⁵ Dies wirft zwei Fragen auf: Inwieweit haben diese Kapitalzuwächse die Ungleichverteilung des Vermögens begünstigt? Und ergaben sich dadurch Vermögenseffekte auf den Konsum, die sich positiv auf die gesamtwirtschaftliche Aktivität ausgewirkt haben? Der ökonomischen Theorie zufolge könnte sich die Beantwortung dieser Fragen als nicht ganz einfach erweisen.

⁴⁴ Die Wohnimmobilienpreise beeinflussen die privaten Konsumausgaben in erster Linie über eine Lockerung der Anforderungen an Kreditsicherheiten, was den Privathaushalten eine höhere Kreditaufnahme zur Finanzierung ihres Konsums ermöglicht. Die Wirkung dieses Effekts weist eine Schiefe in Richtung der von der Hand in den Munde lebenden Haushalte auf (siehe beispielsweise M. Paiella und L. Pistaferri, [Decomposing the Wealth Effect on Consumption](#), The Review of Economics and Statistics, Bd. 99(4), Oktober 2017, S. 710-721).

⁴⁵ Siehe C. Altavilla, G. Carboni und R. Motto, Asset Purchase Programmes and Financial Markets: Evidence from the Euro Area, International Journal of Central Banking, im Erscheinen.

So ist beispielsweise nicht zwingend davon auszugehen, dass Aktieninhaber bei sinkenden Zinssätzen einen höheren Kapitalertrag erzielen.⁴⁶ Hierbei spielt nämlich auch eine Rolle, ob ihre Vermögenswerte längere Laufzeiten aufweisen als ihre Verbindlichkeiten. Die beste Messgröße des Zinsänderungsrisikos auf Ebene der privaten Haushalte ist das nicht abgesicherte Zinsänderungsrisiko (unhedged interest rate exposure – URE). Definiert ist es als die zu einem bestimmten Zeitpunkt bestehende Differenz zwischen den fällig werdenden Vermögenswerten und Verbindlichkeiten. Haushalte, deren Finanzvermögen vor allem aus kurzfristigen Einlagen besteht, verzeichnen tendenziell ein positives URE. Bei Haushalten mit einem großen Anteil an variabel verzinslichen Hypothekarkrediten fällt dieser Indikator hingegen meist negativ aus. Eine Zinssenkung führt zu einer Umverteilung von Vermögen von der ersten hin zur zweiten Gruppe.

Hierbei gilt es zu beachten, dass geplante Konsumausgaben zu den Verbindlichkeiten gezahlt werden und im Vermögen auch Humankapital enthalten ist. Somit hat ein Kapitalzuwachs, der sich aus einem Rückgang der Zinssätze ergibt, keine Auswirkungen auf private Haushalte, wenn deren Dividendenströme ihren geplanten Konsumausgaben entsprechen. Dagegen kommt ein aus niedrigeren Zinsen resultierender Kapitalzuwachs den Haushalten zugute, die mit ihren langfristigen Vermögenswerten ihren kurzfristigen Konsum finanzieren (z. B. ältere Haushalte, die Aktien oder langfristige Schuldverschreibungen halten). Nachteilige Auswirkungen ergeben sich für Haushalte, die langfristige Konsumströme (z. B. ihren Ruhestand) mit kurzfristigen Vermögenswerten (z. B. dem während der Erwerbsphase erzielten Einkommen) finanzieren, da sich der Zinssatz verringert, zu dem sie ihre Mittel anlegen können. Diese Schlussfolgerungen wurden aus einem stilisierten Modell abgeleitet. Unter Umständen treffen einige der zugrunde liegenden Annahmen in der Praxis nicht immer zu, da Vermögen auch zurückgelegt wird, um es später zu vererben. Allerdings können Kapitalzuwächse, wie die ökonomische Theorie belegt, auch bei Haushalten, deren Vermögen genau die gleiche Höhe und Zusammensetzung aufweist, je nach Konsum- und Investitionsabsichten unterschiedliche Wohlfahrtseffekte mit sich bringen.

Ebenso dürfte eine durch rückläufige Zinssätze bedingte Erhöhung der Wohnimmobilienpreise zu unterschiedlichen Vermögenseffekten auf die Konsumausgaben führen. Grundsätzlich wäre davon auszugehen, dass ein Anstieg der Immobilienpreise bei älteren Haushalten, die über Wohneigentum verfügen, eine Zunahme des Konsums nach sich zieht.⁴⁷ Aber auch hier ist festzustellen, dass die Haushalte ihr Konsumverhalten abhängig von ihren Investitionsvorhaben auf unterschiedliche Weise anpassen. Eine aktuelle Studie liefert empirische Belege für diese intuitiven Schlussfolgerungen.⁴⁸ Sie kommt anhand von Umfragedaten aus den Niederlanden zu dem Ergebnis, dass erhebliche Unterschiede in Bezug auf den Vermögenseffekt bestehen. Mehr als 90 % der Eigentümer von Wohnimmobilien gaben an, weder auf positive noch auf negative Schocks im Zusammenhang mit dem Immobilienvermögen zu reagieren. Dies entspricht einem durchschnittlichen Vermögenseffekt zwischen 2 % und 5 %, was mit ökonometrischen Schätzungen

⁴⁶ Siehe A. Auclert, a. a. O.; B. Moll, Comment on Hubmer, Krusell and Smith (2020), 'Sources of U.S. Wealth Inequality: Past, Present, and Future', NBER Macroeconomics Annual, im Erscheinen. Zu berücksichtigen ist jedoch, dass ein Anstieg der Aktienkurse aufgrund der Erwartung höherer Dividenden immer zu einem größeren Wohlstand der Aktionäre führt, egal ob diese planen, Aktien zu erwerben, zu veräußern oder zu halten.

⁴⁷ Siehe J. Campbell und J. Cocco, [How do house prices affect consumption? Evidence from micro data](#), Journal of Monetary Economics, Bd. 54, 2007, S. 591-621. Jüngere Personen, die zur Miete wohnen, verringern in diesem Fall nicht unbedingt ihren Konsum, da der Barwert ihres Humankapitals (das einen langfristigen Vermögenswert darstellt) einen ähnlichen Anstieg verzeichnen dürfte wie die Immobilienpreise. Erhöhen sich die Immobilienpreise aber aufgrund steigender Mieten, so werden jüngere Haushalte wahrscheinlich ihren Konsum einschränken, wenn ihre Gehälter (d. h. ihre Humankapitalrendite) unverändert bleiben.

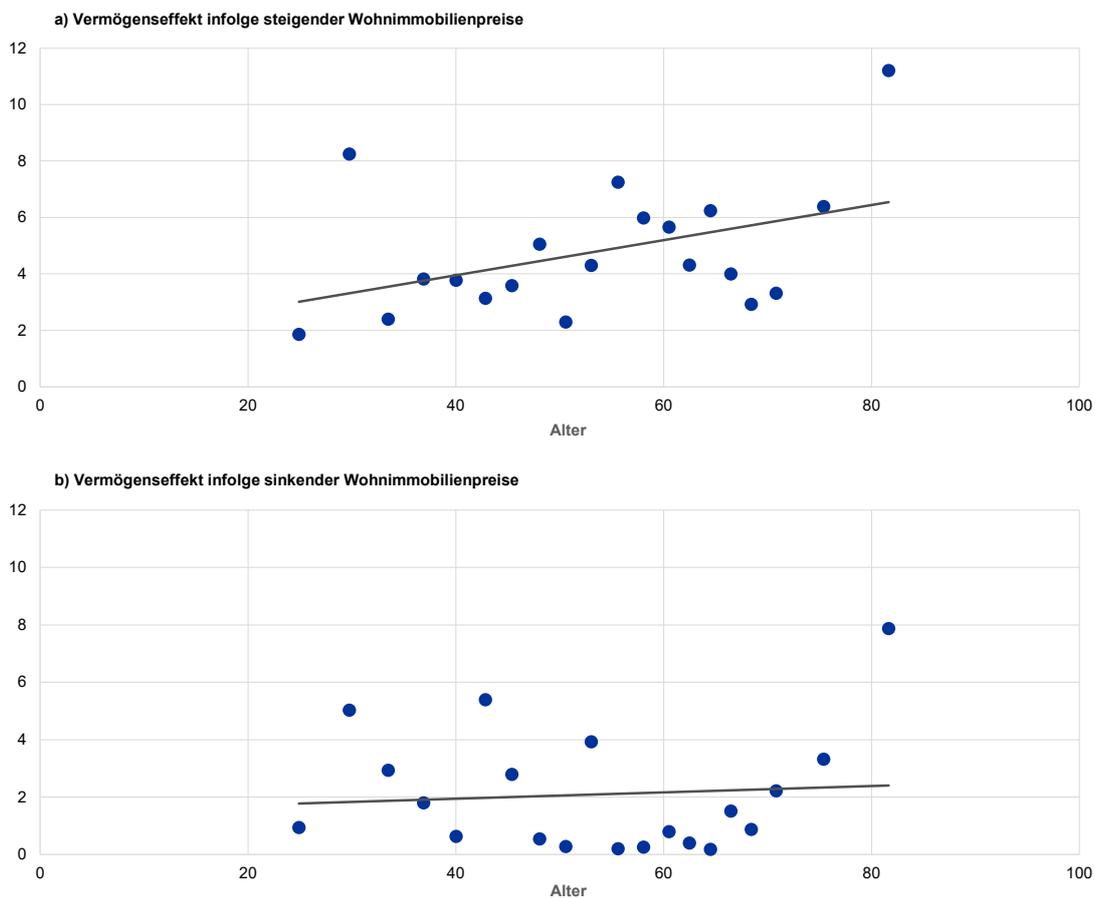
⁴⁸ Siehe D. Christelis, D. Georgarakos, T. Jappelli, L. Pistaferri und M. Van Rooij, [Heterogeneous Wealth Effects](#), Discussion Paper Series des CEPR, Nr. 14453, 2020.

im Einklang steht, die Veränderungen des aggregierten Immobilienvermögens mit aggregierten Angaben zum realisierten Konsum in Verbindung setzen.⁴⁹ Darüber hinaus wurde festgestellt, dass die durch steigende Wohnimmobilienpreise bedingten Vermögenseffekte – wie wirtschaftstheoretisch nachgewiesen – bei älteren Haushalten stärker ausfallen (siehe Abbildung A, Grafik a). Schließlich gelangt die Studie zu der Erkenntnis, dass positive Schocks am Wohnimmobilienmarkt den Konsum (in absoluten Zahlen) stärker beeinflussen als negative Schocks gleichen Ausmaßes (siehe Abbildung A, Grafik b). Zuzuschreiben ist dies einem Kanal, der über Kreditsicherheiten wirkt und zusätzlich zum reinen Vermögenseffekt besteht. Ein Wertanstieg der Wohnimmobilien privater Haushalte ermöglicht eine weitere Kreditaufnahme und weitere Ausgaben. Ein Rückgang dieses Wertes zwingt die Haushalte hingegen nicht unbedingt zu einer Verringerung der Kreditaufnahme, da die Beleihungsquote nur zum Zeitpunkt der Kreditentstehung eine verbindliche Größe darstellt.

Abbildung A

Zusammenhang zwischen Vermögenseffekten und Alter

(in %)



Quelle: Christelis et al., a. a. O.

Insgesamt geht aus der aktuellen Fachliteratur hervor, dass Kapitalzuwächse und eine größere Vermögensungleichheit, die auf niedrigere Zinsen zurückzuführen sind, nicht automatisch zu einem

⁴⁹ Siehe EZB, [Vermögen und Konsum der privaten Haushalte im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 1/2020, Februar 2020.

höheren Wohlstand oder steigenden Konsumausgaben der von diesen Entwicklungen begünstigten Haushalte führen. Ein umfassendes Verständnis des Zusammenhangs zwischen Geldpolitik und Vermögensungleichheit erfordert weitere Analysen, die der Frage nachgehen, welche Bedeutung den Investitionsplänen der privaten Haushalte zukommt.⁵⁰

5 Schlussbemerkungen

In vielen Industrieländern ist die Ungleichheit in den letzten Jahrzehnten gestiegen, wofür überwiegend andere Faktoren als die Geldpolitik verantwortlich waren. Wenngleich sich die Ungleichverteilung von Einkommen und Vermögen in den meisten Industrieländern verstärkt hat, gibt es zwischen den einzelnen Ländern erhebliche Unterschiede, sowohl was das Ausmaß der Zunahme als auch was das gegenwärtige Niveau der Ungleichheit betrifft. Beispielsweise ist die Einkommens- wie auch die Vermögensungleichheit im Euroraum allgemein geringer als in den Vereinigten Staaten. Von einigen Bestimmungsfaktoren der wachsenden Ungleichheit (z. B. der Globalisierung) sind fast alle Länder betroffen. Die nationalen Unterschiede sind indes weitgehend auf Politikbereiche jenseits der Geldpolitik zurückzuführen. Schließlich weisen die meisten Industrieländer seit den 1980er-Jahren recht ähnliche geldpolitische Handlungsrahmen auf und konnten ihre Inflation niedrig und stabil halten. Geht man davon aus, dass zyklische Arbeitsplatzverluste die Arbeitsmarktfähigkeit von Erwerbstätigen dauerhaft beeinträchtigen, so hat die Geldpolitik tatsächlich sogar geholfen, eine konjunkturbedingte längerfristige Zunahme der Einkommens- und Vermögensungleichheit zu verhindern.

Die geldpolitische Lockerung der letzten Jahre könnte die wirtschaftliche Ungleichheit insgesamt sogar gemildert haben. Die unmittelbaren Effekte der geldpolitischen Akkommodierung sind heterogen. Dies hängt damit zusammen, dass die Wohneigentumsquoten nicht überall gleich und Hypothekendarlehen dementsprechend unterschiedlich stark verbreitet sind. Wichtiger ist jedoch, dass geldpolitische Lockerungen über ihre indirekte Wirkung eindeutig die Ungleichheit verringern, indem sie insbesondere die Beschäftigung in den Haushalten mit geringerem Einkommen stützen. Die EZB verfügt weder über das Mandat noch über geeignete Instrumente, um gezielt auf die Verteilung von Einkommen und Vermögen Einfluss zu nehmen. Gleichwohl scheint ihre gegenwärtige Geldpolitik insgesamt zur gesamtwirtschaftlichen Stabilisierung beizutragen und somit einen glättenden Effekt zu haben.

Die Heterogenität der Privathaushalte hat großen Einfluss auf die Transmission der Geldpolitik. Die privaten Haushalte unterscheiden sich deutlich, was die Zusammensetzung ihres Vermögens, die Konjunkturabhängigkeit ihres Einkommens und die Konsumneigung betrifft. Deshalb hängt die Transmission der Geldpolitik auf Wirtschaft und Inflation entscheidend davon ab, wie sich Einkommen und Vermögen verteilen. Dank der jüngsten Verbesserungen im Hinblick auf theoretische Modelle und Daten ist dieser Teil des geldpolitischen

⁵⁰ Siehe B. Moll, a. a. O.

Transmissionsmechanismus mittlerweile ganz gut erforscht. Dennoch gibt es noch offene Fragen zu klären (siehe Kasten 3). Deswegen setzt die EZB, wie zahlreiche andere Zentralbanken auch, weiter auf die Entwicklung neuer gesamtwirtschaftlicher Modelle und Datenquellen, um besser zu erfassen, welche Implikationen die Geldpolitik mit Blick auf die Ungleichheit hat und inwiefern die Heterogenität der Haushalte die Transmission der Geldpolitik bestimmt.

Zur Interpretation der Inflationswahrnehmung und -erwartungen von Verbrauchern unter dem Aspekt der (Un-)Sicherheit

1 Einleitung

Aidan Meyler und Lovisa Reiche

Das Verständnis der Inflationserwartungen der privaten Haushalte ist wichtig für die Geldpolitik

Inflationserwartungen spielen im geldpolitischen Transmissionsmechanismus eine tragende Rolle. Ceteris paribus rechnen Wirtschaftsakteure, die eine steigende Inflationsrate erwarten, mit einem Rückgang des Realzinses.

Infolgedessen erhöhen sie ihre Ausgaben und sparen weniger, um auf lange Sicht ihre Konsum- und Investitionstätigkeit zu optimieren. Inflationserwartungen beeinflussen auch die Lohn- und Preissetzung, sodass sie ein wichtiger Bestimmungsfaktor der zukünftigen Teuerung sind. Daher ist es von größter Bedeutung für die Geldpolitik zu verstehen, wie die Inflationserwartungen der Wirtschaftsakteure beschaffen sind und wie sie gebildet werden.¹

Der vorliegende Aufsatz untersucht die Inflationserwartungen der Verbraucher anhand der Daten aus der Verbraucherumfrage der Europäischen

Kommission. Inflationserwartungen lassen sich auf mehrere Arten messen: Sie können aus Finanzmarktinstrumenten, Befragungen professioneller Prognostiker oder aus Branchen- und Verbraucherumfragen abgeleitet werden. In diesem Beitrag stehen die Inflationswahrnehmung und -erwartungen im Blickpunkt, die der harmonisierten Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission entnommen wurden.² Diese Daten reichen bis ins Jahr 1985 zurück. Bis 2004 lieferten sie jedoch nur qualitative Angaben zur gefühlten Teuerung sowie zur erwarteten Richtung und Geschwindigkeit des Preisauftriebs. Quantitative Daten zur Höhe der Inflation werden in der Kommissionsumfrage seit 2004 systematisch erhoben.³ Diese Analyse erleichtert die Auseinandersetzung mit den zum Teil schwieriger zu erklärenden stilisierten Fakten der Inflationserwartungen, wonach a) die durchschnittliche Wahrnehmung/Erwartung meist systematisch über der

Dieser Beitrag enthält eine Darstellung und Analyse quantitativer Daten zu Inflationswahrnehmung und -erwartungen der Verbraucher im Euro-Währungsgebiet

¹ Siehe beispielsweise M. Draghi, [Einleitende Bemerkungen](#), Europäische Zentralbank, 22. Oktober 2015, und J. Yellen, [Comments on Monetary Policy at the Effective Lower Bound](#), Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, The Brookings Institution, Bd. 49, Nr. 2, 2018, S. 573-579.

² Die Inflationswahrnehmung der Verbraucher bezieht sich auf den gefühlten Preisauftrieb der Vergangenheit; ihre Inflationserwartungen hingegen zeigen an, mit welcher Teuerung sie in Zukunft rechnen.

³ Diese Daten wurden in aggregierter Form für die EU sowie für das Euro-Währungsgebiet veröffentlicht. Hierin enthalten sind auch sozioökonomische Gliederungen auf Grundlage einer Studie von R. Arioli, C. Bates, H. Dieden, I. Duca, R. Friz, C. Gayer, G. Kenny, A. Meyler und I. Pavlova, [EU Consumers' Quantitative Inflation Perceptions and Expectations: An Evaluation](#), European Economy – Discussion Paper 038, Europäische Kommission, Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen, 2016. Seit 2019 veröffentlicht die Europäische Kommission diese Daten vierteljährlich in ihrer Publikation zu den europäischen Konjunkturindikatoren. Siehe hierzu Europäische Kommission, [New data set on consumers' quantitative estimates of past and expected inflation in the euro area and the EU](#), European Business Cycle Indicators (EBCI) – 1st Quarter 2019, Technical Paper 031, S. 17-22, 2019. Die Daten lassen sich unter Consumers – Qualitative and Quantitative Inflation perceptions [hier](#) herunterladen.

tatsächlichen Inflationsrate liegt, sich aber im Gleichlauf mit dieser entwickelt; b) eine augenscheinliche negative Korrelation zwischen den Inflationserwartungen und dem Konjunkturklima besteht; c) es deutliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern und Befragten hinsichtlich der Höhe der erwarteten Inflation gibt.

Einige stilisierte Fakten der Inflationserwartungen der Verbraucher lassen sich durch soziodemografische Gegebenheiten und das Wirtschaftsklima erklären.

Die in diesem Aufsatz vorgenommene Analyse bestätigt die bisherigen Erkenntnisse der Literatur, wonach die Inflationswahrnehmung und -erwartungen der Konsumenten in der Regel höher ausfallen, wenn es sich bei den Befragten um jüngere, weibliche oder geringer gebildete Personen aus den unteren Einkommensgruppen handelt.⁴ Des Weiteren wird bestätigt, dass nach eigenem Bekunden finanziell besser situierte Verbraucher, deren gesamtwirtschaftliche Erwartungen positiv sind, niedrigere Inflationserwartungen hegen; dies gilt auch unabhängig von soziodemografischen Faktoren.⁵

Des Weiteren bietet dieser Beitrag Erklärungen sowohl der Verzerrung quantitativer Inflationserwartungen gegenüber der tatsächlichen Inflationsrate als auch des negativen Zusammenhangs der Erwartungen mit dem Konjunkturklima.

Die Verzerrung scheint daher zu rühren, dass Wirtschaftsakteure unter größerer Unsicherheit ihre Inflationserwartungen üblicherweise in runden Zahlen (als Vielfaches von 5) angeben. Außerdem sind sich Personen, die die Gesamtwirtschaft negativ einschätzen, tendenziell unsicherer bezüglich der Inflationsaussichten und erwarten in der Regel höhere Inflationsraten. Dies erklärt, warum die angegebenen Inflationserwartungen in Zeiten wirtschaftlicher Unsicherheit höher ausfallen könnten.

Der vorliegende Beitrag geht diesen Fragen nach und gliedert sich dabei wie folgt:

Abschnitt 2 enthält einen Überblick über die Inflationswahrnehmung und -erwartungen der Verbraucher in aggregierter Form auf Euroraumebene. Abschnitt 3 beschreibt den Rahmen für die Betrachtung der Inflationserwartungen unter dem Aspekt der Unsicherheit. Abschnitt 4 untersucht die Auswirkung spezifischer soziodemografischer Merkmale und Konjunkturklimavariablen auf die Wahrscheinlichkeit, dass sich die Verbraucher bezüglich der zukünftigen Inflation unsicher sind und ihre Erwartungen demzufolge in gerundeten Zahlen angeben. Abschnitt 5 befasst sich damit, wie das Konzept der (Un-)Sicherheit zur Erklärung der ausgewiesenen Inflationserwartungen beiträgt, und Abschnitt 6 enthält Schlussbemerkungen.

⁴ Zu einer ersten Einschätzung (in Bezug auf schwedische Konsumenten) siehe L. Jonung, [Perceived and Expected Rates of Inflation in Sweden](#), *The American Economic Review*, Bd. 71(5), 1981, S. 961-968. Ein aktuellerer Überblick über das Euro-Währungsgebiet findet sich bei Arioli et al. (2016, a. a. O.). M. Bryan und G. Venkatu, [The Demographics of Inflation Opinion Surveys](#), *Economic Commentary* der Federal Reserve Bank of Cleveland, 2001, führen an, dass sich diese Unterschiede nicht alleine durch die Nutzung unterschiedlicher Warenkörbe seitens der verschiedenen sozioökonomischen Gruppen erklären lassen.

⁵ Hierauf wiesen im Fall italienischer Konsumenten hin: P. Del Giovane, S. Fabiani und R. Sabbatini, [What's behind "inflation perceptions"? A survey-based analysis of Italian consumers](#), *Temi di discussione (Working papers)*, Nr. 655, Banca d'Italia, 2008, und im Fall europäischer Konsumenten: M. Ehrmann, D. Pfajfar und D. Santoro, [Consumers' Attitudes and Their Inflation Expectations](#), *International Journal of Central Banking*, 2017, S. 225-259.

2 Die Beschaffenheit der Verbrauchererwartungen zur Inflation

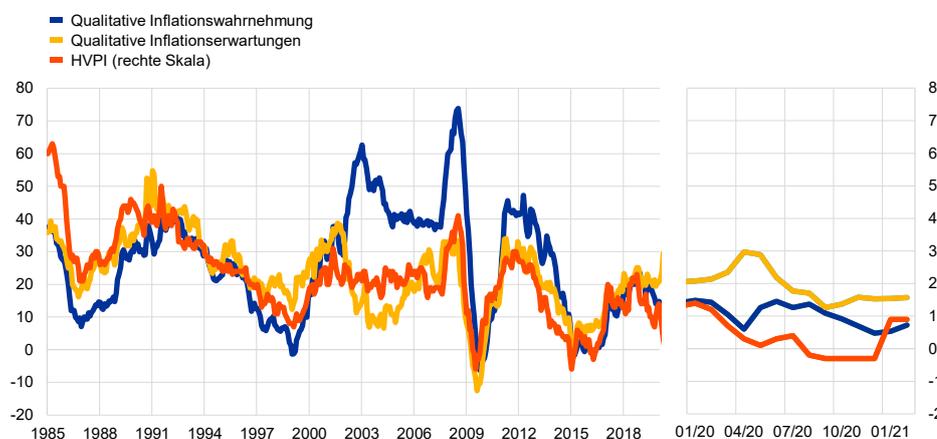
Die qualitativen Verbraucherdaten zu Inflationswahrnehmung und -erwartungen weisen einen weitgehenden Gleichlauf mit der tatsächlichen Inflation auf – aber auch bemerkenswerte Divergenzen

Tendenziell bewegen sich die Inflationswahrnehmung und -erwartungen der Konsumenten den qualitativen Angaben zufolge weitgehend im Einklang mit der tatsächlichen Inflation. Die Antworten auf die diesbezüglichen Fragen werden in einer Saldenstatistik zusammengefasst.⁶ Die groben Auf- und Abwärtsbewegungen der Teuerungsrate wie auch deren Wendepunkte werden durch die Saldenstatistik relativ gut abgebildet (siehe Abbildung 1). Die deutlichste Divergenz ist bei der Inflationswahrnehmung der Verbraucher nach der Einführung des Euro-Bargelds zu beobachten. Im März und April 2020, als die europäischen Volkswirtschaften im Zeichen der ersten Welle der Corona-Pandemie (Covid-19) und damit zusammenhängender Lockdown-Maßnahmen standen, kam es zu einem bis dahin nicht gekannten Auseinanderlaufen der Inflationswahrnehmung sowie der Inflationserwartungen der Konsumenten: erstere sank, die letzteren erhöhten sich (siehe Kasten 1). Ein großer Nachteil dieser qualitativen Maße liegt jedoch darin, dass sich daraus nicht unmittelbar Schlüsse bezüglich der quantitativen Inflationswahrnehmung und -erwartungen ziehen lassen.

Abbildung 1

Veränderung der qualitativen Inflationswahrnehmung und -erwartungen von Verbrauchern und der tatsächlichen HVPI-Inflation im Euroraum

(linke Skala: Saldenstatistik; rechte Skala: HVPI-Inflation in %)



Quellen: Europäische Kommission (GD Wirtschaft und Finanzen) und Eurostat.

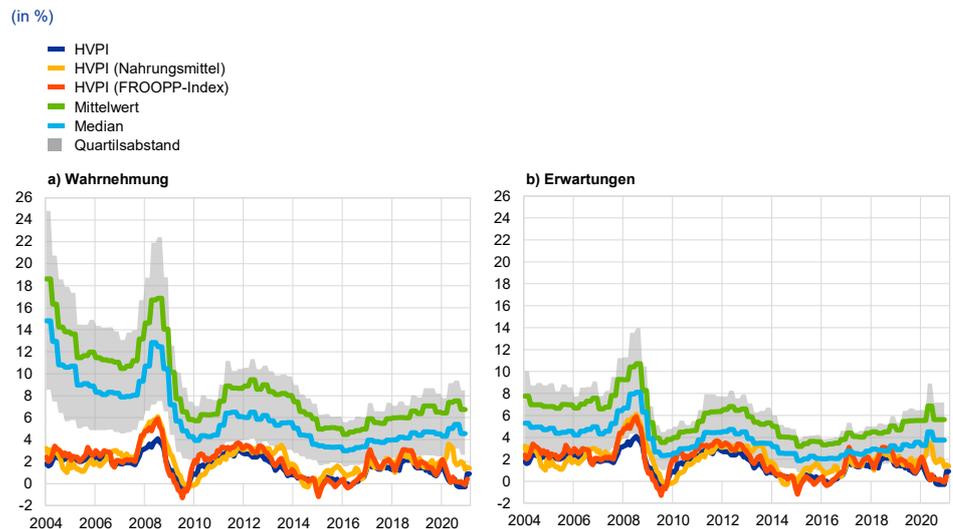
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2021.

⁶ In Bezug auf die qualitative Inflationswahrnehmung der Verbraucher beruht die Saldenstatistik auf den Antworten zu folgender Frage: „Wie haben sich Ihrer Meinung nach die Verbraucherpreise in den letzten 12 Monaten entwickelt? Sie sind: a) stark gestiegen, b) moderat gestiegen, c) leicht gestiegen, d) ungefähr gleich geblieben, e) gesunken“. Die Befragten können auch „weiß nicht“ antworten. Die Saldenstatistik zu den qualitativen Inflationserwartungen der Konsumenten wird anhand der Antworten zu dieser Frage erstellt: „Wie werden sich Ihrer Ansicht nach die Verbraucherpreise in den kommenden 12 Monaten im Vergleich zu den letzten 12 Monaten entwickeln? Sie werden: a) rascher als bisher steigen, b) im gleichen Maße wie bisher steigen, c) weniger rasch als bisher steigen, d) in etwa gleich bleiben, e) sinken“. Auch hier können die Befragten „weiß nicht“ antworten. Zur Wahrnehmung wie auch zu den Erwartungen wird die Saldenstatistik als $a+(b/2)-(d/2)-e$ berechnet, wobei a-e die Prozentanteile der Verbraucher darstellen, die mit a, b, d und e geantwortet haben.

Der Durchschnitt der quantitativen Daten zu Inflationswahrnehmung und -erwartungen liegt deutlich über der tatsächlichen Inflation

Werden die Verbraucher um eine Quantifizierung ihrer Inflationswahrnehmung und -erwartungen gebeten, liegen ihre Angaben im Schnitt meist deutlich über der tatsächlichen Teuerung. Die diesbezüglichen Daten in Abbildung 2 sind der Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission entnommen. Der Mittelwert der Inflationswahrnehmung von 8,7 % für die Zeit ab 2004 liegt erheblich über der im selben Zeitraum gemessenen durchschnittlichen Teuerung nach dem HVPI (1,5 %).⁷ Das untere Quartil (d. h. das 25. Perzentil) beträgt im Durchschnitt 3,6 % und liegt damit ebenfalls deutlich über der tatsächlichen Inflation. Bei den Erwartungen ist eine zwar niedrigere, aber doch noch erhebliche Überquantifizierung zu beobachten. Hier liegt der Mittelwert ab 2004 bei 5,7 % (Median: 3,8 %). Das untere Quartil liegt im Schnitt bei 2,0 %, was darauf hinweist, dass rund 75 % der Befragten eine Inflationsrate von mehr als 2 % erwarten.

Abbildung 2
Veränderung der quantitativen Inflationswahrnehmung und -erwartungen von Verbrauchern und der unterschiedlichen Inflationsmaße im Euroraum



Quellen: Europäische Kommission (GD Wirtschaft und Finanzen) und Eurostat.

Anmerkung: Die graue Schattierung kennzeichnet den Interquartilsabstand (d. h. den Bereich vom ersten bis zum dritten Quartil) der quantitativen Inflationswahrnehmung und -erwartungen der Verbraucher. FROOPP steht für häufig getätigte Bar-Einkäufe („frequent out-of-pocket purchases“). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2021 (HVPI sowie HVPI für Nahrungsmittel), Januar 2021 (HVPI – FROOPP-Index) bzw. das vierte Quartal 2020 (Wahrnehmung und Erwartungen).

