



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

# Wirtschaftsbericht

Ausgabe 3 / 2021



# Inhalt

<b>Aktuelle wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen</b>	<b>3</b>
Zusammenfassung	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	7
2 Finanzielle Entwicklungen	11
3 Konjunkturentwicklung	14
4 Preise und Kosten	20
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	25
<b>Kästen</b>	<b>30</b>
1 Bestimmungsfaktoren für den jüngsten Anstieg der Seefrachtkosten	30
2 Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen	38
3 Gesamtwirtschaftliche Implikationen heterogener langfristiger Inflationserwartungen: beispielhafte Simulationen anhand des BASE-Modells der EZB	41
4 Einfluss von Basiseffekten und Steuern auf den jüngsten Verlauf der Energiepreisinflation	46
<b>Aufsätze</b>	<b>50</b>
1 Nach dem Brexit-Referendum: Untersuchung der schwachen Importnachfrage des Vereinigten Königreichs und der Zahlungsbilanzrisiken für das Euro-Währungsgebiet	50
2 Die Rolle der privaten Haushalte bei der Finanzierung der Staatsverschuldung im Euro-Währungsgebiet	70
3 Inanspruchnahme von Liquidität in TARGET2	93
<b>Statistik</b>	<b>108</b>

# 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.**

# Aktuelle wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen

## Zusammenfassung

Die Erholung der globalen Nachfrage und die umfangreichen fiskalischen Impulse stützen die Konjunktur im Euroraum und weltweit. Gleichwohl wird der kurzfristige wirtschaftliche Ausblick noch immer durch Unsicherheit bezüglich einer erneuten Verschärfung der Corona-Pandemie (Covid-19) und des weiteren Impffortschritts getrübt. Die Wirtschaftstätigkeit wird auf kurze Sicht nach wie vor durch anhaltend hohe Ansteckungsraten und die damit verbundene Verlängerung und Verschärfung der Eindämmungsmaßnahmen belastet. Die voranschreitenden Impfkampagnen und die Aussicht auf eine allmähliche Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen bestätigen die Erwartung, dass sich die Konjunktur im weiteren Jahresverlauf kräftig erholen wird. Die Inflation hat in den letzten Monaten angezogen. Dies ist auf idiosynkratische und temporäre Faktoren sowie einen Anstieg der Energiepreise zurückzuführen. Zugleich entwickelt sich der zugrunde liegende Preisdruck vor dem Hintergrund einer ausgeprägten wirtschaftlichen Unterauslastung und einer immer noch schwachen Nachfrage weiter verhalten.

Die Aufrechterhaltung günstiger Finanzierungsbedingungen während der Pandemie ist nach wie vor unerlässlich, um Unsicherheit abzubauen und Vertrauen zu stärken und so die Wirtschaft zu unterstützen sowie mittelfristig Preisstabilität zu gewährleisten. Nach einem Anstieg der Marktzinsen Anfang 2021 sind die Finanzierungsbedingungen im Euroraum in letzter Zeit weitgehend stabil geblieben. Es bestehen jedoch noch immer Risiken für die Finanzierungsbedingungen im weiteren Sinne. Vor diesem Hintergrund beschloss der EZB-Rat, seinen sehr akkommodierenden geldpolitischen Kurs nochmals zu bestätigen.

Trotz der erneuten Verschärfung der Pandemie hatte die solide weltwirtschaftliche Erholung über den Jahreswechsel 2020/2021 hinaus Bestand. Die weltweit hohe Nachfrage führte zu längeren Lieferzeiten. Der Handel belebte sich weiter. Dies war vor allem dem Warenhandel zu verdanken, wobei sich nunmehr auch im Dienstleistungsverkehr eine Verbesserung abzeichnete. Die globalen Finanzierungsbedingungen waren nach wie vor äußerst akkommodierend. Die Aktienmärkte profitierten von Optimismus bezüglich der weltweiten Wachstumsaussichten sowie von der anhaltenden geldpolitischen Unterstützung.

Im Berichtszeitraum (11. März bis 21. April 2021) veränderte sich die Terminkurve des Euro Overnight Index Average (EONIA) kaum. Dies deutet darauf hin, dass die Marktteilnehmer nicht mit einer unmittelbar bevorstehenden Leitzinssenkung oder -erhöhung rechnen. Die Renditen langfristiger Staatsanleihen aus dem Eurogebiet legten etwas zu, sind aber seit März alles in allem relativ stabil geblieben. Die Aktien nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften verbuchten auf beiden Seiten des Atlantiks Kursgewinne und erreichten die höchsten Stände seit dem Ende der

Finanzkrise. Der Wechselkurs des Euro verzeichnete unterdessen in nominaler effektiver Rechnung einen leichten Anstieg.

Das reale BIP im Euroraum sank im vierten Quartal 2020 um 0,7 %. Damit lag es 4,9 % unter dem von der Pandemie noch unbeeinflussten Vorjahresniveau. Die neuesten Wirtschaftsdaten, Umfrageergebnisse und hochfrequenten Indikatoren legen den Schluss nahe, dass die Wirtschaftsleistung im ersten Quartal erneut geschrumpft sein könnte. Sie deuten aber auch auf ein Wiedereinsetzen des Wirtschaftswachstums im zweiten Jahresviertel hin. Aus Branchenumfragen geht hervor, dass sich das verarbeitende Gewerbe – gestützt durch die robuste weltweite Nachfrage – weiter erholt. Gleichzeitig leidet die Aktivität im Dienstleistungssektor noch immer unter den Einschränkungen der Bewegungsfreiheit und der sozialen Kontakte. Es gibt jedoch Anzeichen dafür, dass die Talsohle erreicht ist. Private Haushalte und Unternehmen erhalten nach wie vor Unterstützung durch finanzpolitische Maßnahmen. Angesichts der Pandemie und deren Auswirkungen auf Beschäftigung und Einkommen herrscht bei den Verbrauchern allerdings weiterhin Zurückhaltung. Trotz schwächerer Unternehmensbilanzen und erhöhter Unsicherheit über die Konjunkturaussichten blieben die Unternehmensinvestitionen stabil. Die Impffortschritte dürften eine allmähliche Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen ermöglichen und damit den Weg für eine kräftige Konjunkturerholung im weiteren Jahresverlauf ebnen. Es ist zu erwarten, dass die konjunkturelle Erholung im Euroraum auf mittlere Sicht durch eine Wiederbelebung der Binnennachfrage und der weltweiten Nachfrage vorangetrieben wird, wobei günstige Finanzierungsbedingungen und fiskalische Impulse unterstützend wirken dürften.

Die jährliche Inflation im Euroraum erhöhte sich im März 2021 auf 1,3 % nach 0,9 % im Februar. Grund hierfür war eine deutlich gestiegene Energiepreisinflation, in der sich ein starker aufwärtsgerichteter Basiseffekt und eine Preissteigerung gegenüber dem Vormonat widerspiegelten. Die rückläufige Teuerung von Nahrungsmitteln sowie die gesunkene HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel wurden durch diesen Anstieg mehr als ausgeglichen. Die Gesamtinflation dürfte in den nächsten Monaten weiter zunehmen. Es ist jedoch im gesamten Jahresverlauf mit einer gewissen Volatilität zu rechnen, je nachdem, wie sich die idiosynkratischen und temporären Faktoren entwickeln. Anfang 2022 sollte sich die Wirkung dieser Faktoren nicht mehr in den jährlichen Inflationsraten niederschlagen. Der zugrunde liegende Preisdruck dürfte sich im laufenden Jahr – bedingt durch kurzfristige Angebotsengpässe und die Erholung der Binnennachfrage – leicht erhöhen, insgesamt jedoch verhalten bleiben. Zurückzuführen ist dies unter anderem auf den niedrigen Lohndruck, der mit der wirtschaftlichen Unterauslastung einhergeht, und auf den gestiegenen Euro-Wechselkurs. Sobald der Einfluss der Pandemie nachlässt, wird der Abbau der hohen Unterauslastung, unterstützt durch akkommodierende finanz- und geldpolitische Maßnahmen, mittelfristig zu einem allmählichen Inflationsanstieg beitragen. Sowohl umfragebasierte Messgrößen als auch marktbasierende Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen liegen nach wie vor auf niedrigem Niveau, wobei Letztere weiterhin allmählich gestiegen sind.

Im Februar 2021 war ein robustes Geldmengenwachstum zu verzeichnen, da sich die inländische Kreditvergabe insbesondere aufgrund der Wertpapierankäufe des

Eurosystems ausweitete. Das Wachstum der Kreditvergabe an Unternehmen hat sich seit Juni 2020 kaum verändert. Allerdings deuten die Stromdaten auf eine Abschwächung der Dynamik in den vergangenen Monaten hin, da die Kreditnachfrage rückläufig ist und es zugleich erste Anzeichen einer Verknappung des Kreditangebots gibt. Aus der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet für das erste Quartal 2021 geht hervor, dass die Kreditrichtlinien für Unternehmen moderat verschärft wurden. In den beiden vorangegangenen Quartalen hatten die Umfrageteilnehmer noch eine deutliche Verschärfung gemeldet. Die Kreditzinsen der Banken bewegen sich nach wie vor in der Nähe ihrer historischen Tiefstände.

Vor diesem Hintergrund beschloss der EZB-Rat, seinen sehr akkommodierenden geldpolitischen Kurs nochmals zu bestätigen.

Erstens beschloss der EZB-Rat, die Leitzinsen der EZB unverändert zu belassen. Es wird davon ausgegangen, dass sie so lange auf ihrem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden, bis sich die Inflationsaussichten innerhalb des Projektionszeitraums deutlich einem Niveau annähern, das hinreichend nahe, aber unter 2 % liegt, und sich diese Annäherung in der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation durchgängig widerspiegelt.

Zweitens wird der EZB-Rat die Nettoankäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP), das einen Gesamtumfang von 1 850 Mrd € hat, mindestens bis Ende März 2022 und in jedem Fall so lange weiterhin durchführen, bis die Phase der Coronavirus-Krise seiner Einschätzung nach überstanden ist. Da die neuen Daten die bei der geldpolitischen Sitzung im März vorgenommene gemeinsame Beurteilung der Finanzierungsbedingungen und der Inflationsaussichten bestätigen, geht der EZB-Rat davon aus, dass die Ankäufe im Rahmen des PEPP während des laufenden Quartals weiterhin deutlich umfangreicher ausfallen werden als während der ersten Monate des 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 rekaliert werden, um günstige Finanzierungsbedingungen aufrechtzuerhalten und so dem negativen Schock der Pandemie auf die Inflationsentwicklung entgegenzuwirken.

Der EZB-Rat wird 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.

Drittens werden die Nettoankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme – APP) 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 seiner 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.

Schließlich wird der EZB-Rat weiterhin reichlich Liquidität über seine Refinanzierungsgeschäfte zur Verfügung stellen. Insbesondere beim jüngsten Geschäft der dritten Serie gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) war eine hohe Inanspruchnahme der Mittel zu verzeichnen. Die Finanzierung über GLRG III spielt eine wesentliche Rolle bei der Unterstützung der Bankkreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte.

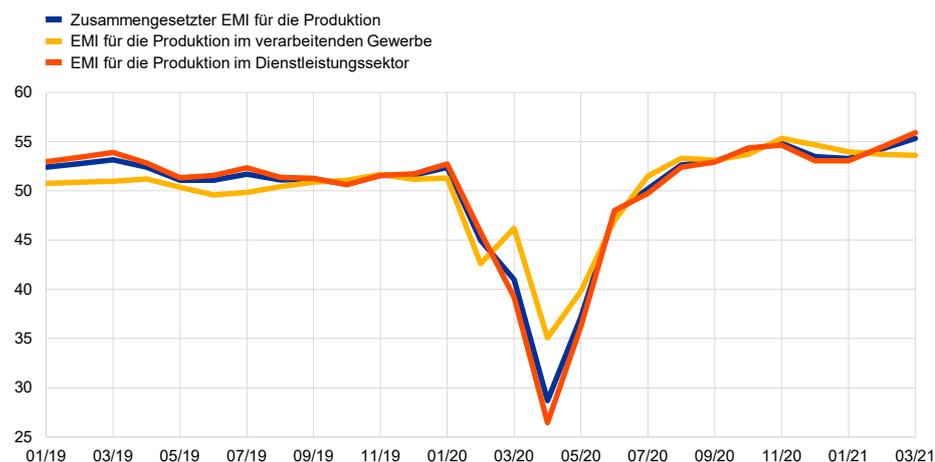
Der EZB-Rat ist bereit, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Teuerungsrate – im Einklang mit der Verpflichtung des EZB-Rats auf Symmetrie – auf nachhaltige Weise seinem Ziel annähert.

**Die weltwirtschaftliche Aktivität hat sich zu Jahresbeginn 2021 in solidem Tempo erhöht, nachdem sie Ende 2020 das vor der Pandemie verzeichnete Niveau erreicht hatte.** Die Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zeigen, dass sich die Weltwirtschaft (ohne Euroraum) im Schlussquartal 2020 vollständig erholt hat und trotz einer erneuten Verschärfung des Pandemiegeschehens zu den Vorkrisenständen zurückgekehrt ist. Zudem lag der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Eurogebiet) im ersten Jahresviertel 2021 nach wie vor über seinen langfristigen Durchschnittswerten. Die jüngsten EMI-Daten deuten auch darauf hin, dass die globale Konjunkturerholung weiter an Breite gewinnt, da das Wachstum im Dienstleistungssektor die solide Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe übertroffen hat (siehe Abbildung 1).

**Abbildung 1**

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

(Diffusionsindizes)



Quellen: Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2021.

**Die anhaltenden Lieferengpässe stellen kurzfristige Risiken für die Weltwirtschaft dar.** Während sich die globale Konjunktur von dem durch die andauernde Corona-Pandemie (Covid-19) bedingten Schock erholt, haben sich die Lieferzeiten – insbesondere in den Industrieländern – verlängert und nun eine Dauer wie im letzten Frühjahr am Höhepunkt der Krise erreicht. Anders als vor einem Jahr spiegelt sich darin allerdings auch ein Anstieg der weltweiten Nachfrage wider. Zugleich ist der globale EMI für die Inputpreise kräftig gestiegen. Dies war hauptsächlich auf die nachfragebedingte Erhöhung der Rohstoffpreise Anfang 2021 zurückzuführen.

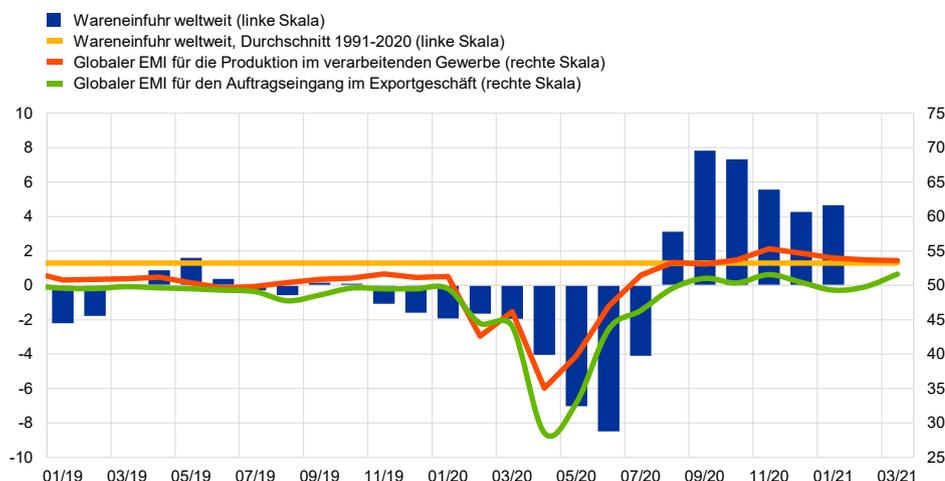
**Die zunehmende Aufhellung der globalen Wachstumsaussichten und die anhaltende Unterstützung durch die Politik sorgten weiterhin für Optimismus an den internationalen Finanzmärkten, wobei die Finanzierungsbedingungen äußerst akkommodierend blieben.** Vor dem Hintergrund einer erneuten Verbesserung der weltwirtschaftlichen Aussichten kam es nach der EZB-Ratssitzung

Mitte März 2021 zu einem moderaten Kursanstieg an den globalen Aktienmärkten, einem Rückgang der Spreads von Unternehmensanleihen und einer weiteren Annäherung des Cboe Volatility Index (VIX) an sein Vorpandemieniveau. Der Optimismus an den internationalen Finanzmärkten stützte sich zu großen Teilen auf das Geschehen in den Vereinigten Staaten. Dort wird angesichts positiver Dateneingänge und in Anbetracht der geplanten zusätzlichen Staatsausgaben mit einer Erholung gerechnet. Unterdessen verfolgte die Geldpolitik in den Industrieländern weiterhin einen sehr akkommodierenden Kurs. Dementsprechend blieben die globalen Finanzierungsbedingungen äußerst günstig und wurden in den Industrieländern in der Gesamtschau sogar noch etwas weiter gelockert.

**Die eingehenden Daten lassen auf eine anhaltende Erholung des Welthandels schließen.** Der Warenhandel überraschte im Januar positiv und trug abermals maßgeblich zur Belebung der internationalen Handelsaktivitäten bei (siehe Abbildung 2). Beim Handel mit Dienstleistungen zeichnete sich eine Verbesserung ab, wenngleich er Ende 2020 aufgrund der Lockdown-Maßnahmen und Reisebeschränkungen immer noch verhalten war. Der interne EZB-Tracker für den Handel, der auf wöchentlich und monatlich erhobenen Kurzfristindikatoren basiert, deutet auf eine weitere Zunahme der weltweiten Handelsaktivitäten im ersten Quartal 2021 hin.

**Abbildung 2**  
Umfrageergebnisse und Warenhandel weltweit (ohne Euroraum)

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



Quellen: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2021 (Wareneinfuhr weltweit) bzw. März 2021 (EMIs).

**Die Inflation nahm im Januar weltweit zu.** In den OECD-Mitgliedstaaten beschleunigte sich der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise im Januar auf 1,5 %, während die Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel einen Wert von 1,7 % erreichte. Auf kurze Sicht ist mit temporären positiven Basiseffekten zu rechnen. Sie sind durch die erste Reaktion der Preise, insbesondere der internationalen Rohstoffpreise, auf den pandemiebedingten Schock im Frühjahr 2020 begründet. In der Vorausschau dürfte der Lohn- und Preisdruck weltweit relativ begrenzt bleiben,

da die meisten Volkswirtschaften noch über umfangreiche Kapazitätsreserven verfügen.

**Die Rohstoffpreise haben sich seit der Sitzung des EZB-Rats Mitte März weitgehend stabil entwickelt, nachdem sie in den vorangegangenen Monaten nachhaltig gestiegen waren.** Erneute Lockdown-Maßnahmen in Europa belasteten die kurzfristigen Nachfrageaussichten, und neue Virusvarianten sorgten wieder für mehr Unsicherheit. Vor diesem Hintergrund blieben die Notierungen für Rohöl und Rohstoffe ohne Energie seit Mitte März im Großen und Ganzen stabil. Mit den nach wie vor sehr positiven Nachfrageaussichten für das laufende Jahr hat sich indes der Druck auf die OPEC+-Staaten erhöht, ihre Förderziele anzupassen und mehr Öl am Markt anzubieten. Anfang April reagierte die OPEC+ auf diesen Druck und kündigte für die kommenden Monate eine Ausweitung des Ölangebots an. Dazu gehört auch, dass Saudi-Arabien die freiwilligen Produktionskürzungen im Umfang von 1 Million Barrel pro Tag sukzessive auslaufen lässt.

**Die wirtschaftliche Erholung in den Vereinigten Staaten nimmt angesichts des hohen Impftempos und der umfangreichen Konjunkturprogramme Fahrt auf.**

Für das erste Quartal 2021 wird eine anhaltend dynamische Erholung erwartet, nachdem im letzten Jahresviertel 2020 im Quartalsvergleich ein kräftiges annualisiertes Wachstum in Höhe von 4,3 % verzeichnet worden war. Angekurbelt wurde die Konjunktur durch die Ausweitung des Impfangebots, die finanz- und geldpolitischen Stützungsmaßnahmen und die schrittweise Öffnung der Wirtschaft. Der auf hochfrequenten Indikatoren basierende Weekly Economic Index der Federal Reserve Bank of New York zeigt eine seit Anfang März deutlich zunehmende Dynamik des BIP-Wachstums an. Demnach haben sich vor allem das verfügbare Einkommen und die privaten Konsumausgaben im Januar spürbar erhöht, bevor sie sich im Februar wieder abschwächten. Grund für den Anstieg im Januar waren die Bürgerschecks, die von der US-Regierung im Rahmen des Konjunkturpakets vom Dezember 2020 einmalig ausgegeben wurden. Im Zusammenhang mit dem Rettungsplan für die US-Wirtschaft (American Rescue Plan) wurden seit Mitte März zusätzliche Bürgerschecks verteilt, die den privaten Verbrauch in den nächsten Monaten weiter anheizen dürften.

**In Japan erweist sich die Konjunktur bei zunehmenden Angebotsengpässen weiterhin als robust.** Wie aus den verfügbaren hochfrequenten Daten hervorgeht, hat die Ausrufung des zweiten Notstands die Mobilität und Aktivität zum Jahreswechsel beeinträchtigt. Dies betraf insbesondere den Dienstleistungssektor. Nachdem die Konjunktur Anfang 2021 ihre Talsohle erreichte, scheint sie nach und nach wieder Fuß zu fassen. Begünstigt wird dies nicht zuletzt durch die relativ stabile Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe. Was die Außenwirtschaft betrifft, so setzte sich die weitgehend solide Erholung der realen Warenexporte zu Jahresbeginn fort und wurde durch robuste Ausfuhren technologischer Güter gestützt. Die realen Wareneinfuhren zogen indessen recht kräftig an, was einer soliden Erholung der Inlandsnachfrage zuzuschreiben sein dürfte.

**Im Vereinigten Königreich gibt es ungeachtet der harten Lockdown-Maßnahmen Anzeichen einer leichten Konjunkturerholung.** Das monatliche BIP ist im Februar gestiegen, was darauf schließen lässt, dass sich die privaten

Haushalte und Unternehmen besser auf die pandemiebedingten Einschränkungen eingestellt haben als in früheren Lockdown-Phasen. Angesichts des raschen Impffortschritts konnten die Mobilitätseinschränkungen schrittweise gelockert werden. Vor diesem Hintergrund haben sich die Unternehmensumfragen, das Verbrauchervertrauen und die Mobilitätsindikatoren sogar schon vor dem 12. April verbessert, d. h., bevor auch Einzelhandelsgeschäfte, die nicht den täglichen Bedarf decken, und das Gastgewerbe wieder geöffnet wurden.

**In China erhöhte sich das reale BIP im ersten Quartal 2021 um 18,3 %**

**gegenüber dem Vorjahr.** Dieses außergewöhnlich hohe jährliche BIP-Wachstum ist zwar hauptsächlich auf Basiseffekte zurückzuführen, doch bestätigt sich darin auch die solide Konjunkturerholung seit dem Ende der Covid-19-Pandemie. Werden die Basiseffekte mithilfe einer groben Messgröße herausgefiltert, ergibt sich für die Zeit vom ersten Quartal 2019 bis zum ersten Quartal 2021 eine implizite annualisierte Wachstumsrate von mehr als 5 %. Dies entspricht annähernd dem vor der Pandemie verzeichneten Trend. Auf Branchenebene wies der Sekundärsektor dank einer kräftigen Exportnachfrage eine höhere Wirtschaftsleistung auf als die übrigen Sektoren. Indessen deuten die Einzelhandelsumsätze für den Monat März, die zusammen mit den BIP-Zahlen veröffentlicht wurden, auf eine zunehmende Belebung des Konsums hin.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

**Der EONIA und der Tagesgeld-Referenzzinssatz €STR (Euro Short-Term Rate) notierten im Berichtszeitraum (11. März bis 21. April 2021) im Schnitt bei -48 bzw. -57 Basispunkten.**<sup>1</sup> Die Überschussliquidität erhöhte sich um etwa 339 Mrd € auf rund 4 030 Mrd €. Dies war im Wesentlichen auf die Wertpapierkäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) und des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) zurückzuführen, ebenso wie auf das GLRG III.7, über das 330,5 Mrd € aufgenommen wurden. Letzteres wurde durch autonome Faktoren und auslaufende GLRG-II-Geschäfte teilweise ausgeglichen.

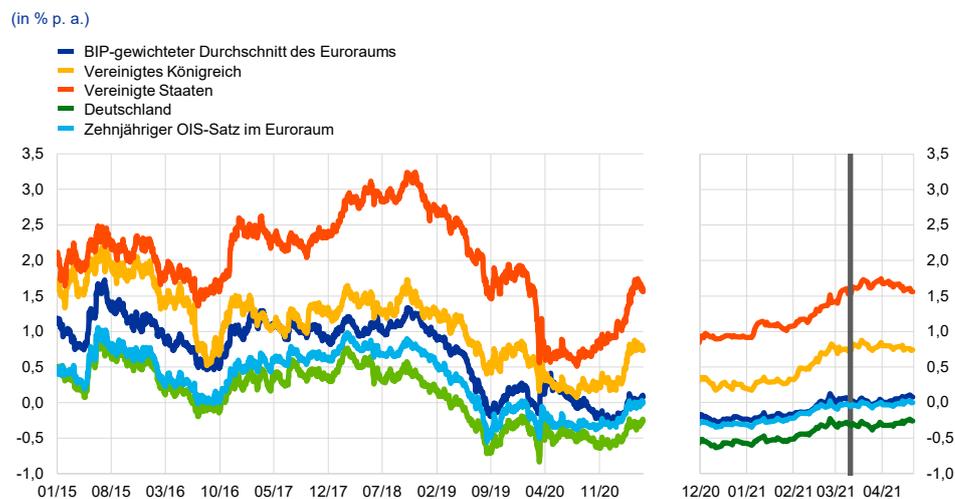
**Die EONIA-Terminzinskurve blieb im Berichtszeitraum weitgehend unverändert.** Der Tiefpunkt der Kurve befindet sich im Mai 2022 und liegt 2 Basispunkte unter dem aktuellen EONIA-Niveau von -48 Basispunkten (21. April). Die Terminzinskurve deutet gegenwärtig nicht darauf hin, dass die Marktteilnehmer mit einer unmittelbar bevorstehenden Leitzinsänderung rechnen. Für die Zeithorizonte bis Mitte 2026 liegen die EONIA-Terminzinsen nach wie vor unter null, da die Märkte weiterhin von einer länger anhaltenden Negativzinsphase ausgehen.<sup>2</sup>

**Die Renditen langfristiger Staatsanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet legten leicht zu, blieben aber insgesamt auf einem niedrigen Niveau** (siehe Abbildung 3). Die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsschuldtitel aus dem Euroraum erhöhte sich um 9 Basispunkte auf 0,08 %, und die Rendite zehnjähriger deutscher Bundesanleihen stieg um 7 Basispunkte auf -0,26 %. Sie reagierten damit kaum auf die EZB-Ratssitzung im März und die negativen pandemiebezogenen Nachrichten, etwa zu den wieder steigenden Covid-19-Infektionszahlen, erneuten Lockdowns in zahlreichen Euro-Ländern sowie temporären Rückschlägen bei nationalen Impfkampagnen. Im Vereinigten Königreich verharren die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen bei 0,74 %. In den Vereinigten Staaten erhöhten sie sich nur marginal um 2 Basispunkte auf 1,56 %, nachdem sie im April zwischenzeitlich auf 1,74 % gestiegen waren.

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Diese Einschätzung beruht auf den jüngsten Umfrageergebnissen und empirischen Schätzungen zu den „tatsächlichen“ Zinserwartungen (d. h. Terminzinssätze abzüglich Laufzeitprämien).

**Abbildung 3**  
**Renditen zehnjähriger Staatsanleihen**



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Tageswerte. Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 11. März 2021. Der Ausschnitt rechts zeigt die Entwicklung der Staatsanleiherenditen seit dem 1. Dezember 2020. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 21. April 2021.

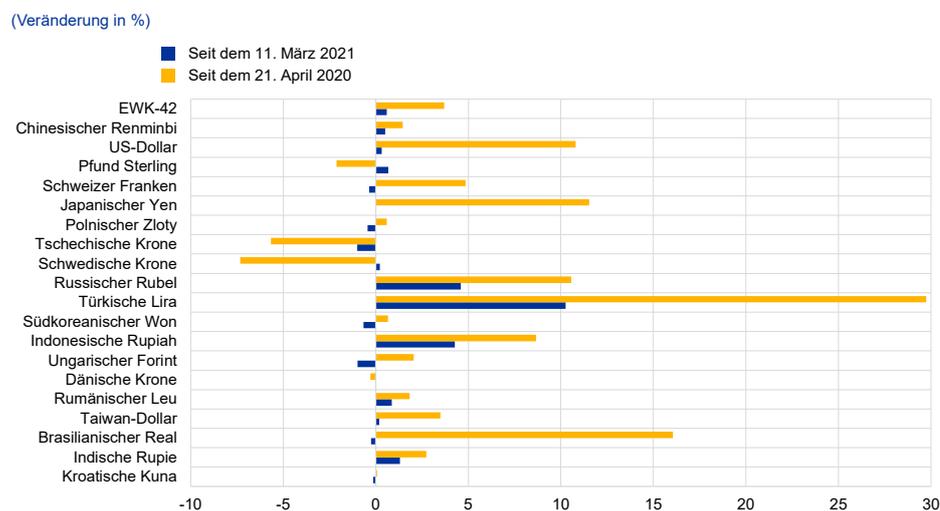
**Die Abstände zwischen den Renditen von Staatsanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet und den risikofreien Zinssätzen blieben relativ stabil.** Die Spreads zehnjähriger deutscher, französischer und spanischer Staatsanleihen veränderten sich um 1, 3 bzw. 3 Basispunkte und betrugen zuletzt -0,26, -0,01 bzw. 0,40 Prozentpunkte. Der Renditeabstand italienischer Staatsanleihen stieg um 9 Basispunkte auf 0,76 Prozentpunkte an. Der BIP-gewichtete Spread zehnjähriger Staatsschuldtitel aus dem Eurogebiet erhöhte sich infolgedessen um 3 Basispunkte auf 0,08 Prozentpunkte, lag damit aber weiterhin unter seinem im Februar 2020 vor der Pandemie verzeichneten Niveau. Allgemein war in den Wochen unmittelbar nach der EZB-Ratssitzung vom März eine leichte Verringerung aller Renditeabstände im Euroraum zu beobachten. Bis zum Ende des Berichtszeitraums weiteten sie sich jedoch wieder aus.

**Die Aktiennotierungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften erreichten beiderseits des Atlantiks die höchsten Stände seit Ende der Finanzkrise, während Bankaktien im Eurogebiet ihre zuvor erzielten Gewinne bis zum Ende des Berichtszeitraums wieder einbüßten.** Trotz negativer Pandemienachrichten aus mehreren Euro-Ländern stiegen die Börsenindizes nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum um 3,8 %. Sie liegen nun leicht über ihrem vor der Pandemie verzeichneten Niveau und auf dem höchsten Stand seit Ende der Finanzkrise. Die Notierungen der Banken im Euroraum sanken dagegen um 1,5 %, nachdem sie zwischenzeitlich neue Höchststände erreicht hatten. US-amerikanische Aktien, die seit Mitte 2020 wiederholt Rekordwerte verzeichnet haben, verbuchten weitere Kursgewinne. Dabei stiegen die Notierungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften um 5,3 %, und Bankwerte legten um 0,6 % zu.

**Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Eurogebiet verkleinerten sich abermals und näherten sich in allen Sektoren dem Stand vor Pandemiebeginn an.** Bei Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und Anleihen des Finanzsektors verringerte sich der Abstand (gegenüber dem risikofreien Zinssatz) um rund 10 Basispunkte auf 50 bzw. 60 Basispunkte.

**An den Devisenmärkten wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung leicht auf** (siehe Abbildung 4). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 42 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, stieg im betrachteten Zeitraum um 0,6 % an. Darin spiegelte sich eine moderate Aufwertung gegenüber mehreren wichtigen Währungen, etwa dem Pfund Sterling (um 0,7 %), dem chinesischen Renminbi (um 0,5 %) und dem US-Dollar (um 0,3 %), wider. Der Euro verlor im Berichtszeitraum gegenüber dem US-Dollar angesichts dessen breit angelegter Stärke zunächst an Wert, erholte sich später aber wieder, als der Dollar parallel zu den US-Staatsanleiherenditen nachgab. In Relation zur türkischen Lira und zum russischen Rubel, die in jüngster Zeit eine breit angelegte Wechselkursvolatilität aufwiesen, legte die Gemeinschaftswährung deutlich zu, und zwar um 10,3 % bzw. um 4,6 %. Zum Schweizer Franken notierte sie etwas schwächer (-0,4 %). Auch gegenüber den Währungen einiger nicht dem Euroraum angehörender EU-Mitgliedstaaten wie dem ungarischen Forint, der tschechischen Krone und dem polnischen Zloty verlor der Euro etwas an Wert.

**Abbildung 4**  
Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen



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 21. April 2021.

## 3 Konjunktorentwicklung

**Nach der kräftigen Erholung im dritten Quartal 2020 kehrte sich das Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet im vierten Quartal wieder ins Negative, und auch die Aussichten für das erste Vierteljahr 2021 sind weiter eingetrübt.** Im Schlussquartal 2020 schrumpfte die Wirtschaftsleistung insgesamt um 0,7 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem sie im dritten Jahresviertel noch deutlich um 12,5 % gestiegen war (siehe Abbildung 5). Aus der Aufschlüsselung nach Verwendungskomponenten geht hervor, dass der Produktionsrückgang in erster Linie den Komponenten der Binnennachfrage und hier insbesondere dem Konsum zuzuschreiben war. Die Binnennachfrage (ohne Vorratsveränderungen) leistete einen negativen Beitrag von 1,3 Prozentpunkten zum vierteljährlichen BIP-Wachstum, während der Beitrag des Außenhandels neutral ausfiel. Von den Vorratsveränderungen gingen positive Wachstumsimpulse in Höhe von 0,6 Prozentpunkten aus. Dies war zum Großteil darauf zurückzuführen, dass sich die Nachfrage nach gewerblichen Erzeugnissen im dritten Quartal 2020 rascher erholte als erwartet, was zu einem Lageraufbau im vierten Quartal führte. Harte Daten, Umfrageergebnisse und Hochfrequenzindikatoren weisen insgesamt für das erste Jahresviertel 2021 auf einen möglichen erneuten Rückgang des BIP hin, was weitgehend den Erwartungen entspräche. Grund hierfür ist die Verschärfung der Eindämmungsmaßnahmen infolge der wieder gestiegenen Infektionszahlen.<sup>3</sup> Die im Vergleich zur ersten Pandemiewelle relativ robuste Entwicklung der Wirtschaftsleistung spiegelt vermutlich die weniger strikten Eindämmungsmaßnahmen sowie die neu gewonnenen Erkenntnisse und die zunehmende Anpassung der privaten Haushalte und Unternehmen wider. Die Wachstumsdynamik im Euroraum dürfte in den einzelnen Sektoren weiterhin uneinheitlich verlaufen. So ist das Dienstleistungsgewerbe nach wie vor härter von der Pandemie betroffen – unter anderem, weil dieser Sektor besonders stark unter den Abstandsregeln zu leiden hat. Gleiches gilt für die Länder des Euroraums, deren Produktionsentwicklung von den Infektionszahlen und den Bemühungen zur Eindämmung der Pandemie sowie von der sektoralen Zusammensetzung der jeweiligen Volkswirtschaft abhängt.

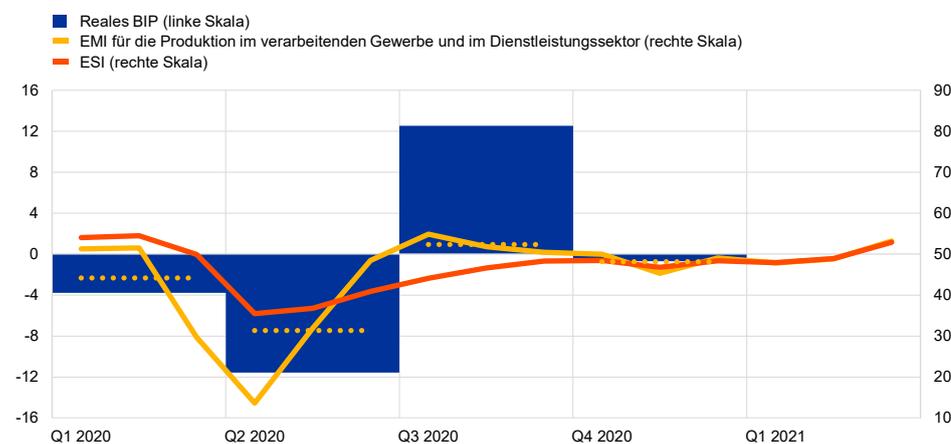
---

<sup>3</sup> Das Wachstum des realen BIP ging im ersten Quartal 2021 weiter um 0,6 % gegenüber dem Vorquartal zurück. Dies geht aus der vorläufigen Schnellschätzung von Eurostat hervor, die am 30. April 2021, also nach Redaktionsschluss dieser Ausgabe des Wirtschaftsberichts, veröffentlicht wurde.

## Abbildung 5

Reales BIP, Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor sowie Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) im Euroraum

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



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission, Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die beiden Linien stellen die monatliche Entwicklung, die Balken Quartalswerte dar. Der ESI ist standardisiert und reskaliert, damit er denselben Mittelwert und dieselbe Standardabweichung wie der EMI aufweist. Die gepunkteten Linien zeigen den vierteljährlichen Durchschnitt der monatlichen EMI-Daten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2020 (reales BIP) bzw. März 2021 (ESI und EMI).

### Die rege Inanspruchnahme von Programmen zur Arbeitsplatzsicherung trug dazu bei, dass die Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet im Februar unverändert blieb.

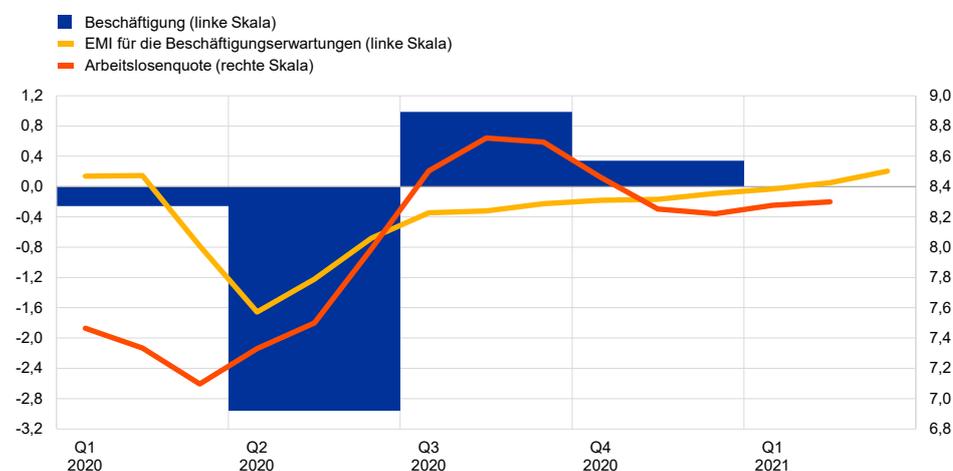
Im Februar 2021 belief sich die Arbeitslosenquote wie schon im Vormonat auf 8,3 % (siehe Abbildung 6) und war damit immer noch rund 1 Prozentpunkt höher als im Februar 2020. Die Entwicklung am Arbeitsmarkt wurde nach wie vor durch Arbeitsplatzsicherungsprogramme abgedeckt. So nahmen im Februar 2021 als Reaktion auf die jüngsten Lockdown-Maßnahmen schätzungsweise 5,6 % der Erwerbspersonen derartige Programme in Anspruch, verglichen mit rund 5 % im Oktober vergangenen Jahres.<sup>4</sup> Die Beschäftigung erhöhte sich im vierten Quartal 2020 um 0,3 %, nachdem sie im dritten Jahresviertel um 1,0 % abgenommen hatte. Ungeachtet dieser Verbesserung lag sie noch immer 1,9 % unter dem Wert des Schlussquartals 2019. Die geleisteten Gesamtarbeitsstunden verringerten sich im vierten Quartal 2020 um 1,7 %. Im ersten und zweiten Vierteljahr 2020 waren sie um 13,6 % bzw. 3,9 % gesunken, im dritten Quartal hingegen um 14,5 % gestiegen. Der kräftige Rückgang der geleisteten Gesamtarbeitsstunden im ersten Halbjahr und im letzten Jahresviertel 2020 spiegelt die Auswirkungen der Lockdown-Maßnahmen in diesen Zeiträumen wider. Die Zahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden lag damit weiterhin 6,5 % unter dem Stand des Schlussquartals 2019.