Die Korrelation der tatsächlichen Inflation mit der Inflationswahrnehmung ist tendenziell leicht verzögert, mit den Inflationserwartungen jedoch weitgehend kontemporär

Die stärkste Korrelation mit der tatsächlichen Inflation tritt bei der Inflationswahrnehmung tendenziell leicht verzögert und bei den Erwartungen weitgehend kontemporär auf. Während dies bei der Inflationswahrnehmung

durchaus der Fall sein sollte, so würde man – falls die Verbraucher in der Lage wären, die Inflation vorherzusagen – bei den Erwartungen davon ausgehen, dass sie am stärksten mit zukünftigen Inflationsraten korrelieren (die höchste Korrelation der Erwartungen fände sich also bei der Inflation in einigen Monaten). Aus Tabelle 1 geht hervor, dass die kontemporäre Korrelation der quantitativen Erwartungen mit unterschiedlichen Maßen der HVPI-Inflation im Zeitraum 2004-2020 etwas höher als

⁷ Dies ist auch bei Betrachtung des Medians (welcher den Effekt von Ausreißern dämpfen kann) von durchschnittlich 6,2 % der Fall. In den letzten fünf Jahren (2016-2020) lagen der Mittelwert (6,0 %), der Median (4,1 %) und das untere Quartil (2,3 %) der Inflationswahrnehmung ebenfalls über dem Durchschnitt der tatsächlichen Inflation (1,0 %).

bei der quantitativen Wahrnehmung ist. Bei den entsprechenden qualitativen Angaben verhält es sich umgekehrt. Insgesamt korreliert jedoch keine einzige Erwartungs- oder Wahrnehmungsgröße stärker als die anderen mit der tatsächlichen Inflation. Dies gilt für alle HVPI-Maße und alle Zeiträume. Im aktuellen Fünfjahreszeitraum (Tabelle 1: Zahlen in Klammern) ist die Korrelation der quantitativen Einschätzungen mit der tatsächlichen Inflation relativ niedrig – mit Ausnahme des Preisauftriebs bei Nahrungsmitteln. Dies ist teilweise einem Strukturbruch in den Daten zu Deutschland im Mai 2019 (aufgrund einer Änderung der Erhebungsmethode – siehe Fußnote 16) und den Auswirkungen der Corona-Pandemie 2020 geschuldet (siehe Kasten 1).

Tabelle 1

Die kontemporäre Korrelation der qualitativen und quantitativen Inflationswahrnehmung und -erwartungen von Verbrauchern mit verschiedenen Inflationsmaßen

(Korrelationskoeffizienten)				
	Wahrnehmung qualitativ	Wahrnehmung quantitativ	Erwartungen qualitativ	Erwartungen quantitativ
HVPI-Inflation	0,85 [0,74]	0,68 [0,17]	0,78 [0,59]	0,82 [0,06]
HVPI (FROOPP-Index)	0,79 [0,74]	0,62 [0,21]	0,76 [0,60]	0,78 [0,10]
HVPI-Inflation (Nahrungsmittel)	0,83 [0,57]	0,65 [0,61]	0,73 [0,79]	0,81 [0,69]

Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Kontemporäre Korrelationskoeffizienten im Zeitraum 2004-2020. Die Zahlen in Klammern zeigen die Korrelation im Fünfjahreszeitraum 2016-2020 an. FROOPP steht für häufig getätigte Bar-Einkäufe („frequent out-of-pocket purchases“).

3 Betrachtung der Inflationserwartungen von Verbrauchern unter dem Aspekt der Unsicherheit

Runden eignet sich als Messgröße der Unsicherheit

Die verbreitete Angabe gerundeter Werte bei den quantitativen

Inflationserwartungen von Verbrauchern deutet darauf hin, dass die

betreffenden Angaben mit Unsicherheit behaftet sind. Ein nennenswerter Anteil der Verbraucher im Euroraum gibt die quantitativen Erwartungen (sowie die entsprechende Wahrnehmung) mit runden Zahlen – vor allem als Vielfaches von 5 oder 10 – an, während andere Konsumenten ihre Angaben in einstelligen Zahlen oder sogar mit Dezimalstellen machen. Abbildung 3 weist bei 0 %, 5 %, 10 %, 15 % bzw. 20 % ausgeprägte Höchststände aus, wobei die Verteilung der Befragten, die einstellige Zahlen meldeten, geringer ausfällt. Die modalen Antworten der letztgenannten Gruppe liegen bei rund 2 %-3 % und sind daher nicht so verzerrt wie die aggregierten Zahlen.⁸ Der Kommunikations- und Sprachwissenschaft zufolge soll mit runden Zahlen – kontextabhängig üblicherweise als Vielfaches von 5 oder 10 – häufig angezeigt werden, dass ein quantitativer Ausdruck als ungenau zu

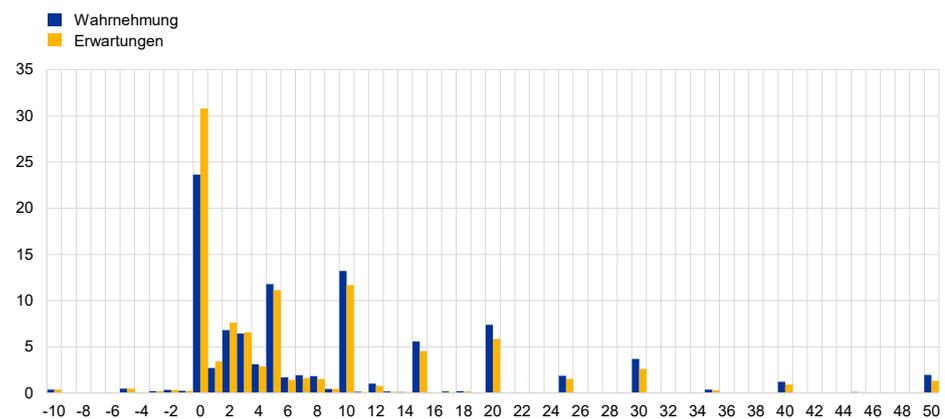
⁸ Das allgemeine Muster von Konsumenten, die ihre Angaben gerundet als Vielfaches von 5 machen, und solchen, die sich einstelliger Zahlen oder Dezimalstellen bedienen, wurde auch in Bezug auf Verbrauchererwartungen in den Vereinigten Staaten oder Japan festgestellt. Zu den USA siehe C. Binder, [Measuring uncertainty based on rounding: New method and application to inflation expectations](#), Journal of Monetary Economics, Elsevier, Bd. 90(C), 2017, S. 1-12. Zu Japan siehe N. Abe und Y. Ueno, [The Mechanism of Inflation Expectation Formation among Consumers](#), Discussion Paper Series des RCESR, Nr. DP16-1, Hitotsubashi-Universität, 2016.

deuten ist. Im vorliegenden Aufsatz wird das Prinzip „runde Zahlen – approximative Informationen“ zur Ermittlung eines Unsicherheitskanals herangezogen, der möglicherweise die angegebenen Inflationserwartungen beeinflusst.⁹

Abbildung 3
Häufigkeitsverteilung der quantitativen Inflationswahrnehmung und -erwartungen (2004-2020)

Histogramm der Antworten von -10 % bis +50 %

(y-Achse: Häufigkeit der Antworten in %)



Quellen: Europäische Kommission (GD Wirtschaft und Finanzen) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Histogramm mit ganzen Zahlen erstellt.

Die hinreichende Flexibilität des Unsicherheitskonzepts gestattet die Analyse unterschiedlicher Inflationszeiträume

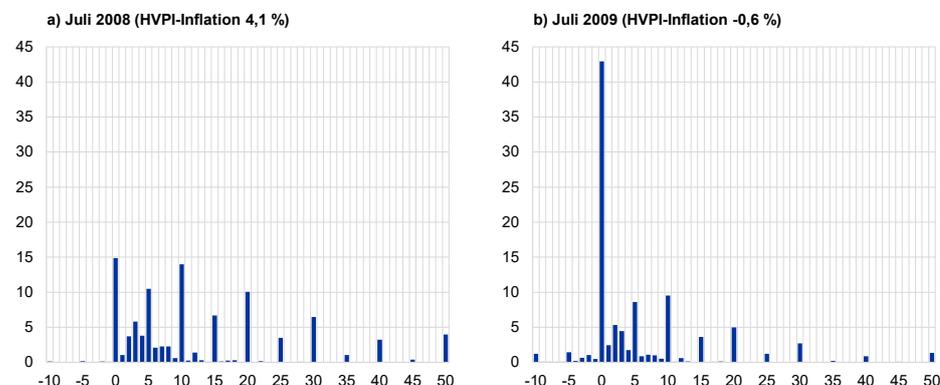
Die hinreichend hohe Flexibilität des Unsicherheitskonzepts trägt zum Verständnis der durchschnittlichen Inflationserwartungen im Zeitraum 2004-2020 sowie in besonderen Phasen mit relativ hoher bzw. relativ niedriger Teuerung bei. In Abbildung 4, Grafik a ist beispielsweise die Verteilung der quantitativen Inflationserwartungen im Juli 2008 (als die HVPI-Gesamtinflation bei 4,1 % lag) ausgewiesen. Seinerzeit waren deutliche Höchststände als Vielfaches von 10 zu beobachten, die bis zu 50 % betrugten. Der Anteil der Befragten, die mit einer Teuerungsrate von 0 % rechneten, war hingegen verhältnismäßig niedrig. Bei den Personen, die ihre Angaben in einstelligen Zahlen oder noch genauer machten, lag die modale Antwort bei 3 %-4 %. Als ein Jahr später im Juli 2009 die HVPI-Gesamtinflation auf -0,6 % gesunken war, verlagerte sich die gesamte Verteilung deutlich nach links, und bei den Meldungen einer Teuerungsrate, die bei 0 % oder zuweilen sogar im negativen Bereich lag, war ein ausgeprägter Höchststand zu verzeichnen.

⁹ Zu weiteren kommunikations- und sprachwissenschaftlichen Literaturhinweisen siehe Binder (2017, a. a. O.) und M. Krifka, [Approximate Interpretations of Number Words: A Case for Strategic Communication](#) in: E. Hinrichs und J. Nerbonne (Hrsg.), *Theory and Evidence in Semantics*, Stanford: CSLI Publications, 2009. Die Unaufmerksamkeit von Konsumenten wurde ebenfalls zur Erklärung einiger stilisierter Merkmale der beobachteten Inflationserwartungen herangezogen; siehe beispielsweise R. Kamdar, [The Inattentive Consumer: Sentiment and Expectations](#), Meeting Papers der Society for Economic Dynamics, Nr. 647, 2019, S. 109-132. Allerdings lässt sich Unaufmerksamkeit nur schwer mit dem vermehrten Runden in Einklang bringen, das in Zeiten erhöhter Unsicherheit (in denen die Verbraucher eigentlich aufmerksamer als gewöhnlich sein müssten) zu verzeichnen ist.

Abbildung 4
Häufigkeitsverteilung zu bestimmten Zeitpunkten

Histogramm der Antworten von -10 % bis +50 %

(in %)



Quellen: Europäische Kommission (GD Wirtschaft und Finanzen) und EZB-Berechnungen.

Das Unsicherheitskonzept und hier insbesondere das Rundungsverhalten ermöglichen die monatliche Berechnung des Anteils unsicherer Konsumenten.

Die Gesamtverteilung der quantitativen Erwartungen setzt sich dabei aus drei Kategorien zusammen: a) einstellige Zahlen und Dezimalstellen, die nicht als Vielfaches von 5 oder 10 angegeben werden; b) Fünferschritte, die kein Vielfaches von 10 sind; c) Vielfaches von 10. Die Befragten, die einstellige Zahlen und Dezimalstellen angeben, können im Schnitt als eher „sicher“ betrachtet werden, während jene, die ein Vielfaches von 5 oder 10 angeben, als „unsicher“ gelten können. Es ist möglich, für jeden Umfragemonat den Anteil der jeweiligen Gruppe an der Gesamtzahl der Befragten zu ermitteln.¹⁰ Im Durchschnitt ist rund ein Drittel der Befragten sicherer, während zwei Drittel unsicherer sind (Meldung als Vielfaches von 5 oder 10). Trotz der Schwankungen dieser Zuordnungen ist erkennbar, dass der Anteil unsicherer Umfrageteilnehmer im zeitlichen Umfeld der Weltfinanzkrise und aktuell seit Beginn der Corona-Pandemie deutlich gestiegen ist (siehe Abbildung 5).

¹⁰ Da ein Teil der Befragten, die ihre Meldung als Vielfaches von 5 abgeben, eher „sicher“ sein könnte, werden die Verteilungen gemäß den Daten angepasst. Auf diese Weise lässt sich der Anteil unsicherer Verbraucher durch Addition der relativen Gewichte der Gruppen b) und c) errechnen. Technisch ausgedrückt wird eine Mischung aus drei Lognormalverteilungen auf der Grundlage von a) einstelligen Zahlen, b) Vielfachen von 5 und c) Vielfachen von 10 mittels Maximum-Likelihood-Methoden angepasst. Siehe hierzu im Einzelnen Arioli et al. (2016, a. a. O.).

Abbildung 5

Anstieg der Unsicherheit in wirtschaftlichen Extremphasen

Anteil der unsicheren Befragten

(in %)



Quellen: Europäische Kommission (GD Wirtschaft und Finanzen) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Dargestellt ist der Anteil der Befragten, die ihre Inflationserwartungen als Vielfaches von 5 oder 10 angeben. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2020.

Der starke Gleichlauf der geschätzten Teuerung mit der tatsächlichen Inflation lässt auf Kenntnisse der Verbraucher bezüglich der groben Inflationsentwicklung schließen

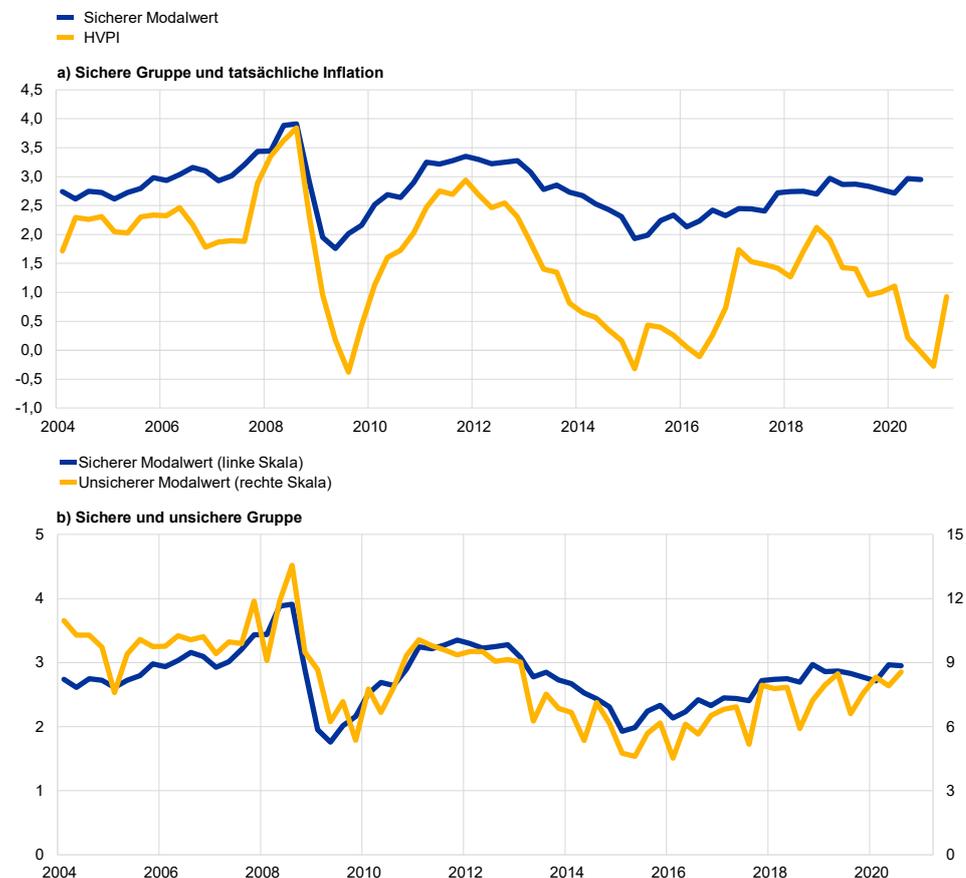
Zwar mögen unsichere Konsumenten die Teuerung nicht exakt quantifizieren, aber sie sind offensichtlich in der Lage, die grobe Inflationsentwicklung zu erfassen. Abbildung 6, Grafik a zeigt, dass die modalen Erwartungen bestimmter Verbraucher eher in der Nähe der tatsächlichen Inflation liegen und sich weitgehend im Gleichlauf mit dieser entwickeln. Aus Grafik b ist ersichtlich, dass die modalen Erwartungen der unsichereren Verbraucher zwar wesentlich höher sind als jene der sicheren Konsumenten (auf unterschiedlichen Achsen abgetragen), beide aber einen starken Gleichlauf aufweisen.¹¹ Hieraus folgt, dass eher unsichere Verbraucher Schwierigkeiten haben mögen, ihre Inflationserwartungen präzise zu quantifizieren, aber genauso gut zwischen niedrigen und hohen Teuerungsraten unterscheiden können wie Konsumenten, die sich ihrer Sache sicherer sind. Damit ist zwar das von ihnen erwartete Inflationsniveau im Vergleich zur tatsächlichen Inflation verzerrt. Die Veränderungen im Zeitablauf haben jedoch einen starken Gleichlauf.

¹¹ Der Modalwert zeigt den höchsten (oder gewöhnlichsten) Teil der Verteilungen an. Aufgrund der meist langen rechten Verteilungsenden liegen ihre Durchschnittswerte tendenziell über dem Modalwert.

Abbildung 6

Modale Inflationserwartungen der „sicheren“ und der „unsicheren“ Gruppe

(in %)



Quellen: Europäische Kommission (GD Wirtschaft und Finanzen), Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2020 (sicherer und unsicherer Modalwert) bzw. Februar 2021 (HVPI).

Kasten 1

Inflationserwartungen der Verbraucher während der Covid-19-Pandemie – Anwendung des Unsicherheitskonzepts

In der Frühphase der ersten Welle des Covid-19-Ausbruchs und damit einhergehender Lockdown-Maßnahmen in Europa war insbesondere im Vergleich zur Inflationswahrnehmung eine außergewöhnliche Entwicklung der Inflationserwartungen von Konsumenten zu beobachten. So stiegen die quantitativen Inflationserwartungen der Verbraucher im März und April 2020 an, während ihre quantitative Wahrnehmung leicht sank. Erstmals lag der Mittelwert der Erwartungen bezüglich des künftigen Preisauftriebs über der vergangenheitsbezogenen Inflationswahrnehmung.¹² Allerdings war diese Divergenz von kurzer Dauer, denn im Juni 2020

¹² Auch hinsichtlich der qualitativen Einschätzungen gab es eine bis dato nicht gekannte Entwicklung. So verringerte sich im Zeitraum Februar-April 2020 die Saldenstatistik für die Verbraucherwahrnehmung der vergangenen Teuerung (von 14,2 im Februar auf 5,9 im April), während jene der Inflationserwartungen anstieg (von 21,1 auf 29,2). Die Differenz zwischen den Saldenstatistiken für die Inflationswahrnehmung und -erwartungen (qualitative Angaben) lag mit -23,3 auf dem tiefsten Stand seit Beginn der 1990er-Jahre.

hatte die Differenz zwischen Wahrnehmung und Erwartungen wieder in etwa den Stand vor Pandemiebeginn erreicht.

Die Entwicklung der Inflationswahrnehmung und -erwartungen der Monate Februar bis Juni lässt sich nur schwer mit dem tatsächlichen Inflationsverlauf in Einklang bringen. Zwar sank die am HVPI-Gesamtindex gemessene Teuerungsrate von 1,2 % im Februar auf 0,3 % im April (im Gleichlauf mit der Inflationswahrnehmung, nicht aber den Inflationserwartungen), doch im Juni lag sie bei 0,3 % (womit sich die Umkehr weder der Wahrnehmung noch der Erwartungen erklären lässt). Die Jahresänderungsrate des FROOPP-Index für häufig getätigte Bar-Einkäufe („frequent out-of-pocket purchases“) entwickelte sich weitgehend ähnlich, wenngleich sie von Februar bis April etwas stärker zurückging als die Gesamtteuerung (von 1,8 % auf 0,6 %). Auch sie lag im Juni mit 0,6 % auf ihrem Stand vom April, sodass sie sich nicht zur Erklärung der Umkehr von Wahrnehmung oder Erwartungen eignet. Die Zwölfmonatsrate der Nahrungsmittelpreise erhöhte sich von 2,1 % im Februar auf 3,6 % im April und verringerte sich in den Folgemonaten wieder. Damit ließen sich möglicherweise die Erwartungsänderungen zum Teil erklären, nicht aber die Entwicklung der Inflationswahrnehmung.

Die Betrachtung der quantitativen Inflationswahrnehmung und -erwartungen von Verbrauchern unter dem Aspekt der Unsicherheit kann zur Erklärung ihrer augenscheinlich rätselhaften Entwicklung beitragen. Abbildung A zeigt die Veränderung der Verbraucherangaben zu Inflationswahrnehmung und -erwartungen im April 2020 gegenüber dem Vormonat. Bei der Wahrnehmung stieg der Anteil derjenigen, die ein unverändertes Preisniveau (d. h. eine Inflation von null) meldeten, deutlich an. Dies entsprach weitgehend der tatsächlichen Teuerungsrate, die auf einen Stand nahe null sank. Im Fall der Inflationserwartungen sank der Anteil der Konsumenten, die null oder einstellige Zahlen von 1 % bis 4 % angaben, während der Anteil derjenigen, die hier ein Vielfaches von 5 erwarteten (vor allem 10 %, 15 %, 20 %, 25 % und 30 %), deutlich stieg. Unter dem Aspekt der Unsicherheit und der Verwendung gerundeter Zahlen lässt sich die zeitgleiche Abnahme der Wahrnehmung (entsprechend der tatsächlichen Inflation) und Erhöhung der Erwartungen (Unsicherheitsschock) mithin erklären.¹³

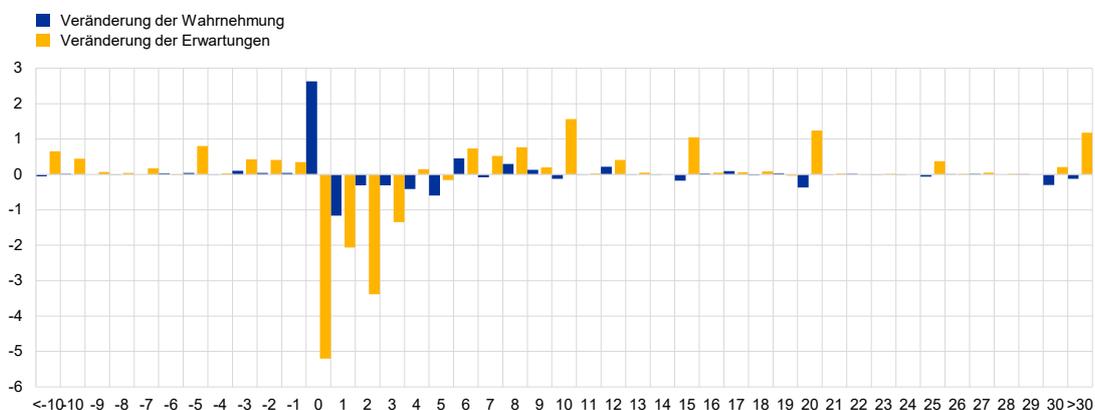
¹³ Diese Einschätzung steht weitgehend mit einer einschlägigen Umfrage der Banca d'Italia vom April/Mai 2020 im Einklang, in der eine pessimistische Einstellung dergestalt zum Tragen kam, dass Befragte, die mit einer deutlichen Abnahme ihres Einkommens rechneten, eine höhere Inflationsrate erwarteten. Siehe hierzu im Einzelnen Banca d'Italia, [Italian households' assessments and expectations during the current public health emergency](#), Jahresbericht 2019, S. 69-71.

Abbildung A

Veränderung der Inflationswahrnehmung und -erwartungen von März bis April 2020

Veränderung des Histogramms der Antworten von -10 % bis +30 %

(in Prozentpunkten)



Quellen: Europäische Kommission (GD Wirtschaft und Finanzen) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Dargestellt ist die Veränderung des Anteils der Antworten zu jeder Frage im April 2020 gegenüber dem Vormonat.

4 Bestimmungsfaktoren der (Un-)Sicherheit von Verbrauchern

Soziodemografische und meinungsbildende Faktoren beeinflussen teilweise die (Un-)Sicherheit der Verbraucher

Ob Konsumenten sich bezüglich der Preisentwicklung sicher sind, kann von soziodemografischen Gegebenheiten und dem Konjunkturklima abhängen.

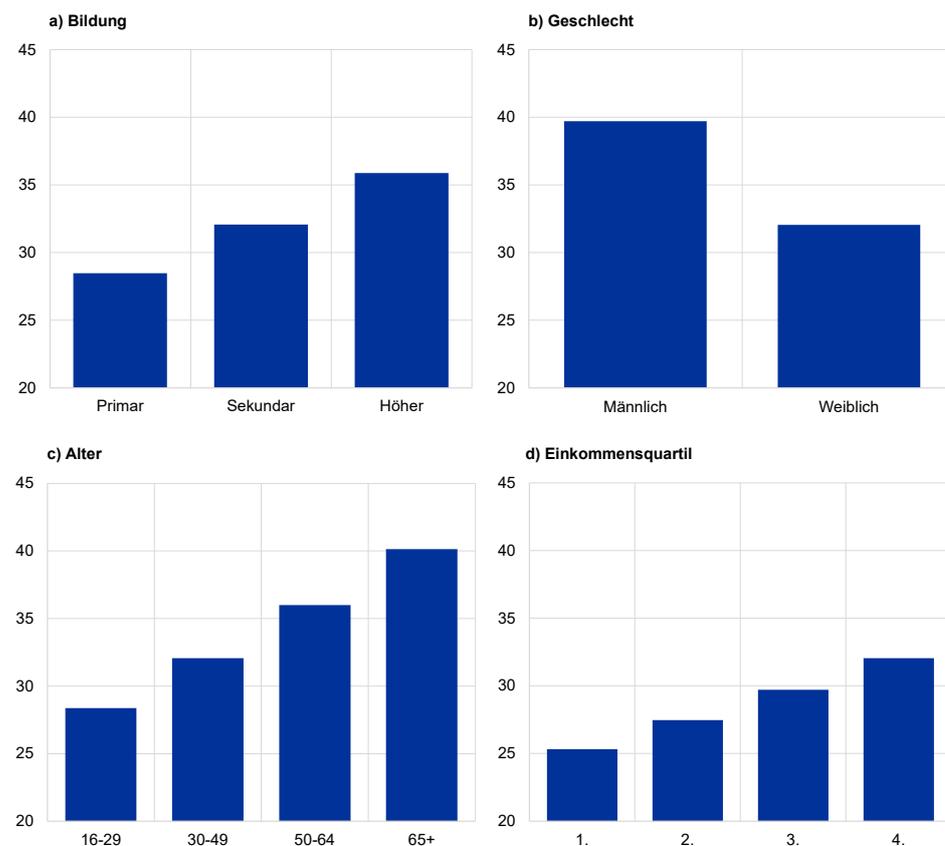
Betrachtet wird im Rahmen der Analyse die Wahrscheinlichkeit, dass sich die Verbraucher mit Blick auf die Inflation sicher sind, und es wird versucht, diese Ergebnisse anhand einer Reihe von soziodemografischen Merkmalen sowie Variablen zur Einschätzung des Konjunkturklimas zu erklären.¹⁴ Die soziodemografischen Variablen umfassen Merkmale wie Alter, Bildungsniveau, Geschlecht und Einkommensquartil. Darüber hinaus kommen Stimmungsindikatoren zum Einsatz, und zwar in Form einer wirtschaftlichen Einschätzung zur erwarteten persönlichen Finanz- und allgemeinen Wirtschaftslage, einer qualitativen Beurteilung der Inflationsrate in den nächsten zwölf Monaten und eines Meinungsbilds zur Entwicklung der Arbeitslosigkeit sowie zu den Zeitpunkten von Anschaffungen und Spartätigkeit. Ausgewählte Ergebnisse hierzu werden in Abbildung 7 und 8 dargestellt. Im Schnitt tragen ein höheres Einkommens- und Bildungsniveau *ceteris paribus* positiv zur geschätzten Wahrscheinlichkeit bei, dass sich ein Verbraucher bezüglich seiner Inflationserwartungen sicher ist. Die Sicherheit nimmt mit steigendem Alter und im Fall männlicher Befragter weiter zu. Zugleich nimmt die

¹⁴ Ähnlich wie in Abschnitt 3 basiert die in dieser Studie verwendete Messgröße der (Un-)Sicherheit auf dem Runden der quantitativen Inflationserwartungen. Handelt es sich bei einer Einschätzung um ein Vielfaches von 5, wird die befragte Person als „unsicher“ eingestuft, während alle anderen als „sicher“ klassifiziert werden. Dies führt zu einer binären Variable, mit welcher sich die Wahrscheinlichkeit schätzen lässt, dass sich ein Verbraucher unter Berücksichtigung der einschlägigen Merkmale in Bezug auf die Inflationserwartungen/-wahrnehmung sicher ist. Die Schätzung folgt dann einer Maximum-Likelihood-Regression unter Verwendung einer Logit-Funktion. Eine potenzielle Fehlklassifizierung in der abhängigen Variable wird mit eingerechnet, da es sein kann, dass sich die Verbraucher entweder ihrer Sache sicher sind, aber dennoch ein Vielfaches von 5 angeben, oder dass sie sich unsicher sind, aber nicht in Vielfachen von 5 antworten. Die Methode entspricht der vorgeschlagenen Vorgehensweise in: J. Hausman, J. Abrevaya und F. Scott-Morton, *Misclassification of the dependent variable in a discrete response setting*, Journal of Econometrics, Bd. 87(2), 1998, S. 239-269.

Sicherheit der Umfrageteilnehmer tendenziell ab, wenn sie ihre persönlichen Finanzen, die allgemeine Wirtschaftslage (einschließlich Arbeitslosigkeit) und ihre Konsum- und Sparfähigkeit negativer einschätzen.¹⁵ Diese Muster haben in der untersuchten Stichprobe über die meisten Zeiträume und Euro-Länder hinweg Gültigkeit.

Abbildung 7
 Geschätzte Wahrscheinlichkeit der Sicherheit von Verbrauchern bezüglich ihrer Inflationserwartungen – soziodemografische Faktoren

(in %)



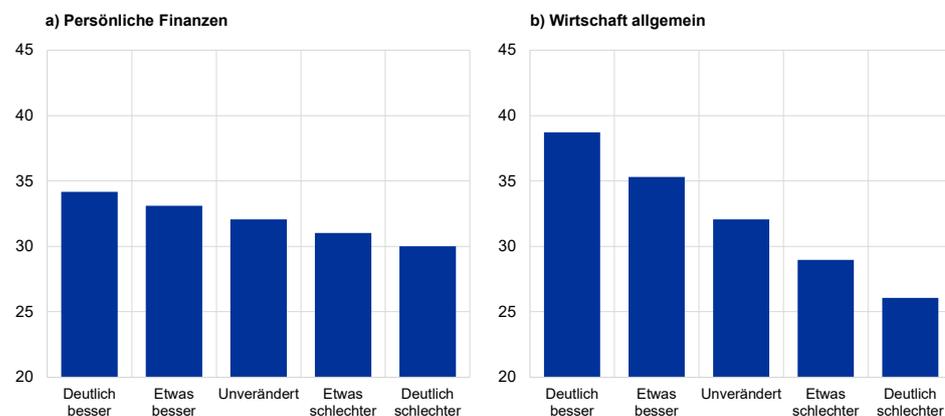
Quellen: Europäische Kommission (GD Wirtschaft und Finanzen), Eurostat und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Dargestellt ist die geschätzte Wahrscheinlichkeit, dass sich eine befragte Person sicher ist, aufgeschlüsselt nach Unterkategorie für jede einzelne Variable. Für alle anderen Variablen werden Modalwerte angenommen. Sämtliche geschätzten Effekte sind bei einem Konfidenzniveau von 99 % statistisch signifikant.

¹⁵ Des Weiteren werden die tatsächliche Inflation (gemessen am HVPI-Gesamtindex) und das BIP-Wachstum in der entsprechenden Periode und Region mit einbezogen, um eher strukturellen Unterschieden im Panel der Befragten Rechnung zu tragen. So wurde festgestellt, dass eine höhere tatsächliche Inflationsrate und das qualitative Niveau der erwarteten Inflation die Sicherheit alles in allem verringern.

Abbildung 8

Geschätzte Wahrscheinlichkeit der Sicherheit von Verbrauchern bezüglich ihrer Inflationserwartungen – Wirtschaftslage

(in %)



Quellen: Europäische Kommission (GD Wirtschaft und Finanzen), Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Dargestellt ist die geschätzte Wahrscheinlichkeit, dass sich eine befragte Person sicher ist, aufgeschlüsselt nach Unterkategorie für jede einzelne Variable. Für alle anderen Variablen werden Modalwerte angenommen. Sämtliche geschätzten Effekte sind bei einem Konfidenzniveau von 99 % statistisch signifikant.

Die Korrelation zwischen Unsicherheit und Inflationserwartungen hat über alle Länder hinweg Gültigkeit

Die Wahrscheinlichkeit, dass sich eine befragte Person bezüglich ihrer Inflationserwartungen sicher ist, unterscheidet sich zwischen den einzelnen Euro-Ländern deutlich.

Abbildung 9, Grafik a zeigt, dass die Länder, in denen sich die Verbraucher schätzungsweise sicherer sind, über die Zeiträume hinweg im Mittel auch eine geringere Inflationserwartung aufweisen. Zwischen der mittleren Inflationserwartung und der Durchschnittsrate der tatsächlichen Teuerung besteht ebenfalls eine gewisse Korrelation (siehe Abbildung 9, Grafik b), wenngleich sie merklich geringer ausfällt. Dies lässt darauf schließen, dass dem Faktor Sicherheit eine wichtige Rolle zukommt, wenn es darum geht, die Unterschiede der angegebenen Inflationserwartungen zwischen den Stichprobenländern zu erklären.¹⁶ Allerdings beschränkte sich die Analyse bislang auf die einfache Herausarbeitung von soziodemografischen Merkmalen und Indikatoren der Wirtschaftslage, die Hinweise enthalten, ob sich die Verbraucher bei ihren Inflationserwartungen mehr oder weniger unsicher sind. Inwieweit diese Faktoren zu den geäußerten Inflationserwartungen beitragen, wird im weiteren Verlauf dieses Aufsatzes erörtert.

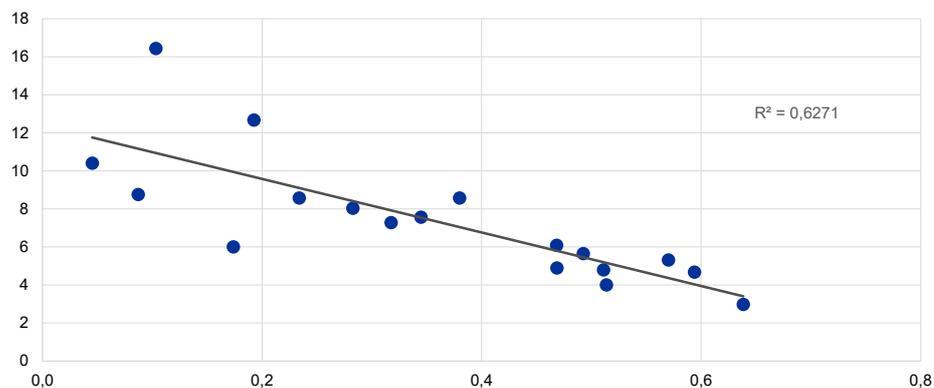
¹⁶ Es ist zu beachten, dass „Sicherheit“ (gemessen durch Runden) durch den Modus und die Ausgestaltung der Umfrage in den einzelnen Ländern beeinflusst werden kann. So könnte sich der Wechsel von einer Telefonumfrage zu einer Online-Befragung auf die Bereitschaft der Befragten niederschlagen, mit deutlich höheren (und häufig gerundeten) Zahlen zu antworten, was die „Unsicherheit“ scheinbar ansteigen lässt. Deutschland beispielsweise stellte im Mai 2019 den Umfragemodus von Einzelbefragungen vor Ort auf eine Online-Umfrage mit einem computergestützten System (Computer Aided Web Interviewing – CAWI) um, woraufhin der Anteil der gerundeten Antworten spürbar anstieg. Des Weiteren ist es in einigen Ländern nicht zulässig, dass die Befragten Dezimalstellen angeben, während andere Länder Kappungen von Antworten vornehmen (z. B. bei weniger als 20 Rückmeldungen). Dies könnte Auswirkungen auf die beobachtete Sicherheit in einem bestimmten Land haben.

Abbildung 9

Negativer Zusammenhang zwischen Sicherheit und Inflationserwartungen in den Euro-Ländern

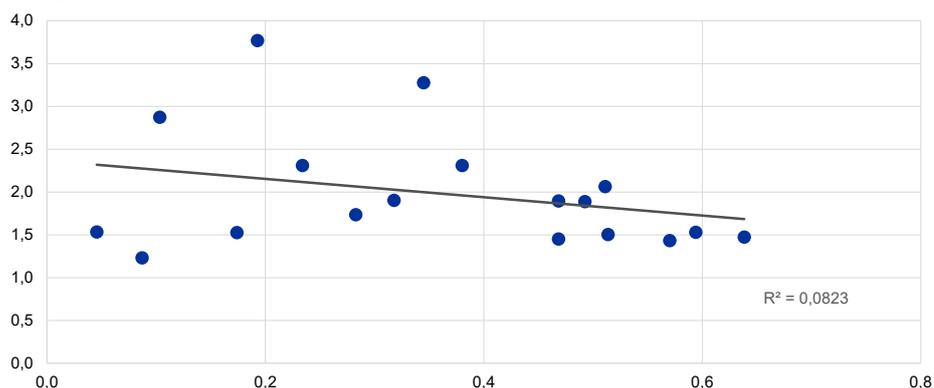
(x-Achse: geschätzte Wahrscheinlichkeit der Sicherheit von Verbrauchern bezüglich ihrer Inflationserwartungen mit einer modalen Person je Land; y-Achse: Mittelwert der Inflationserwartung (Januar 2004 – September 2020))

a) Mittelwert der Inflationserwartungen



(x-Achse: geschätzte Wahrscheinlichkeit der Sicherheit von Verbrauchern bezüglich ihrer Inflationserwartungen mit einer modalen Person je Land; y-Achse: Mittelwert des HVPI (Januar 2004 – September 2020))

b) Mittelwert der Inflation



Quellen: Europäische Kommission (GD Wirtschaft und Finanzen), Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Wahrscheinlichkeit, dass sich ein Verbraucher sicher ist, wird anhand derselben modalen Person geschätzt. Unterstellt werden dabei unterschiedliche Nationalitäten. Der Mittelwert der Inflationserwartung zeigt den Mittelwert der individuell gewichteten Mittelwerte für jeden einzelnen Umfragemonat an. Die 18 Punkte stehen für alle Länder des Euroraums außer Irland, da dort erst seit Mai 2016 konsistente Daten zur quantitativen Frage zur Verfügung stehen.

5 Eignung des (Un-)Sicherheitskonzepts zur Erklärung der Inflationserwartungen und Vertiefung ihres Verständnisses

Ein Großteil der Überschätzung der Inflation durch die Verbraucher lässt sich durch deren Unsicherheit erklären

Die Bedeutung der (Un-)Sicherheit für die quantitativen Inflationserwartungen der Verbraucher wird mithilfe eines Modells geschätzt. Zunächst erfolgt eine Schätzung der linearen Effekte von soziodemografischen Merkmalen und Konjunkturklimavariablen auf die quantitativen Inflationserwartungen.¹⁷ Um mögliche Unterschiede im makroökonomischen Umfeld zu berücksichtigen, werden zudem die tatsächliche Inflation (HVPI), Inflationsprognosen von Consensus Economics und

¹⁷ Verwendet wird eine einfache lineare Regression, wobei die Antwort auf die beiden quantitativen Fragestellungen als die jeweilige abhängige Variable fungiert. Daraus resultiert eine Annahme linearer Effekte, die angesichts der Tatsache, dass die Befragten in recht weit gefassten Kategorien antworten, als gerechtfertigt gilt. Außerdem vereinfacht sie die Interpretation der Ergebnisse.

das BIP-Wachstum nach Land und Zeit hinzugenommen. Im Anschluss wird die Stichprobe unter Anwendung des (Un-)Sicherheitskonzepts aufgeteilt. Dadurch kann aufgezeigt werden, ob sich die Auswirkungen dieser soziodemografischen Merkmale und der Variablen zum Konjunkturklima je nach dem Grad der Sicherheit der Verbraucher unterscheiden.

Verbrauchermerkmale ermöglichen die Entwicklung eines Modells zur Erklärung von Inflationserwartungen, das die Daten gut abbildet

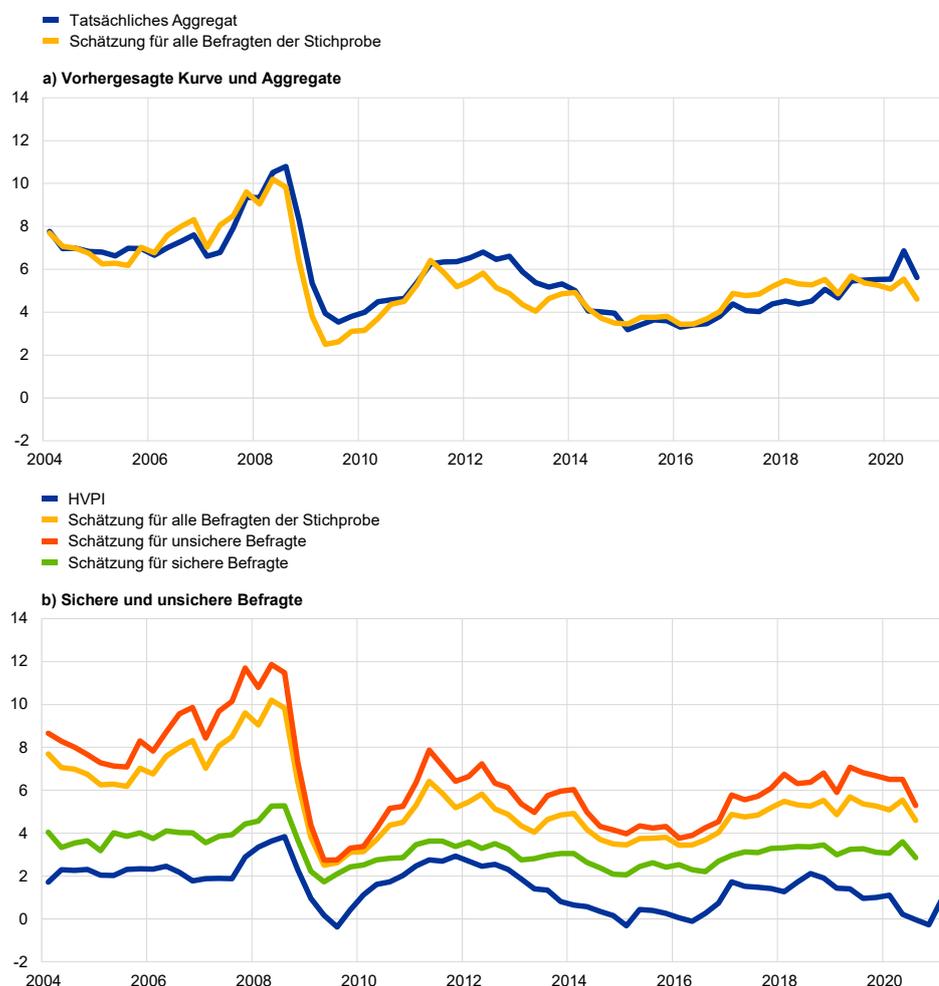
Dieses Modell repliziert auf aggregierter Ebene stilisierte Fakten über die Auswirkungen von soziodemografischen Faktoren und des Konjunkturklimas auf die Inflationserwartungen.¹⁸ Die Analyse zeigt, dass dieselben Merkmale, die im vorliegenden Abschnitt als Bestimmungsfaktoren einer größeren Unsicherheit angeführt werden (z. B. niedrigeres Alter, geringeres Einkommens- und Bildungsniveau oder ein schlechteres Konjunkturklima und eine geringere Sparfähigkeit) auch dazu beitragen, dass die Erwartungen steigen. Dies erscheint intuitiv vor dem Hintergrund, dass die gerundeten Zahlen (d. h. 5, 10 und 15) in der Regel über den gesamten Referenzzeitraum deutlich höher sind als die gemeldeten Werte mit einem Median von 2. Die vorhergesagten Werte des Modells stimmen weitgehend mit den tatsächlich gemessenen Inflationserwartungen überein. Der Einsatz dieses Modells zur Schätzung der Inflationserwartung einer „durchschnittlichen“ Person (d. h. Mittelwerte in allen Kategorien) und die Erstellung eines länderübergreifenden Durchschnitts für den gesamten Stichprobenzeitraum führen zu einem Wert, der nahe an den gemessenen mittleren Erwartungen liegt (siehe Abbildung 10, Grafik a).

¹⁸ Siehe beispielsweise Jonung (1981, a. a. O.); Bryan und Venkatu (2001, a. a. O.); Arioli et al. (2016, a. a. O.); Del Giovane, Fabiani und Sabbatini (2009, a. a. O.); Ehrmann, Pfajfar und Santoro (2017, a. a. O.).

Abbildung 10

Geschätzte Inflationserwartungen – vorhergesagte Werte im Vergleich zu Umfrageergebnissen

(in %)



Quellen: Europäische Kommission (GD Wirtschaft und Finanzen), Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Dargestellt ist die geschätzte Inflationserwartung einer Durchschnittsperson (d. h. einer Person mit mittleren Eigenschaften in jeder Kategorie) in jedem einzelnen Land. Um ein Aggregat für den Euroraum zu erhalten, werden HVPI-Ländergewichte verwendet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2021 (HVPI) bzw. September 2020 (andere Zeitreihen).

Das starke Gefälle zwischen der tatsächlichen und der erwarteten Inflation lässt sich durch die anhand der Verwendung von gerundeten Zahlen gemessene Unsicherheit erklären

Die Aufteilung der Stichprobe in eine „sichere“ und eine „unsichere“ Gruppe löst zum Großteil das „Inflationserwartungsdilemma“, d. h. die Überschätzung der Teuerung in Verbraucherumfragen.¹⁹ Die Anwendung des oben

beschriebenen Modells auf jede einzelne Gruppe zeigt, dass soziodemografische und konjunkturbezogene Variablen einen geringeren Einfluss auf die Inflationserwartungen der „sicheren“ Gruppe ausüben (siehe Tabelle 2). Die Differenz zwischen den Inflationserwartungen der „sicheren“ und der „unsicheren“ Gruppe ist in Abbildung 10, Grafik b dargestellt und wurde über alle Zeiträume

¹⁹ Eine Untersuchung beschreibt das Problem der Verzerrung nach oben von Inflationswahrnehmung und -erwartungen über Länder und Zeiträume hinweg und liefert zahlreiche Erklärungen (siehe K. Abildgren und A. Kuchler, [Revisiting the inflation perception conundrum](#), Journal of Macroeconomics, Bd. 67, 2021). Der in diesem Beitrag geprägte Begriff des Inflationswahrnehmungsdilemmas kann im vorliegenden Aufsatz gleichermaßen auch auf die Inflationserwartungen angewandt werden.

hinweg separat geschätzt. Sie lässt darauf schließen, dass die beobachtete Abweichung zwischen sozioökonomischen Gruppen und Befragten mit einer divergierenden wirtschaftlichen Einschätzung zumindest teilweise auf den unterschiedlichen Grad an Sicherheit dieser Umfrageteilnehmer zurückzuführen ist. Diese Ergebnisse haben auch in einer Modellversion Bestand, die die Inflationswahrnehmung berücksichtigt, da diese eng an die Erwartungen gekoppelt ist.²⁰ Es ist jedoch zu beachten, dass auch Befragte mit sicheren Inflationserwartungen die Teuerung überschätzen. Daher sollte der Faktor Sicherheit nicht losgelöst von anderen hypothetischen Gründen betrachtet werden. Dazu gehören psychologische Aspekte (Verlustaversion), saisonale Effekte und der Umstand, dass Verbraucher bei der Einschätzung der Inflation an unterschiedliche und sehr heterogene Warenkörbe (z. B. auch Wohnimmobilienpreise) denken.²¹

Tabelle 2
Beitrag der „Sicherheit“ zur Höhe der Inflationserwartungen

Größenordnung der Modellkoeffizienten
(Koeffizienten eines linearen Modells mit Inflationserwartungen als abhängiger Variable)

		Alle Befragten	Sichere Befragte	Unsichere Befragte
Soziodemografische Faktoren	Alter	-0,35	-0,08	-0,40
	Bildung	-0,51	-0,12	-0,62
	Weiblich	1,03	0,19	1,23
	Einkommen	-0,22	-0,07	-0,26
Konjunkturklima	Persönliche Finanzen	0,97	0,38	1,16
	Wirtschaftslage	1,19	0,50	1,47
	Arbeitslosigkeit	-1,15	-0,33	-1,51
	Anschaffungen	-0,01*	0,01*	-0,06
	Ersparnis	0,36	0,15	0,43
	Sparfähigkeit	0,41	0,16	0,49
	Gesamtwirtschaftliche Faktoren	HVPI-Inflation	0,72	0,48	0,76
	HVPI-Prognose	1,55	0,58	1,69
	BIP-Wachstum	0,13	0,04	0,19
R ²		0,21	0,16	0,21
Anzahl der Umfrageteilnehmer		2 522 504	842 807	1 679 697

Quelle: EZB-Berechnungen.
Anmerkung: * bedeutet „statistisch nicht signifikant“ bei einem Konfidenzniveau von 99 %. Alle anderen Koeffizienten sind bei einem Konfidenzniveau von 99 % statistisch signifikant. Die Koeffizienten zeigen die relative Größenordnung und Richtung einer Veränderung einer der jeweiligen Variablen und ihren Einfluss auf die Inflationserwartungen auf, während alle anderen Variablen konstant bleiben. Bleiben alle anderen Faktoren konstant, steigt beispielsweise die Inflationswahrnehmung weiblicher Befragter in einer Schätzung für die gesamte Stichprobe um 1,03 Prozentpunkte und in einer Schätzung für sichere und unsichere Befragte um 1,23 bzw. 0,19 Prozentpunkte. Im Gegensatz zu den anderen konjunkturbezogenen Fragen steht bei der Frage nach der Arbeitslosigkeit ein niedriger (hoher) Wert für eine negative (positive) Situation. Weitere Einzelheiten zum Wortlaut des Fragebogens finden sich in dem einschlägigen [Handbuch](#) der Europäischen Kommission.

²⁰ In I. Duca-Radu, G. Kenny und A. Reuter, [Can consumers' inflation expectations help stabilise the economy?](#), Research Bulletin der EZB, Nr. 79, 12. Januar 2021, werden Daten aus der Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission verwendet, um die Beziehung zwischen Inflationserwartungen und Konsum zu untersuchen. Dabei wird festgestellt, dass ausgehend von den Rohdaten die Beziehung zwischen Konsumbereitschaft und Inflationserwartungen im Schnitt negativ und recht instabil ist. Die Autoren führen dies auf die unbeobachteten Faktoren und verbraucherspezifischen Merkmale zurück, die Auswirkungen auf die gemeldeten Inflationserwartungen haben können. Werden die Inflationserwartungen (auf Grundlage der aktuellen Wahrnehmung des Preisanstiegs) normiert, so gestaltet sich die Beziehung stabiler und korreliert positiver mit der Bereitschaft, Ausgaben zu tätigen.

²¹ Eine Zusammenfassung der verfügbaren Literatur findet sich in: Abildgren und Kuchler (2021, a. a. O.).

6 Schlussbemerkungen

Die inflationsbezogene (Un-)Sicherheit ist ein wichtiges Konzept für die Analyse der quantitativen Inflationserwartungen von Verbrauchern

Die inflationsbezogene (Un-)Sicherheit ist ein Kanal, der über einige der unerklärten Aspekte der erhobenen quantitativen Inflationserwartungen Aufschluss gibt. Zum einen lässt sich mithilfe der (Un-)Sicherheit erklären, weshalb die geschätzten Aggregate trotz einer recht geringen Teuerungsrate hoch ausfallen. Grund hierfür ist, dass in Zeiten hoher Unsicherheit viele Verbraucher gerundete Zahlen angeben, wodurch sie die Inflation oftmals quantitativ überschätzen. Da einige soziodemografische Gruppen stärker runden, liefert der (Un-)Sicherheitsaspekt zum anderen auch eine Erklärung dafür, warum die Inflationswahrnehmung und -erwartungen bei bestimmten Bevölkerungsmerkmalen höher sind. Obwohl die weniger sicheren Verbraucher die künftige Inflation möglicherweise nicht genau quantifizieren, sollte nicht außer Acht gelassen werden, dass sie im Rahmen ihrer Erwartungen eine relativ niedrige und hohe Inflation ähnlich einschätzen wie Verbraucher, die sich ihrer Sache sicherer sind. Auch im Hinblick auf den tatsächlichen Inflationszyklus herrscht zwischen beiden Gruppen bei ihren Einschätzungen weitgehend Übereinstimmung.

Die festgestellte negative Korrelation zwischen Wirtschaftsausblick und Inflationsschätzungen kann auf eine erhöhte Unsicherheit zurückzuführen sein

Darüber hinaus spielt möglicherweise auch der Unsicherheitskanal mit Blick auf die negative Korrelation, die gelegentlich zwischen den Konjunkturaussichten und den Inflationserwartungen zu beobachten ist, eine Rolle. Er bietet somit eine andere Perspektive auf die Auslegung, dass diese negative Korrelation eine angebotsseitige Interpretation der Inflation darstellt, wonach die Befragten einen Anstieg der erwarteten Teuerungsrate als zweifelsfrei nachteilig beurteilen.²² Im vorliegenden Aufsatz wurde aufgezeigt, dass diese Korrelation eine verstärkte Unsicherheit widerspiegeln könnte, die wiederum zu höheren Inflationserwartungen führt.

Allerdings bleiben im Zusammenhang mit den Inflationserwartungen von Verbrauchern Aspekte unberücksichtigt, die sich mit dem hier betrachteten Datenmaterial nicht untersuchen lassen. Da beispielsweise dieselbe Person nicht im Laufe der Zeit beobachtet werden kann, sind die Bildung von Erwartungen und deren wirtschaftliche Folgen nur schwer zu verstehen. In Zukunft könnte die Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey – CES), die im Jahr 2020 als Pilotprojekt eingeführt wurde und eine Panelstruktur aufweist, tiefere Einsichten liefern, und zwar in Bezug auf die Erwartungen der Verbraucher im Zeitverlauf, die Hintergründe der Bildung von Erwartungen und die Frage, wie die Verbraucher die Geldpolitik verstehen und auf sie reagieren.²³

²² Siehe B. Candia, O. Coibion und Y. Gorodnichenko, [Communication and the Beliefs of Economic Agents](#), Beitrag anlässlich eines Symposiums der Federal Reserve Bank of Kansas City in Jackson Hole, 28. August 2020.

²³ Weitere Angaben finden sich in der [Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen](#).

3 Das Banknoten-Paradoxon: Erkenntnisse zur nicht transaktionsbedingten Bargeldnachfrage

Alejandro Zamora-Pérez

1 Einleitung

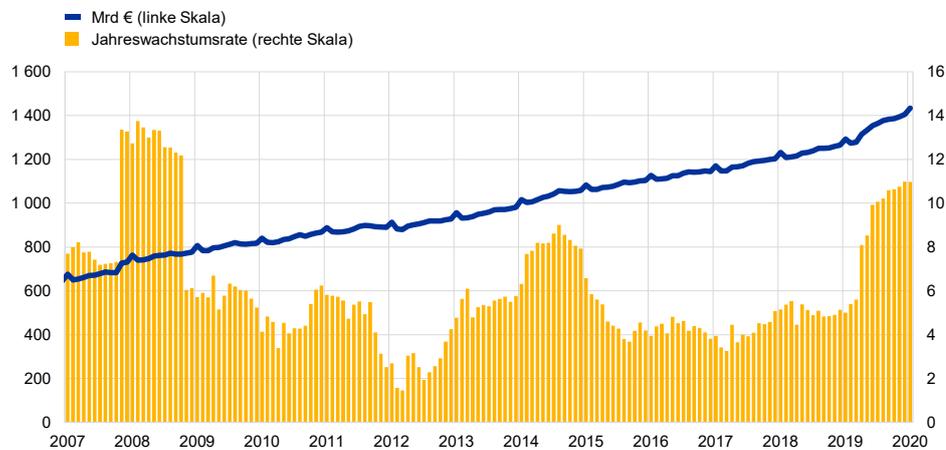
Im Euro-Währungsgebiet ist ein Phänomen zu beobachten, das als Banknoten-Paradoxon¹ bezeichnet wird. Damit ist gemeint, dass in den vergangenen Jahren die Nachfrage nach Euro-Banknoten zwar stetig zugenommen hat, ihre Verwendung für Transaktionen im Einzelhandel aber augenscheinlich zurückgegangen ist. Aktuelle Umfragen zum Zahlungsverhalten lassen erkennen, dass sich der Anteil der Bargeldtransaktionen im Euroraum verringert hat. Dies hätte im Zusammenspiel mit der fortschreitenden Digitalisierung der Zahlungen im Einzelhandel eigentlich einen Rückgang der Bargeldnachfrage vermuten lassen.² Allerdings ist es nicht dazu gekommen. Vielmehr hat die Zahl der umlaufenden Euro-Banknoten seit 2007 zugenommen (siehe Abbildung 1). Dieses Paradoxon lässt sich bei genauerer Betrachtung durch die euroraumweite Nachfrage nach Banknoten zur Wertaufbewahrung erklären (beispielsweise halten viele Bürgerinnen und Bürger im Euroraum Ersparnisse in bar) sowie durch die Nachfrage nach Euro-Banknoten außerhalb des Eurogebiets. Im vorliegenden Aufsatz wird dieses Phänomen anhand der verfügbaren Evidenz näher erläutert.

¹ Dieses Phänomen ist auch bei anderen Währungen festzustellen, vor allem bei solchen, die im Ausland stark nachgefragt werden. Geprägt wurde der Begriff von A. Bailey in: [Banknotes in Circulation: Still Rising: What does this Mean for the Future of Cash?](#), Rede anlässlich der Banknote 2009 Conference, Washington DC, 2009.

² Zur Vereinfachung wird im vorliegenden Aufsatz nicht speziell auf Münzen eingegangen, da ihr Anteil am Euro-Bargeld in wertmäßiger Betrachtung bei 2 % liegt.

Abbildung 1
Euro-Banknotenumlauf

(linke Skala: Wert in Mrd €, nicht saison- und kalenderbereinigt; rechte Skala: in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2020. Beim Euro-Banknotenumlauf handelt es sich um die Summe aller per saldo von Zentralbanken des Eurosystems seit Einführung des Euro ausgegebenen Banknoten (ausgegebene abzüglich zurückgeflossener Banknoten). Hierzu zählen Banknoten im Bestand von Banken, Unternehmen und Bürgerinnen und Bürgern im Euroraum und im Ausland.

Das Wachstum des Euro-Banknotenumlaufs ist seit Einführung der Gemeinschaftswährung hoch, und zwar auch bei Betrachtung des Banknotenumlaufs im Verhältnis zum BIP oder im Verhältnis zum weit gefassten Geldmengenaggregat M3³. Diese Entwicklung hat sich während der Corona-Pandemie (Covid-19) noch verstärkt. Ende 2020 waren Euro-Banknoten im Gesamtwert von 1 435 Mrd € im Umlauf, was einer Zunahme um 11 % gegenüber 2019 (1 293 Mrd €) entspricht (siehe Abbildung 1). Pandemiebedingt fiel die Jahreswachstumsrate im Vergleich zu den Vorjahren ungewöhnlich hoch aus, denn in den vergangenen zehn Jahren war im Schnitt ein jährlicher Zuwachs von 5 % verzeichnet worden. Lediglich in den Monaten nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im September 2008 wurde eine noch höhere Wachstumsrate verbucht.⁴ Der Euro-Banknotenumlauf wächst jedoch seit Einführung der Gemeinschaftswährung bemerkenswert kräftig. Dies zeigt sich auch dann, wenn man diesem Wert einige andere makroökonomische Messgrößen gegenüberstellt. So ist beispielsweise das Verhältnis von Euro-Banknoten zum nominalem BIP und zu M3 in den letzten Jahren gestiegen und belief sich zum Jahresende 2019 auf 10,83 % bzw. 9,94 % (siehe Abbildung 2). Dies lässt darauf schließen, dass hinter der großen Nachfrage nach Euro-Banknoten besondere Bestimmungsfaktoren stehen, die weder mit der binnenwirtschaftlichen Entwicklung (nominales BIP) noch mit Einflussfaktoren anderer monetärer Vermögenswerte/Verbindlichkeiten (M3) zusammenhängen.

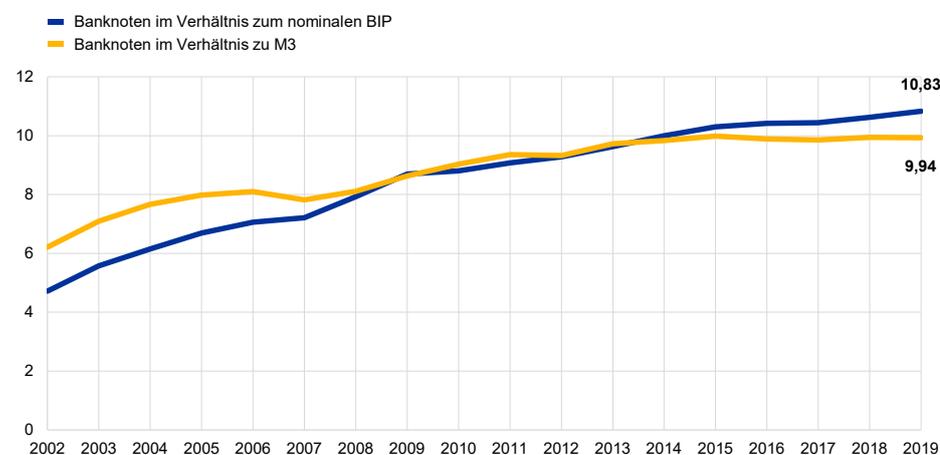
³ Die weit gefasste Geldmenge M3 ist definiert als die Summe aus Bargeldumlauf, Einlagen und sonstigen liquiden monetären Verbindlichkeiten.

⁴ Dieses und andere Ereignisse, die den Wert des Banknotenumlaufs beeinflusst haben, werden beschrieben in: EZB, [Trends und Entwicklung der Verwendung von Euro-Bargeld im Verlauf der letzten zehn Jahre](#), Wirtschaftsbericht 6/2018, September 2018.

Abbildung 2

Euro-Banknoten im Verhältnis zum nominalen BIP und zu M3 im Euroraum

(in %, Jahresendstände)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2019.

Erkenntnisse darüber, welche Faktoren für den Anstieg des Banknotenumlaufs ausschlaggebend sind, sind essenziell für die Durchführung der Kernaufgaben der Zentralbanken, wie etwa das Bargeld- und Liquiditätsmanagement, die Ausarbeitung von Strategien für Zahlungen im Einzelhandel und die Geldpolitik.

Die Tätigkeiten der Zentralbanken im Bereich Bargeld- und Liquiditätsmanagement können von einem fundierten Verständnis der Bargeldnachfrage profitieren. Wenn Bargeld beispielsweise in Phasen möglicher Marktturbulenzen verbreitet als sichere Anlage erachtet wird, könnte es erforderlich sein, umfangreiche strategische Banknotenbestände für den Notfall vorzuhalten, um einen außergewöhnlich hohen Bedarf in Krisenzeiten decken zu können.⁵ Zudem kann ein vertieftes Wissen zur Bargeldnachfrage in profunde Strategien für Zahlungen im Einzelhandel einfließen. Möglich wären dann etwa Projektionen darüber, wie Zahlungsmittel zukünftig genutzt werden, oder gar Aussagen über die potenzielle Nachfrage nach bargeldähnlichem digitalem Zentralbankgeld (Central Bank Digital Currency – CBDC). Überdies wirken sich Ausmaß und Zunahme einiger Komponenten der Bargeldnachfrage maßgeblich auf die Beurteilung des geldpolitischen Kurses und dessen Umsetzung in einem Niedrigzinsumfeld aus.⁶

Um Aufschluss über das Banknoten-Paradoxon zu erhalten, müssen die wichtigsten Verwendungszwecke von Banknoten bestimmt werden – ein schwieriges Unterfangen, da die Bargeldnutzung größtenteils nicht beobachtbar ist.