<sup>4</sup> Siehe EZB, [Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 8/2020, Januar 2021.

## Abbildung 6

### Beschäftigung, 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), März 2021 (EMI) bzw. Februar 2021 (Arbeitslosenquote).

**Die kurzfristigen Arbeitsmarktindikatoren haben sich weiter verbessert.** Der monatliche Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Beschäftigungserwartungen stieg von 50,5 Punkten im Februar 2021 auf 52,0 Zähler im März (siehe Abbildung 6). Damit blieb er den zweiten Monat in Folge über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten, was auf eine Zunahme der Beschäftigung hindeutet. Zuvor war letztmals im Februar 2020 ein Wert oberhalb dieser Schwelle verzeichnet worden. Seit seinem historischen Tiefstand vom April 2020 hat sich der Index deutlich erholt.

**Nach einem schwachen Start entwickelte sich der private Konsum bis zum Ende des ersten Quartals 2021 weiterhin verhalten.** Im Februar 2021 nahm das Umsatzvolumen im Einzelhandel um 3 % gegenüber dem Vormonat zu, wohingegen die Pkw-Neuzulassungen weiter zurückgingen (um 1,1 % im Vormonatsvergleich) und ihren niedrigsten Stand seit Juni 2020 erreichten. Das Verbrauchervertrauen verbesserte sich im März und lag bei -10,8 Punkten, verglichen mit -14,8 Zählern im Februar. Ausschlaggebend hierfür waren vor allem die Antworten auf die zukunftsorientierten Fragen im Rahmen der Erhebung. So gaben die privaten Haushalte beispielsweise im März vermehrt an, größere Anschaffungen tätigen zu wollen. Allerdings lag der entsprechende Wert nach wie vor deutlich unter dem Vorkrisenniveau. Die um die Osterfeiertage abermals verschärften Eindämmungsmaßnahmen legen eine erneute Verringerung der privaten Konsumausgaben zu Beginn des zweiten Quartals nahe. Damit würde sich die erwartete Erholung verzögern. Das Arbeitseinkommen wurde durch die Coronakrise zwar stark beeinträchtigt, die Auswirkungen auf das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte im Eurogebiet konnten jedoch zum Großteil durch fiskalische Transfers abgedeckt werden. Infolge des Konsumrückgangs im vierten Quartal 2020 stieg die Sparquote der privaten Haushalte im selben Zeitraum auf 20 %, verglichen mit 17 % im dritten Jahresviertel. Auf kurze Sicht dürfte sie weiter über ihrem vor der

Pandemie verzeichneten Niveau verharren und sich erst danach allmählich wieder normalisieren. Darauf lassen auch die gedämpften Erwartungen der privaten Haushalte hinsichtlich ihrer Bereitschaft schließen, in den kommenden zwölf Monaten größere Anschaffungen zu tätigen.

**Die Unternehmensinvestitionen dürften im ersten Quartal 2021 leicht zugenommen haben, aber die erhöhte Unsicherheit und schwächere Bilanzen könnten die Investitionsentscheidungen im weiteren Jahresverlauf beeinträchtigen.**

Nach einem kräftigen vierteljährlichen Wachstum von 3,1 % im vierten Quartal 2020, das zum Großteil von Investitionen in geistiges Eigentum getragen wurde, entwickelten sich die Investitionen ohne Bauten offenbar auch im ersten Jahresviertel 2021 robust. Die Investitionsgüterproduktion war zwar im Februar rückläufig, lag aber im Durchschnitt der Monate Januar und Februar 2,0 % über dem Niveau des Schlussquartals 2020. Zudem haben sich sowohl der EMI als auch die Umfrageindikatoren der Europäischen Kommission für den Investitionsgütersektor im ersten Vierteljahr 2021 gegenüber dem Vorquartal tendenziell verbessert. Nach Anlageschwerpunkten aufgeschlüsselt ist an den Umfrageindikatoren abzulesen, dass sich die Sachinvestitionen, wie etwa Anlagen in Ausrüstungen und Fahrzeuge, von ihrem Einbruch im zweiten Quartal 2020 wieder deutlich erholt haben. Allerdings ist das vor der Pandemie verzeichnete Niveau noch immer nicht erreicht. Die immateriellen Investitionen entwickelten sich während der Krise vergleichsweise besser und erreichten im vierten Quartal 2020 annähernd wieder ihren Stand vom Schlussquartal 2019 (wenn man die vierteljährlichen Schwankungen aufgrund der Aktivitäten einiger weniger globaler Unternehmen im Bereich des geistigen Eigentums außer Acht lässt, die besonders einige Länder wie Irland und die Niederlande betreffen). Damit bestätigen sich die aus dem Dialog mit Unternehmen gewonnenen Hinweise auf einen anhaltenden Digitalisierungstrend. Unterdessen ist die Unsicherheit immer noch hoch, und die Unternehmensbilanzen sind weiter angespannt, was sich im späteren Jahresverlauf negativ auf die Investitionen auswirken könnte. Die Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das vierte Quartal 2020 zeigen, dass der Bruttobetriebsüberschuss der Unternehmen im Euroraum gegenüber dem Vorjahr um 2,7 % gesunken und die Verschuldung gestiegen ist.

**Die Wohnungsbauminvestitionen dürften sich im ersten Quartal 2021 trotz erheblicher Unsicherheit infolge der erneuten Verschärfung der pandemiebedingten Einschränkungen weiterhin robust entwickelt haben.**

Nach einer kräftigen Erholung im dritten Quartal 2020 wurden die Wohnungsbauminvestitionen im Schlussquartal abermals ausgeweitet, wenngleich sich ihre Dynamik spürbar abschwächte. Die jüngsten Konjunkturindikatoren und Umfrageergebnisse deuten für das erste Vierteljahr 2021 auf eine anhaltende Wachstumsverlangsamung hin. Der Index für die Bauproduktion war im Februar rückläufig, wobei sein Durchschnittswert für die Monate Januar und Februar 0,4 % unter dem Wert des Schlussquartals 2020 lag. Der EMI für die Produktion im Baugewerbe und hier insbesondere im Wohnungsbausegment verbesserte sich indessen im ersten Quartal 2021, blieb jedoch im Kontraktionsbereich. Auch der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für das Baugewerbe stieg gegenüber dem Vorquartal an und lag damit im ersten

Jahresviertel deutlich über seinem langfristigen Durchschnitt. Aus den Umfrageergebnissen der Europäischen Kommission zu den Produktionshemmnissen geht hervor, dass angebotsseitige Faktoren wie etwa die Witterungsbedingungen sowie die Verfügbarkeit von Arbeitskräften und Baustoffen die Bautätigkeit zu Jahresbeginn beeinträchtigten. Nachfrageseitige Produktionsbeschränkungen waren indes weniger relevant, was auch mit der erneut optimistischeren Einschätzung der Auftragslage seitens der Unternehmen im Einklang steht. Dennoch schwächte sich laut der Umfrage zum Kreditgeschäft die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten im ersten Quartal 2021 ab, wenngleich für das zweite Jahresviertel wieder mit einem Anstieg gerechnet wird.

**Die Erholung des Handels im Euro-Währungsgebiet hat sich – auch bedingt durch den Brexit – verlangsamt.** Die Daten zum nominalen Warenhandel spiegeln die zu Jahresbeginn unterschiedliche Entwicklung des Warenhandels mit Ländern außerhalb und innerhalb des Euroraums wider. Ursächlich hierfür sind die mit dem Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU verbundenen negativen Auswirkungen auf den Handel des Eurogebiets mit Drittländern. Der bilaterale Handel zwischen dem Euro-Währungsgebiet und dem Vereinigten Königreich ging im Januar deutlich zurück, da die im Dezember aufgestockten Lagerbestände wieder abgebaut und zusätzliche administrative Hürden für Aus- und Einfuhren aufgebaut wurden. Im Februar entwickelten sich die Exporte des Euroraums in Länder außerhalb des Eurogebiets trotz einer teilweisen Erholung des Handels mit dem Vereinigten Königreich weiter schwach. Die Ausfuhren innerhalb des Euroraums wurden dagegen in den ersten beiden Monaten des laufenden Jahres stark ausgeweitet. Im Handel mit wichtigen Exportmärkten setzt sich die Erholung in Richtung des Vorpandemieniveaus fort, wohingegen von der übrigen Welt nach wie vor eine Bremswirkung auf das Exportgeschäft insgesamt ausgeht. Die Ausfuhren des Euro-Währungsgebiets nach China entwickelten sich weiterhin sehr dynamisch, was vor allem den Pkw-Exporten, aber auch anderen Güterkategorien zuzuschreiben war. Die Ausfuhren in die Vereinigten Staaten haben wieder das vor der Pandemie verzeichnete Niveau erreicht und wurden dabei von den Pkw- und Konsumgüterexporten getragen. Die jüngste Entwicklung der Frühindikatoren deutet darauf hin, dass der Warenhandel wieder an Fahrt gewinnt, während die Erholung im Dienstleistungsverkehr weiter schleppend verläuft. In der Tourismusbranche, dem am stärksten von der Pandemie betroffenen Dienstleistungsbereich, zeigen sich erste Anzeichen einer Erholung gegenüber dem Tiefstand von Ende 2020. Wenngleich sich der internationale Flugverkehr im März nach wie vor schwach entwickelte, sind die Frühbuchungen und das Vertrauen im Beherbergungssektor wieder etwas gestiegen.

**Vor dem Hintergrund der weiter bestehenden Eindämmungsmaßnahmen lassen die Konjunkturindikatoren auf eine schwache, womöglich gar sinkende Wirtschaftsleistung im ersten Quartal 2021 und eine Wachstumserholung im zweiten Jahresviertel schließen.** Die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) verringerte sich im Februar um 1,0 % gegenüber dem Vormonat. Damit lag das durchschnittliche Produktionsniveau in den beiden Anfangsmonaten des ersten Quartals 2021 allerdings immer noch 1,0 % über dem Durchschnitt des Schlussquartals 2020. Aktuellere Umfrageergebnisse weisen auf eine allmähliche

branchenübergreifende Belebung der Konjunktur in nächster Zeit hin. So stieg beispielsweise der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor von 48,1 Punkten im vierten Quartal 2020 auf 49,9 Zähler im ersten Jahresviertel 2021. Diese Verbesserung war auf die Entwicklung sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor zurückzuführen. Die Konjunkturindikatoren für das erste Quartal signalisieren ein anhaltend schwaches, möglicherweise sogar negatives Wachstum. Grund hierfür sind die Eindämmungsmaßnahmen, die gegen Ende des Quartals in einigen Ländern verschärft wurden. Hochfrequenzindikatoren deuten ebenfalls insgesamt auf ein weiterhin schwaches, wenn auch leicht zunehmendes Wachstum hin.

**Was die nähere Zukunft betrifft, so sollten die anhaltenden Fortschritte bei den Impfkampagnen in einem von erhöhter Unsicherheit geprägten Umfeld die Grundlage für eine Belebung im Jahresverlauf 2021 schaffen, auch wenn eine vollständige Erholung noch einige Zeit auf sich warten lässt.** Es ist noch nicht

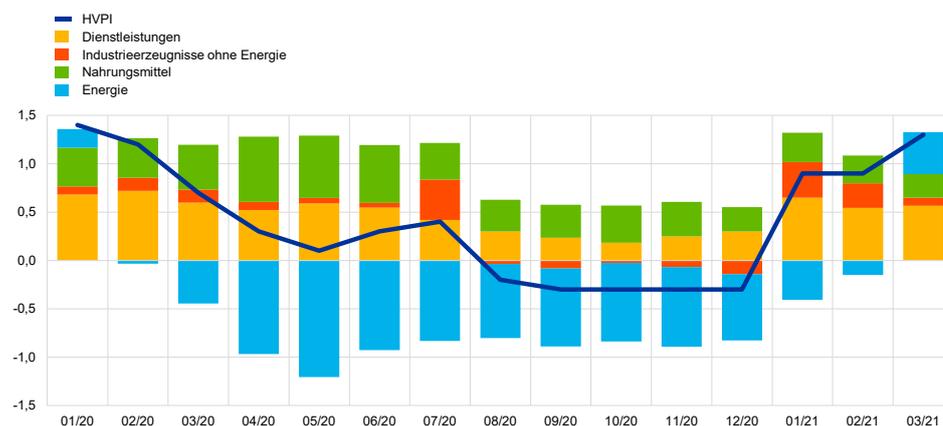
klar, wann die Eindämmungsmaßnahmen wieder gelockert werden können. Zudem sind weitere ungünstige Entwicklungen im Zusammenhang mit der Pandemie nicht auszuschließen. Zwar dürfte diese pandemiebedingte Unsicherheit die Erholung am Arbeitsmarkt dämpfen und die Entwicklung der Konsumausgaben und Investitionen beeinträchtigen, doch sollte die wirtschaftliche Erholung im Euroraum durch günstige Finanzierungsbedingungen, einen expansiven finanzpolitischen Kurs und – sobald die Eindämmungsmaßnahmen gelockert werden und die Unsicherheit nachlässt – eine Belebung der inländischen wie auch weltweiten Nachfrage gestützt werden. Die Ergebnisse des aktuellen, Anfang April von der EZB durchgeführten [Survey of Professional Forecasters](#) zeigen, dass die Wachstumsprognosen des privaten Sektors für das BIP gegenüber der vorangegangenen Umfrage von Anfang Januar für 2021 nach unten und für 2022 nach oben korrigiert wurden. Der Umfrage zufolge dürfte das BIP im ersten Quartal 2021 um 0,6 % gesunken sein, im zweiten Jahresviertel hingegen wieder um 1,4 % steigen. Dies deckt sich weitgehend mit den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2021, in denen für das BIP im ersten Quartal dieses Jahres ein Rückgang um 0,4 % und im zweiten Quartal ein Anstieg um 1,3 % veranschlagt wird. Dieses kurzfristige Wachstumsprofil steht im Einklang mit den aktuellen Gegebenheiten im Hinblick auf die Eindämmungsmaßnahmen und die zunehmende Dynamik bei den laufenden Impfkampagnen. Auf mittlere Sicht dürfte die konjunkturelle Erholung im Euroraum von einer Wiederbelebung der weltweiten und der inländischen Nachfrage getragen werden. Dies wird wiederum von günstigen Finanzierungsbedingungen und fiskalischen Impulsen gestützt.

**Die am HVPI gemessene Teuerung zog Anfang 2021 gegenüber Ende 2020 kräftig an** (siehe Abbildung 7). Im März 2021 erhöhte sich die HVPI-Teuerung auf 1,3 %, nachdem sie in den beiden vorangegangenen Monaten jeweils 0,9 % betragen und zuvor gegen Ende letzten Jahres vier Monate in Folge bei -0,3 % gelegen hatte. Der Anstieg der Gesamtinflation vom März war auf einen erneuten Preisauftrieb bei Energie zurückzuführen, der die Rückgänge bei der Teuerung von Nahrungsmitteln und bei der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel mehr als ausglich. Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel fiel von 1,4 % im Januar auf 1,1 % im Februar und weiter auf 0,9 % im März, lag aber weiterhin merklich über dem Wert von 0,2 %, der in den letzten vier Monaten des Jahres 2020 verzeichnet worden war (siehe Abbildung 9).

### Abbildung 7

#### Gesamtinflation und Beiträge der Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)

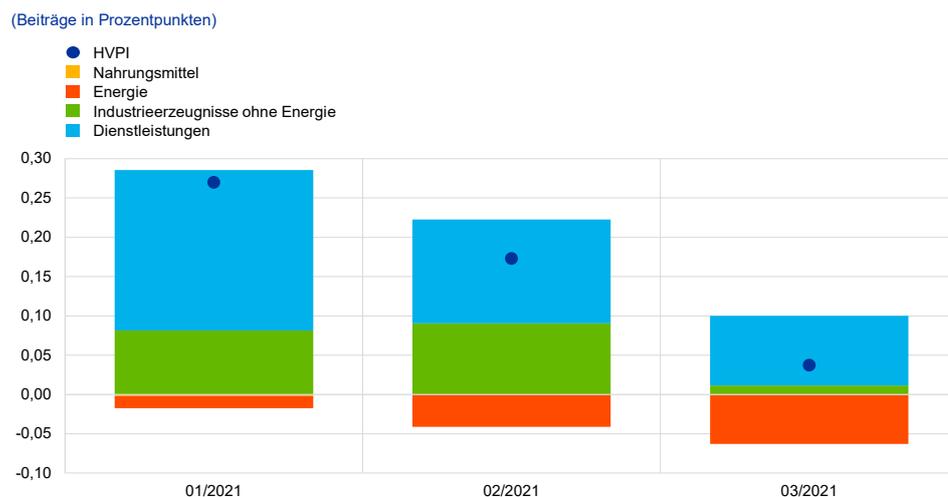


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2021.

**Für den Anstieg der Gesamtinflation in den letzten Monaten waren mehrere Faktoren verantwortlich, die meist als vorübergehend anzusehen und zum Teil statistisch bedingt sind.** Den stärksten Aufwärtsschub lieferte die Teuerung bei Energie, die zunächst immer weniger stark im negativen Bereich lag und anschließend eine deutlich positive Wachstumsrate aufwies. Diese Entwicklung war sowohl auf einen umfangreichen aufwärtsgerichteten Basiseffekt als auch auf relativ kräftige Energieverteuerungen gegenüber dem Vormonat zurückzuführen. Sofern die derzeitigen Terminpreise Bestand haben, dürfte sich dieser Aufwärtsdruck fast das ganze laufende Jahr in den Daten niederschlagen und danach zu Jahresbeginn 2022 auslaufen (siehe Kasten 4). Ein weiterer aufwärtsgerichteter Impuls ergab sich aus der im Januar erfolgten Rücknahme der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland, die die Inflationsraten im Gesamtjahr 2021 weiterhin beeinflussen wird. Überdies kamen vor allem im Januar zwei weitere Faktoren zum Tragen, die bis März jedoch an Bedeutung verloren. Zum einen wurden in einigen Euro-Ländern der Zeitpunkt und Umfang der Saisonschlussverkäufe geändert, was zu einem starken Preisauftrieb bei den

Industrieerzeugnissen ohne Energie führte. Zum anderen wurden außergewöhnlich umfangreiche Anpassungen bei den HVPI-Gewichten für das Jahr 2021 vorgenommen, die mit dem veränderten Konsumverhalten der privaten Haushalte während der Pandemie zusammenhängen. Insbesondere diese Entwicklung resultierte im Januar und Februar zuweilen in einem Anstieg des Preisauftriebs bei den Dienstleistungen, der sich im März deutlich verringerte (siehe Abbildung 8).

**Abbildung 8**  
Aufschlüsselung der Auswirkungen der Gewichtungsänderungen



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Auswirkungen der Gewichtungsänderungen basieren auf EZB-Schätzungen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2021.

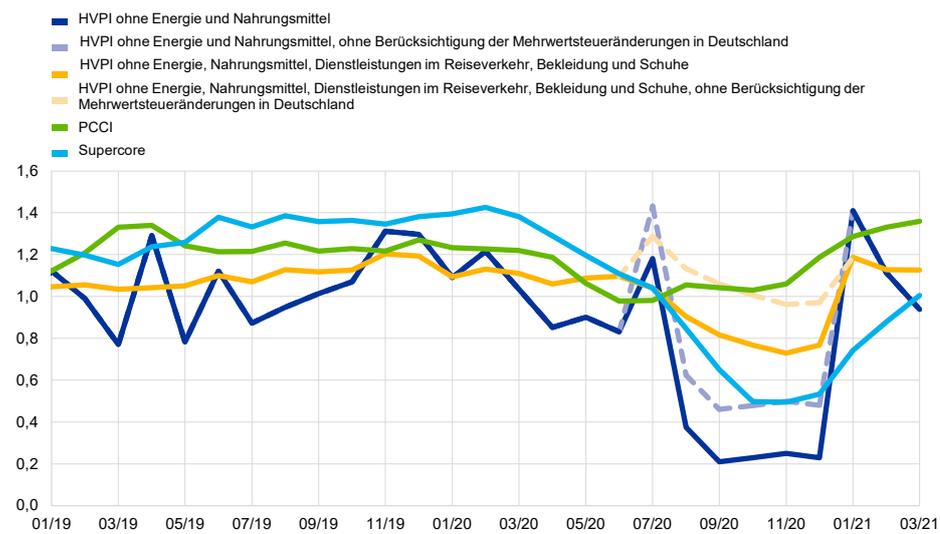
**Angesichts der Tatsache, dass auch im Februar und März noch zahlreiche Preise imputiert wurden, waren die Signale, die auf einen Preisdruck hinweisen, weiterhin mit relativ hoher Unsicherheit behaftet.** Der Anteil der Preisimputationen bei den HVPI-Positionen sank im März leicht auf 10 % (HVPI-Gesamtindex) bzw. 15 % (HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel). Dieser Rückgang spiegelte im Wesentlichen geringere Imputationen bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie wider; bei den Dienstleistungen hat sich der entsprechende Anteil hingegen leicht erhöht. Insbesondere bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie hat sich der Anteil imputierter Preise beträchtlich verringert (von 15 % im Februar auf lediglich 4 % im März), während er bei den Dienstleistungen mit 20 % im Februar und 21 % im März weiterhin hoch war.

**Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation erhöhten sich im Januar, gingen dann aber im Februar und März leicht zurück** (siehe Abbildung 9). Die meisten Messgrößen wurden durch die oben aufgeführten temporären Faktoren beeinflusst. Daher ist ihre Signalwirkung mit einer gewissen Unsicherheit behaftet. Im Februar und März sind die ausschussbasierten Messgrößen (der HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel sowie der HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe) nach dem leichten Anstieg vom Januar wieder gesunken und auf ihr Niveau vom Frühjahr 2020 – bevor die Auswirkungen der Mehrwertsteuersenkung in Deutschland spürbar wurden – zurückgekehrt. Weitere Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation weisen seit

Ende 2020 eine kontinuierlichere Aufwärtsbewegung auf, allerdings ausgehend von einem relativ niedrigen Niveau. Insgesamt liefern die verfügbaren Messgrößen der zugrunde liegenden Teuerung keine breit angelegten Hinweise für einen anhaltenden Anstieg des zugrunde liegenden Inflationsdrucks.

**Abbildung 9**  
Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2021.

**Obwohl sich der Kostendruck auf globaler Ebene weiter aufgebaut hat, blieb der Preisdruck bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie in den nachgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette stabil.** Bei den Konsumgütern ohne Nahrungsmittel war die Steigerungsrate der inländischen Erzeugerpreise im Februar mit 0,6 % etwas niedriger als im Januar, bewegte sich aber weiterhin in der Nähe ihres langfristigen Durchschnittswerts. Die Änderungsrate der Einfuhrpreise von Konsumgütern ohne Nahrungsmittel war auch im Februar niedrig und gegenüber den beiden Vormonaten weitgehend unverändert. Diese Entwicklung ist wahrscheinlich auch auf die Stabilität des nominalen effektiven Wechselkurses zurückzuführen. In den vorgelagerten Stufen der Vorleistungsgüterproduktion erhöhten sich im Februar sowohl die Änderungsrate der Erzeuger- als auch jene der Importpreise weiter. Maßgeblich hierfür dürften der starke Anstieg der Jahreswachstumsraten der Preise für Öl und Industrierohstoffe sowie bis zu einem gewissen Grad auch die aus den Beeinträchtigungen der Lieferketten resultierenden Kosten gewesen sein. Die Geschäftserwartungen zu den Verkaufspreisen in den kommenden Monaten deuten indes für die nähere Zukunft nicht auf einen breit angelegten Preisschub entlang der Liefer- und Preissetzungsketten hin.

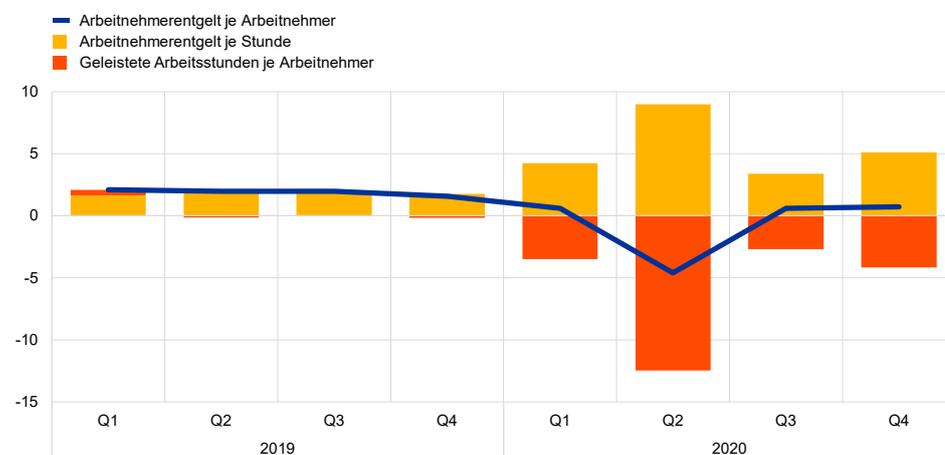
**Der Lohndruck scheint schwach zu sein und wird nach wie vor durch die Auswirkungen der staatlichen Stützungsmaßnahmen verzerrt.** Dies zeigt sich beispielsweise an der divergierenden Entwicklung beim Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und des Arbeitnehmerentgelts je Stunde. Der

Abstand zwischen diesen beiden Größen weitete sich im vierten Quartal 2020 abermals aus, da aufgrund der erneuten Lockdown-Maßnahmen gegen Jahresende wieder vermehrt Kurzarbeit in Anspruch genommen und mehr zeitweilige Freistellungen vorgenommen wurden. So erhöhte sich das jährliche Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im vierten Quartal leicht auf 0,7 % nach 0,6 % im dritten Jahresviertel. Im zweiten Quartal war das Wachstum mit -4,5 % noch stark negativ gewesen. Unterdessen kletterte das jährliche Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Stunde von 3,4 % im dritten Quartal 2020 auf 5,1 % im Schlussquartal (siehe Abbildung 10).

### Abbildung 10

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



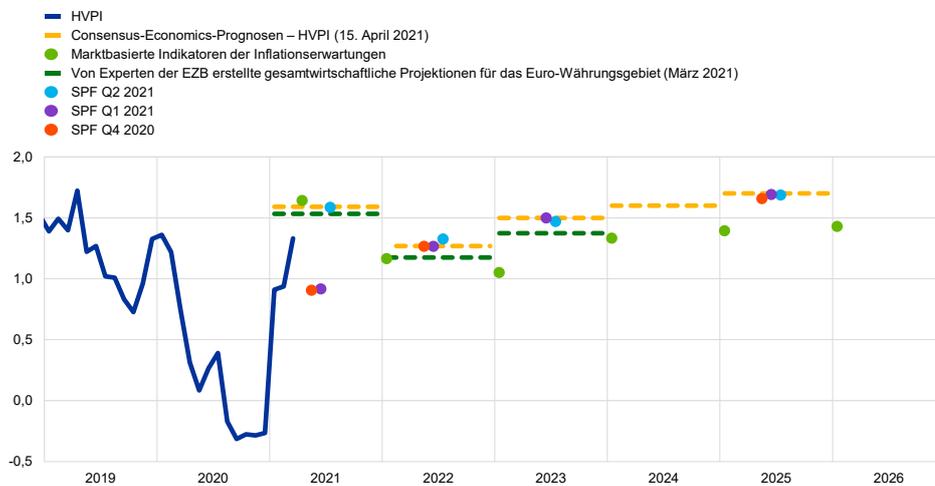
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2020.

**Die umfragebasierten Indikatoren der langfristigen Inflationserwartungen blieben stabil, und die marktbasieren Indikatoren der Inflationserwartungen haben sich weiter erhöht.** Der seit Jahresbeginn 2021 zu beobachtende Anstieg sowohl der kürzer- als auch der längerfristigen marktbasieren Indikatoren der Inflationserwartungen im Euroraum hat sich nach der März-Sitzung des EZB-Rats fortgesetzt, obwohl die Covid-19-Infektionszahlen in Europa zunahmen und es zu temporären Rückschlägen beim Impfprozess kam. Der wichtigste inflationsindexierte Termin-Swapsatz, also der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren, liegt aktuell bei 1,53 % und damit 8 Basispunkte höher als zu Beginn des Betrachtungszeitraums. Was die umfragebasierten Messgrößen anbelangt, so lagen die durchschnittlichen längerfristigen Inflationserwartungen für 2025 den Ergebnissen des [Survey of Professional Forecasters der EZB](#) zufolge im April unverändert bei 1,7 %. Die in der Prognose von Consensus Economics vom April 2021 enthaltenen längerfristigen Erwartungen wiesen mit 1,7 % für 2025 ebenfalls keine Veränderung auf (siehe Abbildung 11).

## Abbildung 11

### Umfrage- und marktbasierende Indikatoren der Inflationserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, Thomson Reuters, Consensus Economics, Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet (März 2021), Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die SPF-Umfrage für das zweite Quartal 2021 wurde vom 31. März bis zum 12. April 2021 durchgeführt. Die aus Marktpreisen abgeleitete Kurve basiert auf der einjährigen Kassa-Inflationsrate und dem einjährigen Terminsatz in einem Jahr, dem einjährigen Terminsatz in zwei Jahren, dem einjährigen Terminsatz in drei Jahren und dem einjährigen Terminsatz in vier Jahren. Die jüngsten Angaben zu den marktbasierenden Indikatoren der Inflationserwartungen beziehen sich auf den 21. April 2021.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

### **Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 blieb im Februar 2021 stabil.**

Die Jahreswachstumsrate von M3 sank leicht von 12,5 % im Januar auf 12,3 % im Februar (siehe Abbildung 12). Sie verharrte damit auf einem erhöhten Niveau, worin nach wie vor die Auswirkungen der außergewöhnlichen Geldmengenexpansion in der Anfangsphase der Corona-Pandemie (Covid-19) zum Ausdruck kommen. Die kürzerfristige Dynamik der weit gefassten Geldmenge (wie etwa die monatlichen Ströme) hat sich abgeschwächt. Sie deutet jedoch vor dem Hintergrund der geldpolitischen, fiskalischen und aufsichtlichen Stützungsmaßnahmen nach wie vor auf eine rasch zunehmende Geldschöpfung hin. Die Zunahme von M3 war im Wesentlichen dem eng gefassten Geldmengenaggregat M1 geschuldet, das die liquidesten Komponenten von M3 umfasst. Die Jahresänderungsrate von M1 blieb im Februar mit 16,4 % weitgehend unverändert. Grund dafür war hauptsächlich, dass Unternehmen und private Haushalte ihre Einlagen ähnlich stark wie im zweiten Halbjahr 2020 aufstockten. Die sonstigen kurzfristigen Einlagen und die marktfähigen Finanzinstrumente trugen hingegen nur geringfügig zum jährlichen M3-Wachstum bei. Darin spiegeln sich das niedrige Zinsniveau und die Suche der Investoren nach Rendite wider.

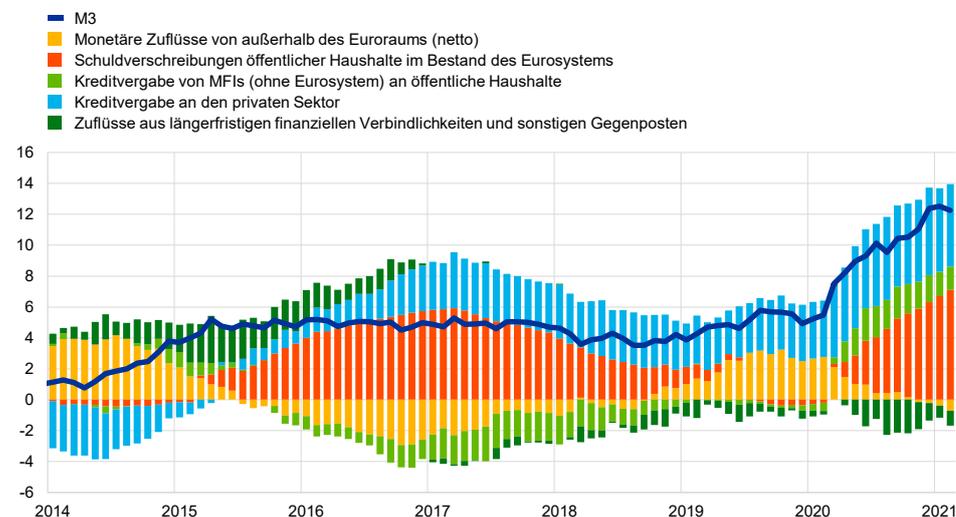
### **Die Geldschöpfung wurde weiterhin von der Ausweitung der inländischen Kreditvergabe bestimmt, die in erster Linie über den Ankauf von Vermögenswerten durch das Eurosystem erfolgte.**

Im Februar 2021 leistete der Nettoerwerb von Schuldverschreibungen öffentlicher Haushalte durch das Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) erneut den größten Beitrag zum M3-Wachstum (siehe die roten Balkenabschnitte in Abbildung 12). Zusätzlich gestützt wurde es durch die Kreditvergabe an den privaten Sektor (siehe die blauen Balkenabschnitte in Abbildung 12) und in geringerem und weiter abnehmendem Maße durch die Kreditvergabe der monetären Finanzinstitute (MFIs) an öffentliche Haushalte (siehe die hellgrünen Balkenabschnitte in Abbildung 12). Die monetären Zuflüsse von außerhalb des Euroraums (netto) hatten nach wie vor nur einen geringen Einfluss auf die Geldschöpfung (siehe die gelben Balkenabschnitte in Abbildung 12). Dämpfend wirkten abermals die längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten und sonstigen Gegenposten. Im Vergleich zur zweiten Jahreshälfte 2020 hat dieser Effekt allerdings nachgelassen, denn der Rückgriff der Banken auf die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) zu attraktiven Konditionen hat den Nettoabsatz langfristiger Bankschuldverschreibungen, welcher das M3-Wachstum bremst, gedrosselt.

## Abbildung 12

### M3 und Gegenposten

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



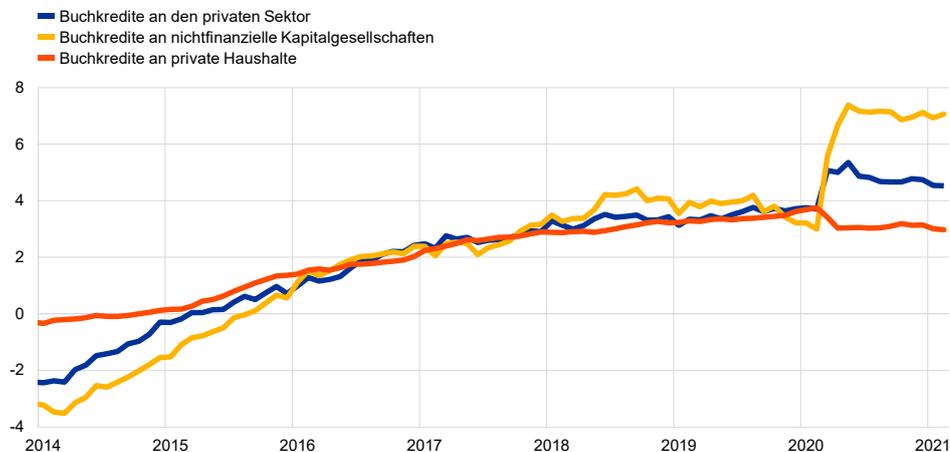
Quelle: EZB.

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 Februar 2021.

**Das Wachstum der Buchkreditvergabe an den privaten Sektor blieb im Februar 2021 weitgehend unverändert.** Die Jahreswachstumsrate der Bankkredite an den privaten Sektor belief sich im Februar auf 4,5 %. Sie hat sich damit seit dem vergangenen Sommer kaum verändert und liegt deutlich über dem Niveau vor Pandemiebeginn (siehe Abbildung 13). Dabei betrug der jährliche Zuwachs der Unternehmenskredite im Februar 7,1 % nach 6,9 % im Januar, während das Jahreswachstum der Wohnungsbaukredite an private Haushalte mit 3,0 % gleich blieb. Zwar sind die Wachstumsraten seit Juni 2020 im Großen und Ganzen stabil, doch deuten die Stromdaten auf eine Abschwächung der Kreditdynamik hin, da die Nachfrage der Unternehmen nach Krediten rückläufig ist. Zugleich gibt es erste Anzeichen für eine Verknappung des Kreditangebots. Die Nachfrage der Unternehmen verlagerte sich weiter von kürzerfristigen hin zu längerfristigen Darlehen. Unterdessen entfiel der Großteil der Kreditgewährung an Privathaushalte im Februar abermals auf die Wohnungsbaukredite. Das Wachstum der Konsumentenkredite blieb hingegen gering, da die strengeren pandemiebedingten Eindämmungsmaßnahmen die Konsummöglichkeiten beschränkten.

## Abbildung 13 Buchkredite an den privaten Sektor

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Kredite sind um Verkäufe und Verbriefungen sowie um fiktives Cash-Pooling bereinigt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2021.