Der Wert des Euro-Banknotenumlaufs lässt sich in drei Komponenten aufschlüsseln: den Wert der Banknoten, die a) innerhalb des Euroraums (im Inland) für Transaktionen gehalten, b) im Inland aufbewahrt und c) in Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets (im Ausland) nachgefragt werden

⁵ Siehe F. Panetta, [Beyond monetary policy – protecting the continuity and safety of payments during the coronavirus crisis](#), The ECB Blog, 28. April 2020.

⁶ Siehe K. Assenmacher, F. Seitz und J. Tenhofen, [The use of large denomination banknotes in Switzerland](#), International Cash Conference 2017 – War on Cash: Is there a Future for Cash?, Deutsche Bundesbank, Konstanz, 2017, S. 148-199.

(sowohl für Transaktionszwecke als auch zur Wertaufbewahrung). Eine Schätzung des Umfangs dieser Komponenten ist entscheidend, um das Banknoten-Paradoxon verstehen zu können. Solche Schätzungen sind jedoch sehr komplex, da die Bargeldverwendung anonym erfolgt. Die von der EZB erhobenen Daten lassen lediglich Rückschlüsse auf die über Zentral- und Geschäftsbanken laufenden Banknotenströme zu, sodass nur ein kleiner Teil des Bargeldkreislaufs direkt nachvollzogen werden kann. Zudem gibt es Graubereiche, bei denen es unmöglich ist zu definieren, ob eine Banknote zu Transaktionszwecken oder zur Wertaufbewahrung gehalten wird. Dessen ungeachtet können die unterschiedlichen Verwendungszwecke von Banknoten durch direkte und indirekte Ansätze analysiert werden (Ersteres über Umfragen unter Bargeldnutzern). In den Abschnitten 2 und 3 des vorliegenden Aufsatzes werden diese verschiedenen Verwendungszwecke genauer beleuchtet. Abschnitt 4 beschäftigt sich mit den Entwicklungen im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie im Jahr 2020 und der Bedeutung von Bargeld in Krisenphasen.

2 Die Verwendung von Bargeld im Euro-Währungsgebiet zu Transaktionszwecken

Mithilfe von indirekten Ansätzen lässt sich – wenngleich unter gewissen Einschränkungen – der Wert der Banknoten schätzen, die im Euroraum zu Transaktionszwecken gehalten werden. Bei indirekten Ansätzen kommen EZB-Daten zum Euro-Bargeld zum Einsatz, die mit einer Reihe von Annahmen verknüpft werden. Auf dieser Grundlage wird geschätzt, wie hoch der Anteil des wertmäßigen Banknotenumlaufs ist, der im Inland für Transaktionen verwendet wird. Allerdings ist die Verlässlichkeit dieser Methoden von den zugrunde gelegten Annahmen abhängig, weshalb hier eine gewisse Vorsicht geboten ist. Im Folgenden werden drei Ansätze betrachtet: a) die saisonale Methode, b) die Methode der „Return Frequency“ (Umschlaghäufigkeit) und c) eine Analyse der Ausgabe der Europa-Serie (d. h. der zweiten Serie von Euro-Banknoten). Diese Ansätze ermöglichen einen Einblick in das Ausmaß und die Eigenschaften der inländischen Banknotennachfrage zu Transaktionszwecken.

Anhand der saisonalen Methode lässt sich erkennen, dass beim wertmäßigen Banknotenumlauf 2019 ein Anteil von 13 % bis 30 % für Transaktionen im Euroraum gehalten wurde, woraus sich ein zentraler Schätzwert von 21,5 % (280 Mrd €) ergibt. Der Anteil des Banknotenumlaufs, der für Transaktionen im Eurogebiet eingesetzt wird, lässt sich mittels der saisonalen Methode schätzen.⁷ Diese Methode macht sich die starke monatliche Saisonalität der Banknotennachfrage zunutze. Der Gesamtumlauf wird dabei in die inländische Nachfrage zu Transaktionszwecken (Transaktionskasse) und die übrigen Nachfragekomponenten (Wertaufbewahrung im Inland und Auslandsnachfrage) unterteilt. Das bedeutet, dass Schätzungen dieser Zerlegung durch eine

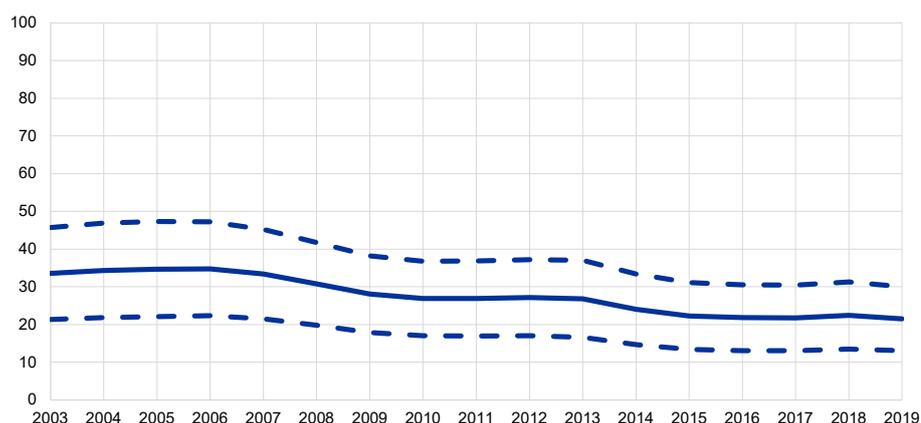
⁷ Eine formalisierte Beschreibung der Methode, so wie sie in diesem Abschnitt angewandt wurde, findet sich in: K. Assenmacher, F. Seitz und J. Tenhofen, a. a. O., S. 148-199. Der Kassenbestand und der Umlauf der 10-€-Banknote, bereinigt um die Sättigungsgrenze (Genaueres zu diesem Konzept im Folgenden), dienen als Referenzgrößen.

Gegenüberstellung der Saisonalität des Banknotenumlaufs insgesamt und der Saisonalität einer Referenzvariable, die ausschließlich auf Transaktionen abstellt, vorgenommen werden.⁸ Da die Verlässlichkeit dieser Methode stark vom Referenzwert abhängt, wurden zwei Zeitreihen gewählt, um eine Ober- und eine Untergrenze zu erhalten. Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass im Jahr 2019 ein Anteil von 13 % bis 30 % des wertmäßigen Euro-Banknotenumlaufs auf Transaktionen im Euroraum entfiel (siehe Abbildung 3). Der zentrale Schätzwert von 21,5 % (280 Mrd €) dürfte einen guten Näherungswert darstellen⁹, sollte aber dennoch mit Vorsicht interpretiert werden. Bemerkenswert ist darüber hinaus, dass beide Referenzgrößen nahelegen, dass der Anteil des Bargeldumlaufs, der für die Transaktionskasse im Inland verwendet wird, im Laufe der Jahre zurückgegangen ist.

Abbildung 3

Schätzungen des Anteils der für inländische Transaktionen verwendeten Banknoten am gesamten wertmäßigen Euro-Banknotenumlauf – saisonale Methode

(in % des Gesamtumlaufs)



Quellen: Berechnungen des Autors und EZB.

Anmerkung: Die durchgezogene Linie stellt die zentrale Schätzung dar. Die gestrichelten Linien markieren die Unter- und die Obergrenze. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2019.

Zieht man die Methode der Return Frequency heran, so ergibt sich beim wertmäßigen Euro-Banknotenumlauf im Jahr 2019 ein Anteil von 15 % bis 25 %, der für Transaktionen im Euroraum gehalten wurde (bei einem zentralen Schätzwert von rund 20 % bzw. 260 Mrd €). Wie häufig Euro-Banknoten zu den Zentralbanken des Eurosystems zurücklaufen, ist von Stückelung zu Stückelung

⁸ Die Saisonalität inländischer Bargeldtransaktionen lässt sich nicht beobachten. Daher wurden kleine Stückelungen wie die 10-€-Banknote oder der Kassenbestand als Referenzvariablen verwendet, um inländische Bargeldtransaktionen effektiv zu erfassen. Siehe hierzu EZB, [Trends und Entwicklung der Verwendung von Euro-Bargeld im Verlauf der letzten zehn Jahre](#), a. a. O.; N. Bartzsch, G. Rösl und F. Seitz, Currency movements within and outside a currency union: The case of Germany and the euro area, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Bd. 53, Nr. 4, Elsevier, Amsterdam, 2013, S. 393-401.

⁹ Die Saisonalität der Nachfrage zu Transaktionszwecken dürfte mit der Zeitreihe der 10-€-Banknoten unterschätzt werden (da nicht alle 10-€-Geldscheine für Transaktionen eingesetzt werden), für die Zeitreihe des Kassenbestands hingegen überschätzt werden (da in Phasen von Nachfragespitzen als Sicherheit gehaltene Bestände die Saisonalität erhöhen).

verschieden.¹⁰ Banknoten, die länger im Umlauf bleiben, zirkulieren zum einen in inländischen Kanälen, die weiter von den Zentralbanken entfernt sind, zum anderen werden sie im Inland aufbewahrt oder befinden sich im Ausland. Wie bei der saisonalen Methode kann auch hier eine Ober- und eine Untergrenze des aktiven Umlaufs ermittelt werden. Hierzu wird die Return Frequency von ausschließlich für Transaktionen verwendeten Stückelungen als Referenzgröße herangezogen (ausgehend von zwei extremen Annahmen). Die Bandbreite fällt hier enger aus als bei der saisonalen Methode.

Die Einführung der zweiten Euro-Banknotenserie gibt weiteren Aufschluss darüber, wie die verschiedenen Stückelungen zirkulieren. Die Einführung der zweiten Serie von Euro-Banknoten und der anschließende Austausch der ersten Serie liefern wertvolle Einblicke. Die Sättigungsraten der verschiedenen Banknotenstückelungen (d. h. die Anzahl der umlaufenden Banknoten der zweiten Serie im Verhältnis zur Gesamtzahl der Banknoten der ersten und zweiten Serie) entsprechen einem bestimmten Muster, das durch eine Anpassung von Kurven an die Daten analysiert werden kann.¹¹ In Abbildung 4 wird dies für die 5-€- und die 50-€-Stückelung dargestellt. 5-€-Scheine werden (ebenso wie 10-€- und 20-€-Scheine) typischerweise für Transaktionen verwendet, bei 50-€-Scheinen ist dies auch der Fall, sie dienen aber ebenfalls der Wertaufbewahrung im In- und Ausland (wie die anderen großen Stückelungen – 100 € und 200 € – auch). Dabei zeigt sich ein interessantes Muster: Die Kurven flachen sich ab, bevor die neue Serie eine Sättigung von 100 % des Umlaufs erreicht. Daraus ergibt sich eine gleichgewichtige Sättigungsrate, die als Sättigungsgrenze bezeichnet wird. Das bedeutet, dass ein Teil der Banknoten der ersten Serie möglicherweise niemals zum Eurosystem zurückfließt, weil die Geldscheine entweder dauerhaft im Inland gehortet werden oder – was vermutlich wahrscheinlicher ist – weil sie verloren gegangen sind oder im Ausland gehalten werden. Von den kleinen (in der Regel für Transaktionen verwendeten) Stückelungen dürften die meisten Banknoten zur Zentralbank zurückkehren. Sie weisen mit rund 86 % bzw. 89 % eine höhere Sättigungsgrenze auf als die größeren Stückelungen. So wird etwa für die 50-€-Banknote eine Sättigungsgrenze von 70 % projiziert. Wie erwartet zeigt sich bei der 5-€-Stückelung (die größtenteils für Transaktionen verwendet wird) eine steilere Kurve. Hier wird die Sättigungsgrenze also schneller erreicht als beim 50-€-Schein (der zu Transaktionszwecken, aber auch zur Wertaufbewahrung im In- und Ausland genutzt wird).¹² Diese Verlaufsmuster lassen sich auch bei anderen Stückelungen beobachten. Je höher der Wert, desto größer demnach die Wahrscheinlichkeit, dass eine Banknote im In- oder Ausland als Wertaufbewahrungsmittel verwendet wird. Gleichermaßen

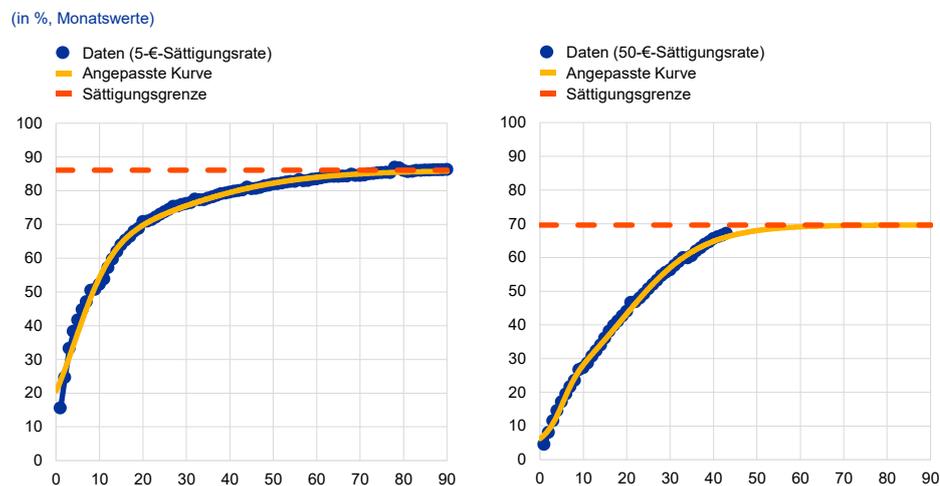
¹⁰ Bei der Return Frequency (Umschlaghäufigkeit) einer bestimmten Stückelung handelt es sich um die Anzahl der im Verlauf eines Jahres zurückgeflossenen Banknoten dividiert durch den durchschnittlichen Banknotenumlauf in diesem Jahr. Eine genaue Beschreibung findet sich in: EZB, [Trends und Entwicklung der Verwendung von Euro-Bargeld im Verlauf der letzten zehn Jahre](#), a. a. O.

¹¹ Logistische Modelle mit der Annahme, dass der Umlauf in zwei verschiedene Bereiche unterteilt werden kann, weisen die beste Anpassung auf. Dies stimmt mit der intuitiven Annahme überein, dass ein Teil der Banknoten aktiv zirkuliert und dann rasch zur Zentralbank zurückläuft, während andere Geldscheine langsamer zurückkehren, da sie in weiter entfernten Kanälen zirkulieren oder aufbewahrt werden.

¹² Diese einfache grafische Analyse kann dadurch präzisiert werden, dass die ersten und zweiten Ableitungen der Kurven interpretiert werden. Dies ermöglicht eine genaue Einschätzung der Zeitpunkte, zu denen bei den verschiedenen Stückelungen der Banknotenrückfluss schneller oder langsamer verläuft.

gilt: Je höher der Wert, desto größer die Wahrscheinlichkeit, dass der Geldschein lange Zeit der Wertaufbewahrung dient.

Abbildung 4
Analyse der Sättigungsraten bei 5-€- und 50-€-Banknoten



Quellen: EZB und Berechnungen des Autors.
 Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2020. Die Sättigungsrate ist definiert als die Anzahl der umlaufenden Banknoten der zweiten Serie im Verhältnis zur Gesamtzahl der Banknoten.

Aus einer jüngst durchgeführten Haushaltsbefragung der EZB¹³ geht hervor, dass der Gesamtwert der von Bürgerinnen und Bürgern im Jahr 2019 vorgenommenen Bargeldtransaktionen 1 993 Mrd € betrug und Bargeld noch immer das meistgenutzte Zahlungsmittel (im Einzelhandel) ist, wenngleich der Anteil rückläufig ist. Anhand von indirekten Methoden können zwar hilfreiche Schätzungen zur Nutzung von Bargeld bei inländischen Transaktionen gewonnen werden, doch sind direkte Methoden wie Umfragen zum Zahlungsverhalten als Ergänzung der indirekt gewonnenen Erkenntnisse unabdingbar. Wie in Kasten 1 näher erläutert, erfolgten laut der angeführten EZB-Umfrage im Jahr 2019 euroraumweit die meisten Zahlungen an Verkaufsstellen (Point-of-Sale – POS) und zwischen Privatpersonen (Person-to-Person – P2P) in bar. Auch bei anderen Arten von Transaktionen war die Zahl der Barzahlungen nicht zu vernachlässigen. Allerdings ist der Anteil der Barzahlungen seit 2016 um sechs Prozentpunkte gesunken. Der Umfrage zufolge wurde Euro-Bargeld in 117 Milliarden physischen und Online-Transaktionen verwendet, was einem Wert von 1 993 Mrd € entspricht.

Kasten 2

Verwendung von Bargeld für inländische Transaktionen – Evidenz aus der SPACE-Umfrage

Chiara Litardi und Alejandro Zamora-Pérez

Die EZB-Studie zum Zahlungsverhalten der Verbraucherinnen und Verbraucher im Euroraum (Study on the payment attitudes of consumers in the euro area – SPACE)¹⁴ zeigt die zentrale Rolle

¹³ Siehe EZB, [Study on the payment attitudes of consumers in the euro area \(SPACE\)](#), Dezember 2020.

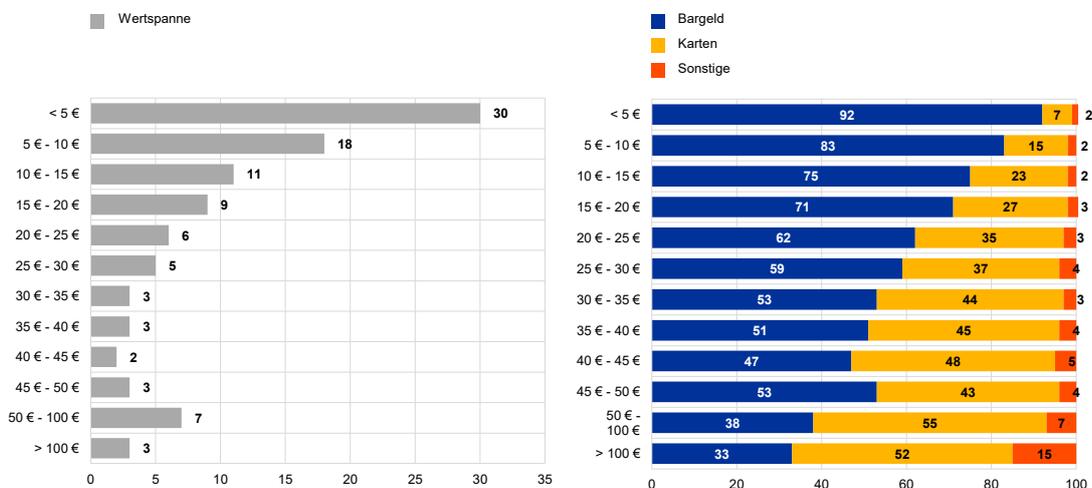
¹⁴ Siehe EZB, [Study on the payment attitudes of consumers in the euro area \(SPACE\)](#), a. a. O.

von Bargeld bei alltäglichen Geschäften auf 72 % der Zahlungen an der Verkaufsstelle (POS)¹⁵ (wertmäßig 47 %) und 83 % der Transaktionen zwischen Privatpersonen (P2P) (wertmäßig 57 %) erfolgen in bar.¹⁶ Die große Differenz zwischen Anzahl und Wert der Transaktionen liegt darin begründet, dass Bargeld häufiger für Kleinbetragszahlungen verwendet wird. Werden POS- und P2P-Zahlungen zusammengefasst betrachtet, so werden Zahlungen mit einem Wert von unter 15 € am häufigsten getätigt (siehe auch Abbildung A, linke Grafik). 92 % der Zahlungen mit einem Wert von unter 5 € werden in bar geleistet, aber nur 33 % der Transaktionen von über 100 € (auf die lediglich 3 % aller POS- und P2P-Transaktionen entfallen) (siehe Abbildung A, rechte Grafik).

Abbildung A

Einsatz von Zahlungsmitteln für POS- und P2P-Transaktionen nach Wertspanne

(x-Achse: in %, Anteil an allen Transaktionen; y-Achse: Wert, Transaktionen)



Quellen: EZB, De Nederlandsche Bank, Dutch Payments Association und Deutsche Bundesbank.

Aber auch wenn Bargeld das am stärksten verbreitete Zahlungsmittel für POS- und P2P-Transaktionen ist, hat es in den vorangegangenen drei Jahren verglichen mit anderen Zahlungsinstrumenten an Bedeutung verloren (dies geht aus einer ähnlichen Umfrage hervor)¹⁷. Seit 2016 ist der Anteil der Barzahlungen in Bezug auf Anzahl und Wert der Transaktionen um sechs Prozentpunkte geschrumpft, und zwar sowohl bei POS-Zahlungen (ausgehend von einem Stand von 78 % bei den Transaktionen und 53 % beim Wert im Jahr 2016) als auch bei P2P-Zahlungen (ausgehend von 89 % bei den Transaktionen und 63 % beim Wert).

Andere Zahlungen zwischen Privatpersonen und Unternehmen, bei denen Bargeld zum Einsatz kommt, sind regelmäßig wiederkehrende Zahlungen etwa für Strom, Telefon oder Miete, wobei es zwischen den Ländern und je nach Art der Dienstleistung große Unterschiede gibt. Rund 6 % der Bürgerinnen und Bürger im Eurogebiet begleichen Stromrechnungen in bar; allerdings ist die

¹⁵ POS-Zahlungen sind die gängigste Art von Zahlungen zwischen Privatpersonen und Unternehmen. Sie umfassen Transaktionen an folgenden Stellen: Supermärkte, kleine Geschäfte für Artikel des täglichen Bedarfs (z. B. Bäckerei, Drogerie), Straßenhändler bzw. Marktstände (z. B. Zeitungs- und Blumenverkauf), Ladengeschäfte für Gebrauchsgüter (z. B. Bekleidung, Spielzeug, Elektronik), Tankstellen, Restaurants, Bars, Cafés, Hotels, Kultur-, Sport- und Freizeiteinrichtungen, Verkaufs- oder Ticketautomaten, Behörden oder Postämter, Dienstleistungen außerhalb des Zuhauses (z. B. Friseur, Reinigung) sowie alle anderen physischen Standorte.

¹⁶ Werden POS- und P2P-Zahlungen zusammengefasst betrachtet, entspricht dies mengen- und wertmäßig 73 % bzw. 48 %.

¹⁷ Siehe H. Esselink und L. Hernández, [The use of cash by households in the euro area](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 201, 2017.

Streuung zwischen den einzelnen Ländern mit einer Spanne von 1 % bis zu 38 % hoch. Die Verwendung von Bargeld fällt bei Mietzahlungen (4 %) und Telefonrechnungen (5 %) niedriger aus, aber auch hier sind die Unterschiede zwischen den Euro-Ländern enorm.

Die transaktionsbedingte Nutzung von Bargeld bei Zahlungen zwischen Unternehmen und Privatpersonen ist nicht unerheblich, auch wenn sie seit 2016 gesunken ist. Der SPACE-Umfrage zufolge erhalten 13 % der Bürgerinnen und Bürger im Euro-Währungsgebiet noch immer einen Teil ihrer regelmäßigen Einkünfte in bar. Etwa einer von zehn Personen wurde bis zu 50 % bzw. mehr als die Hälfte ihres Einkommens in bar ausgezahlt. Mit Blick auf das Beschäftigungsverhältnis bekommen Selbstständige ihre Einkünfte häufiger in Form von Bargeld (durchschnittlich 26 % von ihnen haben zumindest einen Teil ihres Einkommens auf diese Weise erhalten).

3 Die nicht transaktionsbedingte Banknotennachfrage

Die im vorangegangenen Abschnitt aufgeführten zentralen Schätzwerte deuten darauf hin, dass 2019 wertmäßig rund 80 % des Banknotenumlaufs nicht aktiv für inländische Transaktionen genutzt wurden; dieser Anteil hat im Laufe der Jahre zugenommen. In diesem Abschnitt wird die verfügbare Evidenz zu den übrigen Komponenten der Bargeldnachfrage, also der Nachfrage aus dem Ausland und der Wertaufbewahrung im Inland, dargestellt.

Der Umlauf von Euro-Banknoten außerhalb des Euro-Währungsgebiets

Eine aktuelle umfassende Studie¹⁸ zur Auslandsnachfrage nach Banknoten hat ergeben, dass 2019 wertmäßig 30 % bis 50 % der Euro-Banknoten im Ausland gehalten wurden und dass dieser Anteil in den vergangenen Jahren gestiegen ist. Im Dezember 2019 hatten die insgesamt kumulierten (d. h. per saldo) über die Bankenkanäle in den und aus dem Euroraum geflossenen Euro-Banknoten lediglich einen Anteil von 13 % am gesamten wertmäßigen Banknotenumlauf. Allerdings stellt die Studie klar, dass es mehrere Kanäle gibt, über die Banknoten in den und aus dem Euroraum fließen können, wie etwa nicht registrierte Bargeldsendungen oder den Tourismus. Daher wurden verschiedene indirekte Ansätze herangezogen, um diese Thematik genauer untersuchen zu können. Wird eine von der EZB entwickelte Methode zugrunde gelegt, wurde 2019 ein Anteil von etwa 30 % des Gesamtwerts des Banknotenumlaufs im Ausland gehalten.¹⁹ Dieser Anteil steigt auf 50 % für das genannte Jahr, wenn die saisonale Methode (Schätzungen für 2018) und die auf dem Banknotenalter basierende Methode (Schätzungen für 2019) Anwendung finden. Bei diesen beiden Methoden werden bestimmte Eigenschaften der Euro-Banknotenpopulation (etwa die Saisonalität oder die Lebensdauer einer Banknote) mit anderen, ansonsten ähnlichen

¹⁸ Siehe L. Lalouette, A. Zamora-Pérez, C. Rusu, N. Bartzsch, E. Politronacci, M. Delmas, A. Rua, M. Brandi und M. Naksi, [Foreign demand for euro banknotes](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 253, 2021.

¹⁹ Siehe EZB, [Estimation of euro currency in circulation outside the euro area](#), April 2017.

Banknotenpopulationen von Referenzländern verglichen.²⁰ Interessanterweise lassen sowohl die EZB-Methode als auch die saisonale Methode²¹ darauf schließen, dass dieser Anteil im Verlauf der Jahre zugenommen hat, und zwar von rund 20 % im Jahr 2008 auf rund 30 % im Jahr 2018 (bei der EZB-Methode) und von mehr als 35 % im Jahr 2008 auf mehr als 50 % im Jahr 2018 (bei der saisonalen Methode). Das aus den verschiedenen Methoden resultierende breite Intervall zeigt, wie komplex es ist, den Umfang der Komponente der Auslandsnachfrage nach Euro-Banknoten zu schätzen. Wie bereits in Bezug auf die indirekten Ansätze in Abschnitt 2 dargelegt, hängt die Verlässlichkeit dieser Methoden von einer Reihe von Annahmen ab. Deshalb sollten die Ergebnisse mit einer gewissen Vorsicht betrachtet werden.

Es gibt viele Gründe, warum in Entwicklungs- und Transformationsländern eine hohe Nachfrage nach nationalem Bargeld im Allgemeinen und starken Fremdwährungen im Besonderen vorherrscht.²² In der Fachliteratur wird die verbreitete Nutzung von Bargeld in Entwicklungs- und Transformationsländern normalerweise sowohl angebotsseitigen Problemen (z. B. unterentwickelten Zahlungsverkehrsinfrastrukturen und einem Mangel an vertrauenswürdigen alternativen Sparmöglichkeiten) als auch nachfrageseitigen Faktoren (mangelndes Vertrauen in Banken, tief verwurzelte Gewohnheiten oder eine negative Einstellung zum elektronischen Zahlungsverkehr) zugeschrieben. Bezüglich der Nutzung des US-Dollar außerhalb der Vereinigten Staaten wurden einige Faktoren identifiziert, die die Dollar-Auslandsnachfrage beeinflussen. Dazu zählen etwa eine hohe historische Inflation in den betreffenden Ländern, die Größe des Inlandsmarkts, die weltweite und lokale wirtschaftliche Unsicherheit und die Nutzung des Dollar in der Vergangenheit sind. Aktuelle Belege aus einer regelmäßig von der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB) durchgeführten Umfrage liefern ebenfalls wertvolle Erkenntnisse zu den Bestimmungsfaktoren der Euro-Banknotennachfrage, wenngleich die Befragung auf mittel-, ost- und südosteuropäische Länder beschränkt ist. Zu diesen Bestimmungsfaktoren gehören ein geringes Vertrauen in die inländischen Finanzsysteme und die Landeswährung, eine stärkere individuelle Präferenz für Bargeld oder die Erwartung einer Einführung des Euro.

Anhand eines makroökonomischen Modells der Euro-Banknotennachfrage sowie quantitativer und qualitativer Analysen der Bestimmungsfaktoren der Nettolieferungen von Euro-Geldscheinen lässt sich feststellen, dass vor allem landesspezifische Faktoren (in den die Banknoten nachfragenden Staaten) die Nachfrage aus dem Ausland beeinflussen.²³ Unterschiedliche Ansätze deuten darauf hin, dass sich die binnenwirtschaftliche Entwicklung in den Staaten außerhalb des Euroraums auf die Gesamtnachfrage nach Euro-Banknoten auswirkt. Auch Inflation und Arbeitslosigkeit im jeweiligen Land sowie der nominale USD/EUR-Wechselkurs beeinflussen die Nettolieferungen von Euro-Geldscheinen. Besonders

²⁰ In der Studie wurden als Referenz der kanadische Dollar (saisonale Methode) und die dänische Krone (auf dem Banknotentalter basierende Methode) gewählt. Nähere Einzelheiten zu den beiden Methoden finden sich in: L. Lalouette et al., a. a. O., 2021.

²¹ Für das Banknotentalter liegt aufgrund fehlender Daten nur eine Schätzung für 2019 vor.

²² Ein Überblick über die Fachliteratur findet sich in: L. Lalouette et al., a. a. O., 2021.

²³ Siehe L. Lalouette et al., a. a. O.

deutlich scheint sich dies bei den Banknoten mit mittlerer und großer Stückelung niederzuschlagen. Auffällig ist, dass neben der Nachfrage aus Gründen der Wertaufbewahrung und als sichere Anlageform der Tourismus in manchen Regionen (Nord- und Südamerika, Naher Osten, Asien und westeuropäische Nicht-EU-Länder) der wichtigste Einflussfaktor der Nachfrage zu sein scheint.

Die Verwendung von Euro-Banknoten als inländisches Wertaufbewahrungsmittel

Im Jahr 2019 dürfte ein wertmäßiger Anteil von 27,5 % bis 50 % des Banknotenumlaufs im Eurogebiet gehortet worden sein, was bedeutet, dass die Barreserven pro Kopf (erwachsene Bürgerinnen und Bürger des Euroraums sowie Banken und Unternehmen) zwischen 1 270 € und 2 310 € betragen. Auf Grundlage der oben dargelegten Schätzungen, denen zufolge rund 20 % des wertmäßigen Umlaufs für Transaktionen im Inland genutzt und 30 % bis 50 % im Ausland aufbewahrt wurden, lässt sich schlussfolgern, dass 2019 ein Anteil von 27,5 % bis 50 % der Wertaufbewahrung im Euroraum diente.²⁴ Dies bedeutet, dass der Betrag an Barreserven pro Kopf in einer Spanne von 1 270 € bis 2 310 € lag. Dabei ist hervorzuheben, dass in diesem Pro-Kopf-Betrag nicht nur das von Privatpersonen, sondern auch das von MFIs und Unternehmen im Euroraum gehaltene Bargeld enthalten sind. Eine Aufschlüsselung nach diesen Sektoren wurde bisher noch nicht vorgenommen.

Wenngleich das von MFIs gehaltene Bargeld unter normalen Bedingungen vor allem Transaktionszwecken dient, kann aus der Entwicklung des Kassenbestands in den vergangenen Jahren auf den Betrag an Bargeld geschlossen werden, der zur Wertaufbewahrung genutzt wird. Grundsätzlich dient das von den MFIs in Tresoren gehaltene Bargeld (Kassenbestand) in erster Linie Transaktionszwecken. In Abbildung 5 wird dargestellt, dass nach dem Zeitpunkt, als der Zinssatz für die Einlagefazilität der EZB in den negativen Bereich fiel (und noch deutlicher, als er im März 2016 von -0,3 % auf -0,4 % gesenkt wurde) ein klarer Bruch in der Zeitreihe zu beobachten ist – ein Hinweis darauf, dass die Bargeldhortung dadurch attraktiver wurde. Der Kassenbestand war von 2009 bis zur erstmaligen Senkung des Einlagesatzes auf unter 0 % im Juni 2014 recht stabil. Daher ist es wahrscheinlich, dass der Großteil des Anstiegs ab diesem Zeitpunkt bis zum Jahresende 2019²⁵ (um 30 Mrd € bzw. 60 %) dem Wertaufbewahrungsmotiv zuzuschreiben war. Trotz der merklichen Zunahme machte der Kassenbestand Ende 2019 lediglich rund 7 % des gesamten Banknotenumlaufs aus, sodass hierdurch die gestiegene Verwendung als inländisches Wertaufbewahrungsmittel keinesfalls gänzlich erklärt werden kann.

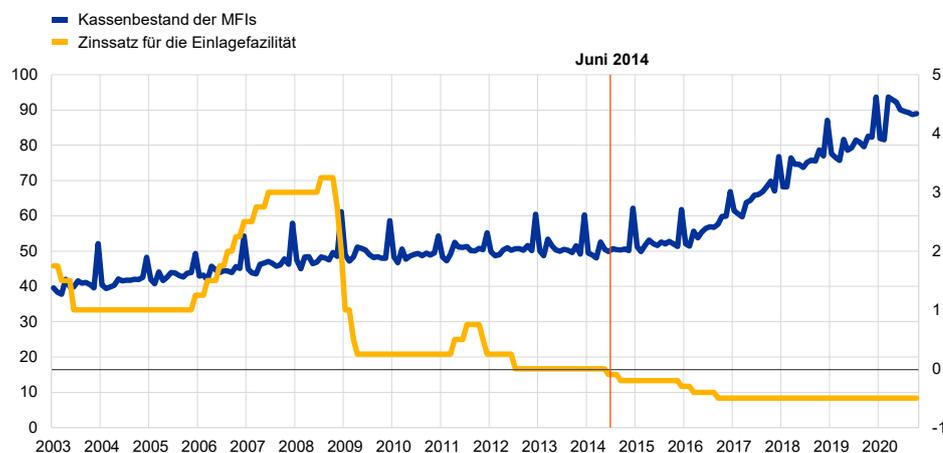
²⁴ Die Zahlen werden als Restwert der vorangegangenen Schätzungen der anderen Komponenten ermittelt; die breiten Intervalle sind Ausdruck der Unsicherheit, mit der die vorherigen Berechnungen behaftet sind.

²⁵ Unter Betrachtung der saisonbereinigten Zeitreihen (also durch Streichung des saisonalen Höchststands im Dezember).

Abbildung 5

Kassenbestand der MFIs und Zinssatz für die Einlagefazilität

(linke Skala: Wert in Mrd €; rechte Skala: in Prozentpunkten, Monatsendstände)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2020.

Anders als bei den MFIs liegen weder Daten zu den genauen im Einzelhandel und von Bürgerinnen und Bürgern gehaltenen Bargeldbeträgen vor, noch gibt es diesbezüglich Schätzungen zur trendmäßigen Entwicklung der letzten Jahre. Gleichzeitig steht fest, dass die oben genannte Änderung des Einlagesatzes

Unternehmen (die Bargeld vor allem zu Transaktionszwecken halten) und im Euroraum ansässige Privatpersonen nicht im gleichen Maße traf wie die MFIs. Grund hierfür ist, dass weder Privatpersonen noch Firmen Überschussliquidität bei der EZB anlegen können. Solange die Opportunitätskosten der Bargeldhaltung aufgrund des Niedrigzinsumfelds gesunken sind, könnten Privatpersonen und Unternehmen dennoch eher bereit gewesen sein, mehr Bargeld zu sparen als in andere niedrig verzinsten liquide Vermögenswerte anzulegen. Trotzdem lässt sich durch das Niedrigzinsumfeld die steigende Nachfrage wohl nicht vollständig erklären, so wie das auch bei anderen Währungen der Fall ist, die eine stark zunehmende nicht transaktionsbezogene Nachfrage aufwiesen. Möglicherweise schlagen hier auch andere Faktoren wie eine erhöhte Unsicherheit oder die Alterung der Bevölkerung zu Buche.²⁶

Haushaltsbefragungen wie die SPACE-Umfrage liefern weitere Erkenntnisse zu den von den Bürgerinnen und Bürgern gehaltenen Bargeldreserven; allerdings ist aufgrund der sensiblen Fragen davon auszugehen, dass die Umfrageteilnehmer ihre Bargeldbestände zu niedrig ansetzen. Dies bedeutet, dass auch bei der Interpretation von Umfrageergebnissen eine gewisse Vorsicht geboten ist. In

Kasten 2 werden zum einen Erkenntnisse aus der euroraumweiten SPACE-Studie zu Barreserven präsentiert und zum anderen Ergebnisse einer jüngst durchgeführten

²⁶ Siehe beispielsweise C. Jobst und H. Stix, Doomed to Disappear? The Surprising Return of Cash Across Time and Across Countries, CEPR Discussion Papers, Nr. 12327, September 2017; S. Shirai und E. A. Sugandi, What Explains the Growing Global Demand for Cash?, ADBI Working Papers, Nr. 1006, Asian Development Bank Institute, Tokio, September 2019.

deutschlandweiten Umfrage, die sich mit den Motiven der Bargeldhortung deutscher Bürgerinnen und Bürger beschäftigte.

Kasten 2

Inländische Bargeldbestände der Bürgerinnen und Bürger im Euro-Währungsgebiet: Ergebnisse zweier Umfragen aus der jüngeren Vergangenheit

Chiara Litardi und Alejandro Zamora-Pérez

Deskriptive Analyse der SPACE-Daten zur Bargeldhaltung der Bürgerinnen und Bürger im Euroraum

Aus der SPACE-Studie geht hervor, dass ungefähr einer von drei Umfrageteilnehmern im Jahr 2019 zu Hause Bargeld aufbewahrte. 34 % der Befragten gaben an, Bargeldreserven zu halten, 62 % verneinten dies, und 4 % machten hierzu keine Angabe. Zwischen den einzelnen Ländern waren jedoch große Unterschiede festzustellen. In einigen Ländern meldeten bis zu 50 % der Befragten, dass sie Bargeldreserven hielten.

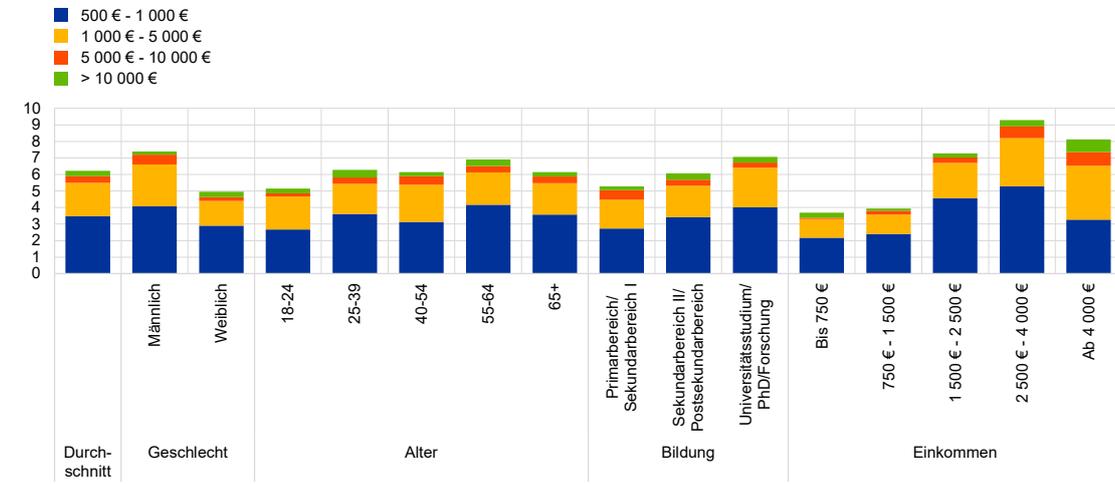
2019 gab die Mehrheit derjenigen Umfrageteilnehmer, die Barreserven horteten, an, relativ geringe Beträge zu Hause aufzubewahren. Dies lässt darauf schließen, dass der Großteil der gehaltenen Reserven auf einen eher kleinen Teil der Bevölkerung entfällt. Von den Personen, die erklärten, Bargeld auch außerhalb der Bank zu verwahren, hielten drei von vier (75 %) weniger als 500 €, wohingegen eine von zehn Personen (10 %) zwischen 500 € und 1 000 € aufbewahrte. Nur einige wenige meldeten hohe Barreserven: Bei 6 % waren es zwischen 1 000 € und 5 000 € und bei lediglich 2 % mehr als 10 000 €. Ein Teil der Befragten, die zu Hause Bargeld horteten, wollte keine Auskunft über die Höhe des dort gelagerten Betrags geben (7 %).

Im Euroraum sind die Bargeldbestände äußerst ungleich auf die einzelnen Bevölkerungsgruppen verteilt, was sich an soziodemografischen Variablen wie etwa Geschlecht, Bildung und Einkommen ablesen lässt (siehe Abbildung A). So halten beispielsweise Männer und Personen mit höherer Bildung tendenziell größere Bargeldbestände als Frauen und weniger gebildete Personen. Darin könnte sich jedoch eine ungleiche Einkommensverteilung innerhalb der oben genannten Gruppen widerspiegeln, denn aus der Umfrage geht hervor, dass Verbraucherinnen und Verbraucher mit höherem Einkommen auch höhere Bargeldreserven vorhalten. Um beurteilen zu können, wie die verschiedenen Variablen die Bargeldhaltung beeinflussen, sind weitere Untersuchungen erforderlich.

Abbildung A

Höhe der Bargeldreserven (500 € und darüber) verschiedener Bevölkerungsgruppen

(in % der Gesamtbevölkerung)



Quellen: EZB, De Nederlandsche Bank, Dutch Payments Association und Deutsche Bundesbank.

Anmerkung: Die Angaben zu Durchschnitt, Geschlecht und Bildung beziehen sich auf den Euroraum (19 Länder). In den Angaben zu den Einkommensgruppen sind die Niederlande nicht berücksichtigt (18 Länder). Die Eingruppierung nach Einkommen erfolgt anhand des monatlichen Haushaltseinkommens nach Abzug der Steuern und Sozialversicherungsbeiträge.

Ergebnisse einer deutschen Studie

In Deutschland – einem Land, auf das ein hoher Anteil des Banknotenumlaufs im Eurogebiet entfällt – befand sich im Jahr 2018 pro Kopf durchschnittlich Bargeld in Höhe von 1 364 € im Bestand von Privatpersonen. Dies geht aus einer Studie hervor, die kürzlich anhand von Umfragedaten in Deutschland durchgeführt wurde²⁷. Um die Antwortbereitschaft zu erhöhen und so an diese Daten zu gelangen, wurden in der Umfrage vertrauensbildende Maßnahmen eingebaut. Ziel dabei war es, der Neigung, die vorhandenen Bargeldbestände zu niedrig anzusetzen (sog. Underreporting), entgegenzuwirken und auch Einblick in andere sensible Aspekte zu gewinnen. Der für Deutschland ermittelte Durchschnittsbetrag in Höhe von 1 364 € entspricht in etwa der weiter oben in Abschnitt 3 genannten Untergrenze für das Eurogebiet (1 270 €). Allerdings sind die Zahlen nicht direkt miteinander vergleichbar, da in den Schätzungen im vorliegenden Aufsatz u. a. auch Bestände von Banken und Einzelhandel berücksichtigt sind.

Aus der Regressionsanalyse geht hervor, dass Alter, Einkommen und Beschäftigungsstatus einen Einfluss auf die Haltung von Bargeldreserven haben. Ältere Menschen neigen dazu, mehr Bargeld außerhalb ihres Geldbeutels aufzubewahren. Der Zusammenhang ist jedoch nicht linear (Bargeldreserven werden offenbar bis kurz vor Renteneintritt aufgebaut). Die durchschnittlich angesparten Barreserven von Privatpersonen steigen mit dem Einkommen. Am höchsten ist die Konzentration (gemessen am Wert) in den obersten Perzentilen der Einkommensverteilung. Unter den erwerbstätigen Personen sind es die Selbstständigen, die die höchsten Bargeldbestände halten.

Im Rahmen der oben genannten Studie wurden auch die Motive für die Bargeldhortung beleuchtet: Faktoren wie mangelndes Vertrauen in die Sicherheit und Belastbarkeit der technischen

²⁷ Siehe M. Eschelbach und F. Schneider, [Bargeldverwendung in Deutschland. Eine empirische Analyse zu Ausmaß und Motiven der Aufbewahrung von Bargeld in deutschen Haushalten](#), Deutsche Bundesbank, Juli 2020.

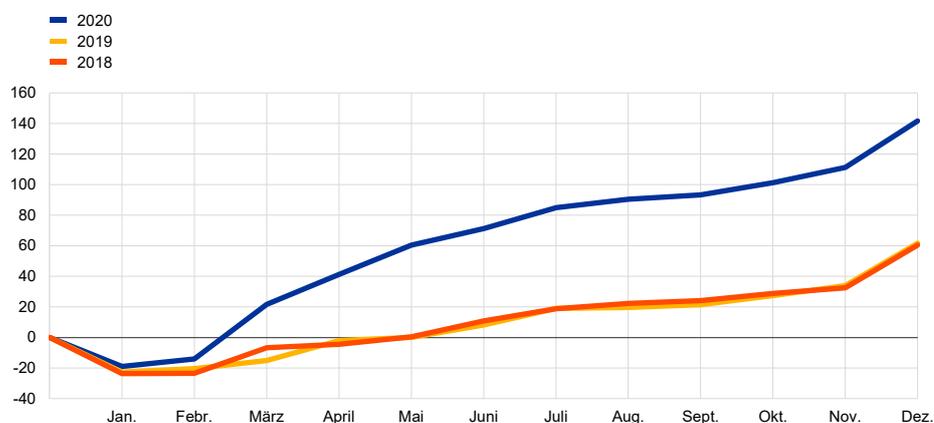
Infrastruktur spielten eine Rolle, wohingegen steuerliche Motive weniger zum Tragen kamen. Um Hinweise zur Steuerehrlichkeit sammeln zu können, ohne die Umfrageteilnehmer konkret mit diesen Themen zu konfrontieren, wurden eine Reihe indirekter Fragen zur Steuermoral gestellt. Zwar waren 12 % der Befragten der Meinung, dass Steuermotive durchaus ein Grund für die Aufbewahrung von Bargeld sein könnten, doch gibt es keine Korrelation zwischen Indikatoren der Steuerehrlichkeit und der Bargeldhortung. Andere Faktoren wie etwa Bedenken hinsichtlich der Sicherheit und Zuverlässigkeit elektronischer Systeme scheinen hingegen einen Einfluss darauf zu haben, ob Bargeld außerhalb der Geldbörse gehortet wird. Diejenigen, die laut eigener Auskunft Zweifel gegenüber technischen Systemen (Angst vor Technikversagen) hegten, hielten eher große Bargeldreserven.

4 Höhere Banknotenemission in Krisenzeiten: Beispiel Corona-Pandemie

Im Jahr 2020 war aufgrund der Corona-Pandemie ein ungewöhnlich starker Anstieg des Banknotenumlaufs zu verzeichnen – ein Trend, der auch schon bei anderen Krisen zu beobachten war. In Krisenzeiten steigt die Nachfrage nach Bargeld tendenziell an – so auch während der Covid-19-Krise (siehe Kasten 3). In Abbildung 6 ist die Nettoemission von Euro-Banknoten im Jahr 2020 dargestellt. Verglichen wird diese Entwicklung mit den beiden (normalen) Vorjahren. Nach der per saldo negativen Emission zu Jahresbeginn (nach Weihnachten laufen stets mehr Banknoten zurück als ausgegeben werden) begann die Wachstumsrate der Nettoemission mit der Ausbreitung der Corona-Pandemie in Europa 2020 allmählich vom Normalverlauf abzuweichen. Während die Nettoemission im Dezember 2018 und 2019 bei rund 61 Mrd € gelegen hatte, belief sie sich im Dezember 2020 auf mehr als 141 Mrd € (was einen Anstieg um 80 Mrd € bzw. mehr als 130 % darstellt).

Abbildung 6
Kumulierte Nettoemission von Euro-Banknoten im Jahr 2020 verglichen mit den beiden Vorjahren

(in Mrd €, kumulierte Nettoemission, Monatsendstände)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2020.

Kasten 3

Bedeutung von Bargeld in Krisenzeiten

Gerhard Rösl und Franz Seitz

Wie die Erfahrungen weltweit gezeigt haben, war eine starke Zunahme der Bargeldbestände historisch gesehen häufig auf die steigende Nachfrage nach Bargeld in Krisenzeiten zurückzuführen.²⁸ Abbildung A zeigt, wie die Bargeldnachfrage in großen Währungsräumen in allen ausgewählten Krisenzeiten – manchmal recht drastisch – zugenommen hat. Im Folgenden werden weltweite historische Beispiele beleuchtet, die auf die Bedeutung von Bargeld in Krisenzeiten hinweisen. Dabei wird zwischen drei verschiedenen Krisenarten unterschieden:

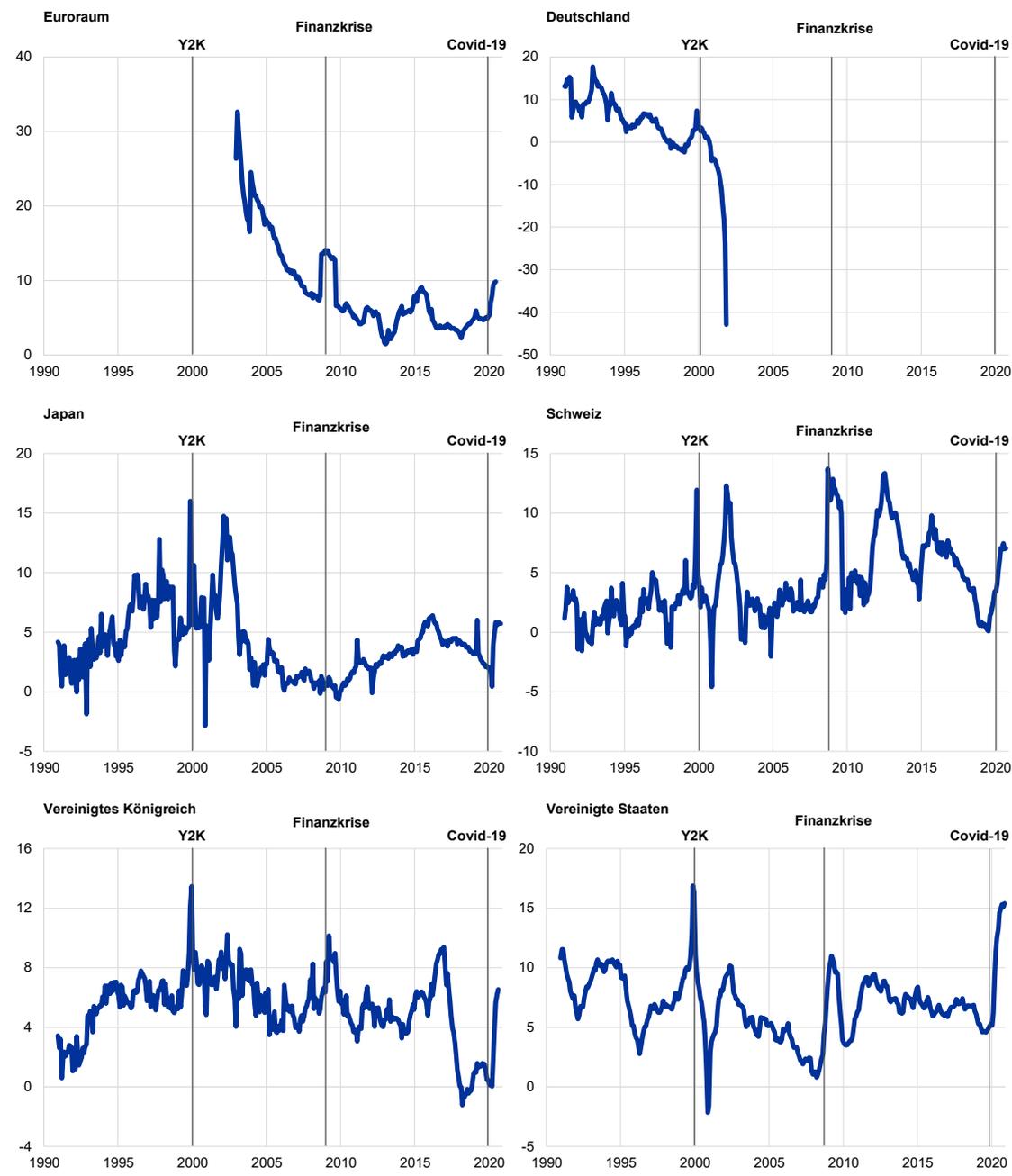
a) Technologiekrisen (wie z. B. die Jahr-2000-Krise (Y2K)), b) Finanzkrisen (wie etwa die große Finanzkrise 2008/2009) und c) Naturkatastrophen (wie Erdbeben, Hurrikans oder die derzeitige Covid-19-Pandemie).

²⁸ Eine genauere Analyse des Zusammenhangs zwischen Bargeld und Krisen findet sich in: G. Rösl und F. Seitz, [Cash and Crises: No surprises by the virus](#), Working Paper des IMFS (Institute for Monetary and Financial Stability), Nr. 150, Frankfurt, 2021.

Abbildung A

Jährliche Zuwachsraten von Bargeld in ausgewählten Ländern

(Landeswährung)



Quelle: Nationale Zentralbanken der ausgewählten Länder.
Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf Bargeld oder Banknoten im Umlauf.

Der immense Anstieg der weltweiten Bargeldnachfrage während der Technologiekrise anlässlich des Übergangs zum Jahr 2000 wurde durch eine erhöhte Unsicherheit ausgelöst. Damals wurde befürchtet, dass die Umstellung der Datumsangaben in Computerprogrammen beim Jahrtausendwechsel zu Computerabstürzen und damit zum Erliegen wichtiger Einrichtungen wie Versorgungsunternehmen führen, aber auch Störungen der Zahlungsverkehrssysteme und bei Abhebungen an Geldautomaten verursachen könnte. Der sprunghafte Anstieg des Bargeldumlaufs (siehe Abbildung A) um die Jahrtausendwende war demnach durch Transaktions- und

Vorsichtsmotive sowie Wertaufbewahrungsmotive bedingt. So war beispielsweise in den Vereinigten Staaten bei der Emission kleiner wie auch großer Stückelungen Ende 1999 eine Jahreswachstumsrate von über 20 % festzustellen. Die Nachfrage nach Schweizer Franken konzentrierte sich dagegen vor allem auf hohe Stückelungen (jährliche Zuwachsrate: 14 %), was möglicherweise auf einen kräftigen Anstieg der Auslandsnachfrage zurückzuführen war.²⁹ Die Inlandsnachfrage nach Bargeld rund um den Jahrtausendwechsel wurde häufig auch durch höhere Kassenbestände der Banken bestimmt. Dies war vor allem in den Vereinigten Staaten der Fall.

Nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im Oktober 2008 wuchsen sich die in den USA entstandenen Finanzmarkturbulenzen rasch zu einer globalen Finanzkrise aus und führten zu einem spürbaren Anstieg der Bargeldnachfrage. In den Vereinigten Staaten, wo die Finanzkrise ihren Anfang nahm, aber auch im Euro-Währungsgebiet, in der Schweiz und im Vereinigten Königreich wurde erheblich mehr Bargeld in Umlauf gebracht. In Japan dagegen, das weniger stark von der Krise betroffen war, war weder ein ungewöhnlicher Anstieg der Bargeldemission insgesamt noch einzelner Stückelungen des Yen festzustellen. In dieser Situation war eindeutig die Wertaufbewahrung das Hauptmotiv für die Bargeldnachfrage, da vorwiegend größere Stückelungen nachgefragt wurden (in den Vereinigten Staaten, dem Euroraum, der Schweiz und dem Vereinigten Königreich). In den drei erstgenannten Währungsräumen war dies durch die Inlands- und die Auslandsnachfrage nach den jeweiligen Währungen bedingt.

Der Ausbruch der Corona-Pandemie führte 2020 zu einer schweren Rezession der Weltwirtschaft mit erheblichen Umsatzeinbußen an den Verkaufsstellen. Dennoch erhöhte sich der weltweite Bargeldumlauf enorm. In Bezug auf den Bedarf an kleinen und großen Banknotenstückelungen waren interessante Unterschiede festzustellen. In den Vereinigten Staaten sowie im Euroraum lagen die Jahreswachstumsraten des Transaktionskassenbestands an kleinen Banknoten Mitte 2020 über jenen der größten Stückelungen. Bei Banknotenemissionen in der Schweiz und in Japan war das Gegenteil der Fall.

Alles in allem haben Krisen in der Vergangenheit zu einer höheren Bargeldnachfrage geführt, unabhängig von der Art der Krise. Daran zeigt sich, dass physisches Bargeld eine wichtige Rolle für ein erfolgreiches Krisenmanagement zu spielen scheint.

Die Nachfrage nach Bargeld zu Transaktionszwecken ist rückläufig, und es wird mehr und mehr kontaktlos gezahlt. Dies geht aus einer von der EZB im Jahr 2020 durchgeführten Umfrage hervor, in der die Verbraucher nach ihrer Wahrnehmung zu Beginn der Pandemie gefragt wurden. Die Umfrage zur Ermittlung der pandemiebedingten Auswirkungen auf die Bargeldentwicklung (IMPACT-Umfrage) gibt Aufschluss über das veränderte Zahlungsverhalten in den frühen Phasen der Pandemie.³⁰ Obwohl etwa die Hälfte der Befragten angab, Bargeld und Karten ungefähr ebenso häufig zu verwenden wie vor der Krise, meldeten rund 40 %, dass sie häufiger kontaktlos per Karte zahlten. Ebenso viele (40 %) berichteten, dass sie viel seltener oder etwas seltener bar zahlten. Letztere

²⁹ Siehe beispielsweise K. Assenmacher, F. Seitz und J. Tenhofen, [The demand for Swiss banknotes: some new evidence](#), Swiss Journal of Economics and Statistics, Bd. 155, Nr. 14, Springer, 2019.

³⁰ Sie ist jedoch nicht direkt mit der SPACE-Umfrage vergleichbar. Außerdem stammen einige der im Haupttext genannten Zahlen aus Fragestellungen, bei denen mehrere Antworten möglich waren. Nähere Einzelheiten finden sich in: EZB, [Study on the payment attitudes of consumers in the euro area](#), a. a. O.

Teilnehmergruppe wurde auch dazu befragt, wie sie sich ihr Zahlungsverhalten in der Zeit nach der Pandemie vorstelle, worauf rund 87 % antworteten, dass sie auch dann weniger häufig mit Bargeld zahlen wollten. Dies würde einen weiteren Rückgang der Nachfrage nach Bargeld zu Transaktionszwecken bedeuten, auch wenn wissenschaftliche Untersuchungen zu dem Schluss gekommen sind, dass die Verbraucherwahrnehmung bzw. selbstgenannte Präferenzen in der Regel keine Rückschlüsse auf das Zahlungsverhalten zulassen.³¹ Daher werden weitere Umfragedaten nach der Pandemie vonnöten sein, um beurteilen zu können, ob diese Erkenntnisse auch dann noch Bestand haben.

Die verringerten Zu- und Abflüsse von Banknoten bei den Zentralbanken des Eurosystems weisen darauf hin, dass die Menge der aktiv umlaufenden Banknoten gesunken ist. Banknoten werden demnach offenbar vermehrt aus Vorsichtsmotiven nachgefragt – möglicherweise wegen der erhöhten Unsicherheit und einer geringeren Mobilität.³² Während die Bruttoemission von Euro-Banknoten in anderen Krisen gestiegen war, war sie in der Covid-19-Krise rückläufig. Der Grund für die starke Zunahme der Nettoemission (Bruttoemission abzüglich zurücklaufender Banknoten) ist, dass die Zahl der an die Zentralbank zurückfließenden Banknoten noch stärker schrumpfte als die Bruttoemission. Es sind demnach offenbar weniger Banknoten aktiv im Umlauf als im Vorjahr, was daran liegt, dass Bargeldreserven verstärkt aus Vorsichtsmotiven gehalten werden und die Nachfrage nach Bargeld für die Transaktionskasse nachgelassen hat. Dies hängt vermutlich auch mit der erhöhten Unsicherheit und der geringeren Mobilität zusammen, die dazu führen, dass Privathaushalte größere Bargeldsummen halten, um seltener zum Bargeldautomaten gehen zu müssen.

Daten zu Euro-Banknotenlieferungen lassen vermuten, dass der Anteil der Auslandsnachfrage an diesem Anstieg nicht besonders hoch war. Somit dürfte die Zunahme weitgehend auf Vorsichtsmotive innerhalb des Euroraums zurückzuführen sein. Der Nettoversand von Euro-Banknoten ins Ausland war im Jahr 2020 insgesamt negativ; es flossen also mehr Banknoten aus dem Ausland zurück als in Umlauf gegeben wurden. Demnach leistete die Nachfrage aus Ländern außerhalb des Eurogebiets keinen Beitrag zur hohen Banknotennachfrage. Informelle Kanäle wie der Tourismus oder Bargeldsendungen haben sehr wahrscheinlich auch nicht dazu beigetragen, da diese Aktivitäten aufgrund der Pandemie ebenfalls zurückgingen. Das bedeutet also, dass die Nachfrage zum größten Teil auf inländisches (eurorauminternes) Vorsichtssparen zurückzuführen war.

³¹ Siehe EZB, [Study on the payment attitudes of consumers in the euro area](#), a. a. O.

³² Im März 2020, als sich die Pandemie in Europa auszubreiten begann, erhöhte sich die Bruttoemission von Banknoten. Dies war u. a. auf die Lockdown-Ankündigungen und den anschließenden Run auf Grundnahrungsmittel (und die dadurch höheren Ausgaben) zurückzuführen. In den darauffolgenden Monaten sank die Wachstumsrate der Bruttoemission jedoch wieder. Sie ist bislang noch nicht auf ein normales Niveau zurückgekehrt.