### Aus der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom April 2021 geht hervor, dass die Kreditrichtlinien für Unternehmen im ersten Quartal 2021 per saldo leicht verschärft wurden (siehe Abbildung 14). Die Entwicklung folgte

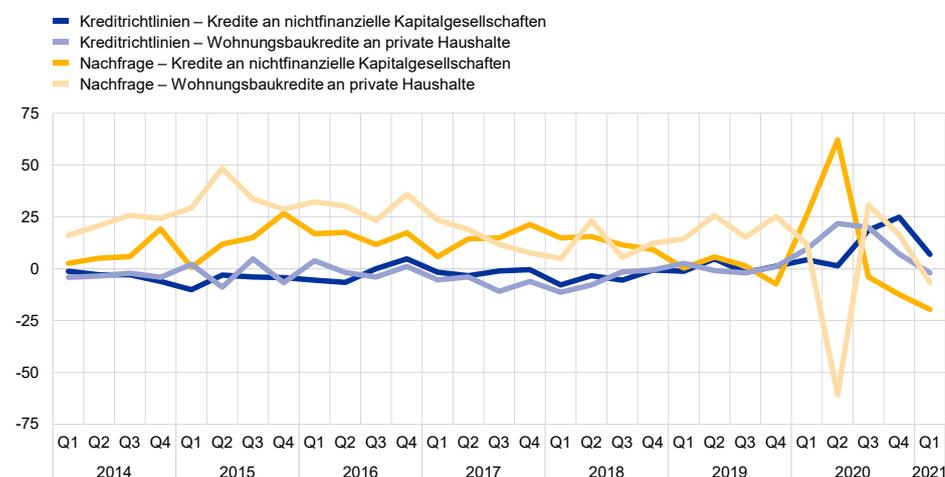
auf eine erhebliche Verschärfung in den zwei vorangegangenen Quartalen und war – wenn auch in geringerem Maße als in den beiden Vorquartalen – durch eine höhere Risikoeinschätzung und eine geringere Risikotoleranz der Banken bedingt. Dass die Kreditrichtlinien per saldo weniger deutlich verschärft wurden, könnte mit der Verlängerung der fiskalischen Hilfsmaßnahmen, der anhaltenden Unterstützung durch geldpolitische und aufsichtliche Maßnahmen sowie der allgemeinen Aufhellung der Risikostimmung im ersten Quartal des laufenden Jahres zusammenhängen. Im Unternehmenssektor gingen die Kreditnachfrage und die Inanspruchnahme von Kreditlinien abermals zurück. Ursächlich hierfür waren vor allem der weiterhin dämpfende Einfluss, der vom Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen ausging, da besonders Unternehmen aus stärker von der Pandemie betroffenen Branchen ihre Investitionen tendenziell zurückstellten. Für das zweite Jahresviertel 2021 erwarten die Banken eine Wiederbelebung der Nachfrage nach Unternehmenskrediten sowie eine weitere leichte Verschärfung der entsprechenden Kreditrichtlinien. Der Umfrage zufolge wurden im ersten Quartal dieses Jahres die Richtlinien für Wohnungsbaukredite minimal gelockert und jene für Konsumentenkredite moderat verschärft. Gestützt wurde die Lockerung bei den Wohnungsbaukrediten durch die Konkurrenz von anderen Kreditgebern. Dagegen wirkten sich die Risikoeinschätzung in Bezug auf die Bonität der Kreditnehmer und die Risikotoleranz der Banken weiterhin verschärfend auf sämtliche Kredite an private Haushalte aus. Die Nettonachfrage nach Wohnungsbaukrediten ging im ersten Quartal zurück. Ein schwaches Verbrauchervertrauen und geringe Ausgaben für Gebrauchsgüter belasteten die Nettonachfrage, wohingegen das allgemein niedrige Zinsniveau und solide Aussichten für den Wohnungsmarkt positiv zu Buche schlugen. Für das zweite Quartal 2021 gehen die Banken insgesamt von einer Verschärfung der Kreditrichtlinien sowie einer steigenden Nachfrage bei Krediten an

private Haushalte aus. Ferner teilten die Banken mit, dass das APP, das PEPP und die dritte Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) sich nach wie vor positiv auf ihre Liquiditätsposition und die Finanzierungsbedingungen am Markt auswirkten. Zusammen mit dem negativen Zinssatz für die Einlagefazilität trugen sie zu einer Lockerung der Kreditvergabebedingungen bei und beeinflussten das Kreditvolumen positiv. Indes beeinträchtigten die Wertpapierankäufe der EZB sowie der negative Zinssatz für die Einlagefazilität nach Einschätzung der Banken auch weiterhin ihr Zinsergebnis, während das zweistufige System der EZB für die Verzinsung von Überschussreserven ihrer Ertragslage zugutekam.

### Abbildung 14

#### Veränderung der Kreditrichtlinien und der Nettonachfrage bei Unternehmenskrediten und Wohnungsbaukrediten an private Haushalte (inklusive Kreditlinien)

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



Quelle: EZB (Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet).

Anmerkung: Bei den Fragen zu den Kreditrichtlinien ist der prozentuale Saldo definiert als die Differenz zwischen der Summe der jeweiligen Anteile (in Prozent) der Banken, die mit „deutlich verschärft“ oder „leicht verschärft“ antworteten, und der Summe der Anteile (in Prozent) der Banken, die „etwas gelockert“ oder „deutlich gelockert“ angaben. Bei den Fragen zur Kreditnachfrage ist der prozentuale Saldo definiert als die Differenz zwischen der Summe der jeweiligen Anteile (in Prozent) der Banken, die mit „deutlich gestiegen“ oder „leicht gestiegen“ antworteten, und der Summe der Anteile (in Prozent) der Banken, die „leicht gesunken“ oder „deutlich gesunken“ angaben. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2021.

#### Die Kreditzinsen der Banken bewegten sich nach wie vor in der Nähe ihrer historischen Tiefstände.

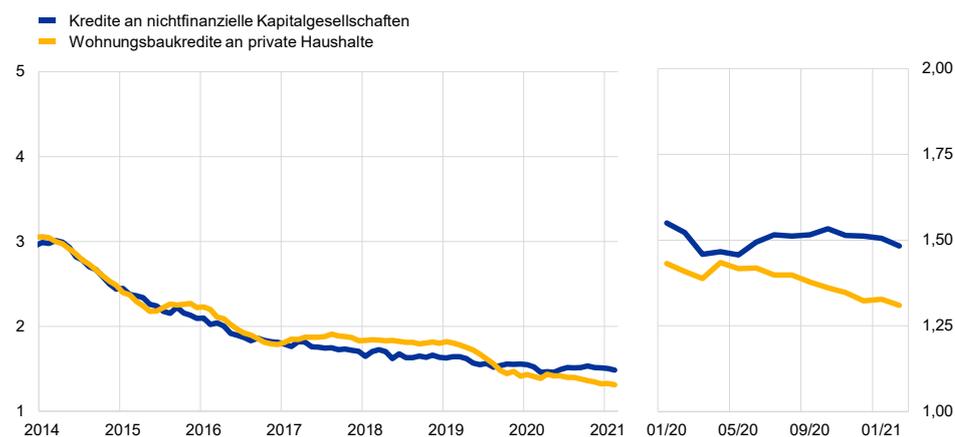
Im Februar 2021 blieben die gewichteten Zinssätze für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mit 1,48 % weitgehend unverändert, während die entsprechenden Zinssätze für Kredite an private Haushalte mit 1,31 % einen neuen historischen Tiefstand erreichten (siehe Abbildung 15). In dieser Entwicklung, die in den meisten Euro-Ländern zu beobachten war, kommt der anhaltende Einfluss der Maßnahmen der EZB, der Aufsichtsbehörden und der nationalen Regierungen zur Stützung der Kreditvergabebedingungen zum Ausdruck. Die realen Kosten der Unternehmen für die Finanzierung über Banken näherten sich wieder dem Stand von Anfang 2020 an, wozu auch die jüngst steigenden Inflationserwartungen beitrugen. Darüber hinaus stabilisierte sich der Abstand zwischen den Bankkreditzinsen für sehr kleine Kredite und jenen für große Kredite auf einem Niveau, wie es vor der Pandemie verzeichnet worden war. Indessen ist die Unsicherheit bezüglich des anhaltenden Effekts der Pandemie auf die Wirtschaft – und damit auch auf die Bonität der Kreditnehmer und

die Bilanzen der Banken – immer noch hoch. Um zu vermeiden, dass diese Unsicherheit zu einer breit angelegten Verschärfung der Finanzierungsbedingungen führt, die die wirtschaftlichen Auswirkungen der Pandemie verstärken würde, sind sämtliche aktuellen Hilfsmaßnahmen auch weiter unerlässlich.

### Abbildung 15

#### Gewichtete Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte

(in % p. a.)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die gewichteten Zinsen für Bankkredite errechnen sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis eines gleitenden 24-Monats-Durchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2021.

# Kästen

## 1 Bestimmungsfaktoren für den jüngsten Anstieg der Seefrachtkosten

Maria Grazia Attinasi, Alina Bobasu und Rinalds Gerinovics

**Die Weltwirtschaft und der internationale Handel verzeichneten im zweiten Halbjahr 2020 eine starke Erholung, die sich zu großen Teilen auf das verarbeitende Gewerbe stützte, während die Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor verhalten war und nach wie vor ist.** Aufgrund des

rüchläufigen Infektionsgeschehens, der damit verbundenen Rücknahme von Eindämmungsmaßnahmen und der umfassenden Unterstützung seitens der Politik auf dem Höhepunkt der Krise kam es im dritten Quartal 2020 zu einer raschen Erholung der globalen Wirtschaftsaktivität. Trotz einer Verlangsamung im Schlussquartal des Jahres, die aus einer erneuten Verschärfung der Pandemie resultierte, schritt die Erholung der Weltwirtschaft in der zweiten Jahreshälfte 2020 insgesamt schneller voran als ursprünglich angenommen.<sup>1</sup> Dies war im Wesentlichen dem verarbeitenden Gewerbe zuzuschreiben (siehe Abbildung A, obere Grafik), da die Produktion wieder aufgenommen wurde und die Güternachfrage zunahm. Unterdessen blieb der Dienstleistungssektor – und hier insbesondere die kontaktintensivsten Branchen – hinter dieser Entwicklung zurück, was auf die nach wie vor bestehenden Abstandsregeln und einige verbliebene Einschränkungen zurückzuführen war. Hiervon wurde die Reise- und Touristikbranche besonders stark in Mitleidenschaft gezogen. Nach dem Einbruch des Welthandels im ersten Halbjahr 2020 erhöhten sich die globalen Wareneinfuhren wieder und kehrten bis November 2020 auf ihr Vorkrisenniveau zurück.<sup>2</sup> Die Erholung vollzog sich allerdings von Land zu Land in unterschiedlichem Tempo. So erreichte China, das als erstes Land die Pandemie unter Kontrolle bringen konnte, bereits im Juni des vergangenen Jahres wieder das vor der Krise verzeichnete Niveau (siehe Abbildung A, untere Grafik). Erst zum Jahresende kam es auch in anderen führenden Volkswirtschaften der Welt zu einer Belebung des Handels.

<sup>1</sup> Siehe EZB, [Das außenwirtschaftliche Umfeld](#), Kasten 2 in: Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, März 2021; IWF, World Economic Outlook Update, Januar 2021.

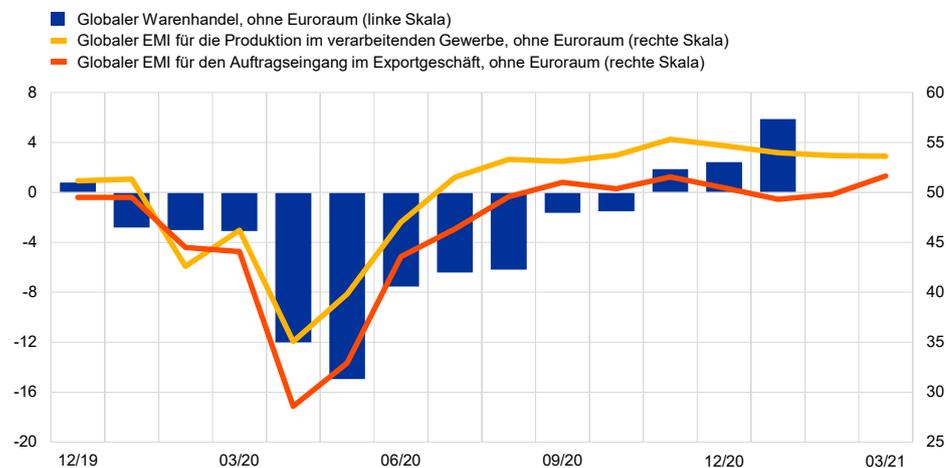
<sup>2</sup> Siehe EZB, [Der drastische Handelseinbruch im Jahr 2020 und der verstärkende Einfluss globaler Wertschöpfungsketten](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 5/2020, Juli 2020.

## Abbildung A

### Entwicklung der Weltwirtschaft und des internationalen Handels

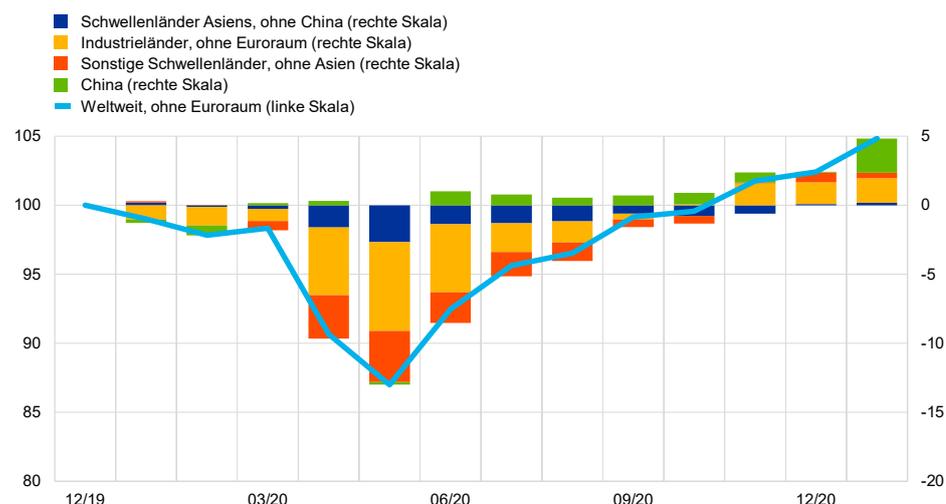
#### Warenhandel weltweit und Einkaufsmanagerindizes (EMIs)

(linke Skala: Veränderung gegen Vorjahr in %; rechte Skala: Diffusionsindizes)



#### Warenhandel weltweit und Beiträge der Länder

(linke Skala: Index: Dezember 2019 = 100; rechte Skala: Beiträge)



Quellen: Markit, CPB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Globales Aggregat ohne Euroraum. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2021 (EMIs) bzw. Januar 2021 (Warenhandel weltweit).

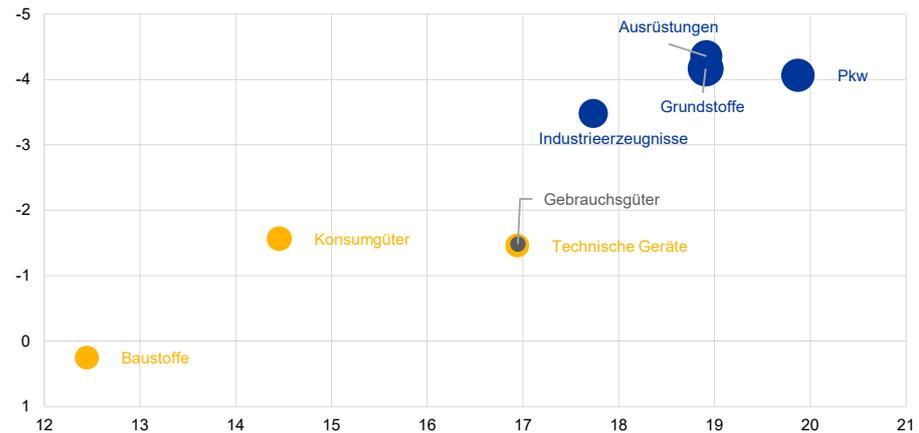
**Die kräftige Erholung der Konjunktur im verarbeitenden Gewerbe weltweit führte zu einem deutlichen Anstieg der internationalen Aufträge und zog Lieferengpässe nach sich.** Die angespannte Liefersituation manifestierte sich in immer längeren Lieferzeiten, was wiederum in höheren Containerfrachtkosten und ganz allgemein in höheren Inputpreisen zum Ausdruck kam. Insbesondere die globalen Einkaufsmanagerindizes (EMIs) für verschiedene Teilsektoren des verarbeitenden Gewerbes zeigen, dass die kräftige Zunahme der Auftragseingänge bei den Vorleistungsgütern, die seit dem Tiefstand im zweiten Quartal 2020 festzustellen war, mit merklich längeren Lieferzeiten und einem zunehmenden Preisdruck bei den Vorleistungsgütern einherging (siehe Abbildung B). Vergleichsweise starke Störungen der Lieferketten waren in den Sektoren Grundstoffe, Ausrüstungen und Pkw zu beobachten. Ein besonders gravierender

Engpass ergab sich bei der Lieferung von Halbleitern, was weltweit zu Verzögerungen in der Pkw-Produktion führte.<sup>3</sup>

## Abbildung B Lieferzeiten und Inputpreise

### Globale EMIs (Diffusionsindizes)

(y-Achse: EMI für die Lieferzeiten (invertiert); x-Achse: EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft, Veränderung von Q2 2020 bis Februar 2021)



Quellen: IHS Markit, Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Größe der Datenpunkte ist proportional zur Veränderung des EMI für die Inputpreise vom zweiten Quartal 2020 bis zum Februar 2021 zu sehen. Die grauen Datenpunkte stellen einen Anstieg des EMI für die Inputpreise von unter 10 Zählern dar, die gelben Datenpunkte einen Anstieg zwischen 10 und 15 und die blauen Datenpunkte einen Anstieg von über 15.

### Steigende Seefrachtkosten sind ein weiteres Anzeichen für Lieferengpässe

(siehe Abbildung C, obere Grafik). Seit der zweiten Jahreshälfte 2020 erholen sich die Seefrachtkosten weltweit kontinuierlich von ihren in der Pandemie markierten Tiefständen. In den letzten Monaten haben sie allerdings ein Niveau erreicht wie seit dem Ende der globalen Finanzkrise nicht mehr, wobei die Zuwachsraten mittlerweile über den seit 2015 verzeichneten Werten liegen. Zugleich sind die Frachtkosten für den Seetransport von Asien und China nach Europa, in den Mittelmeerraum und in die Vereinigten Staaten seit dem zweiten Halbjahr besonders kräftig gestiegen. Sie scheinen vor Kurzem ihren Höhepunkt erreicht zu haben (siehe Abbildung C, untere Grafik). Der Anstieg der Seetransportkosten hängt mit zwei Faktoren zusammen. Zum einen kam es aufgrund einer stärkeren Aktivität im verarbeitenden Gewerbe zu einer deutlichen Belebung der Nachfrage nach Vorleistungsgütern, was eine steigende Nachfrage nach chinesischen Exporten und damit auch nach Containerkapazitäten zur Folge hatte. Zugleich führte ein Mangel an Containern in asiatischen Häfen zu einer weiteren Verschärfung der Lage und zu einer erneuten Zunahme der Seefrachtkosten, da Firmen in Asien dem Vernehmen nach Prämien zahlen, um Container zurückzuerhalten.<sup>4</sup> Berichten zufolge sind europäische und US-amerikanische Häfen angesichts logistischer Probleme im Zusammenhang mit

<sup>3</sup> Die Lieferengpässe in der Halbleiterindustrie lassen sich auch dadurch erklären, dass die Nachfrage nach Halbleitern trotz des Einbruchs der Pkw-Produktion im zweiten Quartal 2020 relativ dynamisch blieb, da die Pandemie auch eine höhere Nachfrage nach elektronischen Geräten (z. B. Computern) mit sich brachte. Dementsprechend kam es zu Engpässen bei der Halbleiterherstellung, als die Automobilproduktion wieder Fuß fasste, zumal die Kapazitäten in der Halbleiterindustrie bereits fast vollständig ausgelastet waren.

<sup>4</sup> Siehe Bloomberg, Freight-Cost Pain Intensifies as Pandemic Rocks Ocean Shipping, Februar 2021.

der Corona-Pandemie (Covid-19) überfüllt, und in einigen Häfen bleiben leer stehende Container wegen der ungleichmäßigen Erholung des Welthandels zurück. Die verfügbaren Daten deuten auf einen Rückgang der Containertransporte aus wichtigen asiatischen Häfen hin, wobei der Frachtschiffsverkehr zwischen Asien und der EU am meisten gelitten hat (siehe Abbildung D). Vor diesem Hintergrund sind die Werte für die Zuverlässigkeit der Zeitpläne globaler Containerdienste aktuellen Daten von SeaIntelligence Consulting zufolge so tief gesunken wie nie zuvor.<sup>5</sup> Der Anstieg der Kosten für Seetransporte wurde durch die begrenzten Luftfrachtkapazitäten noch verschärft, da das internationale Flugaufkommen aufgrund von Reisebeschränkungen und Flugstornierungen einbrach.

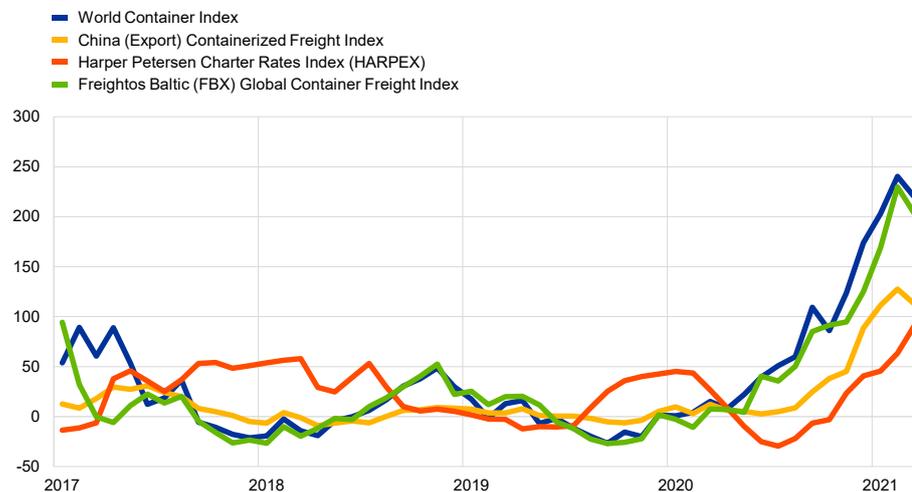
---

<sup>5</sup> Der von SeaIntel erstellte Bericht über die Zuverlässigkeit der Zeitpläne umfasst 34 verschiedene Seehandelsrouten und mehr als 60 Schifffahrtlinien. Den darin enthaltenen Angaben zufolge lag die Zuverlässigkeit in den vergangenen sechs Monaten auf dem niedrigsten Stand seit der Einführung des Index im Jahr 2011.

## Abbildung C Globale und regionale Seefrachtkosten

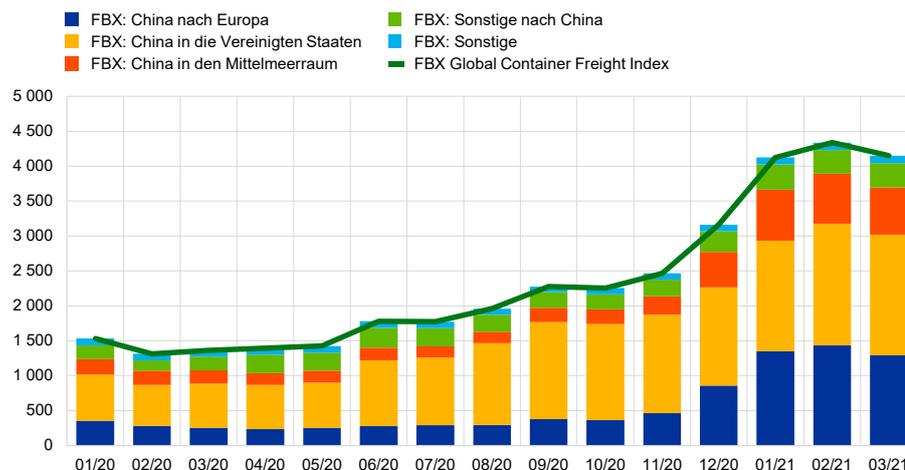
### Globale Seefrachtkosten

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



### Freightos Baltic Index

(in USD je 40-Fuß-Standardcontainer, Beiträge der Teilindizes)

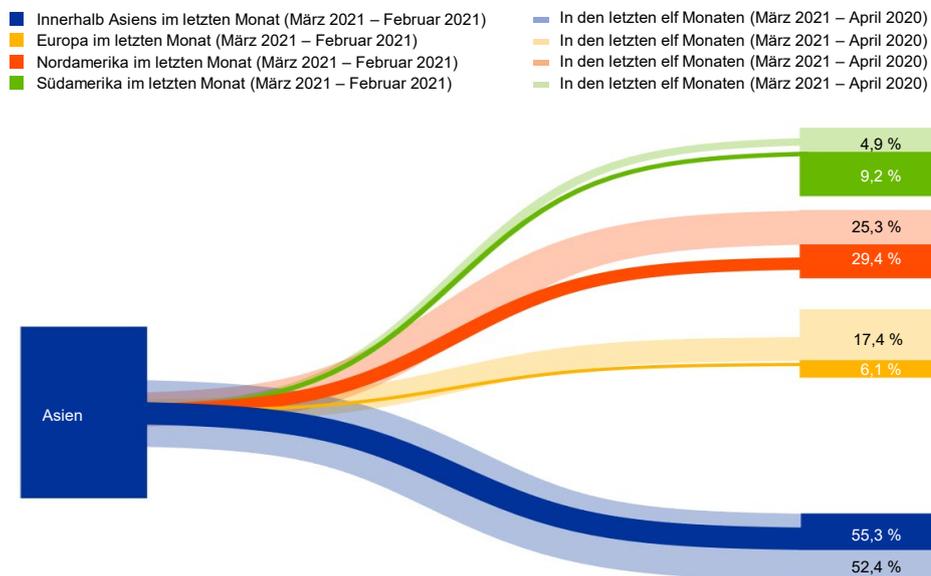


Quellen: Bloomberg, Refinitiv und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2021. Der World Container Index (WCI) ist ein zusammengesetzter Indikator, der Container-Frachtkosten für acht wichtige Seehandelsrouten zwischen Asien, Europa und Nordamerika abbildet. Der China (Export) Containerized Freight Index (CCFI) ist ein zusammengesetzter Indikator, der Container-Frachtkosten für alle wichtigen Häfen Chinas erfasst. Der HARPEX ist ein zusammengesetzter Indikator, der die wöchentlichen Veränderungen der Container-Frachtkosten am Zeitchartermarkt für acht Kategorien von Containerschiffen darstellt. Der Freightos Baltic Global Container Freight Index (FBX) ist ein zusammengesetzter Indikator, der die Spot-Frachtraten für Containerschiffungen über zwölf wichtige internationale Seerouten abbildet.

## Abbildung D Seefrachtladekapazitäten

(Tragfähigkeit in Deadweight Tonnage – DWT; 1 DWT = 1 000 Kilogramm)



Quellen: Bloomberg, IHS und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Zu den Containerschiffen zählen RoRo-Schiffe sowie Frachter mit Container-, Deck- und Stückgutladung. Verladehäfen sind die großen Häfen Asiens (Shanghai, Singapur, Shenzhen, Ningbo, Busan, Hongkong und Klang). Bestimmungshäfen sind neben den großen asiatischen Häfen wichtige Häfen in Europa (Rotterdam, Antwerpen, Hamburg), Nordamerika (Los Angeles, Long Beach, New York/New Jersey) und Südamerika (Santos, Colón und Cartagena). Die helleren Bereiche stellen das Frachtverkehrsaufkommen im April 2020 dar und die dunkleren Bereiche das Frachtverkehrsaufkommen im Februar 2021 (jeweils bei voller Schiffsladung). Die Stärke der Linien steht im Verhältnis zur aggregierten Tragfähigkeit (DWT). Die Prozentangaben entsprechen dem Anteil eines Bestimmungshafens an der gesamten Ladekapazität von Schiffen mit asiatischen Verladehäfen im April 2020 (helle Bereiche) bzw. Februar 2021 (dunkle Bereiche).

### Der weltweite Anstieg der Containerfrachtkosten Ende 2020 ist zum Großteil auf eine stärkere Nachfrage zurückzuführen (siehe Abbildung E). Mithilfe

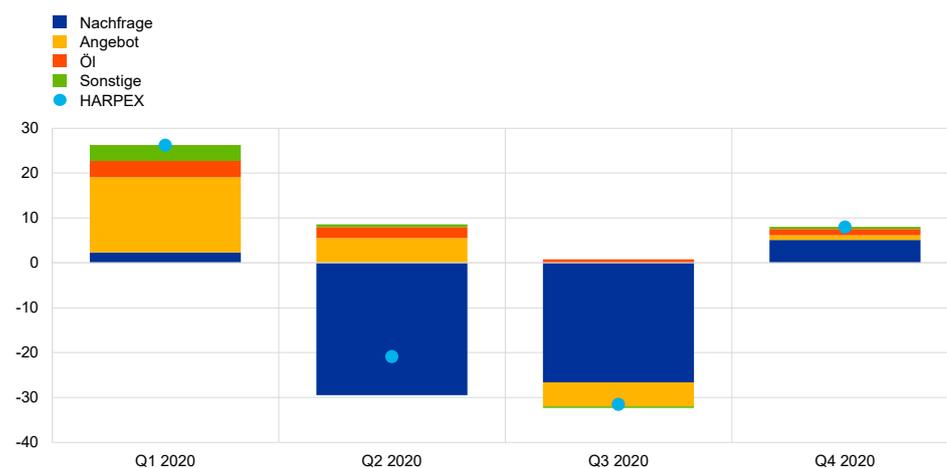
ökonomischer Verfahren wird die relative Bedeutung der Angebots- und Nachfragekräfte zerlegt.<sup>6</sup> Aus der Analyse geht hervor, dass für die steigenden Seefrachtkosten zu Jahresbeginn 2020 Angebotsbeschränkungen verantwortlich gewesen sein dürften. Diese ergaben sich daraus, dass im Zuge der Maßnahmen zur Eindämmung des Coronavirus zahlreiche Container in den Häfen feststeckten. Dieser Angebotsdruck bestand auch noch im zweiten Quartal 2020, da rund um den Globus strenge Eindämmungsmaßnahmen angeordnet wurden. Allerdings wurde er durch den massiven Handelseinbruch, der einen deutlichen Rückgang des Harper Petersen Charter Rates Index (HARPEX) zur Folge hatte, mehr als ausgeglichen. Im dritten Quartal entwickelten sich die Seefrachtkosten weiter verhalten. Zwar waren die Lieferketten ab diesem Zeitraum weniger stark gestört, und die weltweite Nachfrage belebte sich allmählich, doch all dies schlug sich erst mit einer gewissen

<sup>6</sup> Die Zerlegung basiert auf einem strukturellen Vektorautoregressionsmodell (SVAR-Modell), das für den Zeitraum Januar 2013 bis Januar 2021 geschätzt wurde. Es verwendet die Gesamtzahl der 20-Fuß-Container (TEUs), den HARPEX (Frachtkostenindex) und die Kraftstoffpreise. Die Identifikation des Modells erfolgt durch Vorzeichenrestriktionen. Ein positiver Nachfrageschock führt zu einem Anstieg der TEUs und des HARPEX, ein positiver Angebotschock hingegen zu einer höheren Zahl an TEUs und einem Rückgang des HARPEX (keiner der beiden Schocks wirkt sich parallel dazu auf die Ölpreise aus). Bei einem Ölpreisschock steigen sowohl die Ölpreise als auch der HARPEX, während die Anzahl an TEUs sinkt.

Verzögerung in einer Zunahme der Handelsströme nieder.<sup>7</sup> Im Schlussquartal 2020 hingegen resultierte der Anstieg der Frachtkosten in erster Linie aus einer kräftigeren Erholung der weltweiten Nachfrage und hing nur in geringerem Umfang mit Angebotsengpässen im Frachtverkehr zusammen.<sup>8</sup> Auch der weltweite Anstieg der Öl- und Kraftstoffpreise trug zu den höheren Seefrachtkosten bei.

**Abbildung E**  
Historische Zerlegung der globalen Seefrachtkosten

(Abweichung vom Trend in Prozentpunkten; Beiträge)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Zerlegung basiert auf einem SVAR-Modell mit folgenden Größen: Gesamtzahl der 20-Fuß-Container (TEUs), HARPEX und Kraftstoffpreise. Die Identifikation des Modells erfolgt durch Vorzeichenrestriktionen. Ein positiver Nachfrageschock führt zu einem Anstieg der TEUs und des HARPEX, ein positiver Angebotsschock hingegen zu einer höheren Zahl an TEUs und einem Rückgang des HARPEX (keiner der beiden Schocks wirkt sich parallel dazu auf die Ölpreise aus). Bei einem Ölpreisschock steigen sowohl die Ölpreise als auch der HARPEX, während die Anzahl an TEUs sinkt. Das Modell wird mithilfe monatlicher Daten (Veränderungen gegenüber dem Vorjahr) für den Zeitraum Januar 2013 bis Januar 2021 geschätzt.

**Angesichts des kräftigen Anstiegs der Seefrachtkosten stellt sich die Frage, inwieweit sich dieser in den unterschiedlichen Stufen der Preiskette niederschlägt.** Importeure geben in der Regel einen Teil der gestiegenen Transportkosten über Preiserhöhungen an die Verbraucher weiter, was für Inflationsdruck sorgen könnte. Das potenzielle Ausmaß dieses Effekts wurde für die Volkswirtschaft der Vereinigten Staaten mithilfe eines strukturellen Vektorautoregressionsmodells nach Herriford et. al.<sup>9</sup> geschätzt. Der Analyse zufolge lässt sich nach einem Jahr ein eher begrenztes Durchwirken der Seefrachtkosten auf die am

<sup>7</sup> Da die allmähliche Nachfragebelebung im September 2020 einsetzte, ist sie in den monatlichen Daten deutlicher erkennbar. Bei Betrachtung der vierteljährlichen Aggregate ist der Beitrag jedoch weiterhin negativ, wenngleich in geringerem Maße als im Quartal zuvor. Hierin zeigt sich auch, dass der globale Containerfrachtverkehr mit einer gewissen Verzögerung auf eine weltweit anziehende Nachfrage reagiert.

<sup>8</sup> Die Modellergebnisse für Januar 2021 (d. h. für den Zeitpunkt, auf den sich die jüngsten Angaben beziehen) bestätigen zudem, dass der sprunghafte Anstieg des HARPEX zu Jahresbeginn mit den Erkenntnissen aus Abbildung E im Einklang steht; demnach leistete die stark steigende Nachfrage den größten positiven Beitrag, gefolgt vom eingeschränkten Angebot und der Preisdynamik bei Kraftstoffen.

<sup>9</sup> T. Herriford, E. Johnson, N. Sly und A. Lee Smith, How Does a Rise in International Shipping Costs Affect U.S. Inflation?, Macro Bulletin, Federal Reserve Bank of Kansas City, Dezember 2016.

privaten Verbrauch gemessene Inflation in den USA (PCE-Index) beobachten.<sup>10</sup> Selbst bei einem jährlichen Anstieg des HARPEX von 50 % – etwa wie im Zeitraum bis Januar 2021 – könnte sich die jährliche PCE-Inflation nach einem Jahr um maximal 0,25 Prozentpunkte erhöhen. Dies ist auch darauf zurückzuführen, dass die internationalen Seefrachtkosten nur einen relativ geringen Teil der Gesamtkosten der Produktion im verarbeitenden Gewerbe ausmachen.<sup>11</sup> Da die angespannte Lage auf der Angebotsseite vor allem mit Transport- und nicht mit Produktionsengpässen zusammenhängt, dürfte der Anstieg der Transportkosten insgesamt nur moderate Auswirkungen auf die Aktivität der Weltwirtschaft haben.<sup>12</sup>

**Im Zuge der Anpassung des Angebots an die gestiegene Nachfrage könnten die Frachtkosten wieder sinken.** Höhere Seefrachtkosten und längere Lieferzeiten haben insgesamt zu vorübergehenden Beeinträchtigungen der Lieferketten geführt. Da das Angebot jedoch auf die gestiegene Nachfrage reagiert, dürften diese Engpässe die Erholung der Weltwirtschaft zwar verzögern, aber nicht verhindern.<sup>13</sup> Gleichzeitig dürfte es mit der Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen zu einer Normalisierung der Konsumausgaben zugunsten des Dienstleistungssektors kommen. Den Erwartungen zufolge wird dies den derzeit bestehenden Angebotsengpässen teilweise entgegenwirken und sich auch in den Seefrachtkosten niederschlagen.

---

<sup>10</sup> Das Modell verwendet den Kassakurs der Rohölsorte West Texas Intermediate (WTI), den vom Bureau of Labor Statistics (BLS) der USA berechneten Importpreisindex (ohne Öl), den HARPEX und den Index zur PCE-Kerninflation. Es wird mithilfe monatlicher Daten für den Zeitraum von Januar 2001 bis Dezember 2020 geschätzt, wobei die jährlichen Wachstumsraten betrachtet werden. Für jede Variable gibt es zwölf Verzögerungen („lags“). Die Schocks, die auf die Variablen wirken, werden anhand der Choleski-Zerlegung identifiziert. Das BLS berechnet den Importpreisindex unter Ausschluss der Seefrachtkosten. Dies entspricht der Praxis, dass die bei Auftragserteilung geltenden Importpreise nicht die Frachtkosten enthalten.

<sup>11</sup> Den globalen Input-Output-Tabellen zufolge machen die Frachtkosten weniger als 3 % der Gesamtkosten der Produktion im verarbeitenden Gewerbe aus, wobei sich für die internationalen Frachtkosten ein Anteil von unter 1 % ergibt.

<sup>12</sup> Siehe Goldman Sachs, The Inflation Boost From Supply Chain Disruptions: Here Today, Gone in 2022, März 2020.

<sup>13</sup> Durch die Schiffsblockade im Suezkanal Ende März werden die internationalen Frachtkosten indes kurzfristig unter Druck geraten.

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

Gwenaël Le Breton, Richard Morris und Moreno Roma

Im vorliegenden Kasten sind die Ergebnisse zusammengefasst, die EZB-Mitarbeiter aus dem Dialog mit Vertretern von 66 führenden nichtfinanziellen Unternehmen im Euro-Währungsgebiet gewinnen konnten. Die Telefonumfrage fand im Zeitraum vom 23. März bis zum 1. April 2021 statt.<sup>1</sup>

**Die Kontaktpersonen berichteten von zunehmenden Auflagen und Restriktionen in Bezug auf ihre Möglichkeiten, auf die hohe oder wachsende tatsächliche oder latente Nachfrage zu reagieren.** Strengere und länger andauernde Maßnahmen zur Eindämmung des Coronavirus (Covid-19) schränkten die Geschäftstätigkeit bei den von sozialen Kontakten abhängigen Dienstleistungen weiterhin stark ein. Zudem verwiesen viele Befragte aus dem verarbeitenden Gewerbe auf Angebotsengpässe. Folglich war die Geschäftstätigkeit bei vielen Unternehmen stabil oder rückläufig, obwohl der Auftragsbestand stark zunahm oder es Anzeichen für eine beträchtliche latente Nachfrage gab. Insgesamt meldeten die befragten Unternehmen für das erste Quartal 2021 in den meisten Bereichen des Einzelhandels, der verbrauchernahen Dienstleistungen und des Energiesektors einen Rückgang. Im verarbeitenden Gewerbe habe sich die Konjunktur eher uneinheitlich entwickelt, während sie im Baugewerbe weitgehend stabil und bei den unternehmensbezogenen Dienstleistungen zumeist stabil geblieben oder gestiegen sei.

**Im verarbeitenden Gewerbe blieb das Angebot angesichts einer Verknappung von Produktionsmitteln zunehmend hinter der Nachfrage zurück; diese Entwicklung dürfte sich noch einige Wochen oder Monate fortsetzen.** Der größte Engpass wurde bei Halbleitern verzeichnet. Während der ersten Pandemiewelle hatte sich das Angebot zugunsten von Herstellern von IT-Ausrüstung verlagert, wodurch es zu Engpässen kam, als sich die Nachfrage aus anderen Branchen rascher erholte als erwartet. In den vergangenen Wochen verschärfte sich der Engpass bei Halbleitern sowie bei Metallen, chemischen Erzeugnissen, Kunststoff und damit verbundenen Komponenten aufgrund verschiedener Ereignisse. Hierzu zählten unter anderem die witterungsbedingten Stromausfälle in Texas. Erschwerend hinzu kamen die anhaltenden Probleme in der Transportlogistik, wozu insbesondere der Mangel an Containern im Seefrachtverkehr zählte. Dadurch verlängerten sich die Lieferzeiten deutlich, und es mussten bestimmte Lieferketten- und Produktionsentscheidungen im Rahmen des Krisenmanagements getroffen werden. Die befragten Unternehmen erwarteten für das zweite Quartal 2021 eine Verschärfung und für das zweite Halbjahr eine allmähliche Lockerung der Angebotsbeschränkungen.

---

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

**In weiten Teilen des Dienstleistungssektors wurde die Konjunktur weiterhin erheblich von den Lockdown-Maßnahmen und Reisebeschränkungen beeinflusst.** Nahezu alle befragten Unternehmen, die stark auf persönlichen Kundenkontakt oder auf Kundenverkehr angewiesen sind, berichteten, dass ihre Geschäftstätigkeit entweder rückläufig oder auf einem sehr niedrigen Niveau stabil sei. Die Entwicklung im Einzelhandel (ohne lebensnotwendige Güter) hing erheblich vom geografischen Schwerpunkt und von der Produktorientierung sowie vom relativen Umfang des Online-Angebots ab. Infolgedessen zeichneten Einzelhandelsunternehmen mit gleichen oder ähnlichen Produktlinien ein sehr unterschiedliches Bild ihrer Geschäftslage. Dem Gastgewerbe entstanden nicht nur Kosten durch verloren gegangene Umsätze, sondern auch dadurch, dass Lockdown-Maßnahmen erst aufgehoben und dann wieder eingeführt wurden. Demgegenüber profitierten der Lebensmitteleinzelhandel und seine Lieferanten weiterhin von der ungewöhnlich hohen Nachfrage, wenngleich der Mangel an verfügbaren Fahrern ihre Möglichkeiten begrenzte, die verstärkte Nachfrage nach Hauslieferungen zu bedienen.

**Die Kontaktpersonen rechneten zwar mit einem Wachstum im zweiten Quartal, erwarteten aber infolge der anhaltenden Lockdown-Maßnahmen und der nur langsamen Bereitstellung von Impfstoffen erst im späteren Jahresverlauf eine stärkere Konjunkturbelebung.** Die Gesprächspartner in der Reisebranche berichteten, dass bislang für den Sommer keine nennenswerte Anzahl an Buchungen eingegangen sei. Mehrere befragte Unternehmen aus dem Bereich der verbrauchernahen Dienstleistungen hoben jedoch hervor, dass es Anzeichen für ein sehr großes Interesse seitens der Verbraucher an Restaurantbesuchen, Einkäufen in Ladengeschäften und Urlaubsreisen gebe, sobald die Regelungen diese zuließen. Im Zuge der Erholung in diesem Bereich dürfte ein Teil der privaten Konsumausgaben anderweitig als für Konsumgüter aufgewendet werden. Dies sollte dazu beitragen, das Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage im verarbeitenden Gewerbe wiederherzustellen.

**Die Aussichten für die Beschäftigung des Stammpersonals blieben den meisten Kontaktpersonen zufolge relativ stabil.** Die Unternehmen passten sich weiter an die pandemiebedingten Schwankungen der Geschäftstätigkeit an, indem sie die Flexibilität nutzten, die sich aus staatlichen Stützungsmaßnahmen, der Beschäftigung befristeter Arbeitskräfte und der Vergabe von Unteraufträgen ergab. Dadurch blieb der Stammpersonalbestand tendenziell relativ stabil. Unbefristet eingestellt wurden vor allem stark spezialisierte Fachkräfte (vor allem im IT-Bereich). Mit Blick auf die Einstellung von Leiharbeitskräften verlangsamte sich das Wachstum insgesamt. Neueinstellungen betrafen vor allem die Bereiche E-Commerce und Logistik. Während Unternehmen in der übrigen Welt in der Regel bereits pandemiebedingt (größere) strukturelle Anpassungen ihres Personalbestands vorgenommen haben, schritten diese Anpassungen im Euroraum langsamer voran.

**Die Gesprächspartner in der Industrie berichteten größtenteils von steigenden Verkaufspreisen, während die Preisentwicklung im Dienstleistungssektor verhaltener ausfiel.** In weiten Teilen des verarbeitenden Gewerbes stiegen die Verkaufspreise als Reaktion auf die höheren Inputkosten. Die Kunden konzentrierten

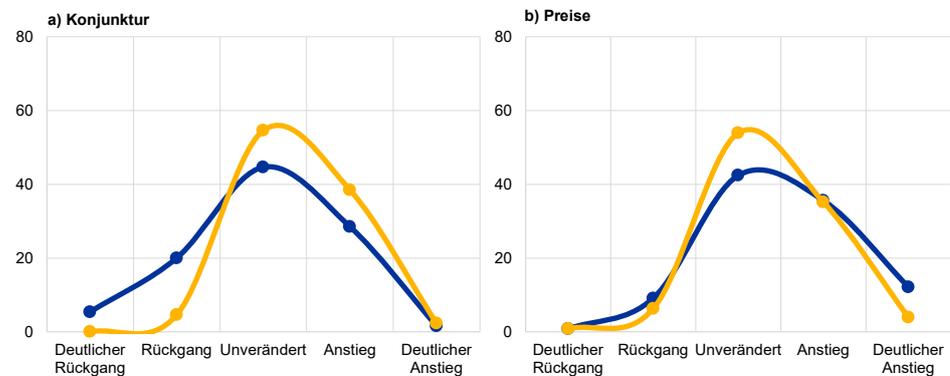
sich eher auf die Sicherung des Angebots als auf Preisverhandlungen, was die Weitergabe der Preise bis zu einem gewissen Grad erleichterte. Viele Kontaktpersonen gingen daher davon aus, dass der Preisauftrieb bei Konsumgütern in diesem Jahr etwas höher als gewöhnlich ausfallen wird. Allerdings dürfte diese Entwicklung vorübergehender Natur sein und könnte von den Einzelhändlern abgemildert werden, indem sie größere Preisnachlässe fordern als im vergangenen Jahr. Zugleich blieben die Verkaufspreise in den meisten Bereichen des Dienstleistungsgewerbes größtenteils stabil. Bei den verbrauchernahen Dienstleistungen waren sie tendenziell gering oder noch immer einem Abwärtsdruck ausgesetzt. Die Dienstleistungspreise entwickelten sich sehr unterschiedlich, und die Aussichten sind äußerst ungewiss. Grund hierfür ist, dass die gewöhnliche Marktentwicklung zum Teil gestört war.

**Engpässe bei Rohstoffen sowie im Verkehrs- und Logistikbereich führten zu einer Erhöhung der Produktionsmittelpreise, während die Lohnaussichten verhalten blieben.** Der Preisanstieg bei vielen Rohstoffen und damit verbundenen Produktionsmitteln beschleunigte sich in den vergangenen Monaten angesichts weltweiter Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage. Mehrere Befragte erwarteten allerdings, dass die Rohstoffpreise in den kommenden Monaten ihren Höhepunkt erreichen und sich im weiteren Jahresverlauf möglicherweise wieder leicht abschwächen werden. Die Frachtkosten (vor allem für den Seetransport) waren nach wie vor hoch, scheinen aber ihren Höchststand erreicht zu haben. Den meisten befragten Unternehmen zufolge sind die Lohnaussichten normal oder moderat. Insgesamt gingen die Gesprächspartner davon aus, dass im Jahr 2021 weitgehend ähnliche Tarifvereinbarungen erzielt werden wie im Vorjahr, da je nach Zeitpunkt der Tarifverhandlungen beide Jahre im Zeichen der Pandemie stehen bzw. standen.

**Abbildung A**  
**Überblick über die Konjunktur- und Preiseinschätzungen – Entwicklung und Aussichten**

(in % der Umfrageteilnehmer)

- Vergangenes Quartal
- Aktuelles Quartal



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Werte für das vergangene Quartal spiegeln die Einschätzung der EZB wider, wie die Kontaktpersonen die Entwicklung der Konjunktur (Umsatz, Produktion und Auftragseingang) und der Preise im ersten Quartal 2021 bewerten. Die Werte für das aktuelle Quartal spiegeln die Einschätzung wider, wie die Kontaktpersonen die Aussichten für die Konjunktur- und Preisentwicklung im zweiten Quartal 2021 bewerten.

### 3 Gesamtwirtschaftliche Implikationen heterogener langfristiger Inflationserwartungen: beispielhafte Simulationen anhand des BASE-Modells der EZB

Matthieu Darracq Pariès und Srećko Zimic<sup>1</sup>

**Im vorliegenden Kasten wird untersucht, wie sich die gesamtwirtschaftlichen Effekte eines Anstiegs der langfristigen Inflationserwartungen verändern können, wenn die Erwartungen der einzelnen Wirtschaftakteure heterogen sind.**

Die langfristigen Inflationserwartungen lassen sich entweder aus Finanzmarktinstrumenten wie inflationsindexierten Swaps oder aus Befragungen professioneller Prognostiker ableiten. In letzter Zeit sind diese Erwartungen unter den Finanzmarktteilnehmern gestiegen: Zwischen dem Schlussquartal 2020 und dem ersten Quartal 2021 erhöhten sich die Inflationserwartungen dem Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB zufolge nur geringfügig, während die marktbasierter Messgrößen stärker zulegten (siehe Abbildung A).<sup>2</sup> Bei der Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Implikationen steigender langfristiger Inflationserwartungen spielt es mit Blick auf den Verbreitungsmechanismus eine entscheidende Rolle, ob die von den Finanzmärkten eingepreisten Erwartungen mit denen anderer Sektoren (insbesondere der privaten Haushalte und Unternehmen) übereinstimmen. Dieser Aspekt wird im vorliegenden Kasten mithilfe des BASE-Modells<sup>3</sup> der EZB beleuchtet. Dazu werden beispielhafte Simulationen vorgenommen, in denen die modellierten Wirtschaftsakteure unterschiedliche Wahrnehmungen hinsichtlich einer Veränderung der langfristigen Inflationserwartungen haben.

---

<sup>1</sup> Die Autoren danken Alice Carroy für ihre wertvolle Forschungsassistenz und Unterstützung.

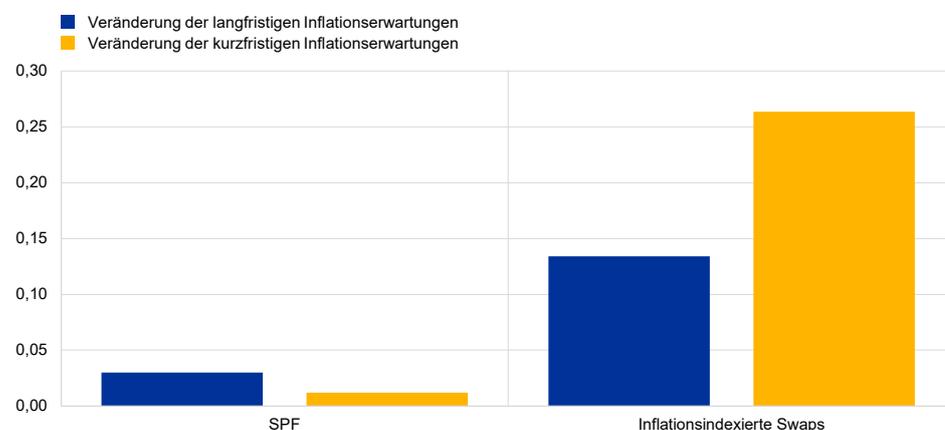
<sup>2</sup> Auch aus Unternehmens- und Haushaltsbefragungen lassen sich Indikatoren der Inflationserwartungen gewinnen. Siehe hierzu EZB, [Zur Interpretation der Inflationswahrnehmung und -erwartungen von Verbrauchern unter dem Aspekt der \(Un-\)Sicherheit](#), Wirtschaftsbericht 2/2021, März 2021.

<sup>3</sup> Siehe E. Angelini, N. Bokan, K. Christoffel, M. Ciccarelli und S. Zimic, [Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2315, 2019.

## Abbildung A

### Veränderung der HVPI-Erwartungen auf Basis des SPF und auf Basis inflationsindexierter Swaps

(Veränderung der Jahreswachstumsraten zwischen Q4 2020 und Q1 2021 in Prozentpunkten)



Quellen: Statistical Data Warehouse und Berechnungen des Eurosystems.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Differenz zwischen den Inflationserwartungen im vierten Quartal 2020 und im ersten Quartal 2021. Dabei werden zwei verschiedene Indikatoren der Inflationserwartungen gegenübergestellt: zum einen die aus dem Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB abgeleiteten Erwartungen für die HVPI-Inflation, ermittelt als Durchschnitt der Punktprognosen der einzelnen Prognostiker, und zum anderen die aus den Zinssätzen inflationsindexierter Swaps im Euroraum abgeleiteten Inflationsraten. Für jeden Indikator wird die Veränderung der langfristigen und der kurzfristigen Inflationserwartungen im betrachteten Zeitraum ausgewiesen. Beim SPF beziehen sich die kurzfristigen Inflationserwartungen auf die erwartete jährliche Teuerungsrate für 2021 und die langfristigen Inflationserwartungen auf die erwartete jährliche Teuerungsrate in fünf Jahren. Bei den inflationsindexierten Swapsätzen entsprechen die kurzfristigen Inflationserwartungen der prozentualen Abweichung zwischen dem Swapsatz in zwei Jahren und dem Swapsatz in einem Jahr. Die langfristigen Inflationserwartungen stellen die prozentuale Differenz zwischen dem Swapsatz in zehn Jahren und dem Swapsatz in fünf Jahren dar.

**Die gesamtwirtschaftlichen Implikationen der unterschiedlichen Mechanismen der Erwartungsbildung, die heterogenen Erwartungen der Wirtschaftsakteure sowie das Zusammenspiel von Inflationserwartungen und Geldpolitik sind Gegenstand reger theoretischer und empirischer Forschung.** Viele Arbeiten zu strukturellen makroökonomischen Modellen basieren auf der Annahme rationaler Erwartungen und eines vollkommenen Wissens aufseiten der Wirtschaftssubjekte. Allerdings lässt sich anhand der verfügbaren Daten nicht genau erklären, wie sich Erwartungen bilden. Es gibt zudem Hinweise darauf, dass die Erwartungsbildung nicht immer rational erfolgt, auch wenn eine gewisse Konvergenz in Richtung rationaler Erwartungen im Zeitverlauf nicht auszuschließen ist. Deshalb finden sich in der Fachliteratur auch modifizierte makroökonomische Modelle, die alternativen Mechanismen der Erwartungsbildung Rechnung tragen. Dazu zählen beispielsweise das Lernen (Slobodyan und Wouters<sup>4</sup>), hybride Erwartungen (Levine et al.<sup>5</sup>), rationale Unaufmerksamkeit (Maćkowiak und Wiederholt<sup>6</sup>) sowie „Sticky Information“ (Reis<sup>7</sup>).

<sup>4</sup> Siehe S. Slobodyan und R. Wouters, Learning in an estimated medium-scale DSGE model, Journal of Economic Dynamics and Control, Bd. 36(1), 2012, S. 26-46.

<sup>5</sup> Siehe P. Levine et al., Endogenous persistence in an estimated DSGE model under imperfect information, The Economic Journal, Bd. 122, Nr. 565, 2012, S. 1287-1312.

<sup>6</sup> Siehe B. Maćkowiak und M. Wiederholt, Business Cycle Dynamics under Rational Inattention, The Review of Economic Studies, Bd. 82, Nr. 4, 2015, S. 1502-1532.

<sup>7</sup> Siehe R. Reis, Optimal Monetary Policy Rules in an Estimated Sticky-Information Model, American Economic Journal: Macroeconomics, Bd. 1, Nr. 2, 2009, S. 1-28.

**Was makroökonomische Modelle von Zentralbanken betrifft, so ermöglicht das umfassende semi-strukturelle BASE-Modell der EZB die Zugrundelegung verschiedener Inflationserwartungen und eine gewisse Heterogenität der modellierten Wirtschaftsakteure.** Dank dieser Ausgestaltung eignet sich das Modell gut zur Untersuchung der Transmission von Veränderungen der langfristigen Inflationserwartungen. Unterschiedliche Wahrnehmungen seitens der verschiedenen Wirtschaftsakteure könnten die entsprechenden makrofinanziellen Implikationen in der Tat signifikant beeinflussen. Dabei basieren die wesentlichen Wirkungsmechanismen auf den von den Wirtschaftsakteuren wahrgenommenen Realzinsen: Je nachdem, wie sehr die privaten Haushalte und Unternehmen ihre langfristigen Inflationserwartungen anpassen, können höhere langfristige Nominalrenditen immer noch mit niedrigeren Realzinsen im Einklang stehen und somit einen expansiven Effekt auf das Ausgabeverhalten haben. Heben die Finanzmarktteilnehmer ihre Inflationserwartungen hingegen stärker an als die übrigen Wirtschaftsakteure und spiegelt sich dies in den Marktpreisen wider, so wird sich der anschließende Anstieg der nominalen Finanzierungskosten in höheren Realzinsen für die privaten Haushalte und Unternehmen niederschlagen und somit deren Ausgabeverhalten negativ beeinflussen.

**Anhand des BASE-Modells der EZB lässt sich eine Sensitivitätsanalyse der gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen einer beispielhaften exogenen Verschiebung der langfristigen Inflationserwartungen durchführen.** Unter der Annahme einer dauerhaften Erhöhung der langfristigen Inflationserwartungen um 0,1 Prozentpunkte werden drei Simulationsszenarien gegenübergestellt, die sich dadurch unterscheiden, dass der Schock entweder a) durch alle Akteure, b) durch alle Akteure außer den privaten Haushalten (aber einschließlich der Unternehmen, wie im ersten Fall) oder c) nur durch die Finanzbranche wahrgenommen wird.<sup>8</sup> In Abbildung B sind die Simulationsergebnisse für Produktion, Inflation, Laufzeitprämien und den langfristigen Zinssatz dargestellt. In allen Konstellationen preisen die Finanzmärkte den Anstieg der Inflationserwartungen ein. Zudem passen sie ihre Überzeugungen in Bezug auf die weitere Entwicklung des kurzfristigen Zinssatzes an. Infolgedessen steigen die langfristigen Zinssätze in den drei Szenarien um etwa 50 Basispunkte.<sup>9</sup> Im Anschluss an diese erste Transmissionsstufe hängt die Weitergabe in der Gesamtwirtschaft entscheidend von den Erwartungen in den anderen Sektoren ab.

---

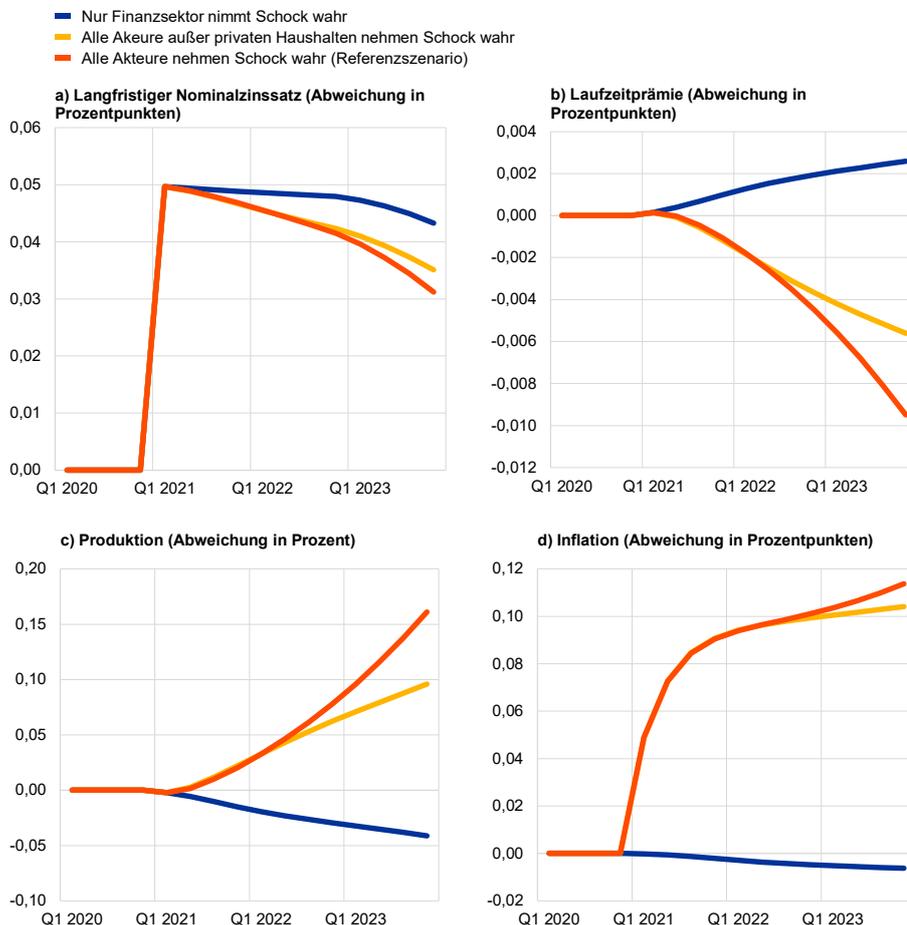
<sup>8</sup> Im Modell fungieren die langfristigen Inflationserwartungen als das wahrgenommene Inflationsziel. Dieses bildet zusammen mit der geschätzten Inflationsdynamik die Grundlage für die Inflationserwartungen der Akteure. Veränderungen des wahrgenommenen Inflationsziels beeinflussen daher einerseits die Inflationserwartungen und andererseits (über die Phillips-Kurve und andere Verhaltensgleichungen, die auf Erwartungen basieren) die Wirtschaft insgesamt.

<sup>9</sup> Die Simulation basiert auf der Annahme eines ex ante rationalen stochastischen Diskontfaktors des erwarteten durchschnittlichen kurzfristigen Zinssatzes über den gesamten Zeithorizont. Dies impliziert, dass der erwartete kurzfristige Durchschnittszinssatz mit den Ergebnissen im Einklang steht, die sich aus einem Szenario ergeben, in dem alle Akteure ihre Erwartungen anpassen.

## Abbildung B

### Makrofinanzielle Auswirkungen höherer längerfristiger Inflationserwartungen

(jährlicher Effekt einer Erhöhung der langfristigen Inflationserwartungen um 0,1 Prozentpunkte)



Quelle: EZB-Berechnungen auf Grundlage des BASE-Modells der EZB.

Anmerkung: In allen Simulationsszenarien wird ein Anstieg der langfristigen Inflationserwartungen um 0,1 Prozentpunkte angenommen. Es wird davon ausgegangen, dass der geldpolitische Kurs und der Wechselkurs unverändert bleiben. Die Szenarien variieren je nach Wahrnehmung des Schocks durch die verschiedenen Akteure. Rote Linie: Alle Akteure nehmen den Schock wahr (Referenzszenario). Gelbe Linie: Alle Akteure außer den privaten Haushalten nehmen den Schock wahr. Blaue Linie: Nur der Finanzsektor nimmt den Schock wahr.

### Es ist davon auszugehen, dass die allgemeine Erwartung einer höheren längerfristigen Inflation zu steigenden kurz- bis mittelfristigen Inflationssaussichten führt und sich expansiv auf die Wirtschaftsleistung auswirkt.

Wenn die Veränderung der langfristigen Inflationserwartungen über alle Wirtschaftssektoren hinweg gleichermaßen wahrgenommen wird, würde dies bei der Preis- und Lohnfindung einberechnet werden. Dadurch würden sich die kurzfristigen Inflationserwartungen und letztlich auch die tatsächliche Inflation erhöhen. Auch wenn die langfristigen Nominalzinsen steigen (obwohl sich der kurzfristige Nominalzinssatz nicht verändert, da eine gleichbleibende Geldpolitik unterstellt wird), sinken aufgrund des Anstiegs der Inflationserwartungen die Realzinsen und fördern auf diese Weise die Investitionsausgaben der Unternehmen. Die Lockerung der realen Finanzierungsbedingungen erreicht auch die privaten Haushalte, insbesondere über steigende Wohnimmobilienpreise und Vermögen, und regt die Wohnungsbauinvestitionen an. Demgegenüber wirkt der Kanal der Realeinkommen

in Bezug auf den Konsum in die entgegengesetzte Richtung, da die Privathaushalte das Gefühl haben, dass ihr erwartetes Realeinkommen schrumpft. Insgesamt stellt sich nach einigen Quartalen ein expansiver Nettoeffekt ein, und die Gesamtproduktion erhöht sich nach zwei Jahren um 0,2 % gegenüber dem Basisszenario. Der Konjunkturimpuls validiert den Anstieg der kurzfristigen Inflation und trägt zu einer Zunahme des zugrunde liegenden Inflationsdrucks bei: Die Inflationsrate erreicht im Simulationszeitraum einen Wert, der 0,1 Prozentpunkte über dem Basisszenario liegt.

**Nehmen die privaten Haushalte den Anstieg der langfristigen Inflationserwartungen nicht wahr, so fällt der positive Effekt auf Produktion und Inflation etwas geringer aus.** Im zweiten Simulationsszenario bilden die Privathaushalte ihre Erwartungen in Bezug auf permanentes Einkommen, Vermögen und Realzinsen, ohne dabei ihre Inflationserwartungen zu verändern. Infolgedessen macht sich die Straffung der nominalen Kreditzinsen auch real bemerkbar. Dies hat (im Vergleich zum vorherigen Szenario) einen Rückgang der Wohnimmobilienpreise und des Vermögens zur Folge. Ein geringeres Vermögen und niedrigere permanente Einkommenserwartungen bestimmen das Konsumverhalten über den Simulationszeitraum. Dementsprechend entwickeln sich Konsum und Produktion schwächer als in der ersten Simulation.

**Basierend auf der Annahme, dass nur die Finanzmärkte höhere längerfristige Inflationserwartungen einpreisen, würde die damit verbundene Verschärfung der Finanzierungsbedingungen das Ausgabeverhalten der Unternehmen und privaten Haushalte beeinträchtigen und den Aufbau eines Preisdrucks verhindern.** Höhere langfristige Inflationserwartungen führen zu einem Anstieg der langfristigen Zinssätze. Inflation und Löhne ziehen jedoch nicht an, da die höheren langfristigen Inflationserwartungen keinen Eingang in die Preis- und Lohnbildung finden. Die Realzinsen steigen, weil die Verschiebung der langfristigen Inflationserwartungen von den privaten Haushalten und Unternehmen nicht wahrgenommen wird. In der Folge sinken Investitionen und Vermögen. Aufgrund geringerer Vermögen und Realeinkommen geht der Konsum zurück. Zudem führen die ungünstigeren Erwartungen in Bezug auf die konjunkturelle Entwicklung zu steigenden Laufzeit- und Risikoprämien.

## Einfluss von Basiseffekten und Steuern auf den jüngsten Verlauf der Energiepreisinflation

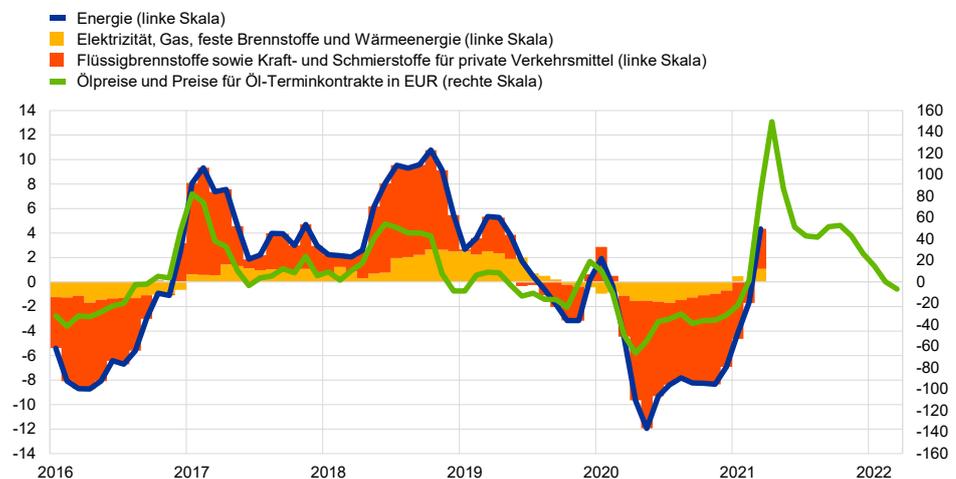
Ieva Rubene und Gerrit Koester

**Aufgrund der Entwicklung der Energiepreise hat sich die HVPI-Gesamtinflation in den vergangenen Monaten merklich erhöht.** Der vorliegende Kasten beleuchtet die Ursachen des Anstiegs der Energiepreisinflation von Dezember 2020 bis März 2021, der sich auf 11 Prozentpunkte belief und damit einen Beitrag von 1,1 Prozentpunkten zur zeitgleichen Zunahme der HVPI-Gesamtinflation leistete. Ein besonderes Augenmerk der Untersuchung liegt auf den Ölpreisen, Basiseffekten und dem Einfluss indirekter Steuern. Daneben werden auch die Auswirkungen, die sich für die Energiepreisaussichten ergeben, erörtert.

**Der wichtigste Bestimmungsfaktor des Preisauftriebs bei Energie ist in der Regel der Ölpreis.** Dies hängt damit zusammen, dass Ölpreisänderungen stark und unmittelbar auf die Preise der Kraftstoffe für Verkehrsmittel durchwirken (siehe Abbildung A), während sie mit den Strom- und Gaspreisen sowie den übrigen Energiepreiskomponenten tendenziell schwächer korrelieren.<sup>1</sup>

**Abbildung A**  
Inflationsentwicklung bei Energie und Öl

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



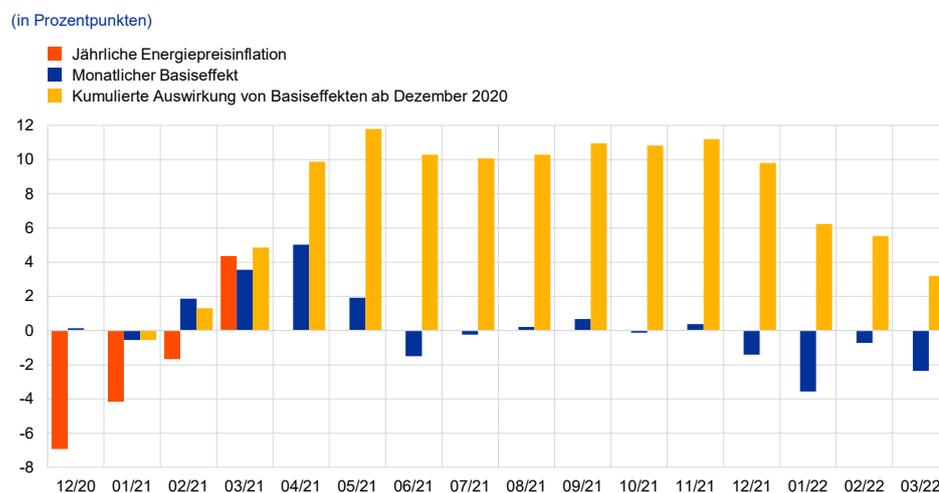
Quellen: Eurostat, Bloomberg, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2021 (HVPI-Komponenten) bzw. den 15. April 2021 (Ölpreise und USD/EUR-Wechselkurs). Der Preisauftrieb bei Öl für den Zeitraum ab dem 16. April 2021 wird unter Zugrundelegung der Preise für Öl-Terminkontrakte sowie des USD/EUR-Wechselkurses bis März 2022 fortgeschrieben; die Berechnung erfolgt anhand der Methode, die für die technischen Annahmen der von Experten der EZB/des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen verwendet wird.

<sup>1</sup> Siehe Arbeitsgruppe des Geldpolitischen Ausschusses des ESZB, [Energy markets and the euro area macroeconomy](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 113, 2010, insbesondere den Abschnitt „The impact of energy prices on inflation“; EZB, [Die Bedeutung der Energiepreise für die jüngsten Inflationsergebnisse im länderübergreifenden Vergleich](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 7/2018, November 2018.

**Die Energiepreisinflation erhöhte sich sowohl durch den jüngsten Ölpreisanstieg als auch durch Basiseffekte im Zusammenhang mit dem zu Jahresbeginn 2020 verzeichneten Ölpreiseinbruch.** Im Frühjahr 2020 brachen die Ölpreise aufgrund der Corona-Pandemie (Covid-19) ein, woraufhin auch die Preise von Kraftstoffen für private Verkehrsmittel deutlich sanken. In der Folge kam es zum stärksten Rückgang der Teuerungsrate für Energie seit der Finanzkrise im Jahr 2009. Hiervon geht im Frühjahr 2021 ein beträchtlicher Basiseffekt auf die monatlichen Jahreswachstumsraten der Energiepreise aus. Von einem Basiseffekt wird gesprochen, wenn eine außergewöhnlich starke monatliche Veränderung, die zwölf Monate zuvor eintrat, aus der Berechnung der Jahreswachstumsrate herausfällt.<sup>2</sup> Infolge dieses Basiseffekts wären die jährlichen Teuerungsraten im Frühjahr 2021 auch dann gestiegen, wenn die Öl- und Energiepreise auf dem niedrigen Niveau geblieben wären, auf das sie nach dem Ausbruch der Pandemie gefallen waren. In Abbildung B wird ersichtlich, dass sich die von Februar bis März 2021 verzeichnete Energiepreis­inflation (von insgesamt 6 Prozentpunkten) zu etwa 60 % (d. h. knapp 4 Prozentpunkten) auf den aufwärtsgerichteten Basiseffekt zurückführen lässt. Insgesamt bewirkten Basiseffekte von Dezember 2020 bis März 2021 eine Zunahme der Energiepreis­inflation um rund 5 Prozentpunkte. Der kumulierte Effekt seit Dezember 2020 dürfte sich im April 2021 auf 10 Basispunkte verdoppeln und einen Beitrag von ungefähr 1 Prozentpunkt zur Gesamtinflation leisten. Die Auswirkungen werden sich noch über weite Teile des Jahres in den Daten niederschlagen.

**Abbildung B**  
Auswirkung von Basiseffekten auf die Energiepreis­inflation



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die monatlichen Basiseffekte geben den Beitrag des Basiseffekts zur monatlichen Veränderung der Jahreswachstumsrate der Energiepreise an. Die kumulierte Auswirkung von Basiseffekten wird als Summe der monatlichen Basiseffekte und stets im Verhältnis zu einem bestimmten Referenzmonat dargestellt. Beispielsweise sind 10 Prozentpunkte des Anstiegs der Teuerungsrate für Energie im April 2021 gegenüber der entsprechenden Rate im Referenzmonat Dezember 2020 auf Basiseffekte zurückzuführen.

<sup>2</sup> Siehe EZB, [Basiseffekte der volatilen Komponenten des HVPI und ihre Auswirkungen auf die HVPI-Inflation im Jahr 2014](#), Kasten 6, Monatsbericht Februar 2014; EZB, [Der Einfluss der Basiseffekte im Bereich Energie auf die kurzfristige Inflationsentwicklung](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 1/2017, Februar 2017.

**Zusätzlich zu diesen Basiseffekten kommt die beträchtliche Ölverteuerung seit November 2020 zum Tragen.** Vor allem im Januar 2021 zogen die Energiepreise gegenüber dem Vormonat stärker an als üblich. Dies wird einen abwärtsgerichteten Basiseffekt auf die Inflationsrate für Energie zur Folge haben, der sich im Januar 2022 auf rund 4 Prozentpunkte belaufen und gegenüber Dezember 2021 voraussichtlich eine Verringerung der HVPI-Gesamtinflation um rund 0,4 Prozentpunkte bewirken dürfte. Wie die Preissteigerung bei Energie tatsächlich ausfallen und inwieweit sie sich mit den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB für das Euro-Währungsgebiet vom März 2021 decken wird, hängt natürlich davon ab, ob sich die Ölpreise im Einklang mit der in den Projektionen vorhergesagten Entwicklung der Preise für Öl-Terminkontrakte bewegen werden. Daneben können sich im Zeitverlauf auch zahlreiche andere Faktoren auf die Energiepreise auswirken. Gleichwohl lässt sich der Umfang der Basiseffekte für die zwölf Monate ab den zuletzt verfügbaren Inflationsdaten schätzen. Diese Schätzungen liefern Hinweise auf die groben Entwicklungstendenzen, mit denen zu rechnen ist.

**Die Beschleunigung des Energiepreisauftriebs Anfang 2021 hing nicht nur mit der Ölpreisentwicklung, sondern auch mit Veränderungen im Bereich der Steuern und sonstigen Abgaben zusammen.** Zu nennen ist hier an erster Stelle das Auslaufen der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland zum Januar 2021, die sich auch deutlich auf die Teuerungsrate für Energie im Euroraum auswirkte (siehe Abbildung C).<sup>3</sup> Daneben wirkten sich Anfang 2021 auch staatliche Maßnahmen zur Verringerung der CO<sub>2</sub>-Emissionen auf die Energiepreisentwicklung im Eurogebiet aus. Hierzu zählen beispielsweise die in Deutschland eingeführten CO<sub>2</sub>-Emissionszertifikate im Bereich Verkehr und Gebäudeheizung, die für höhere Preise bei Mineralölerzeugnissen und Erdgas sorgen. Zugleich wurde in Deutschland die EEG-Umlage zur Förderung von Ökostrom gesenkt, wovon ein Abwärtseffekt auf die Strompreise ausging. Zusammen bewirkten diese in Deutschland ergriffenen Maßnahmen ab Januar 2021 einen Anstieg der Jahreswachstumsrate der Energiepreise im Euroraum um 0,8 Prozentpunkte (siehe Abbildung C). Der Aufwärtseffekt der Mehrwertsteueränderung und der staatlichen Klimaschutzmaßnahmen wird sich noch im gesamten Jahresverlauf 2021 in den Inflationsdaten für Energie widerspiegeln. Anfang 2022 wird er dann aus der Berechnung der Jahreswachstumsraten herausfallen und den Abwärtseffekt der ölpreisbedingten Basiseffekte verstärken. Verglichen mit den Auswirkungen der Ölpreisänderungen ist der Effekt der Steueränderungen und staatlichen Maßnahmen auf die HVPI-Inflationsrate für Energie im Euroraum jedoch nur sehr gering.<sup>4</sup>

---

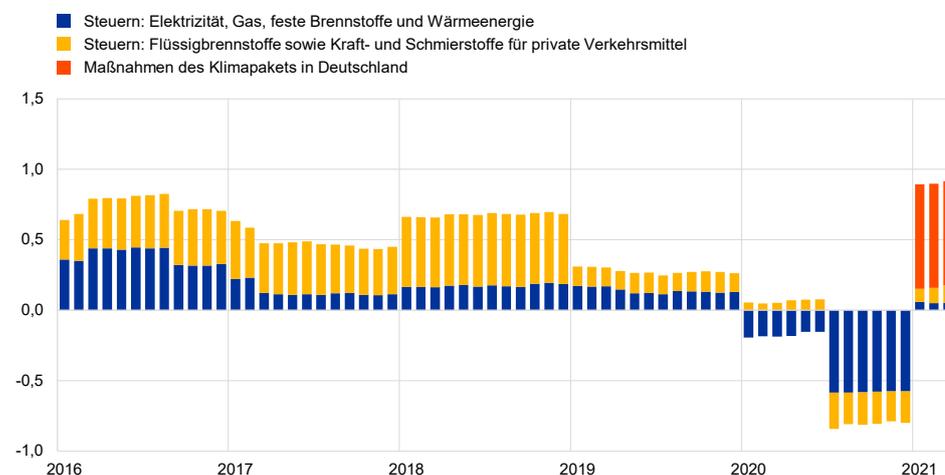
<sup>3</sup> Siehe auch EZB; [Die Bedeutung indirekter Steuern für die Inflation und die Inflationsaussichten im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 6/2020, September 2020.

<sup>4</sup> Derartige Änderungen von Steuern und Abgaben könnten zusammen mit anderen staatlichen Maßnahmen, wie Anpassungen der relativen Besteuerung verschiedener Energieträger zugunsten alternativer Energien, mittel- bis längerfristig einen Anstieg der Energiepreisinflation im Eurogebiet bewirken, vor allem wenn immer mehr Euro-Länder derartige Maßnahmen ergreifen, um ehrgeizige Emissionsziele zu erreichen.