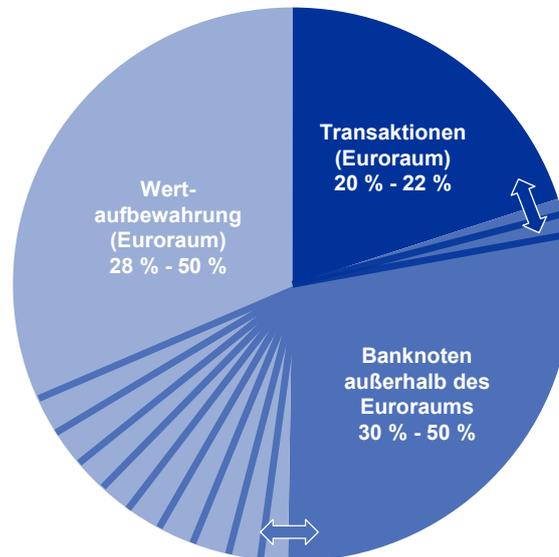
5 Schlussbemerkungen

Um das Banknoten-Paradoxon verstehen zu können, ist es zunächst wichtig zu betrachten, welche Rolle Wertaufbewahrungszwecke bei der Bargeldnachfrage spielen und in welchem Maße Euro-Banknoten außerhalb des Euroraums nachgefragt werden. Jüngsten EZB-Umfragen zufolge ist Bargeld nach wie vor das am weitesten verbreitete Zahlungsmittel an Verkaufsstellen (POS) und bei Zahlungen zwischen Privatpersonen (P2P). Dennoch ist der Anteil der Bargeldtransaktionen gegenüber anderen Bezahlmethoden rückläufig. Allerdings ist die Nachfrage nach Bargeld insgesamt gestiegen. Um dieses Phänomen zu erklären, ist es wichtig, den Banknotenumlauf in seine drei Komponenten zu zerlegen: die Nachfrage zu Transaktionszwecken innerhalb des Euroraums, die Nachfrage als Wertaufbewahrungsmittel innerhalb des Euroraums und die Nachfrage außerhalb des Euroraums. Der wertmäßige Anteil der zu Transaktionszwecken im Eurogebiet verwendeten Banknoten am Banknotenumlauf dürfte zwischen 20 % und 22 % liegen (zwar deuten die Ober- und die Untergrenze auf einen Anteil von 13 % bis 30 % hin, doch basieren diese auf extremen Annahmen, sodass ein zentraler Schätzwert als angemessen angesehen werden kann). Dieser geringere Anteil unterstreicht die Bedeutung der beiden anderen Komponenten der Bargeldnachfrage, also der Nachfrage zu Wertaufbewahrungszwecken innerhalb des Euroraums (28 % bis 50 % des gesamten Banknotenumlaufs 2019) und der Nachfrage nach Euro-Banknoten im Ausland (30 % bis 50 % im Jahr 2019). Dass die Schätzspannen so groß sind, liegt an der hohen Unsicherheit, die dadurch bedingt ist, dass die tatsächliche Bargeldverwendung nicht direkt beobachtbar ist. Daher sind solche Schätzungen mit Vorsicht zu interpretieren. In Schaubild 1 ist der geschätzte Umfang der verschiedenen Komponenten der Banknotennachfrage dargestellt.

Schaubild 1

Schätzung der Komponenten des Euro-Banknotenumlaufs

(in %, auf ganze Zahlen gerundet, ohne Nachkommastellen)



Quellen: Berechnungen des Autors und L. Lalouette et al., a. a. O., 2021.

Anmerkung: Die geschätzten Prozentzahlen beziehen sich auf den Wert der umlaufenden Banknoten. Um den Anteil der inländischen Nachfrage zu ermitteln, wurden die zentralen Schätzwerte der saisonalen Methode und der Return-Frequency-Methode verwendet. Die Ober- und die Untergrenze, die sich aus extremen Annahmen ergeben, werden aus Gründen der Vereinfachung nicht aufgeführt.

Die Corona-Pandemie hat dazu geführt, dass im Euro-Währungsgebiet vermehrt Bargeld zu Vorsorgezwecken (d. h. als Wertaufbewahrungsmittel) nachgefragt wird, wohingegen die Nachfrage zu Transaktionszwecken offenbar weiter zurückgegangen ist. Wie Bargeld nach der Pandemie verwendet wird, ist nach wie vor schwer vorhersehbar. Umfragedaten und geringere Banknotenzu- und -abflüsse der Zentralbanken des Eurosystems lassen darauf schließen, dass die Nachfrage nach Bargeld für die Transaktionskasse nachgelassen hat. Wie bei anderen Krisen ist die Zunahme der Bargeldnachfrage durch Vorsichtsmotive bedingt, auch wenn diese Nachfrage vorrangig von innerhalb des Euroraums stammt. Um einschätzen zu können, wie die Bargeldverwendung nach der Pandemie aussehen wird, werden noch weitere Datenanalysen erforderlich sein.

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
- . Daten noch nicht verfügbar
- ... Zahlenwert Null oder vernachlässigbar
- (p) vorläufige Zahl

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP ¹⁾ (Veränderung gegen Vorperiode in %)						VPI (Veränderung gegen Vorjahr in %)						
	G 20	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	OECD-Länder		Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich (HVPI)	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum ²⁾ (HVPI)
							Insgesamt	Ohne Energie und Nahrungsmittel					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	3,6	3,0	1,3	0,6	6,7	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2019	2,8	2,2	1,4	0,3	6,0	1,3	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2020	.	-3,3	-9,9	-4,8	2,3	-6,6	1,4	1,8	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3
2020 Q1	-3,4	-1,3	-2,9	-0,6	-9,7	-3,8	2,1	2,2	2,1	0,2	0,5	5,0	1,1
Q2	-6,6	-9,0	-19,0	-8,3	11,6	-11,6	0,9	1,6	0,4	0,2	0,1	2,7	0,2
Q3	8,1	7,5	16,1	5,3	3,0	12,5	1,3	1,7	1,2	0,2	0,2	2,3	0,0
Q4	.	1,0	1,0	3,0	2,6	-0,7	1,2	1,6	1,2	0,2	-0,8	0,1	-0,3
2020 Sept.	-	-	-	-	-	-	1,3	1,7	1,4	0,5	0,0	1,7	-0,3
Okt.	-	-	-	-	-	-	1,2	1,6	1,2	0,7	-0,4	0,5	-0,3
Nov.	-	-	-	-	-	-	1,2	1,6	1,2	0,3	-0,9	-0,5	-0,3
Dez.	-	-	-	-	-	-	1,2	1,6	1,4	0,6	-1,2	0,2	-0,3
2021 Jan.	-	-	-	-	-	-	.	.	1,4	0,7	-0,6	-0,3	0,9
Febr. ³⁾	-	-	-	-	-	-	0,9

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

3) Bei dem Wert für den Euroraum handelt es sich um eine Schätzung, die auf vorläufigen nationalen Daten sowie auf Frühdaten zu den Energiepreisen basiert.

1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes; saisonbereinigt)									Wareneinfuhr ¹⁾		
	Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex						Globaler Einkaufsmanagerindex ²⁾			Global	Industrieländer	Schwellenländer
	Global ³⁾	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
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,8	4,5	3,2	5,9
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,5	-0,3	-0,8
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,6	-4,7	-4,6
2020 Q1	46,1	47,9	47,4	44,4	42,0	44,2	46,7	45,9	46,0	-2,0	-2,0	-2,0
Q2	37,9	37,3	30,5	31,5	52,6	31,3	40,6	36,9	35,0	-8,6	-8,6	-8,5
Q3	52,0	53,1	57,5	45,6	54,7	52,4	52,6	51,7	49,0	7,8	8,7	6,8
Q4	54,2	56,8	50,5	48,2	56,3	48,1	54,6	54,0	50,8	4,4	4,9	3,8
2020 Sept.	53,0	54,3	56,5	46,6	54,5	50,4	53,1	53,0	51,0	7,8	8,7	6,8
Okt.	54,2	56,3	52,1	48,0	55,7	50,0	53,7	54,3	50,4	7,3	8,1	6,4
Nov.	54,8	58,6	49,0	48,1	57,5	45,3	55,3	54,7	51,6	5,7	6,7	4,6
Dez.	53,5	55,3	50,5	48,5	55,8	49,1	54,7	53,1	50,4	4,4	4,9	3,8
2021 Jan.	53,3	58,7	41,2	47,1	52,2	47,8	54,0	53,0	49,3	.	.	.
Febr.	54,2	59,5	49,6	48,2	51,7	48,8	53,6	54,4	49,8	.	.	.

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
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
2020	-0,55	-0,46	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,64	-0,07
2020 Aug.	-0,55	-0,47	-0,52	-0,48	-0,43	-0,36	0,25	-0,05
Sept.	-0,55	-0,47	-0,52	-0,49	-0,46	-0,41	0,24	-0,09
Okt.	-0,55	-0,47	-0,54	-0,51	-0,49	-0,47	0,22	-0,10
Nov.	-0,56	-0,47	-0,54	-0,52	-0,51	-0,48	0,22	-0,10
Dez.	-0,56	-0,47	-0,56	-0,54	-0,52	-0,50	0,23	-0,10
2021 Jan.	-0,56	-0,48	-0,56	-0,55	-0,53	-0,50	0,22	-0,08
Febr.	-0,56	-0,48	-0,55	-0,54	-0,52	-0,50	0,19	-0,09

Quellen: 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
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
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2020 Aug.	-0,58	-0,62	-0,66	-0,63	-0,37	0,25	0,58	0,30	-0,68	-0,71	-0,43	0,15
Sept.	-0,62	-0,64	-0,69	-0,71	-0,50	0,15	0,56	0,20	-0,69	-0,78	-0,58	-0,04
Okt.	-0,71	-0,75	-0,80	-0,81	-0,60	0,15	0,75	0,27	-0,81	-0,88	-0,68	-0,17
Nov.	-0,72	-0,72	-0,75	-0,75	-0,55	0,17	0,73	0,32	-0,75	-0,81	-0,62	-0,13
Dez.	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2021 Jan.	-0,62	-0,70	-0,75	-0,74	-0,51	0,19	0,99	0,46	-0,78	-0,82	-0,58	-0,04
Febr.	-0,61	-0,65	-0,67	-0,55	-0,25	0,41	1,33	0,78	-0,69	-0,66	-0,26	0,32

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- und Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen	13	14
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2018	375,5	3 386,6	766,3	264,9	172,6	115,8	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	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2 915,5	21 697,2
2020	360,0	3 274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3 217,3	22 703,5
2020 Aug.	361,8	3 297,7	785,5	207,6	161,9	78,9	123,8	641,3	677,3	355,8	253,6	841,5	3 391,7	22 874,2
Sept.	359,2	3 260,7	800,6	215,7	162,0	75,4	119,0	638,1	669,1	347,2	245,9	822,8	3 365,5	23 306,9
Okt.	355,1	3 180,4	784,7	220,4	162,0	69,8	112,9	641,0	660,8	350,5	240,0	809,1	3 418,7	23 451,4
Nov.	377,7	3 391,8	824,1	238,4	167,0	80,5	130,3	692,7	653,1	364,4	249,2	820,1	3 549,0	25 384,9
Dez.	394,0	3 530,9	852,2	249,1	170,2	88,6	140,6	718,0	697,6	373,2	252,2	814,8	3 695,3	26 773,0
2021 Jan.	403,1	3 592,2	877,5	251,5	170,7	91,6	140,8	734,6	743,4	391,6	254,3	835,5	3 793,7	28 189,1
Febr.	410,0	3 667,1	873,5	258,5	168,5	90,7	146,1	751,4	785,6	372,8	253,9	851,8	3 883,4	29 458,8

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 vereinbarter Kündigungsfrist 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	
2020 Febr.	0,02	0,36	0,33	0,70	5,62	16,60	5,48	5,58	6,13	2,20	1,43	1,54	1,38	1,36	1,71	1,41
März	0,02	0,36	0,31	0,64	5,60	16,19	5,47	5,45	5,88	2,06	1,39	1,54	1,35	1,35	1,65	1,39
April	0,02	0,36	0,23	0,73	5,38	16,06	3,60	5,50	5,54	1,99	1,30	1,54	1,35	1,43	1,67	1,43
Mai	0,02	0,36	0,24	0,70	5,26	16,06	4,12	5,30	5,64	1,83	1,47	1,58	1,40	1,41	1,70	1,42
Juni	0,02	0,35	0,23	0,71	5,28	16,02	4,41	5,14	5,57	1,87	1,44	1,64	1,38	1,39	1,68	1,42
Juli	0,02	0,35	0,22	0,74	5,16	15,92	4,73	5,27	5,70	2,00	1,43	1,59	1,34	1,38	1,67	1,40
Aug.	0,02	0,35	0,19	0,71	5,20	15,88	5,33	5,35	5,88	1,91	1,42	1,61	1,31	1,40	1,67	1,40
Sept.	0,02	0,35	0,19	0,70	5,23	15,86	5,07	5,25	5,75	1,94	1,39	1,61	1,31	1,37	1,66	1,38
Okt.	0,02	0,35	0,20	0,69	5,18	15,83	5,14	5,26	5,80	2,03	1,37	1,56	1,27	1,36	1,64	1,36
Nov.	0,02	0,35	0,20	0,71	5,11	15,78	5,01	5,25	5,90	2,04	1,37	1,54	1,29	1,35	1,63	1,35
Dez.	0,01	0,35	0,17	0,72	4,99	15,78	4,93	5,08	5,71	1,93	1,35	1,52	1,27	1,33	1,62	1,32
2021 Jan. ^(p)	0,01	0,35	0,21	0,68	5,01	15,80	4,85	5,32	5,87	1,91	1,35	1,50	1,29	1,35	1,60	1,33

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

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	
2020 Febr.	0,00	-0,12	0,32	2,05	1,99	2,30	2,11	1,58	1,54	1,41	1,11	1,21	1,25	1,52
März	0,00	-0,08	0,25	1,98	1,90	2,18	1,97	1,57	1,51	1,47	1,14	1,10	1,18	1,46
April	0,00	-0,06	0,31	1,97	2,00	1,16	1,70	1,61	0,92	1,48	1,22	1,12	1,26	1,47
Mai	0,00	-0,10	0,39	1,89	1,87	1,21	1,62	1,54	0,86	1,56	1,23	1,07	1,31	1,46
Juni	0,00	-0,12	0,32	1,94	1,89	1,50	1,79	1,55	1,13	1,50	1,23	1,17	1,42	1,49
Juli	0,00	-0,18	0,27	1,86	1,98	1,86	1,87	1,60	1,31	1,51	1,24	1,17	1,38	1,52
Aug.	0,00	-0,20	0,39	1,83	1,88	1,90	1,94	1,57	1,40	1,49	1,29	1,31	1,20	1,51
Sept.	0,00	-0,20	0,26	1,88	1,95	2,11	1,94	1,55	1,43	1,49	1,22	1,32	1,31	1,52
Okt.	0,00	-0,21	0,26	1,82	1,95	2,21	1,96	1,56	1,46	1,50	1,22	1,42	1,40	1,53
Nov.	-0,01	-0,20	0,42	1,83	2,00	2,01	1,98	1,58	1,41	1,47	1,22	1,29	1,30	1,51
Dez.	-0,01	-0,18	0,25	1,83	2,04	1,94	1,94	1,62	1,43	1,44	1,34	1,23	1,27	1,51
2021 Jan. ^(p)	-0,01	-0,14	0,45	1,84	2,16	2,00	1,92	1,62	1,44	1,41	1,18	1,19	1,29	1,51

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

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														
2018	1 217	504	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019	1 283	550	181	.	85	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2020	1 522	452	154	.	97	700	118	447	170	69	.	45	114	49
2020 Aug.	1 668	505	156	.	121	744	142	384	153	56	.	29	112	34
Sept.	1 690	511	165	.	113	754	146	453	181	63	.	43	126	40
Okt.	1 659	504	158	.	114	742	141	392	181	42	.	36	93	40
Nov.	1 626	493	153	.	116	731	132	393	193	39	.	37	83	41
Dez.	1 522	452	154	.	97	700	118	324	153	59	.	30	51	31
2021 Jan.	1 575	494	147	.	99	704	131	465	219	44	.	37	121	43
Langfristig														
2018	15 744	3 687	3 162	.	1 247	7 022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16 312	3 817	3 398	.	1 321	7 151	626	247	69	74	.	20	78	7
2020	17 242	3 891	3 195	.	1 449	7 982	725	295	67	70	.	27	114	16
2020 Aug.	17 191	3 928	3 172	.	1 442	7 969	680	161	21	45	.	3	85	8
Sept.	17 286	3 946	3 179	.	1 460	8 006	694	315	65	80	.	27	124	19
Okt.	17 287	3 937	3 204	.	1 456	7 978	713	275	47	78	.	27	91	32
Nov.	17 267	3 915	3 187	.	1 456	7 987	722	218	42	62	.	18	79	17
Dez.	17 242	3 891	3 195	.	1 449	7 982	725	199	38	102	.	17	36	7
2021 Jan.	17 354	3 892	3 201	.	1 457	8 069	736	308	81	55	.	21	133	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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Umlauf											
2018	16 961,3	4 191,4	3 332,0	.	1 318,6	7 445,8	673,5	7 023,4	465,0	1 099,2	5 459,2
2019	17 594,9	4 366,8	3 578,5	.	1 405,9	7 557,2	686,5	8 587,9	538,4	1 410,6	6 638,9
2020	18 763,9	4 343,3	3 348,5	.	1 546,3	8 682,6	843,1	8 442,0	460,7	1 351,3	6 630,0
2020 Aug.	18 859,7	4 432,8	3 328,3	.	1 563,5	8 713,2	821,9	7 723,5	395,0	1 191,2	6 137,3
Sept.	18 976,2	4 457,8	3 344,5	.	1 573,5	8 760,5	839,9	7 537,2	364,9	1 127,7	6 044,6
Okt.	18 945,6	4 440,2	3 361,7	.	1 569,6	8 720,1	854,1	7 230,6	348,2	1 102,7	5 779,7
Nov.	18 892,5	4 407,9	3 340,3	.	1 572,3	8 717,8	854,2	8 232,3	448,2	1 312,8	6 471,2
Dez.	18 763,9	4 343,3	3 348,5	.	1 546,3	8 682,6	843,1	8 442,0	460,7	1 351,3	6 630,0
2021 Jan.	18 928,9	4 385,3	3 347,8	.	1 555,8	8 773,2	866,7	8 327,8	437,5	1 344,7	6 545,6
Wachstumsraten											
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	0,0	0,0
2020	7,4	1,2	2,6	.	12,3	10,9	24,3	1,3	0,0	3,0	1,1
2020 Aug.	7,7	2,8	4,6	.	12,1	10,2	18,2	0,3	-0,1	0,5	0,3
Sept.	7,9	2,7	4,3	.	11,7	10,6	21,2	0,6	-0,1	0,5	0,7
Okt.	8,2	2,5	4,4	.	11,9	11,0	24,2	1,0	0,1	2,2	0,8
Nov.	7,4	1,7	2,5	.	11,7	10,7	24,4	1,2	0,0	2,1	1,1
Dez.	7,4	1,2	2,6	.	12,3	10,9	24,3	1,3	0,0	3,0	1,1
2021 Jan.	7,4	0,2	2,9	.	11,5	11,3	25,4	1,4	0,0	4,3	1,0

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

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

	EWK-19						EWK-42	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2018	100,0	95,7	94,0	90,5	80,6	95,8	117,3	95,1
2019	98,2	93,3	92,9	88,7	78,9	93,1	115,5	92,4
2020	99,7	93,7	94,1	.	.	.	119,4	94,0
2020 Q1	97,5	91,8	92,4	88,0	78,2	92,9	115,2	91,2
Q2	98,8	93,1	93,2	88,6	81,6	93,8	118,1	93,3
Q3	101,2	94,9	95,3	90,0	78,7	94,5	121,7	95,6
Q4	101,3	94,9	95,3	.	.	.	122,3	95,7
2020 Sept.	101,6	95,0	95,6	-	-	-	122,5	95,8
Okt.	101,4	94,8	95,3	-	-	-	122,4	95,7
Nov.	100,7	94,4	94,7	-	-	-	121,6	95,2
Dez.	101,9	95,4	95,9	-	-	-	123,0	96,1
2021 Jan.	101,4	95,7	95,2	-	-	-	122,4	96,3
Febr.	100,8	95,3	94,5	-	-	-	121,5	95,8
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>							
2021 Febr.	-0,7	-0,4	-0,7	-	-	-	-0,7	-0,5
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2021 Febr.	4,6	5,0	3,4	-	-	-	7,0	6,6

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
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
2020	7,875	7,538	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
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
Q2	7,808	7,578	27,058	7,458	351,582	118,410	4,503	0,887	4,8378	10,651	1,061	1,101
Q3	8,086	7,527	26,479	7,445	353,600	124,049	4,441	0,905	4,8454	10,364	1,075	1,169
Q4	7,901	7,559	26,667	7,443	360,472	124,607	4,505	0,903	4,8718	10,268	1,078	1,193
2020 Sept.	8,033	7,542	26,741	7,442	360,605	124,501	4,473	0,909	4,8602	10,428	1,079	1,179
Okt.	7,923	7,575	27,213	7,442	362,529	123,889	4,541	0,907	4,8747	10,397	1,074	1,178
Nov.	7,815	7,562	26,466	7,446	359,842	123,610	4,495	0,896	4,8704	10,231	1,079	1,184
Dez.	7,960	7,542	26,311	7,441	359,016	126,278	4,479	0,906	4,8703	10,174	1,081	1,217
2021 Jan.	7,873	7,565	26,141	7,439	359,194	126,308	4,533	0,893	4,8732	10,095	1,079	1,217
Febr.	7,814	7,573	25,876	7,437	358,151	127,493	4,497	0,873	4,8750	10,089	1,086	1,210
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2021 Febr.	-0,8	0,1	-1,0	0,0	-0,3	0,9	-0,8	-2,2	0,0	-0,1	0,6	-0,6
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2021 Febr.	2,4	1,6	3,3	-0,5	6,2	6,2	5,1	3,8	1,9	-4,5	2,0	10,9

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 Q4	27 829,5	27 882,0	-52,5	11 517,1	9 375,3	9 891,3	12 093,9	-85,5	5 693,1	6 412,8	813,6	14 759,7
2020 Q1	27 462,6	27 541,7	-79,1	11 265,3	9 318,6	8 883,9	11 121,5	-99,0	6 546,2	7 101,6	866,3	15 525,9
Q2	28 140,0	28 240,0	-100,0	11 316,2	9 503,7	9 854,1	11 939,3	-70,7	6 135,5	6 797,0	905,0	15 283,6
Q3	28 088,2	28 098,3	-10,1	11 165,5	9 335,2	9 972,6	12 062,8	-97,6	6 138,1	6 700,3	909,6	15 138,5
Bestände in % des BIP												
2020 Q3	246,0	246,1	-0,1	97,8	81,8	87,3	105,6	-0,9	53,8	58,7	8,0	132,6
Transaktionen												
2020 Q1	608,6	594,5	14,1	-33,0	-59,8	-129,0	59,6	12,3	754,8	594,7	3,4	-
Q2	153,0	111,7	41,4	81,7	173,6	383,2	201,2	38,0	-353,1	-263,1	3,2	-
Q3	195,6	101,1	94,5	39,3	-15,8	86,8	113,7	-31,0	97,1	3,2	3,4	-
Q4	135,0	-11,0	146,0	-41,9	68,3	302,7	-210,8	-9,6	-118,3	131,5	2,1	-
2020 Juli	205,6	206,3	-0,7	64,1	39,9	9,5	59,0	5,1	127,4	107,5	-0,6	-
Aug.	48,9	-2,5	51,4	16,4	-7,5	57,8	33,4	-14,4	-12,2	-28,5	1,3	-
Sept.	-58,9	-102,8	43,8	-41,3	-48,3	19,5	21,3	-21,6	-18,2	-75,8	2,6	-
Okt.	166,5	134,1	32,4	13,2	-4,7	65,8	-18,5	-0,2	84,8	157,3	2,9	-
Nov.	219,9	188,7	31,2	34,8	100,6	85,8	-87,9	12,6	89,3	176,0	-2,6	-
Dez.	-251,4	-333,9	82,4	-89,9	-27,6	151,1	-104,5	-22,0	-292,4	-201,8	1,7	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen												
2020 Dez.	1 092,2	796,2	296,0	46,1	166,3	643,8	163,6	9,7	380,5	466,2	12,1	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP												
2020 Dez.	9,7	7,0	2,6	0,4	1,5	5,7	1,4	0,1	3,4	4,1	0,1	-

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 €)												
2018	11 588,3	11 120,3	6 222,7	2 369,0	2 431,4	1 178,2	746,0	500,7	97,2	468,0	5 575,9	5 107,9
2019	11 937,2	11 489,4	6 376,3	2 454,4	2 622,6	1 257,9	771,1	586,9	36,1	447,7	5 758,9	5 311,2
2020	11 317,6	10 865,7	5 894,3	2 552,8	2 433,4	1 205,6	678,7	542,0	-14,8	452,0	5 150,9	4 698,9
2020 Q1	2 912,3	2 818,1	1 537,3	626,8	645,4	309,7	174,8	159,3	8,5	94,2	1 389,7	1 295,5
Q2	2 599,7	2 519,4	1 343,3	629,7	540,9	272,6	142,1	124,5	5,5	80,3	1 108,2	1 027,9
Q3	2 898,3	2 760,8	1 527,4	645,3	615,7	309,3	179,1	125,5	-27,6	137,5	1 296,9	1 159,4
Q4	2 897,0	2 759,8	1 484,5	651,7	625,8	311,4	180,4	132,3	-2,2	137,2	1 350,1	1 212,9
In % des BIP												
2020	100,0	96,0	52,1	22,6	21,5	10,7	6,0	4,8	-0,1	4,0	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2020 Q1	-3,8	-3,4	-4,5	-0,3	-5,9	-2,8	-9,5	-7,5	-	-	-3,7	-2,9
Q2	-11,6	-11,0	-12,6	-2,2	-16,1	-12,3	-18,9	-20,8	-	-	-18,8	-18,2
Q3	12,5	10,2	14,1	4,6	13,9	13,8	26,0	0,7	-	-	16,7	11,8
Q4	-0,7	-0,6	-3,0	0,4	1,6	0,2	0,8	6,0	-	-	3,5	4,1
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2018	1,9	1,9	1,5	1,2	3,2	3,8	3,7	1,2	-	-	3,6	3,7
2019	1,3	1,9	1,3	1,8	5,7	3,4	2,1	16,4	-	-	2,5	3,9
2020	-6,6	-6,4	-8,0	1,2	-8,3	-5,7	-12,8	-8,2	-	-	-9,4	-9,2
2020 Q1	-3,3	-1,7	-3,9	1,1	0,8	-2,8	-10,2	26,9	-	-	-3,1	0,3
Q2	-14,6	-14,0	-16,1	-1,5	-20,8	-14,5	-27,3	-25,4	-	-	-21,4	-20,6
Q3	-4,2	-4,1	-4,6	2,4	-4,6	-3,5	-8,4	-1,7	-	-	-9,0	-9,2
Q4	-4,9	-5,8	-7,6	2,5	-8,7	-2,8	-6,9	-21,8	-	-	-5,6	-7,6
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2020 Q1	-3,8	-3,3	-2,4	-0,1	-1,3	-0,3	-0,6	-0,4	0,5	-0,5	-	-
Q2	-11,6	-10,7	-6,7	-0,5	-3,6	-1,3	-1,1	-1,1	0,0	-0,9	-	-
Q3	12,5	10,0	7,4	1,1	2,9	1,4	1,4	0,0	-1,4	2,5	-	-
Q4	-0,7	-0,6	-1,6	0,1	0,3	0,0	0,0	0,3	0,6	-0,1	-	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2018	1,9	1,8	0,8	0,2	0,6	0,4	0,2	0,0	0,1	-	-	-
2019	1,3	1,8	0,7	0,4	1,2	0,4	0,1	0,7	-0,5	-0,5	-	-
2020	-6,6	-6,1	-4,3	0,2	-1,8	-0,6	-0,8	-0,4	-0,3	-0,5	-	-
2020 Q1	-3,3	-1,7	-2,1	0,2	0,2	-0,3	-0,7	1,1	0,0	-1,6	-	-
Q2	-14,6	-13,6	-8,6	-0,3	-4,7	-1,5	-1,8	-1,4	0,0	-1,0	-	-
Q3	-4,2	-3,9	-2,5	0,5	-1,0	-0,4	-0,5	-0,1	-1,0	-0,3	-	-
Q4	-4,9	-5,6	-4,1	0,5	-2,0	-0,3	-0,4	-1,2	-0,1	0,7	-	-

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 (Herstellingspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
2018	10 384,2	174,6	2 052,2	528,1	1 964,0	500,5	476,9	1 167,2	1 207,0	1 957,5	356,2	1 204,0
2019	10 695,4	178,8	2 064,2	570,0	2 028,0	530,7	481,5	1 204,8	1 252,7	2 019,8	364,9	1 241,8
2020	10 186,0	176,8	1 930,7	558,2	1 779,9	536,1	473,2	1 214,9	1 157,0	2 045,2	314,0	1 131,6
2020 Q1	2 620,1	44,6	498,6	141,4	479,0	133,2	120,9	302,2	306,1	507,6	86,4	292,2
Q2	2 341,0	44,7	427,4	125,8	379,1	127,6	115,7	296,3	262,2	492,8	69,5	258,7
Q3	2 605,5	43,8	493,3	144,4	469,1	137,0	118,7	305,3	291,9	520,0	82,0	292,7
Q4	2 605,5	43,9	512,1	145,9	451,3	136,6	117,6	306,6	297,1	519,6	74,8	291,4
In % der Wertschöpfung												
2020	100,0	1,7	19,0	5,5	17,5	5,3	4,6	11,9	11,4	20,1	3,1	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2020 Q1	-3,4	-2,1	-3,8	-3,4	-6,2	-1,3	-1,0	-1,1	-3,4	-2,1	-6,8	-6,9
Q2	-11,8	0,1	-14,9	-12,3	-21,3	-4,3	-2,1	-2,5	-15,0	-6,4	-23,6	-9,5
Q3	12,2	0,6	15,9	14,2	23,4	7,2	2,9	2,5	11,6	9,1	22,5	14,4
Q4	-0,7	0,6	2,9	0,0	-4,2	-0,5	-0,5	-0,1	0,8	-1,1	-11,8	0,0
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2018	1,9	-0,2	1,6	2,4	1,8	6,4	0,9	1,3	3,7	1,0	0,9	1,6
2019	1,3	1,0	-0,9	3,0	2,0	4,7	1,3	1,5	1,7	1,0	1,3	1,5
2020	-6,5	-1,0	-7,6	-5,8	-13,2	0,4	-1,2	-0,9	-9,0	-2,4	-17,7	-7,2
2020 Q1	-2,9	-1,6	-4,9	-3,1	-5,8	2,1	-0,5	0,4	-2,8	-1,4	-6,4	-6,3
Q2	-14,6	-1,3	-18,9	-14,8	-25,9	-4,6	-3,2	-2,4	-17,7	-7,8	-28,7	-15,2
Q3	-4,3	-0,6	-5,8	-3,2	-8,9	2,2	-0,5	-0,4	-8,3	0,4	-12,6	-3,7
Q4	-5,1	-0,9	-2,4	-3,2	-12,8	0,8	-0,8	-1,1	-7,6	-1,1	-23,2	-3,7
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2020 Q1	-3,4	0,0	-0,7	-0,2	-1,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,4	-0,2	-
Q2	-11,8	0,0	-2,9	-0,7	-3,9	-0,2	-0,1	-0,3	-1,8	-1,2	-0,8	-
Q3	12,2	0,0	2,9	0,8	3,8	0,4	0,1	0,3	1,3	1,9	0,6	-
Q4	-0,7	0,0	0,6	0,0	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,2	-0,4	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2018	1,9	0,0	0,3	0,1	0,3	0,3	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
2019	1,3	0,0	-0,2	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
2020	-6,5	0,0	-1,5	-0,3	-2,5	0,0	-0,1	-0,1	-1,0	-0,5	-0,6	-
2020 Q1	-2,9	0,0	-0,9	-0,2	-1,1	0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	-
Q2	-14,6	0,0	-3,7	-0,8	-4,9	-0,2	-0,1	-0,3	-2,1	-1,5	-1,0	-
Q3	-4,3	0,0	-1,1	-0,2	-1,7	0,1	0,0	0,0	-1,0	0,1	-0,4	-
Q4	-5,1	0,0	-0,5	-0,2	-2,4	0,0	0,0	-0,1	-0,9	-0,2	-0,8	-