## Abbildung C

### Auswirkung indirekter Steuern und wesentlicher aktueller Klimaschutzmaßnahmen auf die Energiepreis-inflation im Euroraum

(Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, EZB, Deutsche Bundesbank und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Auswirkung von Änderungen indirekter Steuern wird als Differenz zwischen der HVPI-Teuerung für Energie und der HVPI-Teuerung für Energie zu konstanten Steuersätzen berechnet. Dabei wird ein vollständiges und unmittelbares Durchwirken der indirekten Steuern unterstellt. „Maßnahmen des Klimapakets in Deutschland“ bezieht sich auf den geschätzten Effekt der Einführung von CO<sub>2</sub>-Emissionszertifikaten in den Bereichen Verkehr und Gebäudeheizung in Deutschland und die Absenkung der EEG-Umlage zur Förderung erneuerbarer Energien; siehe Deutsche Bundesbank, [Perspektiven der deutschen Wirtschaft für die Jahre 2021 bis 2023](#), Monatsbericht Dezember 2020. Diese Maßnahmen sind im HVPI-Rahmenwerk nicht als indirekte Steuermaßnahmen klassifiziert.

**Den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom März 2021 zufolge ist die Energiepreis-inflation von hoher Relevanz für den erwarteten vorübergehenden Anstieg der HVPI-Inflation im Jahr 2021 und den für Anfang 2022 erwarteten Rückgang.** Anhand der Basiseffekte, der Einmaleffekte von Steueränderungen, der Maßnahmen des deutschen Klimapakets und der aktuellen Preise von Öl-Terminkontrakten lässt sich diese Bedeutung zum Großteil schon jetzt quantifizieren.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Der Aufwärtseffekt der in Deutschland ergriffenen Klimaschutzmaßnahmen wird Anfang 2022 weitgehend aus der Berechnung der jährlichen Inflationsraten für Energie herausfallen. Die Preise für CO<sub>2</sub>-Emissionszertifikate werden 2022 nur geringfügig angehoben, während die anhaltende Entlastung bei den Strompreisen Abwärtsdruck auf die Energiepreis-inflation insgesamt ausüben wird. Siehe Deutsche Bundesbank, [Perspektiven der deutschen Wirtschaft für die Jahre 2021 bis 2023](#), Monatsbericht Dezember 2020.

# Aufsätze

## 1 Nach dem Brexit-Referendum: Untersuchung der schwachen Importnachfrage des Vereinigten Königreichs und der Zahlungsbilanzrisiken für das Euro-Währungsgebiet

Valerie Jarvis und Tobias Schuler<sup>1</sup>

### 1 Einleitung

**Mit dem 2016 durchgeführten Referendum über den Verbleib des Vereinigten Königreichs in der EU wurde die größte Veränderung in Gang gesetzt, die das Land in den Beziehungen zu seinen engsten Handelspartnern seit Jahrzehnten erlebt hat.** Aus Sicht der EZB ist es vor allem wichtig zu verstehen, wie sich das Brexit-Votum auf den Handel auswirken könnte, da das Vereinigte Königreich seit Langem einer der wichtigsten Exportmärkte des Euroraums ist.

**Im vorliegenden Aufsatz wird die Entwicklung der Importnachfrage und der Zahlungsbilanz des Vereinigten Königreichs seit dem Referendum untersucht, um die möglichen Folgen für die Auslandsnachfrage des Eurogebiets beurteilen zu können.**<sup>2</sup> Der Schwerpunkt liegt dabei auf ersten Erkenntnissen über die Faktoren, die die britischen Importe in der Zeit zwischen der Volksabstimmung und dem Beginn der Corona-Pandemie (Covid-19) beeinflusst haben. Der Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU könnte das Exportwachstum des Euroraums in den kommenden Jahren beeinträchtigen. Dies wäre beispielsweise dann der Fall, wenn die Importnachfrage des Landes infolge des Brexits sinken oder umgelenkt werden würde.

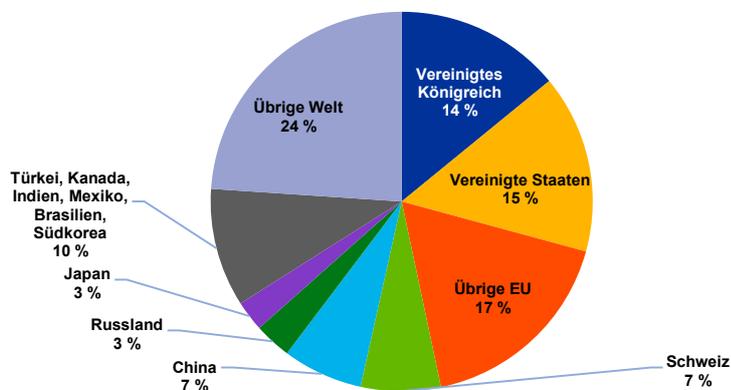
**Das Vereinigte Königreich ist seit Langem einer der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets; sein Anteil an der Auslandsnachfrage des Euroraums lag im Zeitraum von 2016 bis 2018 bei rund 14 %** (siehe Abbildung 1). Bis Mitte des vergangenen Jahrzehnts, als die Parlamentswahlen im Jahr 2015 den Weg für das Referendum ebneten, war das Vereinigte Königreich sogar der größte Handelspartner noch vor den USA. Die Entwicklung der Auslandsnachfrage ist ein zentraler Bestimmungsfaktor des BIP-Wachstums im Eurogebiet, denn die Ein- und Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen aus und in Drittstaaten macht etwa die Hälfte des euroraumweiten BIP aus.

<sup>1</sup> Mit Dank an Florian Forsthuber für seine Unterstützung hinsichtlich der zugrunde liegenden Daten und Andrejs Semjonovs (jetzt Latvijas Banka) für seine frühere Mitwirkung an diesem Beitrag.

<sup>2</sup> Auch wenn das Hauptaugenmerk des Aufsatzes darauf liegt, welche Folgen sich für die Auslandsnachfrage des Euroraums ergeben, wurden aus Gründen der Datenverfügbarkeit soweit erforderlich auch EU-Daten herangezogen.

## Abbildung 1 Exportmärkte des Euroraums

(Anteil der Exporte von Waren und Dienstleistungen; Durchschnitt 2016-2018)

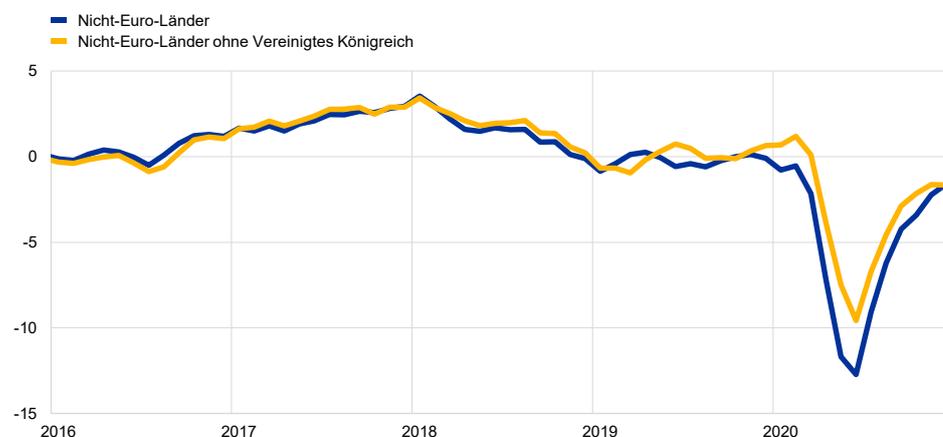


Quelle: EZB-Berechnungen.

Seit dem Referendum im Jahr 2016 hat sich der Anteil des Vereinigten Königreichs an der Auslandsnachfrage des Eurogebiets etwas verringert; dies ist vor allem einem deutlich langsameren Wachstum britischer Importe aus der EU und den dadurch ebenfalls erheblich gebremsten Exporten des Euroraums geschuldet (siehe Abbildung 2). Die merklich geringere Importnachfrage aus dem Vereinigten Königreich seit Ende 2017 hat die generelle Wachstumsabschwächung der Auslandsnachfrage von Ländern außerhalb des Euroraums verschärft. Hierdurch wird das Exportwachstum des Euroraums gedämpft. Außerdem führte die Unsicherheit bezüglich der diversen Brexit-Fristen über weite Strecken der Jahre 2019 und 2020 zu einer beträchtlichen vierteljährlichen Volatilität der auf das Vereinigte Königreich entfallenden Auslandsnachfrage des Euroraums.

## Abbildung 2 Exporte des Euroraums in Nicht-Euro-Länder

(Veränderung des gleitenden Dreimonatsdurchschnitts gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Exporte von Waren und Dienstleistungen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2020.

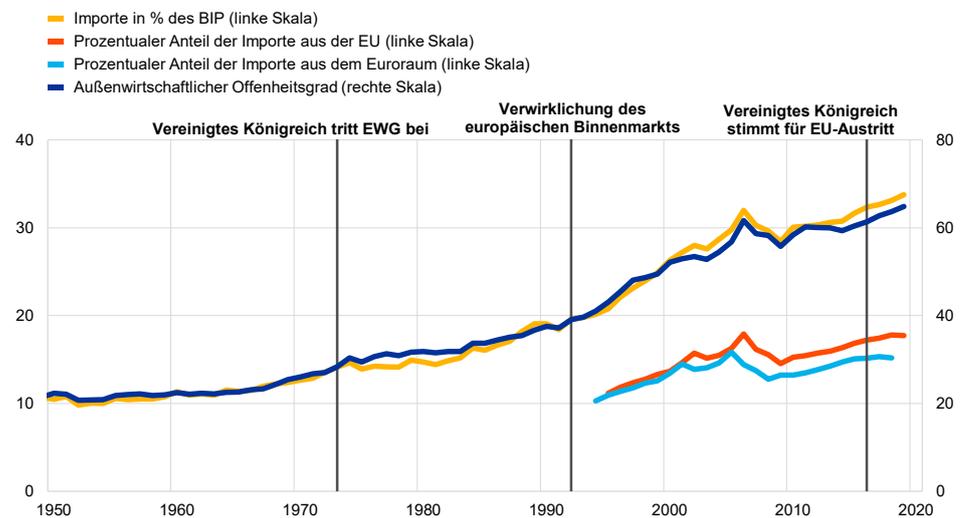
## 2 Wesentliche Merkmale der Handelsdynamik des Vereinigten Königreichs

**Die Importneigung des Vereinigten Königreichs hat sich seit Ende des Zweiten Weltkriegs fast verdreifacht – ein Trend, der seit dem Beitritt zur Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (der späteren Europäischen Union) besonders augenfällig ist** (siehe Abbildung 3). Die Importneigung des Vereinigten Königreichs nahm nach dessen Beitritt zur Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft Anfang der 1970er-Jahre und insbesondere nach der Schaffung des europäischen Binnenmarktes zu Beginn der 1990er-Jahre deutlich zu: Die britischen Einfuhren erhöhten sich von knapp 14 % des BIP Anfang der 1970er-Jahre auf rund 20 % kurz vor Schaffung des Binnenmarktes im Jahr 1991. Bis 2007 stieg dieser Anteil weiter merklich an (auf knapp 30 %), was im Wesentlichen kräftig wachsenden Einfuhren von EU-Waren geschuldet war. Der in dieser Zeit verzeichnete Anstieg spiegelte sich auch in einer spürbaren Zunahme der britischen Exporte wider, sodass sich der außenwirtschaftliche Offenheitsgrad des Landes vergrößerte. Der Anteil des gesamten Außenhandels (Exporte und Importe) am BIP nahm von rund 20 % auf rund 60 % Mitte der 2010er-Jahre zu. Gemessen an der Auslandsnachfrage des Euroraums betragen die Importe des Vereinigten Königreichs zu Beginn der Wirtschafts- und Währungsunion im Jahr 1999 etwa 12 % und erreichten im Jahr 2006 mit annähernd 16 % einen Höchststand; damit war das Vereinigte Königreich zu diesem Zeitpunkt der größte Importeur.

### Abbildung 3

#### Außenwirtschaftlicher Offenheitsgrad des Vereinigten Königreichs seit 1950

(reale Exporte und Importe in % des britischen BIP)



Quellen: Bank of England (Datensatz „A millennium of macroeconomic data for the UK“), Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2019 (Daten der Bank of England ab dem Jahr 1995 aktualisiert anhand der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen).

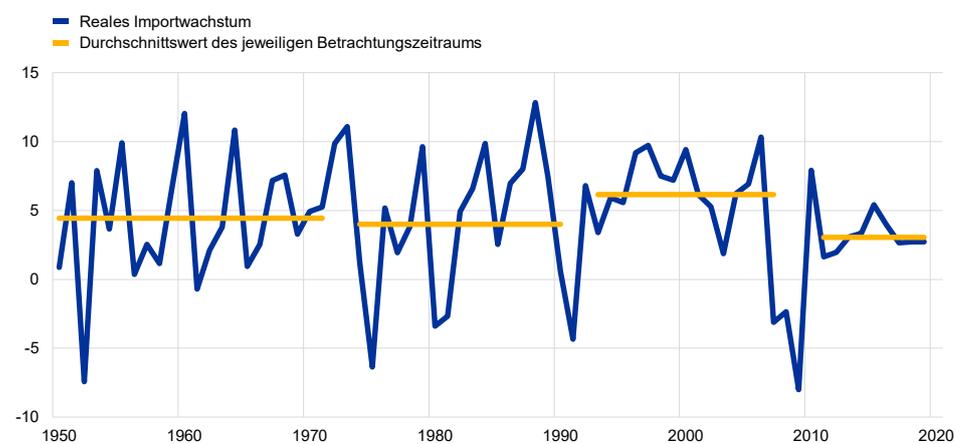
**Nachdem es während der globalen Finanzkrise zu Störungen des internationalen Handels gekommen war, verlangsamte sich das Importwachstum des Vereinigten Königreichs deutlich.** Seit der Finanzkrise hat sich das Wachstum der britischen Einfuhren annähernd halbiert. Die

Jahresänderungsrate lag von 2011 bis 2019 im Schnitt bei etwas mehr als 3 % gegenüber gut 6 % im Zeitraum von 1992 bis 2007 (siehe Abbildung 4). Infolgedessen war der Anteil der Importe am britischen BIP Ende 2019 verglichen mit dem Vorkrisenniveau weitgehend unverändert. Allerdings wies er in Phasen, die mit Brexit-Fristen im Jahr 2019 in Verbindung standen, vorübergehend eine hohe Volatilität auf (siehe Kasten 1). Diese Faktoren haben das Exportwachstum im Euroraum nachweislich belastet (siehe Abbildung 2).

#### Abbildung 4

#### Reales Importwachstum des Vereinigten Königreichs seit 1950

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



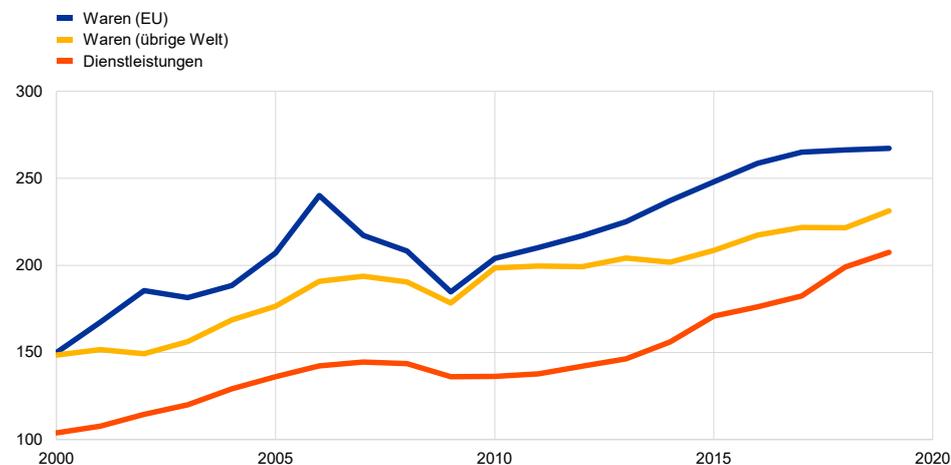
Quellen: Bank of England (Datensatz „A millennium of macroeconomic data for the UK“) und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2019 (Daten der Bank of England ab dem Jahr 1995 aktualisiert anhand der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen).

**Wird die Volatilität in den Jahren 2019 und 2020 außer Acht gelassen, so verlangsamte sich das Wachstum der britischen Einfuhren ab dem Referendum bis zum Ausbruch der Pandemie vor allem bei Waren aus der EU und aus dem Euro-Währungsgebiet.** Eine Aufschlüsselung der Importe des Vereinigten Königreichs in den vergangenen beiden Jahrzehnten zeigt, dass die jüngste Abschwächung insbesondere die Wareneinfuhr aus der EU betraf (siehe Abbildung 5).

## Abbildung 5

### Importe des Vereinigten Königreichs nach Herkunft und Art

(in Mrd GBP)



Quellen: Eurostat, Office for National Statistics und EZB-Berechnungen.

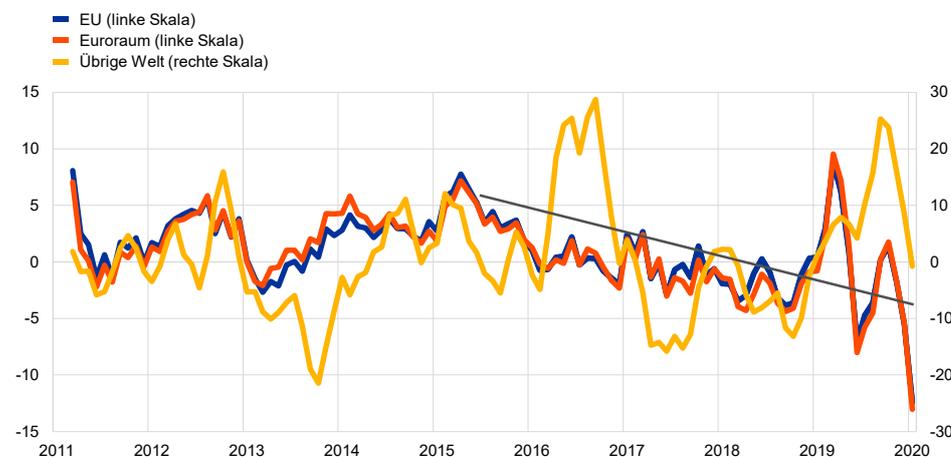
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2019.

**Seit Mitte 2015 ist beim Wachstum britischen Wareneinfuhren aus der EU und dem Euroraum ein konstant rückläufiger Trend zu verzeichnen, der in deutlichem Gegensatz zur volatileren Entwicklung von Importen aus der übrigen Welt (ohne EU) steht** (siehe Abbildung 6). Zwar lassen sich die Unterschiede teilweise auf die hohe Volatilität zurückführen, die sich aus dem Nicht-EU-Handel mit Warengold ergibt. Doch sollte angesichts des in diesem Zeitraum beobachteten eindeutigen und nahezu gleichmäßigen Rückgangs der Importe aus dem Eurogebiet/der EU zeitnah untersucht werden, wie sich die britischen Einfuhren zuletzt entwickelt haben und welche Faktoren hierbei vermutlich eine Rolle spielten.

## Abbildung 6

### Importe des Vereinigten Königreichs nach ausgewählten Ländergruppen

(Volumina; Veränderung des gleitenden Dreimonatsdurchschnitts gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr der aus Monatsdaten errechneten gleitenden Dreimonatsdurchschnitte. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2020.

## Kasten 1

### Die Volatilität des britischen Importwachstums seit 2019 und die Rolle der Vorratsinvestitionen

Florian Forsthuber und Valerie Jarvis

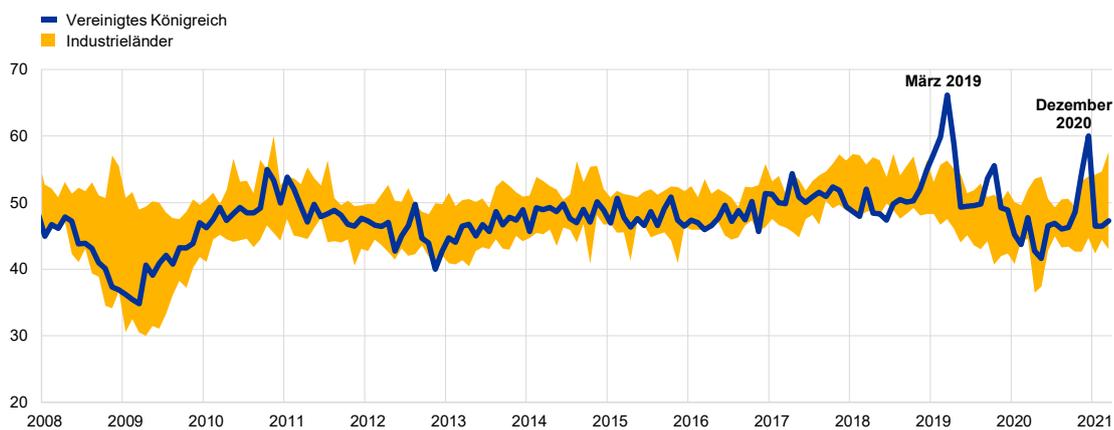
Das Importwachstum des Vereinigten Königreichs verlief im Jahr 2019 erratisch. Ausschlaggebend hierfür war zum Teil, dass Unternehmen ihre Vorräte im Vorfeld diverser (nicht eingehaltener) Brexit-Fristen aufstockten. Sie reagierten damit auf zunehmende Befürchtungen bezüglich eines ungeordneten Austritts des Vereinigten Königreichs aus der EU. Im vorliegenden Kasten wird untersucht, wie die Importe und der vor Ablauf der jeweiligen Fristen verzeichnete Vorratsaufbau des Vereinigten Königreichs miteinander zusammenhängen.

Die Umfrageindikatoren zu den Vorratsveränderungen im Vereinigten Königreich weisen durchweg darauf hin, dass in den Jahren 2019 und 2020 ein brexitbedingter Lageraufbau stattgefunden hat. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für Vorratsveränderungen<sup>3</sup> liefert hierzu einen zeitnahen Einblick. Besonders augenfällig war ein sprunghafter Anstieg der britischen Vorratsbestände im Vorfeld des 29. März 2019, dem ursprünglich für den Brexit vorgesehenen Termin. Grund hierfür waren Befürchtungen, dass ein ungeordneter Brexit unmittelbar bevorstehen könnte. Wie aus Abbildung A ersichtlich wird, stieg der EMI für Vorratsveränderungen daraufhin selbst im internationalen Vergleich auf ein beispiellos hohes Niveau. Eine ähnliche Entwicklung scheint es auch im Schlussquartal 2020 vor dem Ende der Übergangsphase gegeben zu haben, wenngleich das Bild durch die pandemiebedingten Beeinträchtigungen etwas verzerrt wird.

## Abbildung A

### EMI für Vorratsveränderungen

(Diffusionsindex)



Quellen: Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der schattierte Bereich stellt die Spanne der Monatswerte von 2008 bis 2018 (für das Vereinigte Königreich) bzw. von 2008 bis 2020 (für Deutschland, Frankreich, Irland, Italien, Japan, die Niederlande, die Schweiz, Spanien, Südkorea und die Vereinigten Staaten) dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2021.

Die britischen Importe stiegen vor dem ursprünglich vereinbarten Datum für den EU-Austritt des Vereinigten Königreichs (29. März 2019) deutlich an, und zwar um annähernd 7 % gegenüber dem Vorquartal. Dabei handelt es sich um das höchste Wachstum seit fast 40 Jahren. Diese Entwicklung

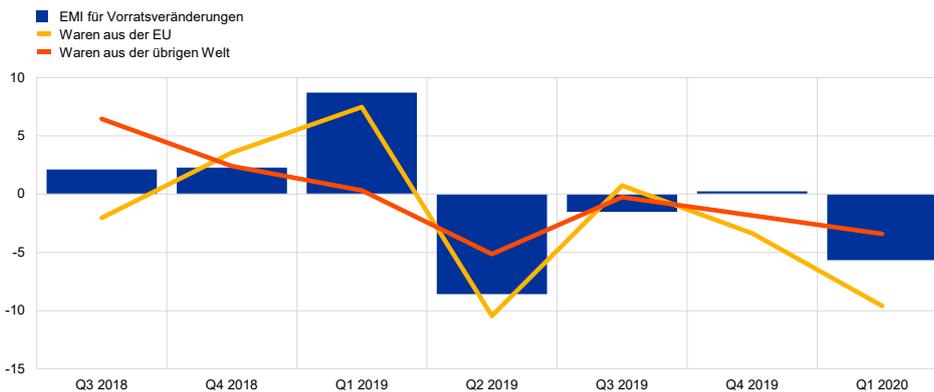
<sup>3</sup> Aus dem EMI für das verarbeitende Gewerbe abgeleiteter Aufbau (oder Abbau) von Lagerbeständen, die zum Verkauf oder zur Weiterverarbeitung bestimmt sind.

steht im Einklang mit der merklichen Zunahme des brexitbedingten Lageraufbaus mit Waren aus der EU. Im ersten Quartal 2019 verzeichnete das Vereinigte Königreich folglich (nominal) ein Rekordhandelsdefizit. Abbildung B zeigt, dass die britischen Einfuhren 2019 vor allem bei den Warenimporten aus der EU eine hohe Volatilität aufwiesen; daher entsprechen sich die beiden Datenreihen fast unmittelbar.

## Abbildung B

### Importwachstum und Vorratsinvestitionen des Vereinigten Königreichs

(Importwachstum: Veränderung gegen Vorquartal in %; EMI: Veränderung gegen Vorquartal in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, Office for National Statistics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Veränderungen des EMI werden als Differenz der Dreimonats-Durchschnittswerte des Indikators angegeben.

Dem erheblichen Anstieg der britischen Importe aus der EU im ersten Quartal 2019 folgte ein ebenso deutlicher Rückgang im darauffolgenden Quartal. Dieses Muster wiederholte sich in unterschiedlicher Ausprägung im zeitlichen Umfeld der diversen Brexit-Fristen (siehe Abbildung C). Als sich in den letzten Monaten des Jahres 2020 das Ende der Brexit-Übergangsphase näherte, deuteten die Umfrageergebnisse erneut auf eine beträchtliche Aufstockung der Lagerbestände im Schlussquartal 2020 hin. Anhand der Veränderungen gegenüber dem Vormonat wird in Abbildung C aufgezeigt, dass der EMI für Vorratsveränderungen im November 2020, also einen Monat vor Ende der Übergangsphase, spürbar zunahm. Damit wich er etwas vom typischen Verlaufsmuster der Lagerinvestitionen ab, das im Vorfeld vorheriger Brexit-Fristen verzeichnet worden war und nach dem der Großteil des Lageraufbaus in der Regel erst im Monat vor dem Fristende erfolgte. Den Erstellern des EMI zufolge war der Anstieg fast ausschließlich der Unsicherheit bezüglich des Brexits und dem sich daraus ergebenden Aufbau eines Vorrats an wichtigen Vorleistungsgütern vor Ende der Übergangsphase geschuldet<sup>4</sup> und nicht lediglich eine Reaktion auf die pandemiebedingten Verwerfungen im früheren Jahresverlauf.

Die durch die Pandemie ausgelösten zusätzlichen Störungen in der zweiten Dezemberhälfte scheinen den abschließenden Aufbau von Lagerbeständen Ende 2020 gedämpft zu haben. Im Januar 2021 kam es dann zu einem sehr deutlichen Rückgang der Warenimporte aus dem Eurogebiet, wie dies bereits im zeitlichen Umfeld früherer Austrittstermine zu beobachten gewesen war. Zwar waren zu diesem Zeitpunkt weitere pandemiebedingte Störungen zu verzeichnen, doch legen die ersten Daten zu den Ausfuhren des Euroraums im Anfangsquartal 2021 die Vermutung nahe, dass sich die Entwicklung des Handels zwischen dem Vereinigten Königreich und dem

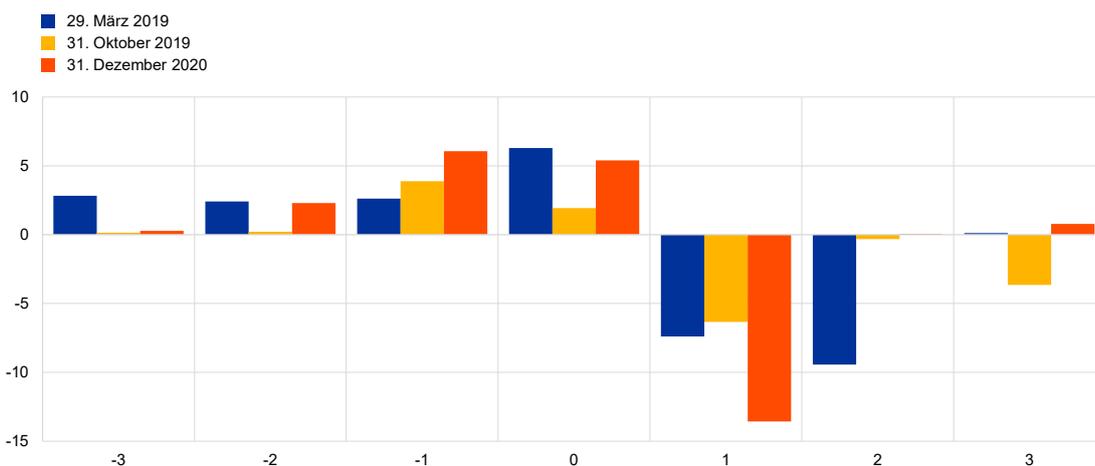
<sup>4</sup> Siehe Markit, [News Release for Flash UK PMI](#) (16. Dezember 2020). Eine Umfrage der Bank of England deutet darauf hin, dass lediglich für die letzten Monate des Jahres Vorratsinvestitionen geplant waren (Bank of England, [Monetary Policy Report](#), November 2020, S. 38-42).

Euroraum eindeutig von der bisherigen Entwicklung abkoppelte. Die Warenexporte des Eurogebiets in das Vereinigte Königreich gingen im Januar verglichen mit dem Vormonat um fast ein Drittel zurück, während sich die Importe aus dem Land mehr als halbierten. Dagegen nahm die Ausfuhr von Waren in andere Euro-Länder kräftig zu. Dies dürfte aller Wahrscheinlichkeit nach eine unmittelbare Folge von umgeleiteten Handelsströmen, insbesondere nach Irland, sein.

### Abbildung C

#### Entwicklung des EMI für Vorratsveränderungen im Vorfeld von Brexit-Fristen

(monatliche Veränderung des Diffusionsindex in Prozentpunkten; t=0 im Monat der erwarteten Brexit-Frist)



Quellen: Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Nach der Verabschiedung des Benn-Gesetzes („Benn Act“) Ende September 2019 wurde die Brexit-Frist vom 31. Oktober 2019 auf den 31. Januar 2020 verschoben. Hierdurch verminderte sich im Oktober 2019 unmittelbar die Notwendigkeit eines weiteren Lageraufbaus. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2021.

## 3 Aktuelle Bestimmungsfaktoren der Importnachfrage des Vereinigten Königreichs

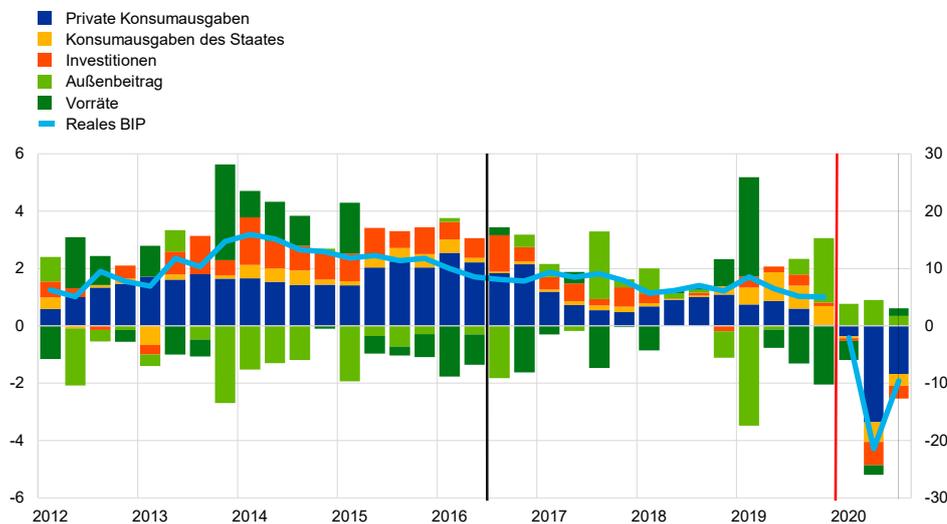
**Angesichts der sukzessiven Wachstumsverlangsamung des realen BIP im Vereinigten Königreich seit dem Referendum war auch bei den Importen ein Rückgang zu verzeichnen; dies beeinträchtigte die Auslandsnachfrage des Euro-Währungsgebiets.** Vor der Volksabstimmung zählte das Vereinigte Königreich noch zu den leistungsstärksten G-7-Staaten. Danach rutschte es bis 2020 auf den letzten Platz ab.<sup>5</sup> Die Verlangsamung des BIP-Wachstums nach dem Referendum betraf die meisten Verwendungskomponenten, insbesondere die privaten Konsumausgaben und die Investitionen (siehe Abbildung 7). Zugleich wurde der Außenbeitrag durch die seit der Volksabstimmung beobachtete Abwertung des Pfund Sterling gestützt.

<sup>5</sup> Siehe auch B. G. Born, G. J. Müller, M. Schularick und P. Sedláček, The Costs of Economic Nationalism: Evidence from the Brexit Experiment, *The Economic Journal*, Bd. 129, Ausgabe 623, Oktober 2019, S. 2722-2744.

## Abbildung 7

### Beiträge zum Wachstum des realen BIP im Vereinigten Königreich

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Für den Grafikbereich ab der roten Linie gilt die rechte Skala. Die schwarze Linie markiert den Zeitpunkt des Brexit-Referendums. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2020.

### Die spürbare Wachstumsverlangsamung der Importe lässt sich zum Teil durch die recht rasche und deutliche Abwertung des Pfund Sterling erklären.<sup>6</sup>

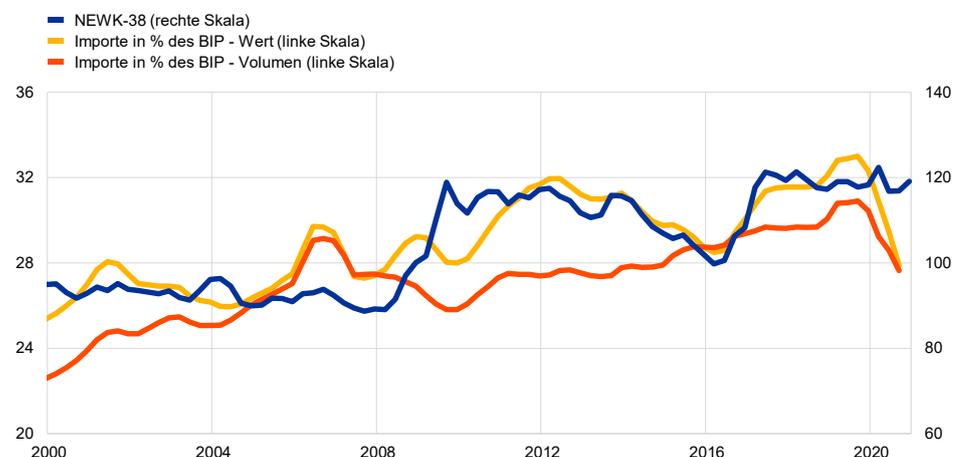
Nachdem die britische Währung einige Jahre lang merklich über ihrem langfristigen Durchschnitt gelegen hatte, verlor sie ab Mitte 2015, als die Aussichten auf ein Referendum über die EU-Mitgliedschaft Realität wurden, vor allem gegenüber dem Euro massiv an Wert. Als das Ergebnis des Referendums feststand, wertete das Pfund Sterling in Relation zu allen wichtigen Währungen, insbesondere gegenüber dem Euro, weiter und noch kräftiger ab. Infolgedessen stiegen die Importausgaben bezogen auf die nominalen Einfuhren in Relation zum BIP an (siehe Abbildung 8). Während diese Messgröße in den letzten 20 Jahren einen Gleichlauf mit dem nominalen effektiven Wechselkurs (NEWK-38) aufwies, war dies bei den realen Einfuhren in Relation zum BIP nicht der Fall. Das Pfund Sterling wirkte sich ab Mitte 2015 insbesondere über die sinkende Kaufkraft britischer Verbraucher auf die Volkswirtschaft aus.

<sup>6</sup> Das Referendum vom Juni 2016 führte zu einer unmittelbaren und deutlichen Abwertung des Pfund Sterling gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner des Vereinigten Königreichs, aber vor allem gegenüber dem Euro. An den Finanzmärkten kamen im Jahr 2015 (kurz nach dem Wahlsieg der Konservativen) erstmals Bedenken hinsichtlich einer möglichen Abstimmung für einen Austritt aus der EU auf. Nachdem das Pfund Sterling Anfang 2015 einen Höchststand verzeichnet hatte, der geringfügig über seinem langjährigen Durchschnitt (1999-2014) lag, sank es bis zum Vorabend des Referendums um rund 10 %. In den viereinhalb Jahren nach der Volksabstimmung verblieb die britische Währung dann rund 15 % unter ihrem Höchststand des Jahres 2015. Aufgrund zunehmender Bedenken bezüglich eines ungeordneten Brexits, die vor Auslaufen der zahlreichen Brexit-Fristen aufkamen, war von Ende 2018 bis zur endgültigen Einigung wenige Tage vor Ablauf der Übergangsphase eine erhebliche Volatilität zu verzeichnen.

## Abbildung 8

### Importe des Vereinigten Königreichs und nominaler effektiver Wechselkurs (NEWK-38)

(linke Skala: in % des BIP, gleitende Viertelquartalsdurchschnitte; rechte Skala: Index: Durchschnitt 1999-2014 = 100)



Quellen: Bank of England, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Beim nominalen effektiven Wechselkurs (NEWK-38) handelt es sich um einen handelsgewichteten Durchschnitt der nominalen bilateralen Wechselkurse des Pfund Sterling gegenüber einem Korb von 38 ausländischen Währungen. Der NEWK-38 wird in Relation zu seinem Durchschnitt von 1999 bis 2014 mit einer zeitlichen Verzögerung von zwei Quartalen indexiert. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2020 (NEWK-38) bzw. das dritte Quartal 2020 (Importe).

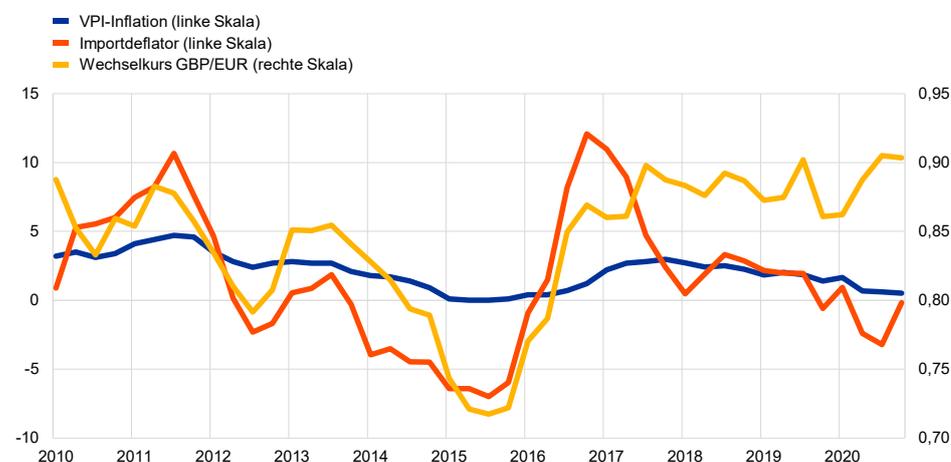
**Das Konsumwachstum im Vereinigten Königreich schwächte sich spürbar ab, da die kräftige Abwertung des Pfund Sterling rasch auf die inländische Teuerung durchwirkte.** Der Importdeflator korrelierte stark mit dem Wechselkurs gegenüber dem Euro (siehe Abbildung 9). So führte die Abwertung des Pfund Sterling im Jahr 2016 zu einer sofortigen Schwankung des Importdeflators. Darüber hinaus schlug sich die Währungsabwertung maßgeblich in der am Verbraucherpreisindex (VPI) gemessenen Teuerungsrate nieder: Die höheren Einfuhrpreise waren für rund zwei Drittel des jährlichen Preisanstiegs nach dem VPI verantwortlich.<sup>7</sup> Durch die negativen Auswirkungen der Terms of Trade schrumpfte das Einkommen der privaten Haushalte. Infolgedessen kam es sowohl zu einer geringeren Importnachfrage als auch zu einer deutlichen Wachstumsverlangsamung bei den Konsumausgaben.

<sup>7</sup> Siehe Bank of England, [Inflation Report](#), November 2017 (insbesondere die Erläuterungen zu den Abbildungen 2.10 und 4.5-4.6).

## Abbildung 9

### Nominaler Wechselkurs des Pfund Sterling und Inflation im Vereinigten Königreich

(linke Skala: Veränderung gegen Vorjahr in %; rechte Skala: Wechselkurs)



Quellen: Bank of England, Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

#### **Eine spürbar gesunkene Investitionstätigkeit im Vereinigten Königreich dürfte ein weiterer Grund für das seit dem Referendum langsamere Importwachstum sein.**

Die erhöhte Unsicherheit nach der Volksabstimmung führte zu einem deutlichen Rückgang der Investitionen, insbesondere der Unternehmensinvestitionen. Die durchschnittliche jährliche Zuwachsrate sank von 3,8 % in der Zeit von 2011 bis 2015 auf 1,7 % im Zeitraum von 2017 bis 2019. Dies verschärfte die Wachstumsverlangsamung der Importe des Vereinigten Königreichs, was der Tatsache geschuldet ist, dass Investitionen im Vergleich zu anderen Verwendungskomponenten für gewöhnlich importintensiver sind. Aus Sicht des Euroraums gibt die Verringerung der britischen Investitionstätigkeit seit dem Referendum Anlass zur Sorge. Der üblicherweise hohe Anteil (40 %) von Investitionsgütern an den gesamten Wareneinfuhren des Vereinigten Königreichs aus der EU (und insbesondere aus dem Euro-Währungsgebiet) war in den zurückliegenden Jahrzehnten ein maßgeblicher Faktor für das Exportwachstum.

#### **Das Importwachstum des Vereinigten Königreichs schwächte sich nach dem Referendum ab; gleichzeitig legte das Exportwachstum – vor allem bei den Ausfuhren in den Euroraum – erheblich zu (siehe Abbildung 10). Gestützt wurde dies durch die sich abschwächende Landeswährung.**

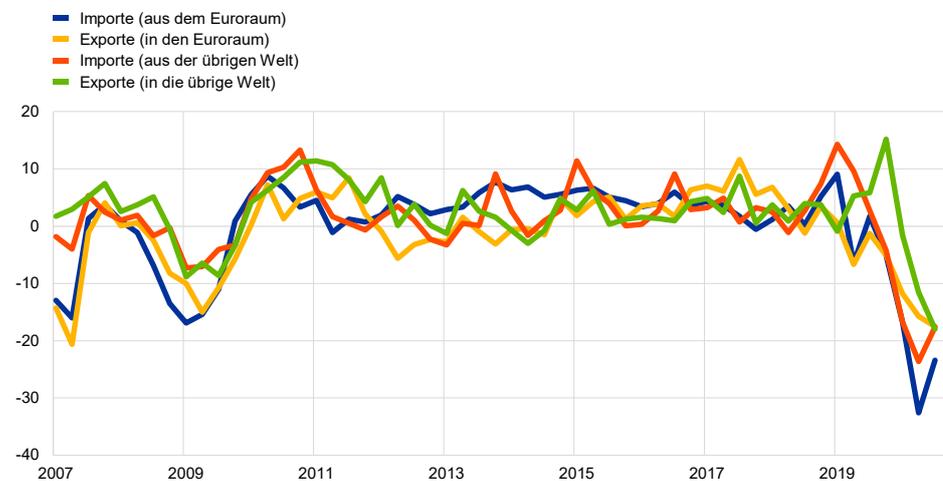
Während die Auswirkungen der Wertschöpfungskette dazu führten, dass die Exporte die Importe im Vorfeld des Referendums ankurbelten, scheint dieser Effekt in der Zeit nach der Volksabstimmung begrenzt gewesen zu sein.<sup>8</sup>

<sup>8</sup> Diese Phase unterscheidet sich deutlich von der Abwertung des Pfund Sterling während der globalen Finanzkrise 2008/2009, als die Export- und die Importdynamik weitgehend synchron verliefen.

## Abbildung 10

### Import- und Exportwachstum des Vereinigten Königreichs

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen.

Anmerkung: Es handelt sich um verkettete Volumenindizes für Waren und Dienstleistungen (Quartalswerte). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2020.

### Interne Schätzungen der EZB lassen erste Anzeichen dafür erkennen, dass die Importneigung des Vereinigten Königreichs seit dem Referendum nachlässt.

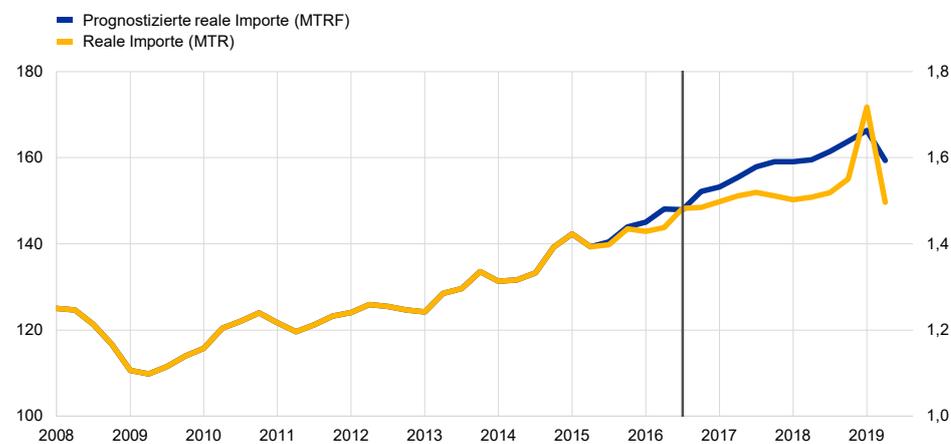
Um die Signifikanz des erheblich rückläufigen Wachstums der realen Importvolumina zu beurteilen, kommt ein Fehlerkorrekturmodell für das Importvolumen des Vereinigten Königreichs zum Einsatz. Dabei wird eine Regression der britischen Importe auf die verbleibenden Komponenten der Gesamtausgaben<sup>9</sup> (gewichtet anhand ihres Anteils an den Einfuhren, die in den Input-Output-Tabellen erfasst sind) durchgeführt sowie eine Regression der relativen Importpreise auf die Inlandspreise (weitere Einzelheiten hierzu finden sich in Kasten 2 des vorliegenden Aufsatzes). Der Schätzzeitraum enthält auch eine Teilstichprobe, die den Zeitraum vom zweiten Quartal 1995 bis zum zweiten Quartal 2015 abdeckt, als die Parlamentswahlen im Vereinigten Königreich den Weg für das Referendum ebneten. Verwendet man die Parameterschätzungen aus diesem Modell, um Vorhersagen über die Einfuhren anhand der tatsächlichen Werte der verbleibenden Komponenten der Gesamtausgaben und der relativen Preise treffen zu können, so führt dies bei einer In-sample-Prognose zu einer erheblichen Lücke zwischen den prognostizierten und den tatsächlichen Importvolumina des Vereinigten Königreichs in den Jahren 2017 und 2018 (siehe Abbildung 11). Die realen Importe fallen deutlich niedriger aus als in der Modellspezifikation vorhergesagt. Dies trifft zumindest auf die Phase zu, bevor sich die Lücke infolge der starken Aufstockung der Lagerbestände vor Ablauf der ursprünglichen Brexit-Frist am 29. März 2019 geschlossen hat.

<sup>9</sup> Unter die Gesamtausgaben fallen private Konsumausgaben, Konsumausgaben des Staates, Investitionsausgaben und Exporte.

## Abbildung 11

### Reale Importe des Vereinigten Königreichs und Modellprognose auf Basis gewichteter BIP-Komponenten und relativer Preise

(Preise in Mrd GBP (2015); Quartalswerte)



Quelle: EZB-Berechnungen.

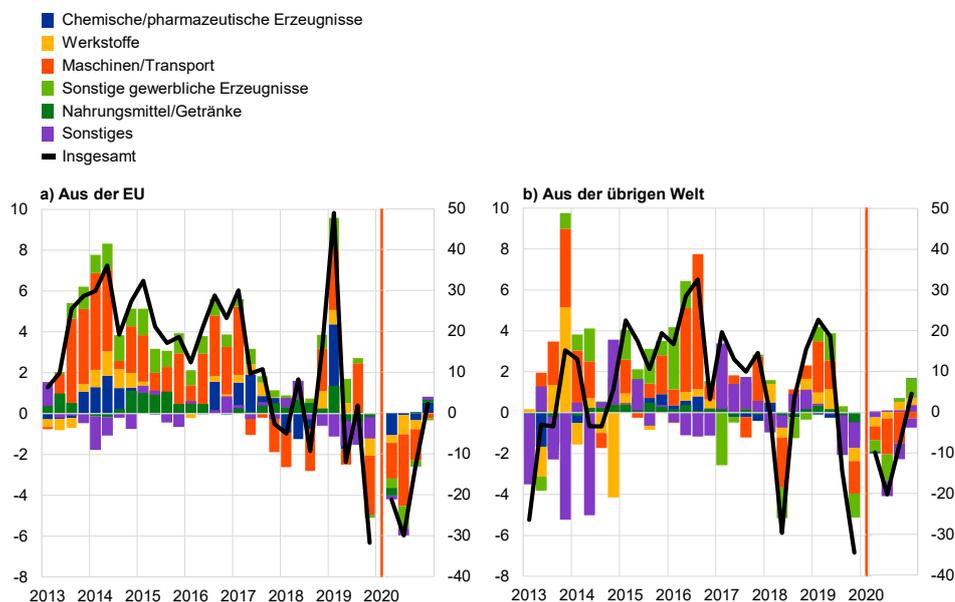
Anmerkung: Die realen Importe insgesamt (MTR) beziehen sich auf die realen Importe in das Vereinigte Königreich. Die prognostizierten realen Importe insgesamt (MTRF) beziehen sich auf eine In-sample-Prognose. Sie basiert auf einem Fehlerkorrekturmodell, bei dem die Einfuhrvolumina auf die verbleibenden Komponenten der Gesamtausgaben und die Importpreise auf die Inlandspreise regressiert werden, und einem Fehlerkorrekturterm. Die vertikale schwarze Linie markiert den Zeitpunkt des Brexit-Referendums. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2019.

**Mit Blick auf die einzelnen Sektoren war das langsamere Importwachstum im Vereinigten Königreich hauptsächlich auf Fahrzeuge und pharmazeutische Erzeugnisse zurückzuführen, vor allem was die entsprechenden Einfuhren von Handelspartnern aus der EU und dem Euro-Währungsgebiet anbelangt.** Die Importe aus den Bereichen Maschinen/Transport und chemische/pharmazeutische Erzeugnisse sind in der Zeit nach dem Referendum eingebrochen (siehe Abbildung 12). So sanken die britischen Einfuhren von Fahrzeugen und pharmazeutischen Erzeugnissen, die vor dem Referendum noch gut 12 % bzw. 6 % der Exporte aus dem Euroraum ausgemacht hatten, von stabilen zweistelligen Zuwachsraten auf zweistellige negative Werte. Vom Höchststand des britischen Importwachstums Mitte 2016 bis zu dessen Tiefstand Mitte 2018 leisteten diese beiden Kategorien zusammengefasst einen negativen Beitrag von rund 4 Prozentpunkten. Die erhebliche Wachstumsverlangsamung der Einfuhren, die sich aus der deutlichen Kehrtwende bei diesen beiden Warenkategorien ergab, dürfte eine Erklärung für die Lücke zwischen dem nachfrageimpliziten und dem tatsächlichen Wachstum der realen Importe sein und auf brexitbedingte Bestimmungsfaktoren zurückzuführen sein.

## Abbildung 12

### Warenimporte des Vereinigten Königreichs nach Sektor und Herkunft

(Volumina; Veränderung des gleitenden Dreimonatsdurchschnitts gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Office for National Statistics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Für den Grafikbereich ab der roten Linie gilt die rechte Skala. Unspezifizierte Wareneinfuhren bleiben unberücksichtigt. Unter „Maschinen/Transport“ fallen auch Kraftfahrzeuge und Fahrzeugteile. Zur Kategorie „Nahrungsmittel/Getränke“ zählen auch lebende Tiere, Tabakwaren, Fette und pflanzliche Öle. Es handelt sich um saisonbereinigte Quartalswerte. Die Sektoren sind aufgeschlüsselt gemäß der zweistelligen Gliederungsebene der Güterklassifikation „Classification of Products by Activity (CPA)“. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2020.

### Seit Langem wird angenommen, dass die Kategorien Fahrzeuge und chemische Erzeugnisse durch den Brexit besonders stark in Mitleidenschaft gezogen werden.

Ursächlich hierfür sind die möglichen Auswirkungen weiterer Friktionen im Handel zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich sowie in den Wertschöpfungsketten nach Ende des Übergangszeitraums.<sup>10</sup> EU-Länder mit hohen sektoralen Anteilen in den Bereichen Fahrzeuge (vor allem Deutschland und die Länder Mittel- und Osteuropas, die über Wertschöpfungsketten mit Deutschland verbunden sind) und chemische Erzeugnisse (einschließlich Irland, Dänemark und Slowenien) dürften auf kurze Sicht durch die brexitbedingten Verwerfungen überproportional stark betroffen sein. Auf längere Sicht dürfte die Auslandsnachfrage des Euroraums jedoch davon abhängen, wie sehr das neue Handelssystem die Fähigkeit des Vereinigten Königreichs beeinflusst, Einfuhren aus der EU durch inländisch produzierte Waren und Importe aus der übrigen Welt zu ersetzen, und welche Folgen sich für die Kaufkraft des Vereinigten Königreichs ergeben.

<sup>10</sup> Siehe D. Bailey und I. Rajic, [UK manufacturing welcomes the deal in as far as it goes](#), Commentary, UK in a Changing Europe, 29. Dezember 2020.

## Kasten 2

### Fehlerkorrekturmodell für die Importnachfrage des Vereinigten Königreichs

---

Florian Forsthuber und Tobias Schuler

Im vorliegenden Kasten wird ein Fehlerkorrekturmodell für die realen Einfuhren des Vereinigten Königreichs dargestellt. Dabei werden die Importe im Rahmen einer Teilstichprobe, die den Zeitraum vom ersten Quartal 1995 bis zum zweiten Quartal 2015 abdeckt, auf die verbleibenden Komponenten der Endnachfrage regressiert.

#### Schätzung langfristiger und dynamischer Beziehungen

Die Variable WER wird definiert als Komponenten der realen Ausgaben, die mit ihrem jeweiligen durchschnittlichen Anteil an den realen Einfuhren laut Input-Output-Tabellen 2013-2014 gewichtet werden.

$$WER_t = 0,38 * PCR_t + 0,14 * GCR_t + 0,13 * ITR_t + 0,35 * XTR_t$$

Die geschätzte Gleichung legt eine langfristige Beziehung in der folgenden Form nahe:

$$MTR_t = -5,546 + 1,442 * WER_t - 0,292 * (MTD_t/YED_t)$$

wobei WER die gewichteten realen Ausgaben darstellt, MTR die realen Einfuhren, PCR die realen Konsumausgaben der privaten Haushalte, GCR die realen Konsumausgaben des Staates, ITR die realen Investitionen, XTR die realen Ausfuhren und MTD/YED den Quotienten aus dem Importdeflator und dem BIP-Deflator.

Der Fehlerterm aus der Langfristgleichung wird als RESID\_MTR eingesetzt, wodurch sich die folgende dynamische Beziehung<sup>11</sup> ergibt:

$$\Delta MTR_t = -0,322 * RESID\_MTR_{t-1} + 1,616 * \Delta WER_t$$

wobei RESID\_MTR die Residualgröße der Langfristgleichung darstellt.<sup>12</sup>

#### In-sample-Projektion

Die Projektion wurde als In-sample-Projektion (Q3 2015-Q2 2019) durchgeführt. Die realisierten Werte, die für die Variablen eingesetzt wurden, gehen in die dynamische Gleichung als Veränderungen der MTR ein. Hierin spiegeln sich die Informationen aus den Nachfragekomponenten und dem Fehlerkorrekturterm wider. Für die Projektion wird die Residualgröße der Langfristgleichung verwendet.

---

<sup>11</sup> Alle Parameterschätzungen sind bei einem Konfidenzniveau von 99 % signifikant.

<sup>12</sup> R<sup>2</sup> = 0,62, DW = 2,01.

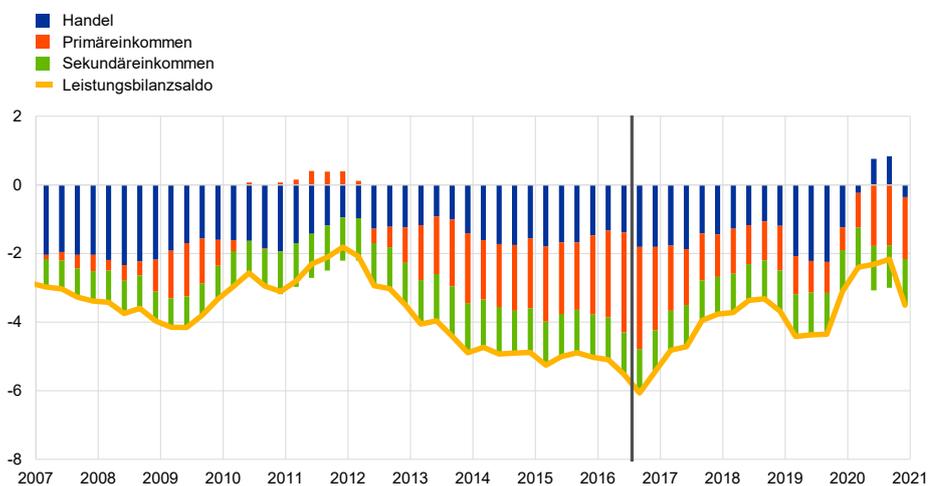
## 4 Auswirkungen des Brexits auf die Zahlungsbilanz des Vereinigten Königreichs

**Zum Zeitpunkt des ursprünglichen EU-Austrittstermins am 29. März 2019 hatte das Vereinigte Königreich bereits seit über einem Jahrzehnt ein anhaltendes und wachsendes Leistungsbilanzdefizit verzeichnet** (siehe Abbildung 13).

Unterdessen war das Defizit der britischen Handelsbilanz weitgehend stabil geblieben, wenngleich zuletzt eine gewisse Volatilität zu beobachten war. Auch beim Sekundäreinkommen war kontinuierlich ein Fehlbetrag ausgewiesen worden. Im Gegensatz dazu leisteten Veränderungen des Defizits beim Primäreinkommen einen wesentlichen Beitrag zur Verbesserung der Leistungsbilanz.

**Abbildung 13**  
Leistungsbilanz

(in % des BIP, kumuliert über die vorangegangenen vier Quartale)



Quellen: Haver Analytics, Office for National Statistics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2020. Die schwarze Linie markiert den Zeitpunkt des Brexit-Referendums.

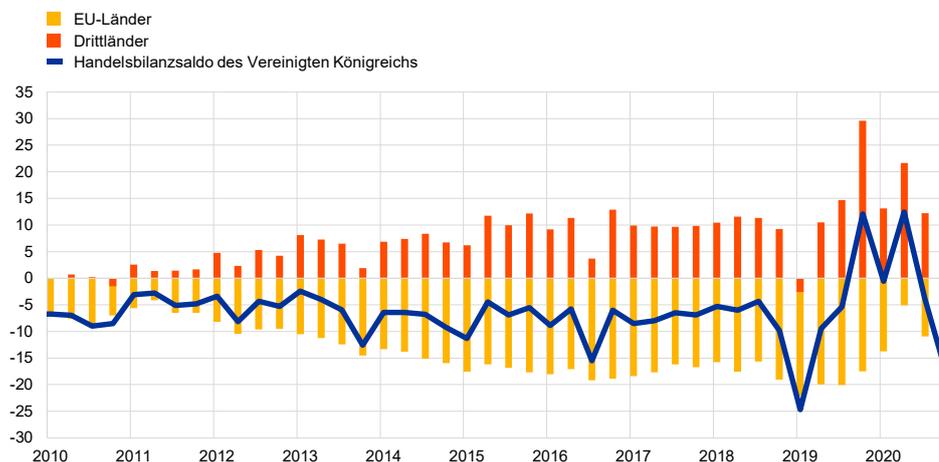
**Das Handelsbilanzdefizit des Vereinigten Königreichs wurde über lange Zeit von der Entwicklung des Handels mit der EU bestimmt (siehe Abbildung 14). Ein ähnliches Muster lässt sich auch im Handel mit den Euro-Ländern erkennen.**

Zugleich verbuchte das Land beim Handel mit der übrigen Welt über geraume Zeit einen Überschuss. Ab 2012 bis zum Brexit-Referendum 2016 nahm das Handelsbilanzdefizit gegenüber der EU zu. Nach dem Referendum verringerte es sich wieder, bevor der Aufbau von Lagerbeständen vor dem Auslaufen unterschiedlicher Brexit-Fristen im Jahr 2019 zu neuen Rekordständen der Handelsbilanzdefizite gegenüber der EU und dem Euroraum führte. Während sich der Fehlbetrag nach der globalen Finanzkrise bei rund 5 % des BIP weitgehend

stabilisierte, ist seit Mitte der 2010er-Jahre eine höhere Volatilität zu beobachten, die mit dem Brexit (und zuletzt auch mit der Covid-19-Pandemie) zusammenhängt.<sup>13</sup>

**Abbildung 14**  
Handelsbilanz

(in % des BIP, kumuliert über die vorangegangenen vier Quartale)



Quellen: Eurostat, Office for National Statistics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2020 (EU-Länder und Drittländer) bzw. das dritte Quartal 2020 (Handelsbilanz des Vereinigten Königreichs).

**In der Leistungsbilanz dürften die brexitbedingten direkten Effekte künftig eine wichtige Rolle spielen, da rund die Hälfte des Defizits bei den Sekundäreinkommen auf Nettzahlungen an EU-Institutionen zurückzuführen ist.** Die Bilanz der Sekundäreinkommen weist schon seit Langem einen Fehlbetrag auf. Durch den Austritt aus der EU leistet das Vereinigte Königreich keine Beiträge mehr zum EU-Haushalt. Dadurch dürfte sich das Defizit bei den Sekundäreinkommen des Vereinigten Königreichs reduzieren. Für den Euroraum als Ganzes bedeutet dies, dass sich die Nettozuflüsse in die Sekundäreinkommen verringern.

**In gut einem Jahrzehnt kehrte sich der ausgeglichene Saldo der Primäreinkommen des Vereinigten Königreichs in ein merkliches Defizit um, das sogar das Handelsdefizit übersteigt** (siehe Abbildung 15). Während andere Einkommenskategorien wie die Nettoerträge aus Schuldverschreibungen in der Regel recht stabil geblieben sind, brachen die Nettogewinne aus Direktinvestitionen

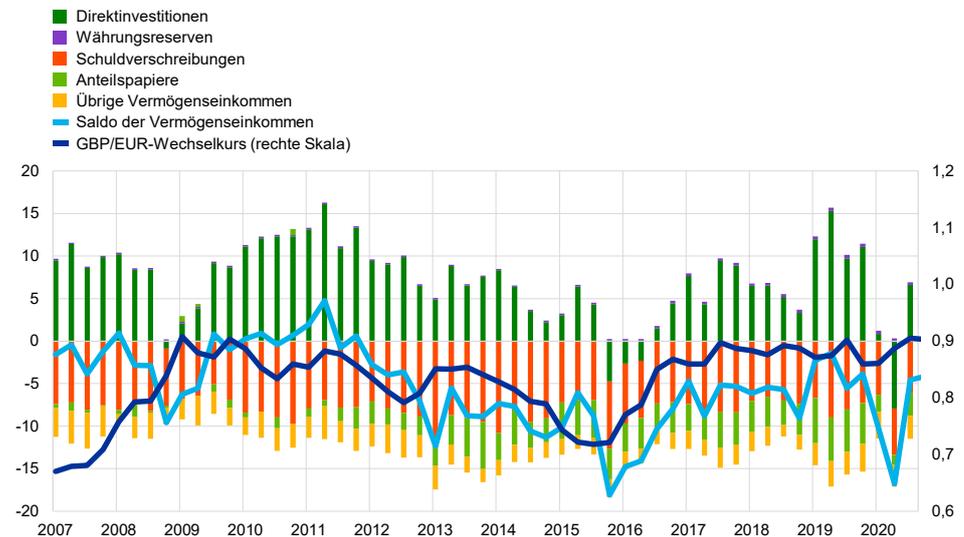
<sup>13</sup> Die Veränderungen der Handelsbilanz reichen von einem Rekorddefizit im Vorfeld des ursprünglichen EU-Austrittstermins am 29. März 2019 bis zu einem Überschuss von etwa 15 % im zweiten Quartal 2020, als pandemiebedingte Lockdown-Maßnahmen und schwere Störungen der Lieferketten zu massiv sinkenden Einfuhren des Vereinigten Königreichs führten. Seit Pandemiebeginn wird die Handelsbilanz auch in hohem Maße vom Einbruch des Handels mit Reisedienstleistungen beeinflusst. In diesem Sektor leistete das Vereinigte Königreich den größten Beitrag zum Außenhandelsüberschuss des Euroraums (siehe EZB, [Auswirkungen des Covid-19-bedingten Lockdowns auf den Handel mit Reisedienstleistungen](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 4/2020, Juni 2020).

ein, was maßgeblich zu der zwischen 2011 und 2015 beobachteten Verschlechterung der Bilanz der Primäreinkommen beitrug.<sup>14</sup>

### Abbildung 15

#### Saldo der Primäreinkommen nach Kategorien des Nettoeinkommens

(in % des BIP, kumuliert über die vorangegangenen vier Quartale)



Quellen: Haver Analytics, Office for National Statistics und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2020.

**Die Abwertung des Pfund Sterling nach dem Referendum hatte kurzfristig eine positive Wirkung auf den Primärsaldo des Vereinigten Königreichs.** Im Jahr 2016 zeigte die Bilanz der Primäreinkommen gewisse Anzeichen einer Erholung. Durch den starken Wertverlust des Pfund Sterling, zu dem es aufgrund von Brexit-Bedenken im zeitlichen Umfeld des Referendums kam, erhöhten sich die Nettogewinne aus Direktinvestitionen, während die Zahlungen aus Schuldverschreibungen hiervon kaum betroffen waren. Dadurch ergab sich kurzfristig ein positiver Effekt auf die Zahlungsbilanz im Zeitraum von 2016 bis 2018. Die Veränderungen bei den Nettogewinnen aus Direktinvestitionen wiesen nach 2009 einen engen Gleichlauf mit der Entwicklung des GBP/EUR-Wechselkurses auf, wobei der Korrelationskoeffizient 97 % betrug. Dies rührt daher, dass eine Abwertung der heimischen Währung aufgrund von Kompositionseffekten zu einem Anstieg der Einnahmen aus dem Ausland führt. Durch den Wertverlust des Pfund Sterling ergaben sich Bewertungsgewinne bei den Nettoforderungen in Fremdwährung.

<sup>14</sup> Diese Entwicklung kann auf eine Umkehr der zugrunde liegenden Nettoposition bei den Direktinvestitionen und eine Verringerung des Renditedifferenzials zwischen Forderungen und Verbindlichkeiten aus Direktinvestitionen zurückgeführt werden. Siehe P. R. Lane, A financial perspective on the UK current account deficit, National Institute Economic Review, Bd. 234, November 2015, F67-72.

**Seit dem Referendum sind die Direktinvestitionszuflüsse in die Kapitalbilanz per saldo zurückgegangen.**<sup>15</sup> Die Nettozuflüsse bei den Direktinvestitionen zeigten 2016 keine unmittelbare negative Reaktion, denn die entsprechenden Kapitalströme kehrten sich erst mit einer zeitlichen Verzögerung um. In den Jahren 2017 und 2018 sanken sie schließlich vor dem Hintergrund erhöhter Unsicherheit über die langfristigen Konjunkturaussichten des Vereinigten Königreichs.

**Inwiefern das Vereinigte Königreich in der Lage sein wird, die Handelsbilanzdefizite gegenüber der EU und dem Euroraum auf dem derzeitigen Niveau zu halten, hängt auf längere Sicht davon ab, ob das Land kontinuierliche Zuflüsse in der Kapitalbilanz verbuchen kann.** Das neue Handelsumfeld, das mit dem Handels- und Kooperationsabkommen zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU geschaffen wurde, könnte die Nachfrage nach britischen Finanzaktiva verringern, beispielsweise wenn die früheren EU-Partner des Landes sich Finanzzentren in anderen EU-Mitgliedstaaten zuwenden. Zugleich könnte das Vereinigte Königreich darin beeinträchtigt werden, sein Leistungsbilanzdefizit auf dem gleichen Niveau wie in den vergangenen zehn Jahren zu finanzieren. Demgegenüber wird zuweilen argumentiert, dass ein schwächeres Pfund Sterling Direktinvestoren aus der ganzen Welt anziehen könnte, die auf der Suche nach unterbewerteten Vermögenswerten sind, wodurch sich die Direktinvestitionszuflüsse nach der erheblichen Abwertung des Pfund unter Umständen längerfristig erhöhen. Solche Zuflüsse in die Direktinvestitionen könnten einen Anstieg der Exporte nach sich ziehen.<sup>16</sup> Bislang war keine anhaltende Zunahme der Ausfuhren zu beobachten. Dies ist aber möglicherweise darauf zurückzuführen, dass seit dem Auslaufen der für die Brexit-Übergangsphase geltenden Regelungen noch nicht viel Zeit vergangen und es darüber hinaus zu pandemiebedingten Verwerfungen gekommen ist. Andererseits ist auch denkbar, dass ein solcher Anstieg ausbleibt, denn der Brexit könnte zu einer Umlenkung der Nachfrage aus der EU hin zu anderen EU-Ländern führen. Da dem Vereinigten Königreich unter Umständen weniger Optionen zur Verfügung stehen, um das Leistungsbilanzdefizit nach dem Brexit durch die Kapitalbilanz auszugleichen, müsste es sein Handelsdefizit entweder durch höhere Exporte an seine wichtigsten Handelspartner oder durch geringere Importe aus diesen Ländern verringern. Dadurch erhöhen sich die Risiken für die Auslandsnachfrage der EU und des Euro-Währungsgebiets.

## 5 Schlussbemerkungen

**Die längerfristigen Auswirkungen des Brexits für den Handel des Vereinigten Königreichs und die Auslandsnachfrage des Euroraums sind mit großer Unsicherheit behaftet.** Aufgrund der erheblichen Verzerrungen bei den

---

<sup>15</sup> Im Gegensatz zum Defizit in der Leistungsbilanz ist in der Kapitalbilanz ein Überschuss zu verzeichnen. Das Vereinigte Königreich ist ein globales Finanzzentrum, das ausländisches Kapital anzieht. Durch diesen Zugang zu Finanzmitteln aus dem Ausland konnte das Land einen Teil seines Leistungsbilanzdefizits finanzieren. Wertpapieranlagen und Direktinvestitionszuflüsse leisteten positive Beiträge zur britischen Kapitalbilanz.

<sup>16</sup> Siehe D. Lederman, Large devaluations, foreign direct investment and exports: A speculative note, Policy Research Working Papers, Weltbankgruppe, 2011.

Handelsmustern des Vereinigten Königreichs, die vom brexitbedingten Lageraufbau bis hin zu pandemiebedingten Störungen der Lieferketten im Jahresverlauf 2020 reichen, lassen sich die ersten Anzeichen längerfristiger Trends derzeit nur schwer erkennen. Gleichwohl gibt es seit dem Referendum Hinweise darauf, dass sich die Nachfrage nach Importgütern aus EU-Ländern abschwächt, was vermutlich zum Teil auf die starke Abwertung des Pfund Sterling zurückzuführen ist. Die Sektordaten zu den Einfuhren liefern gewisse Belege dafür, dass der EU-Austritt manche Wirtschaftsbereiche schon jetzt erheblich beeinflusst, vor allem die Automobil- und die Pharmaindustrie. Dies dürfte sich nachteilig auf die Nachfrage des Vereinigten Königreichs nach Importen aus EU-Ländern ausgewirkt haben, selbst wenn es bis Ende 2020 noch zu keinen wesentlichen Veränderungen des Handelsumfelds gekommen ist. Wie lange das Handelsdefizit gegenüber der EU und dem Euroraum weiterbestehen wird, hängt wohl nicht zuletzt von stetigen positiven Nettozuflüssen in die britische Kapitalbilanz ab. Die Auswirkungen auf die Auslandsnachfrage des Eurogebiets und das Wachstum insgesamt werden sich letztlich daran bemessen, inwieweit das Vereinigte Königreich seine Lieferanten aus dem Euroraum auf längere Sicht durch andere Anbieter ersetzen kann, und in welchem Maße im Eurogebiet andere (gegebenenfalls interne) Netzwerke zur Beschaffung der bislang vom Vereinigten Königreich bezogenen Leistungen aufgebaut werden können.

## 2 Die Rolle der privaten Haushalte bei der Finanzierung der Staatsverschuldung im Euro-Währungsgebiet

Jeanne Pavot und Vilém Valenta

### 1 Einleitung

**Durch die Corona-Pandemie (Covid-19) ist die Finanzierung der Staatsausgaben wieder so stark in den Blickpunkt gerückt wie zuletzt in den Jahren der globalen Finanzkrise und der Staatsschuldenkrise im Euro-Währungsgebiet (2008-2012).** Bei solch schweren Wirtschaftskrisen müssen die Regierungen entscheiden, inwieweit die krisenbedingten Kosten durch Ausgabenkürzungen an anderer Stelle, durch Mehreinnahmen und/oder über zusätzliche Schulden finanziert werden sollen. Zugleich stellt sich bei einer Erhöhung der Staatsverschuldung die Frage, welche Finanzierungsstrategie mit Blick auf die Instrumente und Laufzeiten – aber auch die Gläubigerbasis – am besten geeignet ist.

**Die Zusammensetzung der Staatsschulden hat eine erhebliche Bedeutung für die Finanz- und Wirtschaftspolitik.** Aus der aktuellen Fachliteratur geht hervor, dass die Gläubigerstruktur der öffentlichen Verschuldung Aufschluss über Aspekte wie beispielsweise die Risikostreuung bei der Emission von Staatsanleihen geben kann. Sie ist zudem relevant für den Grad der Verflechtungen von Staaten und Banken, die allgemeine Finanzstabilität, die Wahrscheinlichkeit und Wirksamkeit einer Restrukturierung der Staatsschulden, die Einkommensungleichheit sowie die Größe der fiskalischen Multiplikatoren (siehe Abschnitt 2).

**Vor diesem Hintergrund wird im Folgenden zunächst ein Überblick darüber gegeben, wie sich die Zusammensetzung der öffentlichen Verschuldung nach Gläubigern seit 1995 in den Ländern des Euroraums entwickelt hat.** Die Forschung zur Struktur der Staatsverschuldung hat sich weithin auf die Frage konzentriert, welche Anteile sich in inländischer bzw. in ausländischer Hand befinden. Weniger Beachtung wurde dabei einer genaueren Aufschlüsselung der inländischen Gläubiger geschenkt. Im vorliegenden Aufsatz werden granularere Daten zu den im Inland gehaltenen Staatsschulden analysiert, um die Rolle von Nichtbanken bei der Finanzintermediation sowie die Auswirkungen der vom Eurosystem getätigten Staatsanleihekäufe auf die Zusammensetzung der öffentlichen Verschuldung nach institutionellen Sektoren zu untersuchen (siehe Abschnitt 3).

**Anschließend wird die Struktur der von Inländern gehaltenen Staatsschulden – insbesondere mit Blick auf den Sektor der privaten Haushalte – näher beleuchtet.** Angesichts eines wachsenden Schuldenstands und eines steigenden Anteils von Staatsschulden in inländischer Hand wird es immer wichtiger, die Zusammensetzung der öffentlichen Verschuldung nach institutionellen Sektoren zu untersuchen. Im Blickpunkt sollte dabei auch die Rolle der privaten Haushalte als

Anleger stehen. Für eine aussagekräftige Beurteilung reicht es nicht aus, nur den Umfang der von privaten Haushalten direkt gehaltenen Staatsschulden zu betrachten. Auch ihre diesbezüglichen indirekten Bestände über Investmentfonds, Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen sollten berücksichtigt werden. Ziel der nachfolgenden Ausführungen ist es nicht, ein vollständiges Bild davon zu vermitteln oder eine normative Beurteilung darüber abzugeben, in wessen Besitz sich die Staatsschulden letztlich befinden. Vielmehr sollen Umfang und Entwicklung der von privaten Haushalten gehaltenen Staatsverschuldung im Euroraum einer genaueren Analyse unterzogen werden. Dabei erfolgt auch eine Gegenüberstellung mit einer Auswahl von Industrieländern (siehe Abschnitt 4). Für die Euro-Länder wird hierzu die Aufschlüsselung in den finanziellen Sektorkonten herangezogen. Dabei handelt es sich um die Schuldner-Gläubiger-Beziehungen, deren Daten von der EZB und den Ländern des Eurogebiets veröffentlicht werden. Vergleichbare Datensätze stehen auch für andere EU-Mitgliedstaaten und weitere Industrieländer zur Verfügung.

## 2 Wesentliche Auswirkungen der Gläubigerstruktur von Staatsschulden

**Die Aufschlüsselung der Staatsverschuldung nach Gläubigern war bereits Gegenstand zahlreicher Untersuchungen, wohingegen die entsprechenden Bestände privater Haushalte bislang weniger Beachtung fanden.** Zwar befassen sich mehrere Studien mit den vom nichtfinanziellen Sektor oder von Gebietsfremden gehaltenen öffentlichen Schulden im Euroraum, doch bleiben dabei private Haushalte oder Staatsanleiheprogramme für Privatanleger unberücksichtigt.<sup>1</sup> Für die Vereinigten Staaten steht eine größere Zahl von Studien zur Verfügung, die sowohl auf Makro- als auch auf Mikrodaten beruhen. Sie beschäftigen sich insbesondere mit der kommunalen Verschuldung, bei der die privaten Haushalte seit jeher eine wichtige Rolle spielen.<sup>2</sup>

**Die Zusammensetzung der Staatsschuldenbestände, einschließlich jener privater Haushalte, ist in verschiedenen Bereichen, mit denen sich die Fachliteratur beschäftigt, für die wirtschaftliche Analyse relevant.**

- **Öffentliche Schuldenverwaltung:** Die Ausweitung der Anlegerbasis auf inländische (im Emittentenland ansässige) und ausländische Anleger sowie auf zinnsensitive und nicht zinnsensitive Anleger ist ein wesentliches Instrument zur Diversifizierung des Refinanzierungsrisikos und zur Verringerung der Fremdkapitalkosten.