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>													
2018	100,0	85,8	14,2	3,1	14,6	6,0	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,2	6,8
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,5	6,0	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,7
2020	100,0	86,1	13,9	3,0	14,5	6,2	24,5	3,0	2,4	1,0	13,9	24,9	6,6
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2018	1,6	1,8	0,1	-0,4	1,5	2,7	1,5	3,9	-1,1	2,0	2,8	1,3	0,1
2019	1,2	1,4	0,0	-2,0	0,8	2,0	1,3	3,6	-0,4	1,5	1,3	1,5	0,6
2020	-1,6	-1,6	-2,0	-3,2	-1,9	0,4	-3,6	1,3	-0,7	-0,2	-2,4	0,7	-3,4
2020 Q1	0,4	0,7	-1,5	-3,4	-0,4	1,1	0,3	2,5	-0,2	-0,2	0,7	1,2	-0,3
Q2	-2,9	-3,0	-2,7	-4,0	-2,2	-0,9	-5,7	0,7	-1,1	-1,5	-4,5	0,1	-5,9
Q3	-2,1	-2,0	-2,3	-3,1	-2,7	0,8	-4,2	0,9	-1,0	0,2	-3,5	0,6	-3,7
Q4	-1,9	-2,0	-1,6	-2,3	-2,4	0,5	-4,8	1,2	-0,6	0,6	-2,3	0,8	-3,7
Geleistete Arbeitsstunden													
<i>Gewichte in %</i>													
2018	100,0	81,1	18,9	4,3	15,0	6,8	25,8	3,0	2,5	1,0	13,8	21,7	6,1
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,8	3,1	2,4	1,0	13,9	21,8	6,1
2020	100,0	81,9	18,1	4,3	14,9	6,9	24,2	3,3	2,5	1,1	13,9	23,2	5,7
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2018	1,7	2,1	0,0	0,1	1,4	3,3	1,5	4,1	-0,9	2,7	3,2	1,4	0,5
2019	0,9	1,2	-0,4	-2,6	0,2	1,8	0,9	3,7	-0,2	1,4	1,1	1,3	0,4
2020	-7,7	-7,0	-10,6	-3,5	-7,5	-6,0	-13,6	-1,7	-3,2	-6,6	-7,7	-2,0	-13,3
2020 Q1	-3,9	-3,1	-7,3	-3,8	-4,5	-4,3	-5,7	0,9	-2,8	-4,9	-2,7	-1,7	-7,6
Q2	-16,8	-15,6	-22,2	-6,8	-16,3	-17,5	-27,1	-5,7	-6,5	-16,8	-16,9	-6,4	-27,9
Q3	-4,9	-4,7	-5,7	-1,9	-5,8	-0,9	-9,1	-2,0	-2,6	-3,2	-6,6	-0,2	-6,3
Q4	-6,5	-6,1	-8,2	-2,4	-5,7	-2,8	-13,5	-0,9	-2,2	-2,6	-5,8	-0,9	-12,1
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2018	0,1	0,3	-0,1	0,6	-0,1	0,6	-0,1	0,2	0,2	0,7	0,4	0,1	0,3
2019	-0,3	-0,2	-0,4	-0,6	-0,6	-0,2	-0,4	0,1	0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1
2020	-6,2	-5,5	-8,8	-0,3	-5,8	-6,3	-10,3	-3,0	-2,5	-6,4	-5,4	-2,7	-10,2
2020 Q1	-4,3	-3,8	-5,9	-0,4	-4,2	-5,4	-6,0	-1,6	-2,6	-4,7	-3,4	-2,8	-7,3
Q2	-14,3	-13,0	-20,1	-2,9	-14,4	-16,8	-22,7	-6,4	-5,5	-15,6	-13,0	-6,5	-23,3
Q3	-2,8	-2,7	-3,4	1,2	-3,2	-1,6	-5,1	-2,9	-1,6	-3,4	-3,3	-0,8	-2,7
Q4	-4,6	-4,2	-6,7	0,0	-3,4	-3,3	-9,2	-2,2	-1,6	-3,2	-3,5	-1,7	-8,8

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 % (2019)			100,0			82,0		18,3		51,3		48,7		
2018	162,486	3,7	13,203	8,1	3,8	10,814	7,3	2,390	16,8	6,803	7,8	6,400	8,5	2,1
2019	163,200	3,5	12,233	7,5	3,3	9,999	6,7	2,234	15,6	6,269	7,2	5,963	7,9	2,3
2020	.	.	12,706	7,8	.	.	6,9	.	17,1	6,514	7,5	6,192	8,2	1,8
2020 Q1	162,385	3,4	11,852	7,3	3,1	9,617	6,5	2,235	15,8	6,028	6,9	5,824	7,7	1,9
Q2	159,969	3,5	11,886	7,4	2,5	9,589	6,6	2,297	16,8	6,258	7,3	5,629	7,6	1,6
Q3	162,001	3,6	13,373	8,3	3,1	10,769	7,3	2,604	18,5	6,832	7,9	6,540	8,7	1,7
Q4	.	.	13,712	8,2	.	.	7,4	.	17,3	6,937	7,7	6,775	8,8	1,9
2020 Aug.	-	-	14,219	8,7	-	11,553	7,7	2,666	18,9	7,201	8,2	7,018	9,2	-
Sept.	-	-	14,167	8,6	-	11,621	7,7	2,545	18,0	7,117	8,1	7,050	9,2	-
Okt.	-	-	13,745	8,4	-	11,312	7,5	2,433	17,4	6,911	7,9	6,834	9,0	-
Nov.	-	-	13,332	8,1	-	10,952	7,3	2,379	17,2	6,719	7,7	6,613	8,7	-
Dez.	-	-	13,274	8,1	-	10,903	7,3	2,371	17,2	6,723	7,7	6,550	8,6	-
2021 Jan.	-	-	13,282	8,1	-	10,926	7,3	2,356	17,1	6,733	7,7	6,549	8,6	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Wurden noch keine Daten aus der jährlichen und vierteljährlichen Arbeitskräfteerhebung veröffentlicht, werden die Jahres- und Quartalswerte als einfacher Durchschnitt der Monatswerte ermittelt. Aufgrund technischer Probleme bei der Einführung der neuen integrierten Haushaltsbefragungen in Deutschland, die auch die Arbeitskräfteerhebung beinhalten, weisen die Angaben für den Euroraum ab dem ersten Quartal 2020 Daten aus Deutschland auf, die keine direkte Schätzung der Mikrodaten aus der Arbeitskräfteerhebung sind, sondern auf einer größeren Stichprobe basieren, die auch Daten aus den anderen integrierten Haushaltsbefragungen enthält.

2) Nicht saisonbereinigt.

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

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- stungs- 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 %													
2018	0,7	0,9	0,6	1,1	1,4	-1,5	1,8	2,8	1,6	1,4	2,0	0,6	0,9
2019	-1,3	-1,3	-2,4	-1,8	1,4	-2,1	2,1	-4,3	2,4	0,9	3,8	0,7	1,8
2020	-8,7	-9,1	-7,5	-13,3	-4,7	-5,4	-5,9	-10,7	-1,1	3,6	-2,7	-14,5	-25,0
2020 Q1	-6,0	-6,1	-5,4	-10,2	-0,6	-5,4	-3,7	-6,5	-1,3	4,8	-4,5	-10,0	-27,4
Q2	-20,1	-21,2	-19,5	-28,0	-13,2	-10,4	-15,4	-26,4	-6,7	2,9	-10,8	-29,2	-50,8
Q3	-6,9	-7,2	-5,7	-11,6	-2,2	-4,1	-2,2	-7,7	2,4	2,5	3,2	-5,0	-6,9
Q4	-1,8	-1,9	1,3	-3,8	-2,7	-2,1	-2,0	-2,1	1,1	4,4	0,6	-14,0	-9,2
2020 Aug.	-6,8	-7,3	-5,0	-12,6	-2,9	-3,2	0,4	-7,0	4,5	3,8	6,3	-3,8	-15,7
Sept.	-6,6	-7,1	-3,4	-13,1	-1,9	-2,5	-2,5	-5,8	2,5	2,7	3,5	-5,3	-1,8
Okt.	-3,7	-4,3	-1,0	-8,1	-2,2	0,5	-1,9	-3,1	4,4	5,0	5,6	-9,2	-4,8
Nov.	-0,6	-0,3	1,3	0,1	-2,6	-4,9	-0,6	-1,9	-1,9	2,4	-2,6	-18,4	-14,9
Dez.	-0,8	-1,0	4,1	-3,1	-3,2	-1,9	-2,3	-1,3	0,9	5,6	-0,6	-14,7	-8,0
2021 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	-6,4	5,9	-13,6	-18,3	-18,8
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2020 Aug.	0,8	0,3	3,4	-1,3	-0,8	3,4	4,0	4,0	3,9	2,1	5,6	1,8	-0,6
Sept.	-0,1	0,0	0,7	0,9	1,4	-0,7	-2,9	1,1	-1,5	-1,4	-1,7	-1,6	0,9
Okt.	2,5	2,3	2,3	2,9	0,4	2,3	0,3	2,5	1,6	2,3	1,7	-3,6	3,0
Nov.	2,6	3,4	1,8	6,8	-1,2	-4,0	2,3	0,8	-5,4	-2,2	-7,3	-11,4	-7,2
Dez.	-1,6	-1,7	1,0	-3,1	-0,2	1,4	-3,7	-0,1	1,8	2,3	1,0	4,7	10,4
2021 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	-5,9	1,1	-12,0	-1,1	-22,5

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	99,3	-5,2	80,6	-11,6	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2018	111,8	6,7	83,7	-4,8	7,2	1,3	15,2	90,4	54,9	54,7	54,5	54,6
2019	103,6	-5,2	82,0	-6,9	6,7	-0,5	10,8	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2020	88,2	-14,4	74,0	-14,3	-7,4	-12,9	-16,5	86,3	48,6	48,0	42,5	44,0
2020 Q1	100,8	-8,2	74,6	-8,6	3,6	-3,0	6,7	88,0	47,2	45,1	43,9	44,2
Q2	72,0	-27,3	70,2	-18,5	-14,5	-26,4	-39,2	85,6	40,1	34,2	30,3	31,3
Q3	88,5	-13,6	74,2	-14,4	-10,6	-11,3	-18,0	85,9	52,4	56,0	51,1	52,4
Q4	91,4	-8,8	76,9	-15,6	-8,3	-10,9	-15,4	85,6	54,6	56,7	45,0	48,1
2020 Sept.	92,3	-11,5	-	-13,6	-9,1	-8,5	-11,0	-	53,7	57,1	48,0	50,4
Okt.	92,5	-9,3	76,3	-15,5	-8,0	-6,9	-12,0	86,2	54,8	58,4	46,9	50,0
Nov.	89,3	-10,2	-	-17,6	-9,0	-12,7	-17,0	-	53,8	55,3	41,7	45,3
Dez.	92,4	-6,8	-	-13,8	-8,0	-13,2	-17,1	-	55,2	56,3	46,4	49,1
2021 Jan.	91,5	-6,1	77,5	-15,5	-7,7	-18,5	-17,7	85,1	54,8	54,6	45,4	47,8
Febr.	93,4	-3,3	-	-14,8	-7,5	-19,1	-17,1	-	57,9	57,6	45,7	48,8

Quellen: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen) (Spalten 1-8) und Markt (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 ¹⁾	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	
2017	12,2	93,7	1,7	2,3	5,4	4,3	4,1	35,0	6,9	77,3	4,1	9,6	2,7
2018	12,4	93,4	1,8	2,0	6,4	2,6	4,7	35,4	5,8	77,9	1,9	7,0	1,4
2019	12,9	93,8	1,8	2,6	4,9	5,8	3,9	34,6	5,7	77,7	2,4	3,4	1,9
2019 Q4	12,9	93,8	1,0	2,6	2,5	5,8	3,9	34,6	5,7	77,7	2,4	-8,1	1,9
2020 Q1	13,8	93,6	0,8	2,6	-0,9	2,9	4,2	33,7	4,6	78,9	2,5	1,4	2,1
Q2	16,5	95,0	-3,5	3,3	-14,8	4,0	4,4	31,2	4,1	83,6	2,8	-28,8	1,9
Q3	17,6	95,7	1,1	3,5	-2,2	3,8	4,6	30,5	3,4	83,8	3,3	-14,2	2,1

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 Unternehmensrechnungslegung 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	
2020 Q1	1 058,4	1 007,7	50,7	586,9	497,5	242,1	251,8	200,1	192,5	29,4	65,9	10,8	10,8
Q2	860,0	817,9	42,1	467,0	413,2	190,7	182,9	176,0	152,2	26,4	69,6	10,6	15,6
Q3	948,7	881,0	67,7	548,3	455,0	193,0	184,8	179,0	179,2	28,4	62,0	11,1	10,2
Q4	1 000,4	912,8	87,6	586,8	480,8	214,9	185,0	170,1	173,4	28,6	73,7	22,8	18,3
2020 Juli	310,6	293,5	17,1	178,7	149,5	63,3	60,8	59,0	62,0	9,6	21,1	3,4	3,8
Aug.	314,3	290,9	23,4	182,5	151,2	62,4	60,8	60,0	59,2	9,4	19,8	4,2	2,6
Sept.	323,7	296,6	27,1	187,0	154,3	67,4	63,2	59,9	58,0	9,4	21,2	3,5	3,8
Okt.	330,8	305,0	25,8	191,6	157,3	71,8	63,0	57,5	62,5	10,0	22,2	4,3	3,5
Nov.	336,0	310,8	25,1	195,5	162,0	72,0	61,9	58,7	58,1	9,7	28,8	4,1	3,3
Dez.	333,7	297,0	36,7	199,7	161,5	71,2	60,1	53,9	52,7	8,9	22,7	14,4	11,5
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2020 Dez.	3 867,5	3 619,4	248,0	2 188,9	1 846,4	840,7	804,5	725,1	697,2	112,8	271,3	55,4	54,8
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2020 Dez.	34,2	32,0	2,2	19,4	16,3	7,4	7,1	6,4	6,2	1,0	2,4	0,5	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: Gewerbl. 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>													
2020 Q1	-1,6	-4,1	578,6	274,6	116,2	176,2	480,8	507,4	282,6	83,1	134,1	370,7	55,7
Q2	-23,6	-21,6	447,0	218,0	87,6	133,0	369,3	423,1	220,7	77,5	119,2	319,7	26,1
Q3	-8,7	-11,5	531,3	248,3	107,8	164,9	447,9	469,1	243,0	83,6	134,0	358,9	34,3
Q4	-2,9	-6,0	566,9	.	.	.	479,6	489,4	.	.	.	376,5	.
2020 Juli	-10,6	-14,4	172,9	80,3	35,0	54,6	145,6	154,4	80,0	28,1	43,7	116,9	11,4
Aug.	-12,5	-13,4	176,0	82,1	35,8	54,4	147,7	155,2	79,9	27,7	44,6	119,7	11,8
Sept.	-3,5	-6,9	182,4	85,8	37,0	55,9	154,7	159,5	83,0	27,9	45,7	122,2	11,1
Okt.	-9,1	-11,6	186,0	86,1	37,2	59,0	157,7	160,9	85,5	26,9	44,9	122,5	11,1
Nov.	-1,1	-4,4	189,4	89,0	36,6	59,9	160,7	164,5	86,9	28,9	45,6	127,7	11,2
Dez.	2,3	-1,4	191,6	.	.	.	161,2	164,0	.	.	.	126,3	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2020 Q1	-4,0	-4,7	103,8	106,5	100,5	102,7	102,3	104,0	103,4	100,7	108,9	105,0	97,5
Q2	-23,6	-16,3	81,6	86,5	76,1	79,0	79,1	92,3	90,2	94,8	97,2	91,2	81,1
Q3	-7,2	-7,0	98,5	100,1	94,9	99,4	97,9	101,7	97,1	104,5	110,5	104,0	81,1
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020 Juni	-10,6	-7,7	89,8	91,8	83,8	90,9	88,0	95,9	91,3	101,1	104,1	97,0	81,1
Juli	-9,7	-10,3	95,5	96,1	92,2	98,4	94,7	100,1	95,6	104,4	108,0	101,3	80,0
Aug.	-10,8	-9,7	98,0	99,5	94,8	98,3	96,9	100,6	95,7	102,9	110,2	103,6	81,2
Sept.	-1,1	-1,0	101,9	104,6	97,8	101,4	102,0	104,4	100,0	106,3	113,3	106,9	82,2
Okt.	-7,6	-6,7	103,1	103,3	98,5	106,6	103,1	104,5	101,8	102,1	110,9	106,5	83,9
Nov.	0,3	0,5	104,6	107,2	95,8	107,3	104,5	106,0	102,9	106,9	112,4	110,3	83,4

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		Waren	Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen	HVPI insgesamt ohne administrierte Preise	Administrierte Preise
		Insgesamt ohne Energie und Nahrungsmittel											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Gewichte in % (2021)	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3
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
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6
2020 Q1	104,7	1,1	1,1	0,8	1,5	0,1	0,6	1,4	0,1	-1,3	0,1	1,2	0,8
Q2	105,5	0,2	0,9	-0,6	1,2	-0,4	0,7	3,5	-0,1	-7,9	0,3	0,2	0,5
Q3	105,1	0,0	0,6	-0,7	0,7	0,0	-0,2	-1,9	0,4	0,9	-0,1	-0,1	0,4
Q4	105,0	-0,3	0,2	-0,9	0,5	0,0	0,1	0,5	-0,6	0,5	0,3	-0,4	0,6
2020 Sept.	105,0	-0,3	0,2	-1,0	0,5	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,4	0,0	-0,4	0,4
Okt.	105,2	-0,3	0,2	-0,8	0,4	0,1	0,0	0,4	0,1	0,4	0,1	-0,4	0,6
Nov.	104,8	-0,3	0,2	-1,0	0,6	0,1	0,1	0,7	-0,1	-0,1	0,2	-0,4	0,5
Dez.	105,2	-0,3	0,2	-1,0	0,7	0,1	0,0	-1,6	-0,1	1,6	0,2	-0,4	0,6
2021 Jan.	105,3	0,9	1,4	0,5	1,4	1,1	0,4	0,2	2,0	3,8	0,3	0,8	1,4
Febr. ³⁾	105,5	0,9	1,1	.	1,2	0,0	0,2	0,2	-0,4	0,9	0,1	.	.

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrienerzeugnisse			Wohnungsdienstleistungen	Verkehr	Nachrichtenübermittlung	Freizeitdienstleistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige	
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie	Wohnungsmieten					
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
Gewichte in % (2021)	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0
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
2020	2,3	1,8	4,0	-1,8	0,2	-6,8	1,4	1,3	0,5	-0,6	1,0	1,4
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
Q2	3,4	2,3	6,7	-2,7	0,2	-10,3	1,4	1,3	1,1	0,1	1,2	1,5
Q3	1,8	1,5	2,8	-2,0	0,4	-8,1	1,3	1,2	-0,4	-0,7	0,6	1,4
Q4	1,7	1,2	3,5	-2,4	-0,3	-7,8	1,2	1,2	-0,6	-1,5	0,6	1,3
2020 Sept.	1,8	1,4	3,1	-2,5	-0,3	-8,2	1,3	1,2	-0,6	-0,8	0,3	1,3
Okt.	2,0	1,3	4,3	-2,3	-0,1	-8,2	1,2	1,2	-0,9	-1,8	0,4	1,2
Nov.	1,9	1,2	4,2	-2,5	-0,3	-8,3	1,2	1,2	-0,6	-1,3	0,5	1,3
Dez.	1,3	1,1	2,1	-2,3	-0,5	-6,9	1,2	1,2	-0,3	-1,4	0,7	1,3
2021 Jan.	1,5	1,3	2,0	-0,1	1,5	-4,2	1,2	1,1	1,0	-0,3	1,8	1,5
Febr. ³⁾	1,4	1,3	1,4	.	1,0	-1,7	.	.	.	.	.	.

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Nach einer Überarbeitung des Saisonbereinigerungsverfahrens 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) Die Schätzung basiert auf vorläufigen nationalen Daten sowie auf Frühdaten 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			
2018	104,1	3,3	2,4	1,5	2,7	1,0	0,4	0,1	0,6	8,4	2,4	4,8	4,1
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	2,0	4,2	4,6
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	1,0	1,1	0,6	-9,7	.	.	.
2020 Q1	103,7	-1,7	0,0	0,4	-1,4	1,1	2,3	3,3	0,6	-7,4	1,5	5,0	3,9
Q2	100,2	-4,5	-3,0	-0,5	-2,7	1,0	1,1	1,5	0,6	-15,5	0,8	5,0	5,8
Q3	101,4	-2,7	-2,0	-0,3	-1,8	0,8	0,5	0,3	0,6	-9,3	0,7	5,1	.
Q4	102,6	-1,7	-1,7	0,0	-0,6	0,8	0,0	-0,5	0,7	-6,7	.	.	.
2020 Aug.	101,3	-2,6	-1,8	-0,3	-1,8	0,8	0,5	0,3	0,5	-8,7	-	-	-
Sept.	101,7	-2,3	-2,2	-0,3	-1,6	0,8	0,4	0,1	0,6	-8,3	-	-	-
Okt.	102,1	-2,0	-1,9	-0,2	-1,3	0,8	0,3	0,0	0,7	-7,7	-	-	-
Nov.	102,4	-2,0	-1,7	0,0	-0,6	0,8	0,1	-0,4	0,7	-7,6	-	-	-
Dez.	103,3	-1,1	-1,3	0,1	-0,1	0,8	-0,3	-1,0	0,6	-4,8	-	-	-
2021 Jan.	104,7	0,0	-0,6	0,7	0,9	0,8	-0,4	-1,0	0,6	-1,6	-	-	-

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	
2018	103,4	1,4	1,7	1,5	1,7	1,9	1,5	2,2	60,4	-0,7	-5,9	4,3	-0,3	-5,7	5,7
2019	105,2	1,7	1,4	1,1	1,8	2,1	0,7	0,1	57,2	1,6	3,7	-0,1	2,6	7,4	-2,3
2020	106,8	1,5	1,0	0,5	2,8	1,2	-1,3	-2,6	37,0	1,5	3,5	-0,3	-0,9	0,0	-1,8
2020 Q1	106,4	1,8	1,3	1,1	2,4	1,7	0,0	-1,2	45,9	1,8	7,4	-3,1	1,2	7,1	-4,9
Q2	107,4	2,3	1,3	0,7	4,7	1,1	-2,0	-4,3	28,5	-2,4	4,0	-8,1	-4,3	0,1	-9,2
Q3	106,4	1,0	0,6	0,1	2,1	0,6	-1,8	-2,8	36,5	2,1	1,9	2,4	-0,4	-1,6	1,0
Q4	107,1	1,1	0,9	0,0	2,1	1,4	-1,4	-2,2	37,4	4,4	0,8	7,9	0,0	-5,2	6,2
2020 Sept.	-	-	-	-	-	-	-	-	34,9	3,6	4,0	3,2	1,0	0,2	1,9
Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	34,4	2,7	2,6	2,9	0,0	-1,3	1,4
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	36,5	3,7	0,7	6,6	-1,6	-7,0	5,0
Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	41,0	6,7	-0,8	14,0	1,6	-7,1	12,0
2021 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	44,8	10,9	4,4	17,0	6,3	-0,9	14,8
Febr.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,2	17,1	8,3	25,6	13,2	4,9	23,0

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 %)				Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden drei 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	5,6	-	-4,5	32,3	56,7	56,3	-	49,7
2018	11,5	7,5	9,6	12,6	20,6	65,4	57,9	56,1	52,7
2019	4,2	7,3	9,1	7,5	18,2	48,8	57,1	50,4	52,4
2020	-1,3	1,6	-0,8	-5,8	10,9	49,0	52,1	48,7	47,2
2020 Q1	2,0	6,7	7,5	4,0	13,2	45,6	54,7	48,0	49,7
Q2	-6,9	-3,6	-7,4	-11,6	11,0	44,2	48,1	46,1	43,3
Q3	-1,7	0,9	-0,6	-7,8	12,4	49,4	52,9	49,3	47,7
Q4	1,6	2,6	-2,7	-7,8	7,0	56,7	52,6	51,6	48,3
2020 Sept.	-1,3	2,7	-0,9	-6,0	10,8	50,6	53,0	49,6	47,1
Okt.	0,5	3,2	-2,1	-7,0	9,2	52,9	53,1	50,5	48,7
Nov.	0,2	1,4	-4,0	-8,2	6,9	55,9	51,5	51,6	47,7
Dez.	4,1	3,3	-2,0	-8,3	4,7	61,4	53,1	52,6	48,4
2021 Jan.	4,8	2,8	-3,1	-6,0	5,3	68,3	53,2	52,2	47,3
Febr.	9,7	3,9	-3,2	-5,7	7,2	73,9	53,2	56,5	48,1

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

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	
2018	104,2	2,4	2,3	2,7	2,5	2,1	2,0
2019	106,8	2,5	2,7	1,9	2,3	2,7	2,2
2020	.	.	.	.	.	.	1,8
2020 Q1	103,1	3,5	3,6	3,0	3,1	4,4	1,9
Q2	115,0	3,6	4,5	0,6	3,5	3,7	1,7
Q3	105,0	1,5	2,1	-0,4	1,5	1,8	1,6
Q4	.	.	.	.	.	.	1,9

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 Versorgungs- wirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaft- liche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Lohnstückkosten												
2018	103,4	1,9	1,0	1,8	2,2	1,8	-0,1	0,3	4,4	1,9	2,4	2,4
2019	105,3	1,9	-1,1	3,3	1,0	1,4	0,7	0,5	2,5	1,0	2,6	1,9
2020	110,2	4,6	-1,7	3,4	4,7	6,3	1,2	0,3	0,6	6,6	5,6	15,5
2020 Q1	109,0	4,4	-0,8	4,2	2,5	5,2	2,6	-0,1	1,7	5,0	5,1	6,5
Q2	114,0	8,6	-2,9	11,4	7,3	12,3	3,3	1,7	-4,6	9,4	10,5	21,8
Q3	108,6	2,8	-1,7	1,4	5,2	3,6	-1,0	-0,6	2,5	6,3	2,8	11,3
Q4	110,0	3,9	-1,2	-0,7	5,1	6,0	1,3	0,7	2,9	6,8	5,0	25,4
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2018	105,3	2,2	1,2	1,9	1,9	2,1	2,3	2,4	3,7	2,8	2,1	3,2
2019	107,3	1,9	1,8	1,6	2,0	2,1	1,8	2,2	2,5	1,4	2,1	2,6
2020	106,6	-0,6	0,5	-2,6	-1,7	-4,3	0,3	-0,1	0,0	-0,5	2,4	-1,6
2020 Q1	107,2	0,6	1,0	-0,5	-1,8	-1,3	2,1	-0,4	2,3	1,4	2,4	0,0
Q2	102,2	-4,5	-0,2	-7,6	-7,7	-11,8	-2,2	-0,4	-5,5	-5,6	1,7	-7,7
Q3	108,4	0,6	0,9	-1,8	1,1	-1,4	0,2	-0,1	1,9	1,0	2,6	1,0
Q4	108,7	0,7	0,3	-0,7	1,2	-2,9	0,8	0,5	1,1	1,0	3,0	0,0
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2018	101,8	0,3	0,2	0,2	-0,3	0,3	2,4	2,1	-0,7	0,9	-0,3	0,8
2019	101,9	0,1	3,0	-1,7	1,0	0,7	1,0	1,7	0,0	0,3	-0,5	0,8
2020	96,7	-5,0	2,2	-5,8	-6,2	-9,9	-1,0	-0,4	-0,7	-6,7	-3,0	-14,8
2020 Q1	98,4	-3,7	1,8	-4,5	-4,2	-6,1	-0,5	-0,3	0,5	-3,4	-2,5	-6,1
Q2	89,6	-12,0	2,8	-17,1	-14,0	-21,5	-5,3	-2,0	-1,0	-13,8	-7,9	-24,2
Q3	99,8	-2,2	2,6	-3,2	-4,0	-4,9	1,3	0,5	-0,6	-5,0	-0,2	-9,3
Q4	98,8	-3,1	1,5	0,0	-3,7	-8,4	-0,4	-0,2	-1,7	-5,4	-1,9	-20,2
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2018	105,0	1,9	0,8	2,0	0,9	1,9	2,0	2,3	2,8	2,1	2,0	2,7
2019	107,2	2,2	2,0	2,1	2,2	2,3	1,7	1,8	2,8	1,6	2,3	2,9
2020	112,8	5,2	2,5	2,9	3,9	6,2	3,0	2,0	5,2	4,7	4,8	7,4
2020 Q1	110,8	4,5	4,0	3,5	3,5	4,0	3,5	1,9	5,6	4,4	5,1	7,2
Q2	117,3	9,8	4,1	7,0	8,7	12,6	3,9	4,6	6,4	7,1	7,7	14,8
Q3	111,2	3,4	0,8	1,2	2,1	4,3	3,2	1,1	4,8	4,4	3,0	3,2
Q4	113,4	5,1	1,8	2,5	3,9	6,9	2,4	1,8	5,6	4,4	4,5	6,9
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2018	102,0	0,2	-0,4	0,3	-0,9	0,3	2,2	1,9	-1,4	0,5	-0,4	0,4
2019	102,4	0,4	3,7	-1,1	1,2	1,1	0,9	1,5	0,1	0,6	-0,3	0,9
2020	103,6	1,2	2,5	0,0	0,2	0,5	2,1	2,1	6,1	-1,3	-0,4	-5,1
2020 Q1	102,7	0,6	2,2	-0,4	1,3	-0,1	1,2	2,4	5,5	-0,1	0,3	1,3
Q2	105,1	2,7	5,9	-3,1	3,4	1,6	1,2	3,6	17,3	-0,9	-1,6	-1,2
Q3	103,2	0,7	1,4	0,0	-2,4	0,3	4,3	2,1	2,9	-1,7	0,6	-6,8
Q4	104,3	1,6	1,5	3,5	-0,4	0,9	1,8	1,4	1,5	-1,9	-0,2	-12,6