---

<sup>1</sup> Siehe unter anderem S. Merler und J. Pisani-Ferry, *Who's Afraid of Sovereign Bonds*, Bruegel Policy Contribution, Ausgabe 2012/2, 2012; J. R. Andritzky, *Government Bonds and their Investors: What Are the Facts and Do They Matter?*, Working Paper des IWF, Nr. 12/158, 2012; A. Afonso und J. Silva, *Determinants of non-resident government debt ownership*, *Applied Economics Letters*, Taylor & Francis Journals, Bd. 24(2), 2017, S. 107-112.

<sup>2</sup> Siehe S. B. Hager, *Public Debt, Ownership and Power: The Political Economy of Distribution and Redistribution*, Dissertationsschrift, York University, 2013.

- **Finanzstabilität:** Wichtige Parameter für die Finanzstabilität sind Rückkopplungseffekte, die sich aus den von Inländern gehaltenen Staatsschulden ergeben, sowie grenzüberschreitende Übertragungseffekte, die von den Beständen ausländischer Gläubiger ausgehen können. Diese Risiken lassen sich durch eine stärkere Diversifizierung der Finanzierungsmöglichkeiten von Regierungen mindern. Dazu sollte die Abhängigkeit von inländischen Banken verringert und ein größerer Anteil von Anleihen an andere Anleger veräußert werden.
- **Sichere Vermögenswerte:** Höhere Risiken in Zeiten einer Wirtschaftskrise führen zu einer regeren Nachfrage nach sicheren Anlagen. Was erstklassige Vermögenswerte im Euroraum angeht, stehen Staatsanleihen an erster Stelle.<sup>3</sup> Private Haushalte sind als Anleger risikoscheu und verfügen über einen relativ geringen Direktbestand an Staatsschulden. Deutlich stärker verbreitet sind dagegen indirekte Bestände, die über Pensionseinrichtungen, Investmentfonds und Versicherungsgesellschaften gehalten werden. Die bedeutendste sichere Anlage für private Haushalte sind Bankeinlagen. Deren Sicherheit ist wiederum nicht nur durch die Einlagensicherung gegeben, sondern auch durch die Möglichkeit der Banken, Staatsanleihen bei der Zentralbank als Sicherheit zu hinterlegen. Öffentliche Schuldtitel tragen demnach wesentlich zur finanziellen Sicherheit der privaten Haushalte bei.
- **Tragfähigkeit der Staatsverschuldung:** Einerseits ist die Gläubigerbasis stabiler, wenn Staatsschulden im Inland gehalten werden. Dadurch kann sich zudem die Wahrscheinlichkeit eines staatlichen Zahlungsausfalls verringern. Inländische Bestände erhöhen nämlich den Anreiz zur Schuldentilgung, da die Kosten eines möglichen Ausfalls im Inland zu tragen wären.<sup>4</sup> Andererseits können sich umfangreiche Bestände an Staatsschulden in der Hand inländischer Gläubiger auch destabilisierend auswirken, da sie in Krisenzeiten Rückkopplungseffekte zwischen dem öffentlichen und dem privaten Sektor erzeugen.<sup>5</sup>
- **Einkommensungleichheit:** Es gibt bereits Untersuchungen zum Einfluss der öffentlichen Verschuldung auf Verteilungsaspekte und Vermögensungleichheiten. Zwar befassen sich viele Studien nur mit dem Aspekt der generationenübergreifenden Umverteilung, doch beleuchten einige auch die Vermögensumverteilung innerhalb einer Kohorte, die aus dem Besitz von Anleihen, darunter auch Staatsanleihen, resultiert.<sup>6</sup> Der Großteil der von

<sup>3</sup> Siehe R. Grandia, P. Hänling, M. Lo Russo und P. Åberg, [Availability of high-quality liquid assets and monetary policy operations: an analysis for the euro area](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 218, 2019.

<sup>4</sup> Siehe A. Guembel und O. Sussman, Sovereign Debt without Default Penalties, *Review of Economic Studies*, Bd. 76, Ausgabe 4, 2009, S. 1297-1320; N. Gennaioli, A. Martín und S. Rossi, Sovereign Default, Domestic Banks, and Financial Institutions, *The Journal of Finance*, Bd. 69, Ausgabe 2, 2014, S. 819-866.

<sup>5</sup> Siehe V. Acharya, I. Drechsler und P. Schnabl, A Pyrrhic Victory? Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk, *The Journal of Finance*, Bd. 69, Ausgabe 6, 2014, S. 2689-2739; E. Farhi und J. Tirole, Deadly Embrace: Sovereign and Financial Balance Sheets Doom Loops, *Review of Economic Studies*, Bd. 85(3), 2018, S. 1781-1823.

<sup>6</sup> Siehe T. Arbogast, Who Are These Bond Vigilantes Anyway? The Political Economy of Sovereign Debt Ownership in the Eurozone, Discussion Paper des MPIfG, 20/2, 2020.

privaten Haushalten gehaltenen Staatsschulden befindet sich im Besitz der vermögendsten Haushalte. Außerdem bieten Staatsanleihen in der Regel höhere Renditen als Bankeinlagen. Daher kann die Halterstruktur von Staatsschulden regressive Verteilungseffekte auslösen.

- **Fiskalische Multiplikatoren:** Es gibt Belege dafür, dass ein höherer Anteil an von inländischen Gläubigern gehaltenen Staatsschulden zu einer Abschwächung der Fiskalmultiplikatoren führen kann. Ursächlich dafür ist eine stärkere Verdrängung privater Investitionen.<sup>7</sup>

### 3 Gläubigerstruktur der Staatsverschuldung im Euro-Währungsgebiet

**In Ermangelung entsprechender Daten lässt sich die langfristige Entwicklung der Gläubigerstruktur der Staatsschulden im Euroraum nicht ohne Weiteres erfassen.** Zwar ist es möglich, Daten zum öffentlichen Schuldenstand über einen sehr langen Zeitraum zu generieren, doch zu den Gläubigern des Staates lagen lange Zeit nur stärker fragmentierte und weniger zuverlässige Informationen vor.<sup>8</sup> Im Zuge der globalen Finanzkrise wurden zahlreiche Initiativen auf den Weg gebracht, um diese Datenlücke zu schließen, und mittlerweile sind granularere Informationen verfügbar, mit denen sich die Halterstruktur der Staatsschulden besser darstellen lässt.<sup>9</sup> Allerdings decken diese Daten nur einen vergleichsweise kurzen Zeitraum ab. In den jährlichen Statistiken zu den öffentlichen Finanzen ist seit 1995 für die meisten Euro-Länder eine Aufschlüsselung der Staatsverschuldung nach Gläubigern enthalten.<sup>10</sup> Die Kategorie der gebietsansässigen bzw. inländischen Gläubiger umfasst Gläubiger, die in dem Land ansässig sind, das die betreffenden Schuldtitel emittiert hat. Die Kategorie der gebietsfremden bzw. ausländischen Gläubiger bezieht sich indes auf Ansässige anderer Euro-Länder sowie Ansässige von Staaten außerhalb des Euroraums.<sup>11</sup> Die inländischen Gläubiger umfassen sowohl den finanziellen als auch den nichtfinanziellen Sektor (siehe Tabelle 1). Bei den Gläubigern aus dem finanziellen Sektor handelt es sich um Zentralbanken, sonstige monetäre Finanzinstitute (sonstige MFIs oder Banken) und sonstige finanzielle Kapitalgesellschaften. Zu Letzteren gehören vor allem Investmentfonds sowie

<sup>7</sup> Siehe F. Broner, D. Clancy, A. Erce und A. Martín, [Fiscal multipliers and foreign holdings of public debt](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2255, 2019.

<sup>8</sup> Siehe C. M. Reinhart und K. S. Rogoff, *Growth in a time of Debt*, *American Economic Review*, Bd. 100, Nr. 2, 2010, S. 573-578.

<sup>9</sup> Siehe die Empfehlungen der [G-20-Initiative zur Behebung von Datenlücken](#) zur Verbesserung der Wirtschafts- und Finanzstatistiken. Die [Statistiken über Wertpapierbestände](#) bieten zwar mehr Aufschlüsselungen und eine höhere Periodizität als die Statistiken zu den öffentlichen Finanzen, sind jedoch nur für einen kürzeren Zeitraum verfügbar.

<sup>10</sup> Weitere Informationen zu diesem Datensatz sind auf der Website der EZB im Statistical Data Warehouse unter [Government Finance Statistics](#) abrufbar.

<sup>11</sup> Für die in Tabelle 1 und Abbildung 1 ausgewiesenen Daten zu den im Ausland gehaltenen Beständen gibt es keine Aufschlüsselung nach Ansässigen der anderen Länder des Euroraums und Ansässigen der übrigen Welt außerhalb des Eurogebiets. Die Daten sind somit beschränkt. Eine solche Unterscheidung wäre jedoch zweckdienlich, da Bestände innerhalb des Euroraums keinen Währungsrisiken unterliegen. Außerdem ließe sich damit besser beurteilen, inwieweit die Bestände ausländischer Gläubiger an Staatsschulden zur Finanzmarktintegration in der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) beitragen.

Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen (VGPEs).<sup>12</sup> Im nichtfinanziellen Sektor (inländische Gläubiger) sind nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (NFKs) und private Haushalte zusammengefasst.<sup>13</sup> Die Zusammensetzung der Staatsschulden hängt von verschiedenen Nachfrage- und Angebotsfaktoren ab. Dazu zählen die Liquiditätsbedingungen an den Staatsanleihemärkten, die Marktfähigkeit der Schuldinstrumente sowie der institutionelle Rahmen für die Schuldenverwaltung und Inflationssteuerung. Tabelle 1 zeigt, dass zwischen den einzelnen Ländern des Eurogebiets erhebliche Unterschiede bestehen. In diesem Abschnitt werden die wichtigsten Bestimmungsfaktoren der Veränderungen in der Zusammensetzung der Staatsverschuldung im Zeitraum 1995-2020 betrachtet.

---

<sup>12</sup> Sonstige Finanzinstitute, Kredit- und Versicherungshilfstätigkeiten sowie firmeneigene Finanzierungseinrichtungen und Kapitalgeber gehören ebenfalls zur Kategorie der sonstigen finanziellen Kapitalgesellschaften.

<sup>13</sup> Der Sektor der privaten Haushalte umfasst auch private Organisationen ohne Erwerbszweck.

**Tabelle 1**  
Gläubiger der Staatsverschuldung

(in % der gesamten Staatsschulden; 2020)

	Inländische Gläubiger					Ausländische Gläubiger (e)
	Inländische Gläubiger insgesamt (a)+(b)+(c)+(d)	Finanzieller Sektor			Nichtfinanzieller Sektor	
		Zentralbanken (a)	Sonstige MFIs (b)	Sonstige finanzielle Kapitalgesellschaften (c)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte (d)	
<b>Euroraum</b>	56,1	20,8	19,4	11,4	4,4	43,9
<b>Belgien</b>	44,1	16,0	12,4	12,3	3,3	55,9
<b>Deutschland</b>	54,6	22,5	21,9	7,9	2,3	45,4
<b>Estland</b>	29,1	0,0	21,9	1,7	5,5	70,9
<b>Irland</b>	49,0	-	-	-	-	51,0
<b>Griechenland</b>	14,4	6,4	6,1	0,2	1,7	85,6
<b>Spanien</b>	56,1	23,3	22,4	10,3	0,2	43,9
<b>Frankreich</b>	51,2	17,8	15,1	15,2	3,0	48,8
<b>Italien</b>	70,2	21,6	25,4	14,1	9,0	29,8
<b>Zypern</b>	19,1	0,6	15,4	2,5	0,6	80,9
<b>Lettland</b>	33,1	19,4	8,0	2,1	3,6	66,9
<b>Litauen</b>	30,6	20,5	7,4	2,1	0,7	69,4
<b>Luxemburg</b>	51,7	18,6	25,2	5,2	2,7	48,3
<b>Malta</b>	82,2	17,4	35,4	9,7	19,6	17,8
<b>Niederlande</b>	62,2	-	15,5	20,2	2,4	37,8
<b>Österreich</b>	35,9	21,4	11,6	2,6	0,4	64,1
<b>Portugal</b>	51,0	18,5	14,0	4,8	13,8	49,0
<b>Slowenien</b>	42,5	27,6	11,6	3,0	0,3	57,5
<b>Slowakei</b>	46,4	27,1	18,1	0,0	1,2	53,6
<b>Finnland</b>	39,2	21,8	14,1	1,2	2,1	60,8

Quellen: ESZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf den öffentlichen Schuldenstand, der im Rahmen des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit gemeldet wird. Es handelt sich um die Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte zum Nennwert nach Konsolidierung zwischen den Teilsektoren des Staates. Im Fall von Irland ergibt sich der Anteil inländischer Gläubiger an den Staatsschulden aus der Differenz der Gesamtverschuldung und dem entsprechenden Anteil ausländischer Gläubiger.

**Der Anteil der von inländischen Gläubigern gehaltenen Staatsschulden im Euro-Währungsgebiet war vor Ausbruch der globalen Finanzkrise deutlich zurückgegangen und stieg danach wieder an.** Abgesehen von einigen wenigen

Ländern, die im Vergleich zum Durchschnitt des Euroraums eine sehr niedrige öffentliche Schuldenquote aufweisen (wie etwa Estland, Litauen, Luxemburg oder Malta), war vor der weltweiten Finanzkrise insgesamt ein Anstieg des Anteils der von ausländischen Gläubigern gehaltenen Staatsschulden zu beobachten (siehe Abbildung 1). Es gibt Hinweise darauf, dass die Finanzmarktintegration im Eurogebiet nach der Einführung des Euro zugenommen hat.<sup>14</sup> Später hatte dann die globale Finanzkrise großen Einfluss auf grenzüberschreitende Wertpapieranlagen. Verstärkend hinzu kam in den Jahren 2010 bis 2012 die Staatsschuldenkrise im

<sup>14</sup> Siehe beispielsweise P. Lane, The real effects of European Monetary Union, Journal of Economic Perspectives, Bd. 20:4, 2006, S. 47-66.

Euroraum. Internationale Anleger schichteten ihr Portfolio zulasten solcher Euro-Länder um, die als finanziell angeschlagen galten.<sup>15</sup> In Spanien und Italien ging der Anteil der öffentlichen Schulden in ausländischer Hand zwischen 2010 und 2015 stark zurück. Unter Ausschluss der im Rahmen der EU/IWF-Finanzhilfeprogramme gewährten ausländischen Kredite war eine ähnliche Entwicklung in Griechenland, Irland und Portugal sowie später auch in Zypern zu verzeichnen. In anderen Ländern, beispielsweise in Deutschland und Frankreich, stabilisierte sich indessen der Anteil der von ausländischen Gläubigern gehaltenen Bestände. Auf Euroraumebene lag er 2015 bei rund 50 %. Dass der Anteil der im Ausland gehaltenen Staatsschulden seitdem insgesamt gesunken ist, ist vorwiegend auf die Staatsanleihekäufe des Eurosystems zurückzuführen, die seit 2015 im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) und seit 2020 im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) getätigt werden.<sup>16</sup> Diese Ankaufprogramme haben zudem einen Renditerückgang bei Wertpapieren bewirkt, was die Investoren dazu bewog, ihre Anlagen zugunsten von Vermögenswerten mit höheren Renditeaussichten umzuschichten. Ausländische Anleger richteten ihr Portfolio daraufhin auf attraktivere Anlageformen aus.<sup>17</sup>

---

<sup>15</sup> Siehe zum Beispiel S. Merler und J. Pisani-Ferry, a. a. O.

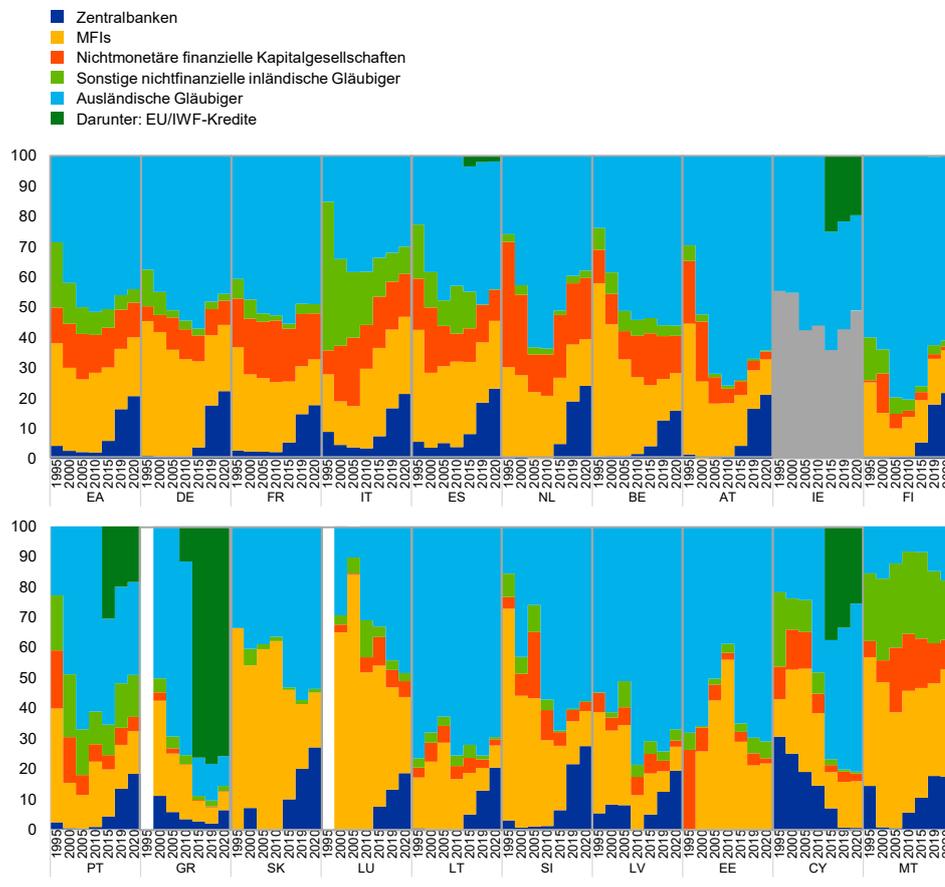
<sup>16</sup> Siehe auch F. Hammermann, K. Leonard, S. Nardelli und J. von Landesberger, [Das Programm des Eurosystems zum Ankauf von Vermögenswerten: eine Bestandsaufnahme nach Beendigung der Nettoankäufe](#), Wirtschaftsbericht 2/2019, EZB, März 2019.

<sup>17</sup> Siehe R. S. J. Koijen, F. Koulischer, B. Nguyen und M. Yogo, Euro-Area Quantitative Easing and Portfolio Rebalancing, *American Economic Review*, Bd. 107, Nr. 5, 2017, S. 621-627.

## Abbildung 1

### Zusammensetzung der Staatsschulden im Euroraum nach Gläubigern

(in % der gesamten Staatsschulden; 1995-2020)



Quellen: ESZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf 2020. Für Irland liegen keine aufgeschlüsselten Daten zu den Staatsschulden bei inländischen Gläubigern vor. Daher entsprechen die grauen Balken dem Gesamtanteil der Staatsschulden bei diesen Gläubigern. Dieser ergibt sich wiederum aus der Differenz der Gesamtverschuldung und der Schulden bei ausländischen Gläubigern. Im Fall der Niederlande entspricht die Verschuldung gegenüber der Zentralbank einer Restgröße (d. h. Gesamtschulden abzüglich aller anderen Teilbeträge). Die Länder sind nach der Höhe ihres BIP angeordnet, da diese Einfluss auf die Schuldenstruktur haben dürfte. Die vom Eurosystem gehaltenen Staatsschulden umfassen im Wesentlichen die im Besitz der NZBen befindlichen inländischen Anleihen. Allerdings sind noch zwei weitere Komponenten zu erwähnen: erstens die Staatsanleihebestände der EZB, die für die einzelnen Euro-Länder als Positionen ausländischer Gläubiger erfasst werden, und zweitens die Anleihen aus anderen WWU-Staaten, die von den NZBen zu geldpolitischen Zwecken erworben werden.

**Bis zum Beginn der Staatsschuldenkrise im Euroraum trugen hauptsächlich nichtmonetäre Finanzinstitute und nach der Krise vor allem MFIs (einschließlich Zentralbanken) zum Anstieg der von inländischen Gläubigern gehaltenen Staatsschulden bei.** In Abbildung 1 wird anhand der verfügbaren Daten dargestellt, wie sich die Staatsschulden auf inländische Gläubiger verteilen. Vor

Ausbruch der weltweiten Finanzkrise hielten heimische Banken und sonstige finanzielle Kapitalgesellschaften den Großteil der Staatsschulden. Zentralbanken und sonstige Inländer spielten als Gläubiger eine geringere Rolle, außer in Irland, Spanien, Italien, Malta und Portugal. Dort war der Anteil der von privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (NFKs) gehaltenen Staatsschulden trotz rückläufiger Entwicklung deutlich höher. Abbildung 1 zeigt, dass der relative Anteil der sonstigen finanziellen Kapitalgesellschaften an der Staatsverschuldung im Vorkrisenzeitraum in den meisten Ländern zunahm, während der Anteil der Banken zurückging. Verantwortlich für den Anstieg bei den sonstigen finanziellen

Kapitalgesellschaften, insbesondere bei VGPEs, waren sowohl strukturelle Faktoren wie die Bevölkerungsalterung als auch institutionelle Faktoren wie Rentenreformen, die Anreize für die private Altersvorsorge setzten.<sup>18</sup> Während der Staatsschuldenkrise im Eurogebiet erhöhte sich in Ländern, deren Finanzmärkte unter Druck geraten waren, der Anteil der von Banken gehaltenen Staatsschulden. Hierdurch wurde die Verflechtung von Staaten und Banken noch enger. Mittlerweile sind die Banken des Euroraums dank zusätzlicher Kapitalpuffer in einer stärkeren Position und verfügen nunmehr über eine höhere Verlustabsorptionsfähigkeit. Die aus der Verflechtung von Staaten und Banken erwachsenden Risiken wurden durch einen überarbeiteten regulatorischen Rahmen gemindert.<sup>19</sup> Darüber hinaus ist der Anteil der von Zentralbanken gehaltenen Staatsschulden ab 2015 gestiegen und belief sich Ende 2020 euroraumweit auf 20,8 %. Ursächlich hierfür sind die Ankäufe des Eurosystems im Rahmen des PSPP und des PEPP. Auf Länderebene zeigen die Daten lediglich die Staatsschulden, deren Gläubiger die jeweilige NZB ist. Hieraus lassen sich allerdings nicht die vom Eurosystem insgesamt gehaltenen Staatsschulden ermitteln, da die EZB als ausländischer Gläubiger eingestuft wird. Darüber hinaus verfügen die anderen NZBen im Euroraum über grenzüberschreitende Staatsanleihebestände. Der Anteil der von privaten, preissensitiven Anlegern gehaltenen Staatsanleihen (auch als „Streubesitz“ bezeichnet) ist im Euroraum trotz rückläufiger Entwicklung noch immer erheblich.

## Kasten 1

### Zusammensetzung der Staatsschulden nach Instrumenten

---

Henri Maurer

#### Bewertung und Zusammensetzung der Staatsschulden

Der öffentliche Schuldenstand oder auch Maastricht-Schuldenstand ist definiert als die zum Nominalwert berechnete konsolidierte Bruttogesamtverschuldung des Staates und wird (in der Abgrenzung des Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen<sup>20</sup> (ESVG)) in folgende Kategorien von Verbindlichkeiten unterteilt: Bargeld und Einlagen, Schuldverschreibungen und Kredite. Die Verschuldung des Staates, die im Rahmen des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit an Eurostat gemeldet wird, umfasst sämtliche staatlichen Ebenen: den Zentralstaat und die entsprechenden bundesstaatlichen Einheiten, die Gemeinden und die Sozialversicherungen. Es handelt sich um die Bruttoverschuldung, da die finanziellen Vermögenswerte des Staates nicht mit den Verbindlichkeiten gegengerechnet werden. Die Konsolidierung erfolgt, indem Verschuldungspositionen einer staatlichen Einheit, die sich im Bestand einer anderen staatlichen Einheit befinden (z. B. Einlagen der öffentlichen Haushalte bei Schatzämtern), herausgerechnet werden.

---

<sup>18</sup> Zu den Systemen der freiwilligen Altersvorsorge oder der dritten Säule der Altersversorgung siehe M. Rodríguez-Vives und L. Kezber, [Sozialausgaben im Vergleich der Länder des Euro-Währungsgebiets](#), Wirtschaftsbericht 5/2019, EZB, August 2019.

<sup>19</sup> Siehe G. Dell’Ariccia, C. Ferreira, N. Jenkinson, L. Laeven, A. Martin, C. Minoiu und A. Popov, [Managing the sovereign-bank nexus](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2177, 2018.

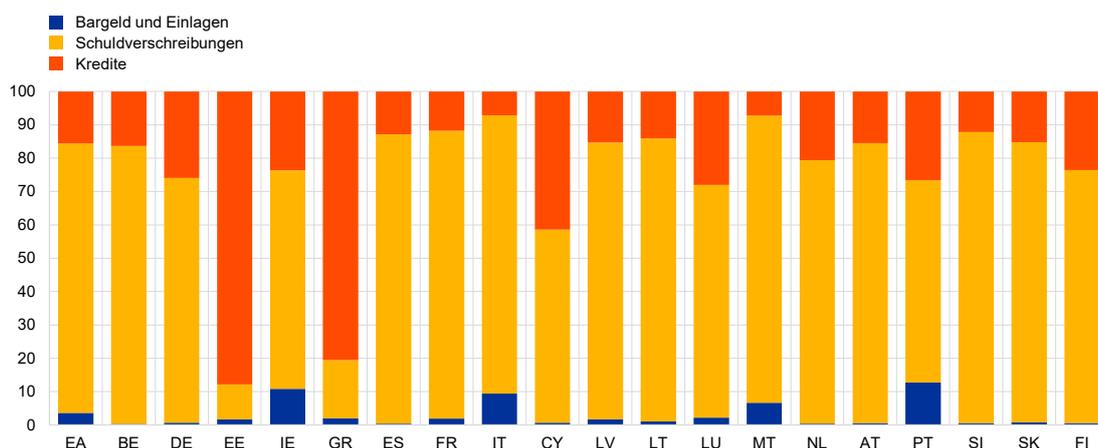
<sup>20</sup> Siehe auch Eurostat, [Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen – ESVG 2010](#), Europäische Kommission, 2013.

Die Zusammensetzung der Staatsschulden in der Maastricht-Abgrenzung fällt in den einzelnen Ländern des Euro-Währungsgebiets sehr unterschiedlich aus. In Abbildung A ist die entsprechende Struktur im Jahr 2019 dargestellt.<sup>21</sup> Auf aggregierter Ebene des Euroraums entfällt auf Schuldverschreibungen der größte Anteil an der Verschuldung. Dieser bewegte sich im Zeitraum von 1995 bis 2019 zwischen 70,5 % und 80,3 %.

Die jeweilige Bedeutung von Krediten für die staatliche Verschuldung hat sich insbesondere aufgrund der Veränderung der relativen Kosten für Bankkredite im Vergleich zu Schuldverschreibungen im Zeitverlauf gewandelt. So erhöhte sich beispielsweise im Gefolge der Staatsschuldenkrise und der hierbei im Rahmen der EU/IWF-Finanzhilfeprogramme gewährten Darlehen der Anteil von Krediten im Euroraum weiter. Anschauliche Beispiele hierfür sind Griechenland (wo Kredite im Jahr 2019 einen Anteil von 80 % an den öffentlichen Schulden hatten) und in geringerem Maße auch Irland, Zypern und Portugal.

**Abbildung A**  
Zusammensetzung der Staatsschulden nach Instrumenten

(in % der gesamten Staatsschulden; 2019)



Quellen: ESZB und EZB-Berechnungen.

### Bargeld- und Einlagenkomponente der Staatsschulden

Die Komponente „Bargeld und Einlagen“ der Staatsverschuldung belief sich 2019 auf 363 Mrd € und damit auf 3,3 % der öffentlichen Verschuldung im Euroraum. Darunter fallen vor allem vom Staat begebene Sparprodukte<sup>22</sup> sowie Einlagen nichtstaatlicher Einheiten beim Schatzamt. Sparbriefe des Zentralstaats, die von privaten Haushalten direkt gehalten werden, hatten im Jahr 2019 einen Anteil von 37 % an den Einlagen; der Anteil der Einlagen inländischer (vor allem öffentlicher) finanzieller oder nichtfinanzieller Einheiten beim Zentralstaat lag bei 54 %. Die übrigen 9 % sind Einlagen von Einheiten außerhalb des Eurogebiets.

Mit Blick auf die Verwendung der Komponente „Bargeld und Einlagen“ und die entsprechenden institutionellen Regelungen gibt es große Unterschiede zwischen den einzelnen Euro-Ländern. In

<sup>21</sup> Zusätzliche Informationen finden sich auf der Website der EZB im Statistical Data Warehouse unter [Government Finance Statistics](#) und [Debt securities issuance and service by EU governments](#).

<sup>22</sup> Gemäß dem ESVG werden nur begebare Wertpapiere als Schuldverschreibungen eingestuft. Anleihen, die nicht begebbar sind, werden unabhängig von ihrer Bezeichnung als Einlagen klassifiziert. Eine Reihe verschiedenartiger Sparprodukte für private Sparer, wie etwa Sparbriefe, Sparbücher, Spartzertifikate oder Einlagenkonten, gelten als Einlagen.

zwei Ländern machten Sparbriefe und Einlagen mehr als 10 % der öffentlichen Verschuldung im Jahr 2019 aus: In Portugal (11,6 %) war dies in erster Linie auf Sparzertifikate und Schatzanweisungen (Treasury Certificates) zurückzuführen, die von Privathaushalten direkt gehalten werden. In Irland (10,5 %) ist es üblich, dass private Haushalte Sparbriefe besitzen. In Italien umfassen die Einlagen neben den direkt von Privathaushalten gehaltenen Sparbriefen auch Mittel, die von öffentlichen Banken über Postspargbriefe aufgenommen werden. In Malta gibt der Zentralstaat seit 2017 festverzinsliche nicht begebare Anleihen an maltesische Staatsangehörige aus, die älter als 62 Jahre sind. Diese Produkte hatten 2019 einen Anteil von etwa 5,1 % an der öffentlichen Verschuldung in Malta.

Sparbriefe und Einlagen leisteten in Griechenland<sup>23</sup>, Litauen, Lettland und Frankreich im selben Jahr mit 1 % bis 2 % der jeweiligen Staatsschulden einen geringeren Beitrag zur Finanzierung der öffentlichen Haushalte. In Litauen werden vom Schatzamt emittierte Sparbriefe größtenteils von Privathaushalten gehalten. In Lettland müssen Gerichtsvollzieher oder Treuhänder bei Schuldeneintreibungsverfahren Sichteinlagen auf Konten des Schatzamts halten. In Frankreich stammen indes die meisten beim Staat gehaltenen Einlagen von öffentlichen Einrichtungen (klassifiziert als Einheiten außerhalb des Staatssektors), oder es handelt sich um beim Schatzamt hinterlegte Einlagen im Zusammenhang mit der Ausgabe von fremden Währungen, die zu einem festen Wechselkurs an den Euro gebunden sind. In den übrigen Euro-Ländern ist der Anteil der Einlagen an der Staatsverschuldung marginal.

Bargeld schließlich macht nur einen geringen Anteil an den Verbindlichkeiten der Staaten im Euroraum aus (0,3 % bei einem Betrag von knapp 30 Mrd €). Hierbei handelt es sich um die in Umlauf befindlichen Euro-Münzen (die hauptsächlich im Besitz der Privathaushalte sind), sofern die Staaten für deren Ausgabe zuständig sind.<sup>24</sup>

---

## 4 Private Haushalte als Gläubiger von Staatsschulden

**Mithilfe granularerer Daten lässt sich beurteilen, welche Rolle private Haushalte bei der Finanzierung von Staatsschulden spielen.** Eine solche Analyse ist anhand der jährlichen Statistiken zu den öffentlichen Finanzen, auf die im dritten Abschnitt Bezug genommen wurde, nicht möglich. Dort werden nämlich die privaten Haushalte und die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zusammengefasst, sodass nicht erkennbar ist, welcher Anteil der Staatsschulden von den Haushalten direkt gehalten wird. Zudem lässt sich die indirekte Rolle der Privathaushalte bei der Finanzierung der Staatsverschuldung nicht ohne Weiteres beobachten. Hierzu wäre ein Look-through-Ansatz erforderlich, der einen Blick durch sämtliche Finanzintermediäre ermöglicht. Einen umfassenden Rahmen für die Analyse des Beitrags privater Haushalte zur Finanzierung von Staatsschulden bieten hingegen die finanziellen Sektorkonten. In diesen Konten erfolgt eine Aufschlüsselung der Schuldner-Gläubiger-Beziehungen, sodass die Positionen

---

<sup>23</sup> In Griechenland bestehen Sparbriefe und Einlagen aus Termineinlagen im Bestand privater Haushalte, da eine Einheit, die in Kommission Einlagengeschäfte tätigt, als staatliche Stelle reklassifiziert wird.

<sup>24</sup> Die Münzausgabe obliegt in allen Ländern des Euro-Währungsgebiets dem Staat. Ausgenommen hiervon sind die Slowakei und die drei baltischen Staaten, wo Münzen eine Verbindlichkeit der Zentralbank darstellen.

zwischen den einzelnen Sektoren sichtbar werden. Dies ermöglicht ein umfassenderes Bild darüber, wie der Sektor Staat finanziert wird.<sup>25</sup> Schaubild 1 zeigt die intersektoralen Forderungen im Euroraum in Form von Einlagen, Schuldverschreibungen, Anteilen an Investmentfonds sowie Versicherungs- und Altersvorsorgeprodukten. Es werden nur die Instrumente betrachtet, die für die Beurteilung des Beitrags der privaten Haushalte zur Finanzierung von Staatsschulden relevant sind. Die Abbildung stellt die Finanzierung der öffentlichen Verschuldung jedoch nur unvollständig dar, denn Kredite werden nicht berücksichtigt. Des Weiteren wird nicht das gesamte Geldvermögen der privaten Haushalte gezeigt, da die von diesem Sektor gehaltenen Anteilsrechte außer Acht gelassen werden.<sup>26</sup> Gleichwohl vermittelt das Schaubild einen Überblick über die Komplexität der Finanzierungsbeziehungen im Euroraum.

---

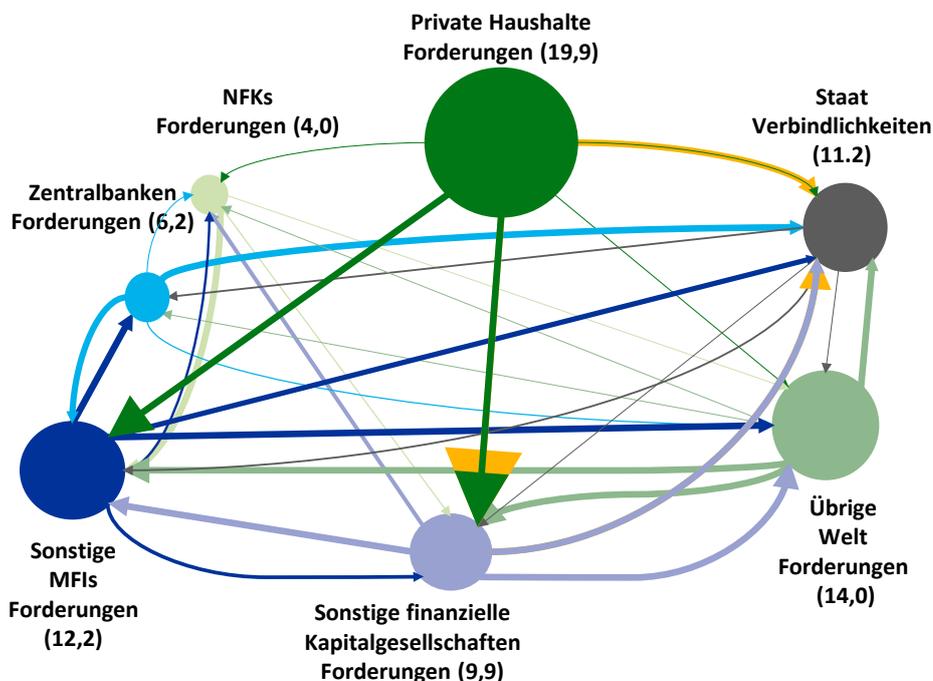
<sup>25</sup> Einen Überblick über die Datenverfügbarkeit gibt die [Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 25. Juli 2013 über die statistischen Berichtsanforderungen der Europäischen Zentralbank im Bereich der vierteljährlichen Finanzierungsrechnungen \(Neufassung\)](#) (EZB/2013/24), ABl. L 2 vom 7.1.2014, S. 34.

<sup>26</sup> Siehe auch EZB, [Quarterly report of financial and non-financial accounts for the household sector in the euro area](#), Household Sector Report, 2020 Q3, Februar 2021.

### Schaubild 1

Finanzierung des Sektors Staat im Euroraum durch andere Sektoren – Schuldner-Gläubiger-Beziehungen (Einlagen, Schuldverschreibungen, Anteile an Investmentfonds, Versicherungs- und Altersvorsorgeprodukte)

(Bestände; drittes Quartal 2020; in Billionen €)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Größe der Knotenpunkte steht bei allen Sektoren bis auf den Sektor Staat im Verhältnis zu den zusammengefassten Forderungen eines Sektors in Form von Einlagen, Schuldverschreibungen, Anteilen an Investmentfonds sowie Versicherungs- und Altersvorsorgeprodukten (ausschließlich intrasektoraler Forderungen). Im Falle des Sektors Staat entspricht die Größe des Knotenpunkts den zusammengefassten Verbindlichkeiten dieses Sektors in Form von Einlagen und Schuldverschreibungen (ausschließlich intrasektoraler Forderungen). Die Bestände dieser zusammengefassten Forderungen bzw. Verbindlichkeiten sind in Klammern angegeben. Die Breite der Pfeile zwischen zwei Sektoren bildet das Gesamtvolumen der Finanzierungsmittel ab, die von einem Sektor an einen anderen über alle genannten Instrumente bereitgestellt werden. Außer beim Sektor Staat steht die Anzahl aller von einem Sektor weg zeigenden Pfeile im Einklang mit der Größe seines Knotenpunkts. Beim Sektor Staat steht die Anzahl aller zu ihm hin zeigenden Pfeile im Einklang mit der Größe seines Knotenpunkts. Es werden lediglich zusammengefasste Finanzierungsbeziehungen von mehr als 100 Mrd € berücksichtigt.