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												
	M2					M3-M2							
	M1		M2-M1			6	7	8	M3-M2			11	12
	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				9	10				
	Bestände												
2018	1 164,2	7 114,7	8 278,9	1 128,3	2 298,9	3 427,2	11 706,1	74,4	521,8	82,0	678,2	12 384,3	
2019	1 221,5	7 726,9	8 948,4	1 073,1	2 362,4	3 435,5	12 383,9	78,7	529,1	19,4	627,1	13 011,0	
2020	1 359,2	8 898,0	10 257,2	1 039,9	2 447,2	3 487,1	13 744,3	100,6	649,2	33,4	783,2	14 527,5	
2020 Q1	1 265,3	8 079,2	9 344,5	1 075,1	2 368,6	3 443,7	12 788,2	109,9	538,1	48,1	696,1	13 484,3	
Q2	1 302,8	8 425,2	9 728,0	1 075,3	2 400,8	3 476,1	13 204,1	95,2	582,2	20,1	697,6	13 901,7	
Q3	1 330,5	8 617,0	9 947,6	1 076,9	2 423,3	3 500,3	13 447,8	100,3	612,8	7,1	720,2	14 168,1	
Q4	1 359,2	8 898,0	10 257,2	1 039,9	2 447,2	3 487,1	13 744,3	100,6	649,2	33,4	783,2	14 527,5	
2020 Aug.	1 321,7	8 528,8	9 850,5	1 047,6	2 414,7	3 462,4	13 312,8	91,7	593,7	10,3	695,7	14 008,5	
Sept.	1 330,5	8 617,0	9 947,6	1 076,9	2 423,3	3 500,3	13 447,8	100,3	612,8	7,1	720,2	14 168,1	
Okt.	1 338,1	8 683,6	10 021,7	1 060,5	2 431,8	3 492,3	13 514,0	96,3	613,9	18,4	728,7	14 242,7	
Nov.	1 351,2	8 781,7	10 132,9	1 029,5	2 446,3	3 475,8	13 608,7	101,2	614,0	19,7	735,0	14 343,7	
Dez.	1 359,2	8 898,0	10 257,2	1 039,9	2 447,2	3 487,1	13 744,3	100,6	649,2	33,4	783,2	14 527,5	
2021 Jan. ^(p)	1 380,4	8 993,2	10 373,7	1 003,4	2 456,6	3 460,0	13 833,7	111,2	631,0	28,6	770,8	14 604,5	
	Transaktionsbedingte Veränderungen												
2018	50,6	468,0	518,6	-73,2	44,8	-28,5	490,1	-0,9	12,6	-0,9	10,8	500,9	
2019	57,3	605,8	663,2	-59,7	61,5	1,7	664,9	4,1	-2,1	-56,6	-54,7	610,3	
2020	137,7	1 255,4	1 393,1	-27,2	85,6	58,4	1 451,5	19,2	124,1	13,9	157,3	1 608,8	
2020 Q1	43,8	347,7	391,5	0,0	6,1	6,1	397,6	30,9	9,2	26,8	66,8	464,4	
Q2	37,5	343,0	380,5	2,1	32,6	34,8	415,3	-14,1	44,2	-28,8	1,3	416,6	
Q3	27,7	269,0	296,8	5,6	22,9	28,5	325,3	5,9	29,8	-11,6	24,2	349,4	
Q4	28,7	295,6	324,3	-35,0	24,0	-11,0	313,3	-3,5	41,0	27,6	65,1	378,4	
2020 Aug.	11,0	65,8	76,8	-31,8	8,0	-23,8	53,1	-14,3	-2,8	-0,3	-17,4	35,6	
Sept.	8,9	84,4	93,3	28,0	8,7	36,7	129,9	8,3	19,1	-3,9	23,5	153,4	
Okt.	7,6	65,4	73,0	-17,8	8,5	-9,3	63,7	-4,0	1,1	11,7	8,7	72,5	
Nov.	13,1	108,3	121,3	-29,3	14,5	-14,7	106,6	0,8	0,2	1,8	2,8	109,4	
Dez.	8,0	121,9	129,9	12,1	1,0	13,0	143,0	-0,3	39,6	14,1	53,5	196,4	
2021 Jan. ^(p)	21,2	91,5	112,7	-37,6	11,2	-26,4	86,3	10,4	-18,1	-4,4	-12,1	74,3	
	Wachstumsraten												
2018	4,5	7,0	6,7	-6,1	2,0	-0,8	4,4	-1,3	2,5	-1,6	1,6	4,2	
2019	4,9	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-71,4	-8,0	4,9	
2020	11,3	16,3	15,6	-2,5	3,6	1,7	11,7	24,2	23,5	75,4	25,0	12,4	
2020 Q1	7,1	11,0	10,4	-3,8	1,8	0,0	7,4	47,4	2,2	51,9	9,7	7,5	
Q2	9,7	13,2	12,7	-3,3	2,6	0,7	9,3	28,2	11,0	-45,8	9,4	9,3	
Q3	10,5	14,4	13,8	-2,1	3,0	1,4	10,3	36,7	12,6	-66,6	12,7	10,4	
Q4	11,3	16,3	15,6	-2,5	3,6	1,7	11,7	24,2	23,5	75,4	25,0	12,4	
2020 Aug.	10,4	13,7	13,3	-5,1	2,9	0,3	9,6	28,3	8,5	-49,1	8,6	9,5	
Sept.	10,5	14,4	13,8	-2,1	3,0	1,4	10,3	36,7	12,6	-66,6	12,7	10,4	
Okt.	10,7	14,3	13,8	-2,7	3,2	1,4	10,3	23,4	15,2	-25,8	14,5	10,5	
Nov.	11,1	15,1	14,5	-4,4	3,8	1,2	10,8	31,9	14,7	-15,7	15,5	11,0	
Dez.	11,3	16,3	15,6	-2,5	3,6	1,7	11,7	24,2	23,5	75,4	25,0	12,4	
2021 Jan. ^(p)	12,3	17,1	16,4	-5,4	4,0	1,1	12,2	40,1	16,1	1,5	18,2	12,5	

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			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Bestände													
2018	2 334,2	1 901,4	277,3	147,9	7,6	6 645,3	4 035,6	517,8	2 090,6	1,3	996,0	204,8	436,2
2019	2 482,3	2 068,7	256,9	150,2	6,5	7 041,2	4 397,1	492,3	2 151,0	0,8	1 032,6	217,1	468,0
2020	2 985,0	2 528,4	310,3	143,1	3,3	7 647,5	4 954,6	437,5	2 254,6	0,8	1 106,8	237,8	508,7
2020 Q1	2 610,9	2 191,4	264,0	147,9	7,6	7 173,7	4 535,9	472,2	2 165,0	0,6	1 151,4	224,3	472,6
Q2	2 869,9	2 396,8	318,7	148,3	6,2	7 349,4	4 683,7	462,8	2 202,0	0,9	1 084,7	226,5	466,0
Q3	2 958,3	2 481,3	323,3	146,9	6,9	7 491,0	4 816,7	446,5	2 226,9	1,0	1 058,2	240,4	469,6
Q4	2 985,0	2 528,4	310,3	143,1	3,3	7 647,5	4 954,6	437,5	2 254,6	0,8	1 106,8	237,8	508,7
2020 Aug.	2 937,5	2 462,6	323,7	146,9	4,3	7 437,8	4 768,3	450,7	2 217,7	1,1	1 005,9	233,7	467,9
Sept.	2 958,3	2 481,3	323,3	146,9	6,9	7 491,0	4 816,7	446,5	2 226,9	1,0	1 058,2	240,4	469,6
Okt.	2 968,9	2 488,2	328,5	147,0	5,1	7 534,8	4 856,9	443,3	2 233,5	1,1	1 052,2	236,9	479,5
Nov.	2 966,9	2 502,2	312,7	146,4	5,5	7 595,0	4 903,6	441,0	2 249,2	1,1	1 074,6	238,9	483,5
Dez.	2 985,0	2 528,4	310,3	143,1	3,3	7 647,5	4 954,6	437,5	2 254,6	0,8	1 106,8	237,8	508,7
2021 Jan. ^(p)	3 007,9	2 556,8	302,3	142,2	6,6	7 706,5	5 008,4	431,1	2 266,1	0,8	1 114,4	228,1	507,6
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2018	94,6	106,8	-9,7	-1,0	-1,4	326,6	325,4	-45,0	45,6	0,5	1,7	-3,6	19,2
2019	149,6	167,1	-18,9	1,7	-0,4	394,6	360,2	-26,2	61,0	-0,5	26,9	11,0	29,7
2020	513,7	467,7	55,8	-6,9	-3,0	611,5	561,1	-53,8	104,3	-0,1	144,6	22,1	41,0
2020 Q1	126,0	120,8	6,4	-2,2	1,0	131,3	138,1	-20,6	14,0	-0,2	116,1	6,8	4,5
Q2	261,2	206,7	55,4	0,4	-1,3	177,6	149,0	-9,1	37,4	0,3	-71,4	2,7	-6,5
Q3	94,7	88,6	6,5	-1,3	0,9	144,3	134,8	-15,6	25,0	0,1	46,1	14,6	3,9
Q4	31,8	51,6	-12,6	-3,7	-3,5	158,3	139,2	-8,5	27,9	-0,2	53,9	-2,1	39,2
2020 Aug.	18,4	27,5	-7,8	-0,3	-1,0	44,3	42,3	-5,4	7,5	-0,1	-21,0	-7,6	-6,5
Sept.	20,0	18,5	-1,0	0,0	2,5	51,0	46,4	-4,5	9,1	-0,1	50,0	6,6	1,8
Okt.	9,1	6,8	4,0	0,1	-1,8	43,6	40,1	-3,2	6,6	0,1	-7,0	-3,5	9,8
Nov.	1,3	16,4	-15,1	-0,5	0,5	61,2	47,4	-2,1	15,8	0,1	25,5	2,2	4,2
Dez.	21,4	28,4	-1,5	-3,3	-2,2	53,5	51,6	-3,2	5,4	-0,3	35,4	-0,8	25,2
2021 Jan. ^(p)	21,6	27,2	-8,0	-1,0	3,3	59,6	53,0	-6,6	13,2	0,1	5,2	-9,8	-1,0
Wachstumsraten													
2018	4,2	5,9	-3,4	-0,7	-16,2	5,2	8,8	-8,0	2,2	66,7	0,2	-1,7	4,6
2019	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,1	2,9	-36,8	2,7	5,3	6,8
2020	20,7	22,6	21,6	-4,6	-46,9	8,7	12,8	-10,9	4,9	-6,5	14,5	10,2	8,8
2020 Q1	9,7	12,1	-2,2	-1,0	24,5	6,1	9,8	-8,5	2,4	-56,9	16,9	5,7	2,7
Q2	19,2	20,7	21,1	-1,8	-13,8	7,4	11,3	-9,4	3,6	-48,0	5,0	3,7	0,6
Q3	21,1	22,4	24,9	-3,3	23,4	7,7	11,7	-11,3	4,2	-0,2	8,2	9,9	0,9
Q4	20,7	22,6	21,6	-4,6	-46,9	8,7	12,8	-10,9	4,9	-6,5	14,5	10,2	8,8
2020 Aug.	19,9	21,3	24,6	-3,4	-31,4	7,5	11,5	-11,0	4,0	-40,8	4,8	0,8	1,1
Sept.	21,1	22,4	24,9	-3,3	23,4	7,7	11,7	-11,3	4,2	-0,2	8,2	9,9	0,9
Okt.	20,5	21,6	26,9	-3,0	-28,5	7,9	11,9	-11,4	4,4	-34,0	7,4	7,0	2,7
Nov.	20,3	21,5	24,6	-3,1	2,4	8,3	12,2	-11,1	4,9	-32,9	11,0	6,7	3,2
Dez.	20,7	22,6	21,6	-4,6	-46,9	8,7	12,8	-10,9	4,9	-6,5	14,5	10,2	8,8
2021 Jan. ^(p)	21,8	24,0	18,7	-5,3	65,1	9,1	13,2	-11,3	5,3	-6,3	15,6	4,7	8,3

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 Investitionsfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt	Bereinigte Kredite ²⁾	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ³⁾			An Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bestände												
2018	4 684,1	1 008,4	3 664,3	13 416,5	11 123,0	11 483,4	4 405,0	5 741,9	849,8	126,4	1 519,9	773,6
2019	4 660,7	986,8	3 662,2	13 865,4	11 452,3	11 839,5	4 475,7	5 931,1	893,5	152,0	1 562,5	850,6
2020	5 925,0	996,1	4 916,9	14 341,1	11 927,1	12 300,8	4 723,5	6 119,9	916,1	167,7	1 548,8	865,2
2020 Q1	4 794,6	1 007,2	3 775,6	14 055,9	11 692,0	12 067,7	4 605,0	5 965,4	960,7	160,9	1 564,9	799,0
Q2	5 279,2	1 005,9	4 261,6	14 244,9	11 781,7	12 163,6	4 718,4	5 995,4	912,6	155,2	1 646,7	816,6
Q3	5 737,1	1 003,0	4 722,3	14 200,5	11 868,4	12 226,5	4 731,8	6 066,1	912,6	157,9	1 517,9	814,2
Q4	5 925,0	996,1	4 916,9	14 341,1	11 927,1	12 300,8	4 723,5	6 119,9	916,1	167,7	1 548,8	865,2
2020 Aug.	5 622,8	1 000,7	4 610,3	14 173,0	11 842,5	12 206,1	4 750,5	6 031,3	904,4	156,4	1 513,6	816,8
Sept.	5 737,1	1 003,0	4 722,3	14 200,5	11 868,4	12 226,5	4 731,8	6 066,1	912,6	157,9	1 517,9	814,2
Okt.	5 803,5	1 003,7	4 788,0	14 232,9	11 900,3	12 260,0	4 738,4	6 092,6	910,3	158,9	1 528,8	803,9
Nov.	5 850,1	1 006,4	4 831,6	14 288,5	11 926,8	12 285,8	4 735,9	6 106,6	927,5	156,7	1 541,0	820,7
Dez.	5 925,0	996,1	4 916,9	14 341,1	11 927,1	12 300,8	4 723,5	6 119,9	916,1	167,7	1 548,8	865,2
2021 Jan. ^(p)	5 950,5	989,0	4 960,0	14 357,3	11 947,3	12 311,5	4 723,9	6 136,4	938,5	148,5	1 547,0	863,0
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2018	91,5	-28,2	119,7	375,0	307,5	382,6	124,1	166,1	-0,3	17,7	88,5	-21,1
2019	-87,2	-23,3	-64,3	452,1	378,3	425,4	115,6	200,4	41,2	21,1	30,5	43,4
2020	1 046,4	13,3	1 033,0	737,1	539,9	560,7	288,8	209,1	26,2	15,8	169,6	27,7
2020 Q1	145,4	19,8	125,7	242,5	253,4	249,2	135,7	40,5	68,4	8,8	20,2	-31,1
Q2	465,6	-1,9	467,4	185,1	97,6	104,8	120,7	35,8	-53,3	-5,6	76,3	11,2
Q3	258,8	-2,8	261,6	154,4	105,0	86,7	28,9	72,1	1,1	2,9	44,3	5,0
Q4	176,6	-1,9	178,3	155,2	83,9	120,0	3,5	60,7	10,0	9,7	28,8	42,5
2020 Aug.	65,7	-3,7	69,5	60,4	35,8	28,6	21,7	18,8	-5,5	0,8	21,1	3,4
Sept.	96,1	2,3	93,8	30,3	25,8	21,3	-11,7	29,9	6,0	1,6	5,3	-0,8
Okt.	54,9	1,0	53,9	36,8	32,4	37,1	7,7	26,7	-2,6	0,7	11,8	-7,5
Nov.	42,8	2,9	39,5	47,4	34,6	40,2	2,1	15,1	19,6	-2,1	6,7	6,1
Dez.	78,9	-5,8	84,9	71,0	16,8	42,7	-6,2	18,9	-6,9	11,0	10,3	43,9
2021 Jan. ^(p)	35,0	-7,4	52,8	17,0	20,1	11,9	1,0	17,1	21,2	-19,2	-1,5	-1,7
Wachstumsraten												
2018	2,0	-2,7	3,4	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	0,0	16,3	6,1	-2,6
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,1	2,0	5,5
2020	22,2	1,3	27,8	5,4	4,7	4,7	6,5	3,5	2,9	10,4	11,4	3,3
2020 Q1	1,6	0,4	2,0	4,3	4,8	5,1	5,0	3,3	11,3	20,7	3,0	-0,6
Q2	13,5	0,4	17,2	4,8	4,7	4,9	6,5	3,2	3,9	17,1	7,2	0,7
Q3	18,9	0,0	24,1	4,9	4,7	4,7	6,5	3,5	2,7	8,2	9,2	0,1
Q4	22,2	1,3	27,8	5,4	4,7	4,7	6,5	3,5	2,9	10,4	11,4	3,3
2020 Aug.	16,6	-0,7	21,4	5,0	4,6	4,7	6,5	3,3	2,2	11,4	10,8	1,0
Sept.	18,9	0,0	24,1	4,9	4,7	4,7	6,5	3,5	2,7	8,2	9,2	0,1
Okt.	20,3	0,0	25,9	4,9	4,6	4,7	6,3	3,6	1,7	14,0	10,4	-1,3
Nov.	21,2	0,4	27,0	5,0	4,8	4,8	6,3	3,6	4,3	7,3	10,3	-1,3
Dez.	22,2	1,3	27,8	5,4	4,7	4,7	6,5	3,5	2,9	10,4	11,4	3,3
2021 Jan. ^(p)	22,9	0,0	29,4	5,1	4,4	4,5	6,3	3,3	3,5	-2,6	11,9	2,9

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										
2018	4 405,0	4 489,1	991,4	844,2	2 569,4	5 741,9	6 024,9	682,6	4 356,4	702,9
2019	4 475,7	4 577,8	967,4	878,0	2 630,3	5 931,1	6 224,0	720,1	4 524,6	686,4
2020	4 723,5	4 841,3	898,8	1 012,2	2 812,5	6 119,9	6 389,8	700,2	4 725,1	694,6
2020 Q1	4 605,0	4 706,2	1 003,2	917,4	2 684,5	5 965,4	6 254,1	714,9	4 565,8	684,7
Q2	4 718,4	4 829,8	957,8	993,4	2 767,2	5 995,4	6 276,5	701,0	4 603,8	690,6
Q3	4 731,8	4 845,5	930,0	1 014,7	2 787,1	6 066,1	6 334,1	702,4	4 667,5	696,1
Q4	4 723,5	4 841,3	898,8	1 012,2	2 812,5	6 119,9	6 389,8	700,2	4 725,1	694,6
2020 Aug.	4 750,5	4 858,8	942,8	1 015,7	2 792,0	6 031,3	6 307,0	702,5	4 632,8	696,1
Sept.	4 731,8	4 845,5	930,0	1 014,7	2 787,1	6 066,1	6 334,1	702,4	4 667,5	696,1
Okt.	4 738,4	4 845,5	916,4	1 011,3	2 810,7	6 092,6	6 359,5	704,4	4 690,3	697,9
Nov.	4 735,9	4 842,3	911,8	1 004,9	2 819,3	6 106,6	6 376,2	701,7	4 708,6	696,4
Dez.	4 723,5	4 841,3	898,8	1 012,2	2 812,5	6 119,9	6 389,8	700,2	4 725,1	694,6
2021 Jan. ^(b)	4 723,9	4 838,3	889,4	1 006,6	2 827,9	6 136,4	6 404,2	697,1	4 745,6	693,6
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2018	124,1	176,3	18,0	32,8	73,3	166,1	188,4	41,2	134,2	-9,3
2019	115,6	143,9	-13,2	43,6	85,3	200,4	217,2	40,9	168,6	-9,2
2020	288,8	325,2	-54,0	139,1	203,7	209,1	194,7	-11,9	210,7	10,3
2020 Q1	135,7	137,9	33,2	44,0	58,5	40,5	38,3	-3,7	45,0	-0,8
Q2	120,7	131,0	-39,1	80,4	79,4	35,8	29,1	-12,2	39,2	8,8
Q3	28,9	33,9	-22,5	15,9	35,6	72,1	59,7	5,8	65,0	1,3
Q4	3,5	22,4	-25,5	-1,2	30,2	60,7	67,6	-1,8	61,4	1,1
2020 Aug.	21,7	22,7	-2,8	8,3	16,2	18,8	19,5	2,5	16,0	0,3
Sept.	-11,7	-5,5	-12,9	0,8	0,4	29,9	22,1	-0,5	30,1	0,2
Okt.	7,7	2,2	-13,2	-2,9	23,8	26,7	26,4	2,2	22,7	1,7
Nov.	2,1	7,3	-2,7	-5,2	10,0	15,1	17,7	-3,7	19,3	-0,6
Dez.	-6,2	12,9	-9,6	6,9	-3,5	18,9	23,6	-0,4	19,4	-0,1
2021 Jan. ^(b)	1,0	-0,2	-9,4	-5,5	16,0	17,1	14,0	-2,5	20,6	-1,0
Wachstumsraten										
2018	2,9	4,1	1,8	4,0	2,9	3,0	3,2	6,3	3,2	-1,3
2019	2,6	3,2	-1,3	5,2	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020	6,5	7,1	-5,6	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,7	4,7	1,5
2020 Q1	5,0	5,6	2,9	9,1	4,4	3,3	3,4	3,8	4,0	-1,2
Q2	6,5	7,2	-1,2	16,1	6,2	3,2	3,1	0,3	4,1	0,4
Q3	6,5	7,1	-3,9	17,3	6,9	3,5	3,1	-0,1	4,5	1,0
Q4	6,5	7,1	-5,6	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,7	4,7	1,5
2020 Aug.	6,5	7,2	-3,4	16,9	6,8	3,3	3,0	0,3	4,1	0,8
Sept.	6,5	7,1	-3,9	17,3	6,9	3,5	3,1	-0,1	4,5	1,0
Okt.	6,3	6,9	-5,2	16,3	7,2	3,6	3,2	-0,1	4,6	1,5
Nov.	6,3	6,9	-4,6	15,1	7,4	3,6	3,1	-1,1	4,7	1,3
Dez.	6,5	7,1	-5,6	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,7	4,7	1,5
2021 Jan. ^(b)	6,3	7,0	-5,9	14,9	7,8	3,3	3,0	-2,5	4,5	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) 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										
2018	389,2	6 817,4	1 940,0	56,1	2 099,7	2 721,6	1 030,0	460,2	187,0	194,9
2019	364,2	7 058,9	1 946,1	50,1	2 156,5	2 906,2	1 455,7	452,3	178,9	187,2
2020	749,0	6 965,7	1 915,5	42,1	1 994,9	3 013,3	1 449,5	526,7	130,1	139,2
2020 Q1	409,5	7 036,5	1 937,1	47,2	2 119,9	2 932,3	1 562,5	517,4	183,7	196,5
Q2	673,3	7 042,9	1 934,5	44,1	2 080,4	2 983,8	1 562,5	531,2	159,2	174,3
Q3	806,2	7 039,7	1 934,3	43,0	2 059,7	3 002,7	1 574,2	502,1	139,9	147,3
Q4	749,0	6 965,7	1 915,5	42,1	1 994,9	3 013,3	1 449,5	526,7	130,1	139,2
2020 Aug.	819,5	7 026,8	1 938,9	43,1	2 033,7	3 011,1	1 556,6	502,5	170,4	177,6
Sept.	806,2	7 039,7	1 934,3	43,0	2 059,7	3 002,7	1 574,2	502,1	139,9	147,3
Okt.	864,3	7 038,0	1 933,5	42,7	2 036,5	3 025,3	1 578,9	529,7	148,7	154,3
Nov.	753,6	6 973,2	1 938,1	42,4	2 012,4	2 980,3	1 469,4	462,5	148,2	147,1
Dez.	749,0	6 965,7	1 915,5	42,1	1 994,9	3 013,3	1 449,5	526,7	130,1	139,2
2021 Jan. ^(p)	678,9	6 925,9	1 911,1	42,0	1 970,4	3 002,5	1 473,1	428,3	147,4	146,7
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2018	45,5	51,0	-37,8	-4,9	16,1	77,6	88,4	42,6	16,2	23,6
2019	-24,3	107,8	-5,2	-3,3	27,3	89,0	309,4	19,4	-2,7	-2,5
2020	321,6	-34,4	-15,8	-8,0	-99,3	88,8	-28,6	141,0	-48,8	-48,0
2020 Q1	45,6	-45,4	-6,8	-2,9	-47,5	11,8	67,6	9,0	4,7	9,3
Q2	264,0	-0,3	-0,7	-3,1	-13,9	17,5	-28,9	58,5	-24,5	-22,2
Q3	69,2	10,7	-3,2	-1,1	6,1	8,9	27,4	-11,2	-19,3	-27,1
Q4	-57,1	0,6	-5,2	-0,9	-44,0	50,6	-94,6	84,7	-9,8	-8,1
2020 Aug.	63,3	3,1	4,2	-0,5	-10,9	10,2	17,3	-41,4	8,1	3,5
Sept.	-13,5	10,8	-6,0	-0,1	19,6	-2,7	23,0	1,4	-30,5	-30,3
Okt.	58,2	-11,7	0,1	-0,3	-24,3	12,9	1,6	25,7	8,8	7,1
Nov.	-110,7	-0,9	13,4	-0,2	-13,8	-0,2	-55,0	-37,2	-0,5	-7,3
Dez.	-4,7	13,1	-18,6	-0,4	-5,9	38,0	-41,2	96,2	-18,1	-7,9
2021 Jan. ^(p)	-70,2	-38,4	-6,8	-0,1	-30,7	-0,9	20,5	-106,8	17,3	7,5
Wachstumsraten										
2018	13,0	0,8	-1,9	-8,0	0,8	2,9	-	-	8,1	7,7
2019	-6,3	1,6	-0,3	-5,9	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020	88,5	-0,5	-0,8	-15,9	-4,6	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2020 Q1	11,7	0,3	-0,1	-11,1	-2,6	2,9	-	-	-0,3	0,6
Q2	81,0	-0,4	-1,3	-19,6	-3,3	2,6	-	-	-10,5	-8,8
Q3	91,8	-0,4	-0,6	-19,4	-3,1	2,1	-	-	-24,1	-25,6
Q4	88,5	-0,5	-0,8	-15,9	-4,6	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2020 Aug.	89,8	0,0	1,2	-20,6	-4,0	2,5	-	-	-13,6	-16,6
Sept.	91,8	-0,4	-0,6	-19,4	-3,1	2,1	-	-	-24,1	-25,6
Okt.	108,5	-0,5	-0,7	-17,5	-3,6	2,2	-	-	-32,8	-34,6
Nov.	85,3	-0,7	-0,1	-17,1	-4,3	1,8	-	-	-30,0	-34,6
Dez.	88,5	-0,5	-0,8	-15,9	-4,6	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2021 Jan. ^(p)	65,1	-0,9	-1,0	-14,0	-6,1	3,1	-	-	-13,9	-19,5

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	0,6
2017	-0,9	-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 Q4	-0,6	.	.	.	.	1,0
2020 Q1	-1,1	.	.	.	.	0,5
Q2	-3,8	.	.	.	.	-2,2
Q3	-5,0	.	.	.	.	-3,4

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

6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Einnahmen						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	46,3	45,8	12,6	13,0	15,3	0,5	47,7	44,2	10,0	5,4	2,1	22,7	3,6
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,2	43,3	9,9	5,3	1,9	22,4	3,8
2018	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019	46,4	46,0	12,9	13,1	15,1	0,5	47,1	43,3	9,9	5,3	1,6	22,5	3,8
2019 Q4	46,4	46,0	12,9	13,1	15,1	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,6	22,5	3,8
2020 Q1	46,5	46,1	13,0	13,0	15,1	0,5	47,7	43,8	10,0	5,4	1,6	22,8	3,8
Q2	46,8	46,3	13,0	12,9	15,4	0,5	50,5	46,6	10,4	5,7	1,6	24,1	4,0
Q3	46,8	46,3	13,0	12,9	15,5	0,5	51,8	47,7	10,6	5,8	1,6	24,8	4,2

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

6.3 Verschuldung

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

	Insgesamt	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
2016	90,1	3,3	15,7	71,0	47,5	30,8	42,6	9,4	80,7	17,9	29,9	42,3	87,9	2,2
2017	87,7	3,2	14,6	70,0	48,2	32,1	39,5	8,6	79,0	16,5	29,0	42,3	85,8	1,9
2018	85,8	3,1	13,8	68,8	48,0	32,4	37,8	8,1	77,7	16,1	28,4	41,3	84,2	1,6
2019	84,0	3,0	13,1	67,9	45,4	30,6	38,6	7,7	76,3	15,7	27,9	40,4	82,6	1,4
2019 Q4	84,0	3,0	13,1	67,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020 Q1	86,2	3,1	13,4	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	95,0	3,2	14,3	77,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	97,3	3,2	14,1	80,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren¹⁾

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Veränderung der Schuldenquote ²⁾	Primär-saldo	Deficit-Debt-Adjustments									Nachrichtlich: Nettoneuverschuldung
			Insgesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva					Neubewertungseffekte und sonstige Volumensänderungen	Sonstige	Zinswachstums-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	-0,6	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,4	1,6
2017	-2,4	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,3	0,9
2018	-1,9	-1,4	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-1,0	0,8
2019	-1,7	-1,0	0,1	0,3	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,0	-0,9	0,9
2019 Q4	-1,7	-1,0	0,1	0,3	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,0	-0,9	0,9
2020 Q1	-0,1	-0,5	0,4	0,7	0,5	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,0	1,8
Q2	8,9	2,2	3,4	3,0	2,8	0,2	-0,1	0,2	-0,3	0,6	3,3	7,4
Q3	11,5	3,4	3,2	3,3	2,9	0,3	-0,1	0,2	-0,3	0,2	4,9	8,5

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

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

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

6.5 Staatliche 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		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung		Emission	Tilgung				
										Laufzeit von bis zu 1 Jahr				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
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	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,1	
2020	14,3	13,0	4,0	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8	
2019 Q4	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,1	
2020 Q1	12,3	10,9	4,1	1,4	0,4	7,5	2,1	1,2	-0,2	2,4	2,0	0,1	1,0	
Q2	14,7	13,3	4,7	1,4	0,4	7,5	2,0	1,1	-0,2	2,3	2,0	0,1	0,9	
Q3	15,2	13,8	4,4	1,4	0,3	7,5	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,2	0,1	0,8	
2020 Aug.	14,8	13,4	5,1	1,4	0,3	7,4	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,2	0,1	0,9	
Sept.	15,2	13,8	4,4	1,4	0,3	7,5	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,2	0,1	0,8	
Okt.	15,0	13,6	3,9	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,2	0,0	0,8	
Nov.	14,6	13,3	3,7	1,4	0,3	7,7	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,1	0,0	0,8	
Dez.	14,3	13,0	4,0	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8	
2021 Jan.	14,5	13,2	4,7	1,4	0,3	7,7	1,8	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,7	

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 7	Italien 8	Zypern 9	
Finanzierungssaldo										
2016	-2,4	1,2	-0,4	-0,7	0,5	-4,3	-3,6	-2,4	0,3	
2017	-0,7	1,4	-0,7	-0,3	0,7	-3,0	-3,0	-2,4	1,9	
2018	-0,8	1,8	-0,5	0,1	1,0	-2,5	-2,3	-2,2	-3,5	
2019	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,5	-2,9	-3,0	-1,6	1,5	
2019 Q4	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,5	-2,9	-3,0	-1,6	1,5	
2020 Q1	-2,6	1,1	-0,9	0,1	1,1	-3,4	-3,7	-2,3	2,1	
Q2	-6,0	-1,4	-2,9	-1,9	-1,8	-6,9	-5,9	-4,8	-2,2	
Q3	-7,0	-2,9	-3,5	-3,6	-4,6	-8,1	-6,1	-6,7	-4,4	
Verschuldung										
2016	105,0	69,3	9,9	74,1	180,8	99,2	98,0	134,8	103,1	
2017	102,0	65,1	9,1	67,0	179,2	98,6	98,3	134,1	93,5	
2018	99,8	61,8	8,2	63,0	186,2	97,4	98,1	134,4	99,2	
2019	98,1	59,6	8,4	57,4	180,5	95,5	98,1	134,7	94,0	
2019 Q4	98,1	59,6	8,4	57,4	180,5	95,5	98,1	134,7	94,0	
2020 Q1	103,4	61,0	8,9	58,9	180,7	99,0	101,3	137,6	96,2	
Q2	114,1	67,4	18,5	62,7	191,4	110,2	114,0	149,3	113,3	
Q3	113,2	70,0	18,5	62,0	199,9	114,1	116,5	154,2	119,5	
	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	1,9	0,9	0,0	-1,5	-1,9	-1,9	-2,6	-1,7
2017	-0,8	0,5	1,3	3,2	1,3	-0,8	-3,0	-0,1	-0,9	-0,7
2018	-0,8	0,6	3,1	2,0	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,3	2,4	0,5	1,7	0,7	0,1	0,5	-1,4	-1,0
2019 Q4	-0,6	0,3	2,4	0,5	1,7	0,7	0,1	0,5	-1,4	-1,0
2020 Q1	-0,7	-0,2	1,3	-1,5	1,5	0,4	-0,1	-0,8	-1,9	-1,2
Q2	-1,8	-2,4	-2,2	-5,1	-1,6	-3,4	-1,9	-4,8	-3,5	-3,3
Q3	-3,4	-4,3	-3,6	-8,0	-3,1	-5,5	-4,0	-5,4	-4,7	-4,5
Verschuldung										
2016	40,4	39,7	20,1	54,5	61,9	82,8	131,5	78,5	52,4	63,2
2017	39,0	39,1	22,3	48,8	56,9	78,5	126,1	74,1	51,7	61,3
2018	37,1	33,7	21,0	45,2	52,4	74,0	121,5	70,3	49,9	59,6
2019	36,9	35,9	22,0	42,6	48,7	70,5	117,2	65,6	48,5	59,3
2019 Q4	36,9	35,9	22,0	42,4	48,7	70,5	117,2	65,6	48,5	59,3
2020 Q1	37,1	33,0	22,2	43,9	49,5	73,1	119,5	69,0	49,7	64,3
Q2	42,9	41,4	23,9	51,0	55,2	82,5	126,0	78,3	60,3	68,6
Q3	44,6	45,9	26,1	53,7	55,2	79,1	130,8	78,5	60,8	66,9

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2021

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 10. März 2021.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)

EU-Katalognummer QB-BP-21-002-DE-N (Online-Version)