### Kasten 2

Vermögenswerte von Versicherungsgesellschaften, Pensionseinrichtungen und Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet in Form von Staatsschuldverschreibungen der Euro-Länder

Jürgen Herr

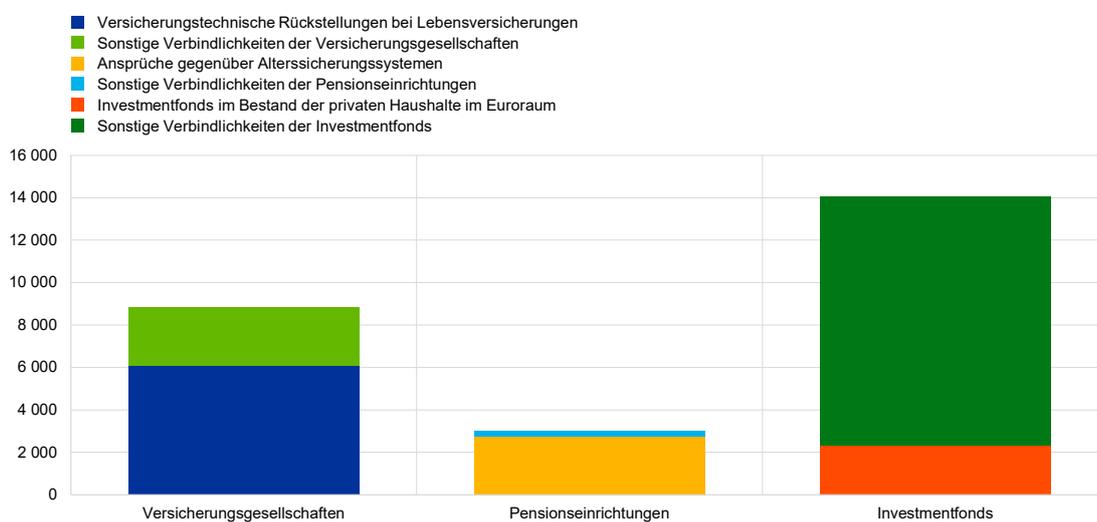
Die Verbindlichkeiten der Versicherungsgesellschaften, Pensionseinrichtungen und – wenngleich in geringerem Umfang – der Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet bestehen tendenziell gegenüber dem Sektor der privaten Haushalte. Aus Abbildung A geht hervor, dass die wichtigsten Verbindlichkeiten der Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen im Eurogebiet auf versicherungstechnische Rückstellungen bei Lebensversicherungen bzw. auf Ansprüche gegenüber Alterssicherungssystemen entfallen. Die versicherungstechnischen Rückstellungen im Bereich Leben betragen am Ende des dritten Quartals 2020 mehr als 6 Billionen € und hatten damit einen Anteil von etwa 70 % an den gesamten Verbindlichkeiten des Versicherungssektors. Die Pensionseinrichtungen im Euroraum meldeten im selben Quartal Ansprüche gegenüber

Alterssicherungssystemen von etwas mehr als 2,7 Billionen €, was 90 % ihrer gesamten Verbindlichkeiten entspricht. Mehr als 98 % dieser versicherungstechnischen Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Ansprüche gegenüber Alterssicherungssystemen bestehen aufseiten von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet.<sup>27</sup> Die Verbindlichkeiten der Investmentfonds im Eurogebiet sind stärker diversifiziert. Schätzungen zufolge werden lediglich rund 17 % der Investmentfondsanteile von privaten Haushalten im Euroraum gehalten; dies entspricht ungefähr 2,3 Billionen €. Abbildung B zeigt den wachsenden Anteil all dieser Produkte am Geldvermögen der Privathaushalte im Euroraum in den vergangenen 13 Jahren auf. Dieser stieg von 33 % im Jahr 2008 auf 42 % im Jahr 2020.

### Abbildung A

#### Verbindlichkeiten der Versicherungsgesellschaften, Pensionseinrichtungen und Investmentfonds im Euroraum

(Bestände; drittes Quartal 2020; in Mrd €)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

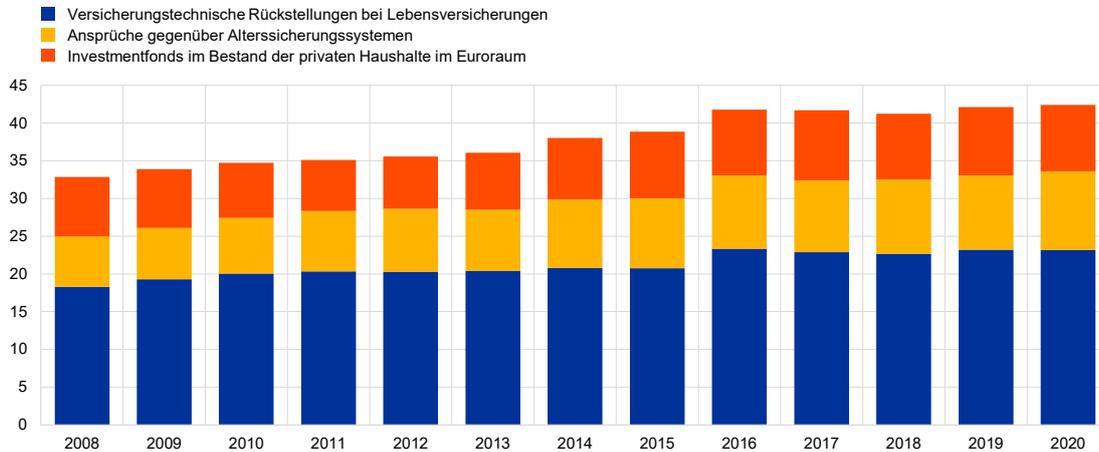
Anmerkung: Investmentfonds im Bestand der privaten Haushalte im Euroraum entsprechen im Wesentlichen den von gebietsansässigen Investmentfonds begebenen Investmentfondsanteilen im Bestand der privaten Haushalte im Euroraum.

<sup>27</sup> Weitere Einzelheiten zur Statistik über Pensionseinrichtungen finden sich in: J. Gutiérrez Curos, J. Herr, R. Quevedo, M. Valadzija und M.-L. Yeh, [Neue Statistik über Pensionseinrichtungen](#), Wirtschaftsbericht 7/2020, EZB, November 2020.

## Abbildung B

### Anteil der Produkte von Versicherungen, Pensionseinrichtungen und Investmentfonds am gesamten Geldvermögen der privaten Haushalte im Euroraum

(in % des gesamten Geldvermögens der privaten Haushalte im Euroraum)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Investmentfonds im Bestand der privaten Haushalte im Euroraum entsprechen im Wesentlichen den von gebietsansässigen Investmentfonds begebenen Investmentfondsanteilen im Bestand der privaten Haushalte im Euroraum. Bewertung der versicherungstechnischen Rückstellungen bei Lebensversicherungen nach Solvency II mit Stand 2016.

Ein signifikanter Teil der Bestände bezieht sich auf Schuldverschreibungen, die vom Sektor Staat im Euroraum begeben wurden. Abbildung C verdeutlicht, dass Schuldverschreibungen den größten Aktivposten in der Bilanz der Versicherungsgesellschaften im Eurogebiet darstellen. So machen sie mehr als 40 % der gesamten finanziellen Vermögenswerte dieser Unternehmen aus. Anlagen in Staatsanleihen aus dem Euroraum beliefen sich auf über 1,7 Billionen €. Davon entfielen knapp 65 % am Ende des dritten Quartals 2020 auf heimische Staatsschuldverschreibungen, worin ein starker Home Bias zum Ausdruck kommt.

Pensionseinrichtungen im Eurogebiet halten Schuldverschreibungen im Wert von mehr als 770 Mrd €; dies entspricht rund 25 % ihrer gesamten Vermögenswerte. Von diesen Schuldtiteln wurden Papiere im Umfang von etwa 230 Mrd € von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets emittiert. Wie bei den Versicherern im Euroraum machten Anlagen in Staatsanleihen aus dem Eurogebiet ungefähr die Hälfte des Bestands an Schuldverschreibungen aus. Diese Wertpapiere beliefen sich zum Ende des dritten Quartals 2020 auf gut 400 Mrd €.

Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen im Euroraum halten zudem auch erhebliche Mengen an Schuldtiteln des Staates indirekt über Investmentfondsanteile. Davon wurden mehr als 95 % von staatlichen Einheiten im Euroraum begeben und sind in den Angaben zu den Investmentfonds im Eurogebiet umfänglich erfasst.

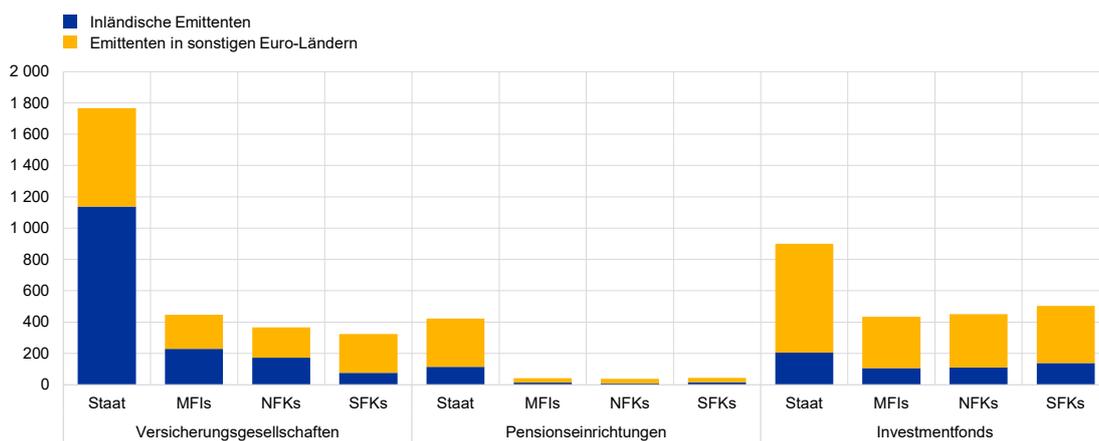
Auch Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet legen in beträchtlichem Maße in Schuldverschreibungen an (mit einem Anteil von rund 37 % an ihren gesamten Vermögenswerten). Anders als bei den Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen sind die Investitionen an den Anleihemärkten geografisch breiter gestreut. So machen Schuldverschreibungen gebietsfremder Emittenten über 50 % des gesamten Bestands an Schuldverschreibungen der Investmentfonds aus. Anlagen in Schuldtiteln des Euroraums waren auch hier überwiegend auf den Sektor Staat ausgerichtet (mit einem Wert von etwa 900 Mrd €). Allerdings wurden mit Stand Ende

des dritten Quartals 2020 nur knapp 25 % dieser Bestände gegenüber Einheiten des jeweiligen heimischen Staates verbucht.

### Abbildung C

#### Bestände an Schuldverschreibungen aus dem Euroraum nach Emittentengruppen und in geografischer Aufschlüsselung

(Bestände; drittes Quartal 2020; in Mrd €)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: MFIs steht für monetäre Finanzinstitute, NFKs für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und SFKs für sonstige finanzielle Kapitalgesellschaften.

#### Private Haushalte tragen sowohl direkt als auch indirekt zur Finanzierung der Staatsverschuldung bei.

Die von Privathaushalten direkt gehaltenen Staatsschulden entsprechen ihren Einlagen gegenüber dem Staat (siehe Kasten 1) zuzüglich ihrer Bestände an Schuldverschreibungen staatlicher Emittenten. Als Kreditgeber des Staates treten private Haushalte indes nicht auf. Die indirekt gehaltenen Staatsschulden lassen sich nicht eindeutig definieren. Im engeren Sinne versteht man hierunter lediglich Bestände, die indirekt über Investmentfonds gehalten werden, denn die Anleger wählen einen Fonds aufgrund seiner Merkmale aus, wobei vor allem die Art der Vermögenswerte ausschlaggebend ist, in die der Fonds investiert. Eine sehr weit gefasste Definition der indirekten Bestände berücksichtigt hingegen sämtliche Arten von Finanzintermediären. Für die Zwecke dieses Aufsatzes wird eine Definition gewählt, die zwischen den beiden vorgenannten liegt. VGPEs erwerben als langfristige Anleger Vermögenswerte mit einer langen Laufzeit, insbesondere Staatsanleihen, um Fristenkongruenz zu ihren bestehenden Verbindlichkeiten zu erzielen. Diese Vermögenswerte können als indirekte Bestände der privaten Haushalte betrachtet werden. Demgegenüber sind von MFIs gehaltene Staatsschulden nicht als indirekte Bestände der Privathaushalte zu sehen, da die Banken bei der Ausübung ihrer Transformationsfunktion die Anlageportfolios nicht zur Besicherung ihrer Zahlungsverpflichtungen gegenüber Einlegern verwenden. Den privaten Haushalten kommt bei der Finanzierung der Staatsschulden zwar eine wichtige Rolle zu, insofern sie Einlagen bei MFIs halten, die wiederum in Staatsanleihen investieren. Doch die über diesen Kanal gehaltenen Staatsschulden sind von den Staatsschulden zu unterscheiden, die von privaten Haushalten indirekt über inländische Investmentfonds und VGPEs gehalten werden. Diese Abgrenzung bietet sich an, um die jeweilige Bedeutung der Finanzintermediation durch Banken und Nichtbanken beurteilen zu können.

**Dennoch bleiben bei der gewählten Betrachtung der indirekten Bestände einige wichtige Kanäle unberücksichtigt, über die private Haushalte potenziell zur Finanzierung von Staatsschulden beitragen.** In Schaubild 1 sind die

analysierten Kanäle gelb dargestellt. In den von privaten Haushalten indirekt gehaltenen Staatsschulden werden nur die Direktbestände inländischer Investmentfonds und VGPEs berücksichtigt. Beispielsweise gibt es umfangreiche finanzielle Verflechtungen innerhalb des Sektors der sonstigen finanziellen Kapitalgesellschaften im Inland, die für die Zwecke dieser Darstellung nicht zu den indirekten Beständen gerechnet werden (z. B. Anlagen von VGPEs in Investmentfonds, die wiederum in Schuldverschreibungen investieren).<sup>28</sup> Darüber hinaus legen private Haushalte Mittel in ausländische Fonds an, die zum Teil in Staatsanleihen reinvestiert werden. Diese Beträge erscheinen jedoch nicht in den indirekten Beständen der Privathaushalte.<sup>29</sup> Zum besseren Vergleich werden auch andere Industriestaaten – die Vereinigten Staaten, Kanada und das Vereinigte Königreich – in die Betrachtung eingeschlossen.<sup>30</sup> Vierteljährliche Daten stehen ab dem Jahr 1951 (Vereinigte Staaten) bzw. ab dem Jahr 2013 (Euro-Länder) bis zum dritten Quartal 2020 zur Verfügung. Da die Bestände in den Finanzierungsrechnungen zum Marktwert und die Staatsschulden zum Nennwert erfasst werden, erfolgt die Berechnung der direkt und indirekt gehaltenen Staatsschulden unter Bezugnahme auf den Marktwert der Staatsschulden (Nenner).<sup>31</sup>

---

<sup>28</sup> Um eine echte Durchschau auf die Bestände zu erreichen, bei der die Finanzintermediation nicht mehr sichtbar wäre, müsste die Methode mehrfach wiederholt werden.

<sup>29</sup> Mithilfe granularerer Daten wie etwa der [Statistik über Wertpapierbestände](#) ließe sich ein Teil dieser Investitionen (Round Tripping) zeigen.

<sup>30</sup> Inländische Hedgefonds werden in der Finanzierungsrechnung der Vereinigten Staaten im Sektor der privaten Haushalte erfasst, während sie im europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen als Investmentfonds klassifiziert sind. Darüber hinaus werden sämtliche Staatsschuldinstrumente zu ihrem Nennwert in den Bilanzen der Finanzierungsrechnung verbucht. Im Vereinigten Königreich stehen keine disaggregierten Bilanzdaten für Investmentfonds zur Verfügung. Deshalb fließen in die Berechnung der von privaten Haushalten indirekt gehaltenen Staatsschulden lediglich die Direktbestände der VGPEs ein.

<sup>31</sup> Im Falle der Nicht-EU-Länder wird die öffentliche Verschuldung anhand einer Definition berechnet, die – im Hinblick auf die Instrumente und den festgelegten Umfang des Sektors Staat – weitgehend europäischen Standards entspricht. Diese Daten weisen eine hohe Ähnlichkeit mit den von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) veröffentlichten Angaben zu Krediten an den nichtfinanziellen Sektor auf (siehe [BIZ-Website](#)).

**Tabelle 2**

Von privaten Haushalten direkt und indirekt gehaltene Staatsschulden

(in % der gesamten Staatsschulden; 1995-2020)

	Q4 1995	Q4 2000	Q4 2005	Q4 2010	Q4 2015	Summe (a)+(b)+(c)	Q3 2020			
							Direkt (a) + (b)		Indirekt (c)	
							Einlagen (a)	Schuld- verschrei- bungen (b)		
Belgien					13,9	9,6	0,2	0,0	0,2	9,4
Deutschland					2,3	2,4	0,2	0,0	0,2	2,2
Estland			0,1	0,1	0,1	1,1	0,1	0,0	0,0	1,0
Irland		19,5	16,4	9,8	9,1	9,6	9,1	9,1	0,0	0,5
Griechenland					2,1	2,6	1,6	1,3	0,3	1,0
Spanien		14,8	8,6	10,2	12,4	9,4	0,1	0,0	0,1	9,2
Frankreich	23,2	19,6	11,1	10,8	12,4	12,2	0,0	0,0	0,0	12,2
Italien		38,2	34,3	23,0	22,9	18,9	6,9	2,2	4,7	12,0
Zypern					2,8	2,7	2,5	0,0	2,5	0,1
Lettland			3,5	2,4	6,8	2,8	1,2	1,1	0,1	1,7
Litauen		2,4	12,0	8,4	6,6	2,7	1,3	0,3	1,0	1,4
Luxemburg		8,4	5,3	7,3	1,0	0,5	0,3	0,0	0,3	0,1
Malta					30,5	20,3	19,4	4,8	14,6	0,9
Niederlande				10,1	15,8	16,1	0,2	0,0	0,2	15,9
Österreich		6,2	2,5	2,1	2,2	1,7	0,2	0,0	0,2	1,5
Portugal		19,0	13,6	9,4	12,3	15,3	11,9	10,1	1,8	3,4
Slowenien			15,9	8,0	2,9	2,1	0,2	0,0	0,1	1,9
Slowakei					4,7	3,2	0,1	0,0	0,1	3,1
Finnland					0,9	0,3	0,0	0,0	0,0	0,2
Euroraum					15,8	15,8	2,2	1,2	1,0	13,7
Vereinigte Staaten	50,3	45,1	45,0	39,5	34,4	31,5	14,5	0,6	13,9	17,0
Kanada	36,8	44,6	39,9	36,8	34,7	28,6	2,9	0,6	2,3	25,7
Vereinigtes Königreich	47,2	53,9	46,8	26,6	23,9	26,6	7,8	7,7	0,1	18,8

Quellen: ESZB, Federal Reserve System, Statistics Canada, Office for National Statistics und EZB-Berechnungen.

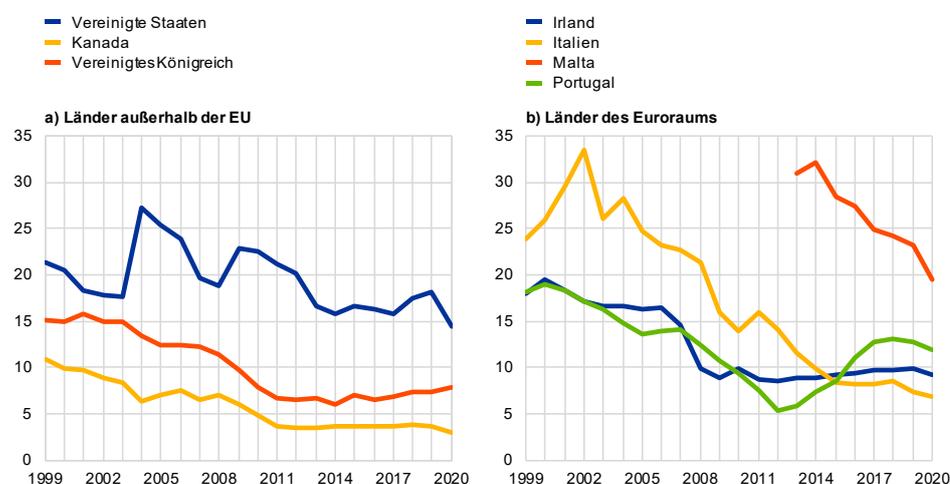
Anmerkung: Bei Irland und Portugal umfassen die von privaten Haushalten direkt gehaltenen Staatsschulden im Zeitraum vor dem vierten Quartal 2013 bzw. vor dem ersten Quartal 2013 nur Einlagen. Unter Einlagen sind in den Vereinigten Staaten Sparbriefe (Savings Securities), vor allem Sparanleihen der Serie EE, HH und I, und in Kanada Sparanleihen (Canada Savings Bonds – CSBs) zu verstehen. Das Euroraum-Aggregat entspricht nicht dem gewichteten Durchschnitt der Mitgliedstaaten, denn neben den von privaten Haushalten direkt und indirekt gehaltenen inländischen Staatsschulden werden auch Staatsschulden berücksichtigt, die direkt oder indirekt von anderen WWU-Staaten gehalten werden. Die indirekten Bestände werden berechnet, indem die Direktbestände von VGPEs und Investmentfonds an inländischen Staatsanleihen mit dem Anteil der Forderungen inländischer Privathaushalte an den Gesamtverbindlichkeiten der VGPEs und Investmentfonds multipliziert werden.

**Die direkten Bestände privater Haushalte an Staatsschulden sind in den meisten Ländern des Euroraums relativ niedrig und seit der Einführung des Euro rückläufig.** Tabelle 2 zeigt für alle Länder den Anteil der Staatsschulden, die von Privathaushalten direkt in Form von Einlagen und Schuldverschreibungen gehalten werden. Wie in Kasten 1 dargelegt, sind Direktbestände in Form von Einlagen typisch für einzelne Länder des Euro-Währungsgebiets (vor allem für Irland, Italien, Malta und Portugal). Aber auch in den Vereinigten Staaten, Kanada und im Vereinigten Königreich sind hohe Einlagenbestände zu verzeichnen. Aus

Abbildung 2 geht hervor, dass diese Sparformen einen insgesamt rückläufigen Trend aufweisen.<sup>32</sup> Ursache hierfür könnte sein, dass die betreffenden Regierungen den Anwendungsbereich der relativ kostspieligen Schuldenaufnahmeprogramme, die sich an Privatpersonen richten, eingeschränkt haben. Für diese Programme werden zum Teil Steuerbefreiungen oder Zinsaufschläge angeboten, wodurch sie teurer sind als eine Refinanzierung über den Markt. Weitere mögliche Gründe für den Rückgang sind eine verringerte Nachfrage angesichts der niedrigen Zinsen oder eine Mittelumschichtung in private Altersvorsorge. Auch die Konkurrenz durch von Banken begebene enge Substitute könnte hierzu beigetragen haben. Die direkten Bestände an Wertpapieren staatlicher Emittenten sind ebenfalls über die Länder hinweg äußerst unterschiedlich verteilt. In Malta und in den Vereinigten Staaten sind sie sehr hoch, und auch Italien weist relativ hohe Bestände auf. Wie bei den Einlagen führt die Emission spezieller Retail-Anleihen zu höheren Direktbeständen der privaten Haushalte in Form von Wertpapieren.<sup>33</sup> Euroraumweit beliefen sich die von Privathaushalten direkt gehaltenen Staatsschulden im dritten Quartal 2020 auf rund 2 %. In Malta lag dieser Anteil bei nahezu 20 %, in Irland und Portugal bei knapp 10 % und in Italien bei rund 7 %. In den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich betrug er annähernd 15 % bzw. knapp 8 %.

**Abbildung 2**  
**Von privaten Haushalten direkt gehaltene Staatsschulden**

(in % der gesamten Staatsschulden; 1999-2020)



Quellen: ESZB, Federal Reserve System, Statistics Canada, Office for National Statistics und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Bei Irland und Portugal umfassen die von privaten Haushalten direkt gehaltenen Staatsschulden für den Zeitraum vor 2013 nur Einlagen. Berücksichtigt sind nur Länder, in denen private Haushalte annähernd 10 % oder mehr der Staatsschulden direkt halten bzw. hielten. Der starke Anstieg im Jahr 2004 in den Vereinigten Staaten ist auf einen Bruch in der Datenreihe zu den Municipal Bonds und nicht auf tatsächliche Transaktionen zurückzuführen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2020.

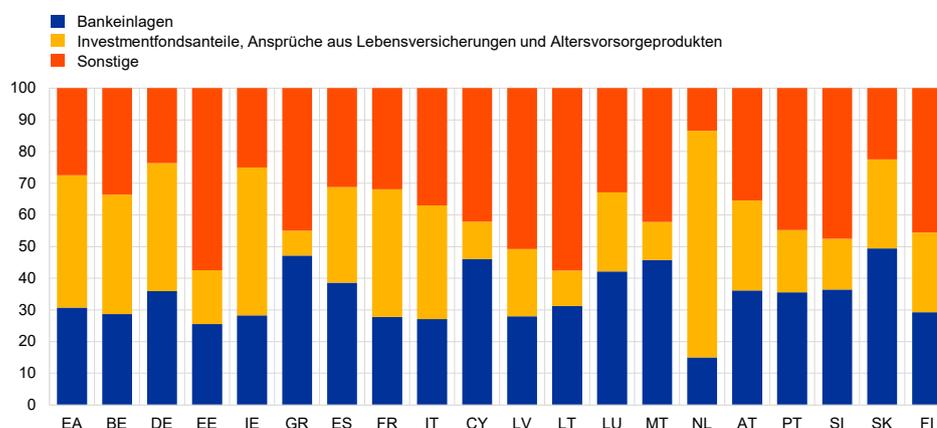
<sup>32</sup> In Portugal haben die im Jahr 2013 eingeführten Schatzanweisungen (Treasury Certificates Savings Plus) zu einem Wiederanstieg der Einlagenbestände privater Haushalte gegenüber dem Staat beigetragen.

<sup>33</sup> In den USA sind Kommunalschuldverschreibungen (Municipal Bonds) aufgrund der damit einhergehenden Steuerbefreiungen für Privathaushalte besonders attraktiv. Sie sind aber nicht nur Privatanlegern vorbehalten. In Malta können Anleger Malta Government Stocks (MGS) entweder in Auktionen am Markt erwerben, in denen sie mit anderen Anlegern konkurrieren, oder aber als Kleinanleger einen entsprechenden Zuteilungsantrag stellen. In Italien legte der Staat erstmals 2012 speziell für Privatanleger konzipierte inflationsgebundene Anleihen auf, die sogenannten BTPs Italia. Im Juni 2020 emittierte die italienische Regierung zudem eine neue Reihe BIP-indizierter Anleihen für Kleinanleger.

**Die von privaten Haushalten indirekt gehaltenen Staatsschulden sind dort niedriger, wo Banken eine größere Rolle bei der Finanzintermediation spielen, und höher, wo die finanziellen Verflechtungen zwischen sonstigen finanziellen Kapitalgesellschaften weniger ausgeprägt sind.** Im dritten Quartal 2020 beliefen sich diese indirekten Bestände im Euro-Währungsgebiet auf rund 14 %; darin spiegeln sich die hohen Staatsanleihebestände von Investmentfonds sowie Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen wider (siehe Kasten 2). Der Umfang der indirekten Bestände hängt davon ab, welchen Stellenwert Investmentfondsanteile sowie Versicherungs- und Vorsorgeprodukte für das gesamte Geldvermögen der Privathaushalte haben. In dieser Hinsicht entfällt im Eurogebiet ein vergleichsweise höherer Anteil auf Bankeinlagen. Dies trägt mit dazu bei, dass die indirekten Bestände hier niedriger sind als beispielsweise in den Vereinigten Staaten, wo die sonstigen finanziellen Kapitalgesellschaften bei der Verwaltung der Ersparnisse privater Haushalte eine größere Rolle spielen. Innerhalb des Euroraums lässt sich damit auch erklären, warum die indirekten Bestände in Deutschland, Spanien, Zypern, Malta, Österreich, Portugal und der Slowakei niedriger und in den Niederlanden, wo das System der Pensionseinrichtungen deutlich stärker ausgebaut ist, höher sind (siehe Abbildung 3). Der Umfang der indirekten Bestände wird außerdem von der Anlagestrategie der Investmentfonds und der VGPEs beeinflusst. Hierbei ist entscheidend, inwieweit diese direkt in Vermögenswerte investieren, die vom nichtfinanziellen Sektor (z. B. Staaten oder nichtfinanziellen Unternehmen) zur Deckung des Finanzierungsbedarfs begeben wurden, oder in Investmentfonds anlegen, die ihrerseits in Forderungen gegenüber dem nichtfinanziellen Sektor investieren. Aus Abbildung 4 wird ersichtlich, dass die finanziellen Verflechtungen zwischen sonstigen finanziellen Kapitalgesellschaften im Eurogebiet von Land zu Land unterschiedlich stark ausgeprägt sind. So betrachtet fallen die indirekten Bestände in Deutschland, den Niederlanden, Österreich und Finnland niedriger aus, da nur die von Investmentfonds und VGPEs direkt gehaltenen Staatsschulden berücksichtigt werden.

**Abbildung 3**  
Geldvermögen privater Haushalte in den Ländern des Euroraums nach Instrumenten

(in % des gesamten Geldvermögens; drittes Quartal 2020)

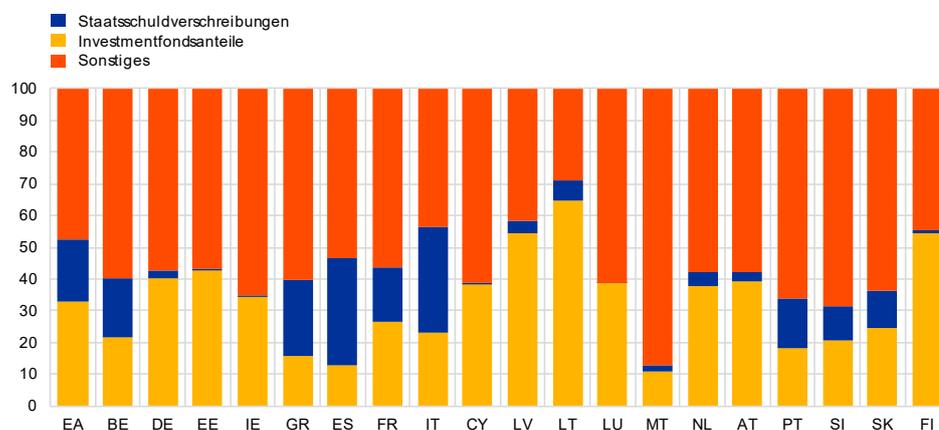


Quellen: EZB, Eurostat und EZB-Berechnungen  
Anmerkung: Der Posten „Sonstiges“ umfasst Banknoten, Schuldverschreibungen, Anteilsrechte, Ausleihungen privater Haushalte an alle institutionellen Sektoren sowie sonstige Forderungen.

## Abbildung 4

### Finanzielle Vermögenswerte von Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen in den Ländern des Euroraums nach Instrumenten

(in % der gesamten finanziellen Vermögenswerte; drittes Quartal 2020)



Quellen: EZB, Eurostat und EZB-Berechnungen

Anmerkung: Der Posten „Sonstiges“ umfasst Banknoten, Schuldverschreibungen (ohne den Sektor Staat), Anteilsrechte, Ausleihungen von Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen an alle institutionellen Sektoren sowie sonstige Forderungen.

### Die Gesamtbestände privater Haushalte an der Staatsverschuldung sind beträchtlich und auf die vermögendsten Haushalte konzentriert.

Im dritten Quartal 2020 hielten die Privathaushalte direkt und indirekt rund 16 % der öffentlichen Schulden im Euro-Währungsgebiet. In Malta und Italien lag dieser Anteil bei nahezu 20 %, in Portugal bei knapp 15 % und in Frankreich bei 12 % (siehe Tabelle 2). In den Vereinigten Staaten befinden sich rund ein Drittel der Staatsschulden im Bestand der privaten Haushalte, in Kanada und im Vereinigten Königreich sind es jeweils knapp ein Viertel. Für die Euro-Länder zeigt die Haushaltsbefragung zu Finanzen und Konsum ([Household Finance and Consumption Survey](#)<sup>34</sup> – HFCS), dass sich die Bestände an Staatsschuldtiteln in allen Ländern tendenziell auf den oberen Rand der Einkommensverteilung<sup>35</sup> konzentrieren (siehe Abbildung 5).<sup>36</sup> Die Haushalte im obersten Quintil der Einkommensverteilung neigen stärker zum Besitz von Staatsanleihen. Insgesamt betrachtet ist jedoch in den meisten Ländern des Euroraums die Neigung zu dieser Anlageform sehr gering, wobei zwischen den einzelnen Ländern Unterschiede bestehen. So sind Staatsanleihen in Irland, Italien und Malta bei privaten Haushalten

<sup>34</sup> Die Befragung erhebt Daten zu Aktiva, Passiva, Einkommen und Konsum privater Haushalte. Siehe Household Finance and Consumption Network, [The Household Finance and Consumption Survey: Results from the 2017 wave](#), Statistics Paper Series der EZB, Nr. 36, 2020.

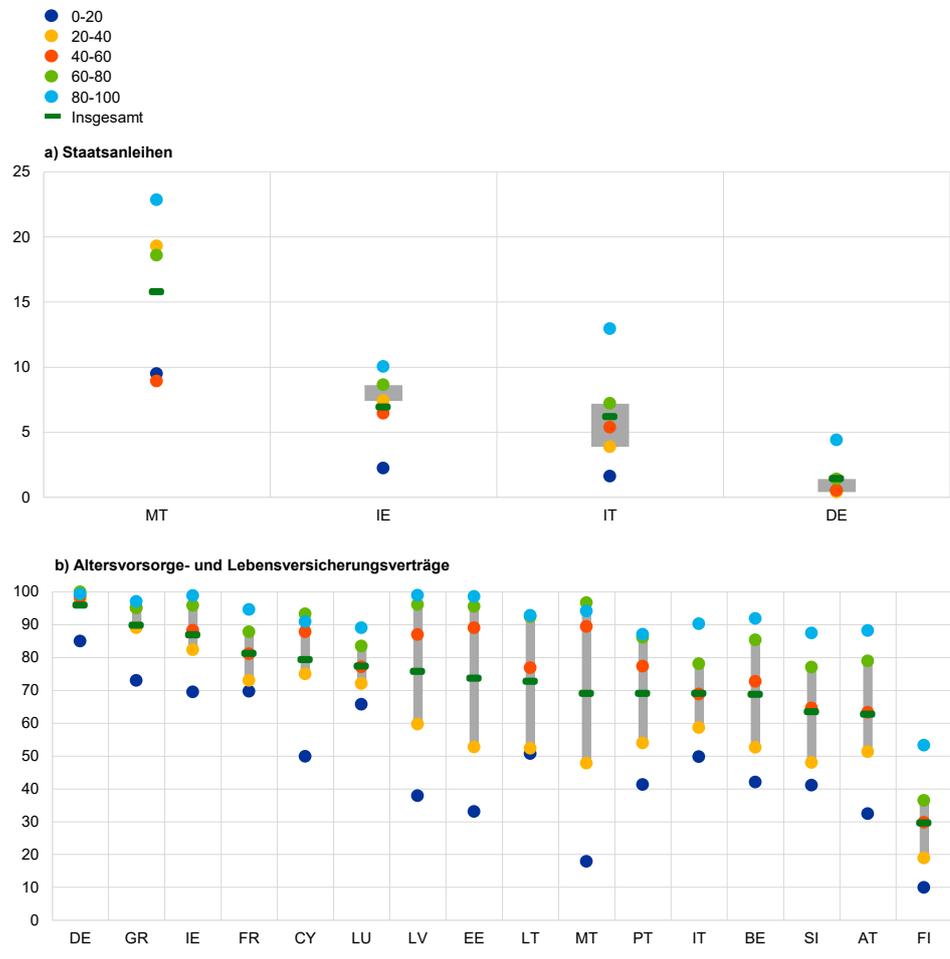
<sup>35</sup> In Anbetracht der ungleichen Verteilung des Privatvermögens und der Tatsache, dass sich bestimmte Finanzinstrumente nahezu ausschließlich (und in großem Umfang) im Bestand der wohlhabendsten Haushalte befinden, werden diese in den meisten Ländern mittels Oversampling in der Stichprobe bewusst überrepräsentiert. Gleichwohl könnte der obere Rand der Vermögensverteilung in den Stichproben immer noch unterrepräsentiert sein. Siehe R. Chakraborty, I. Kavonius, S. Pérez-Duarte und P. Vermeulen, [Is the top tail of the wealth distribution the missing link between the Household Finance and Consumption Survey and national accounts?](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2187, 2018.

<sup>36</sup> Die Haushaltsbefragung zu Finanzen und Konsum trägt nicht zur Erklärung der Unterschiede zwischen den Euro-Ländern bei. Mit den darin enthaltenen Aufschlüsselungen lässt sich lediglich die Neigung zu den betreffenden Finanzinstrumenten beurteilen, über die Höhe der Bestände liegen jedoch keine Informationen vor. Es ist daher nicht möglich, die von privaten Haushalten direkt und indirekt gehaltenen Bestände anhand der Umfrageergebnisse zu errechnen.

relativ beliebt. Darüber hinaus ist bei den Haushalten im obersten Quintil der Einkommensverteilung auch die Bereitschaft zum Abschluss von mindestens einem Altersvorsorge- oder Lebensversicherungsvertrag größer. Dies deutet darauf hin, dass sich auch diese indirekten Bestände schwerpunktmäßig auf die vermögendsten Haushalte verteilen. Finanzbildung, die Professionalität des Finanzanlageverhaltens und der Zugang zu professioneller Finanzberatung spielen bei der Zusammensetzung des Vermögens privater Haushalte und der von ihnen erzielten Erträge eine wichtige Rolle und dürften maßgeblich zu dieser Ungleichverteilung beitragen.<sup>37</sup>

### Abbildung 5 Neigung privater Haushalte zu Finanzanlagen nach Einkommensquintil

(in %)



Quelle: Haushaltsbefragung zu Finanzen und Konsum (HFCS), 2017.  
Anmerkung: Grafik a) zeigt für jedes Quintil der Einkommensverteilung den Anteil der privaten Haushalte, die Anleihen des Zentralstaats oder anderer staatlicher Emittenten halten. Ausgewiesen sind nur Länder, in denen der Gesamtbestand mehr als 1 % beträgt. Grafik b) zeigt den Anteil privater Haushalte, die mindestens einen Altersvorsorge- oder Lebensversicherungsvertrag abgeschlossen haben. Für Spanien liegen noch keine Daten vor. In den Niederlanden und der Slowakei sind in allen Einkommensquintilen nahezu 100 % der privaten Haushalte geneigt, mindestens einen Altersvorsorge- oder Lebensversicherungsvertrag abzuschließen. Die senkrechten grauen Balken kennzeichnen die Bandbreite der Halteneigung privater Haushalte mit mittlerem Einkommen zwischen dem 20. und dem 80. Einkommensperzentil. Die Anordnung der Länder richtet sich danach, wie hoch die Neigung zu den jeweiligen Finanzanlagen insgesamt ist.

<sup>37</sup> Siehe O. A. Stolper und A. Walter, Financial literacy, financial advice, and financial behavior, Journal of Business Economics, Bd. 87, Nr. 5, 2017, S. 581-643.

## 5 Schlussbemerkungen

**Die Gläubigerstruktur der Staatsverschuldung hat sich in den letzten zwei Jahrzehnten aufgrund der Finanzmarktintegration, der Wirtschaftskrisen und der Reaktionen der Politik gewandelt.** In der Anfangsphase der WWU führte die zunehmende Finanzmarktintegration zu einem Anstieg der grenzüberschreitenden Staatsschuldenbestände. Infolge der globalen Finanzkrise und der Staatsschuldenkrise im Euroraum kam es zu einem deutlichen Abbau der Wertpapieranlagen in Euro-Ländern, die als finanziell angeschlagen galten. Dadurch verstärkten sich Rückkopplungseffekte zwischen Staaten und Banken, deren finanzielle Solidität miteinander verknüpft ist. Zudem haben die sonstigen finanziellen Kapitalgesellschaften mit Blick auf die Finanzierung der öffentlichen Verschuldung im Zeitverlauf an Bedeutung gewonnen, da strukturelle und institutionelle Veränderungen (z. B. die Bevölkerungsalterung und die Einrichtung kapitalgedeckter Säulen der Altersvorsorge) zu einem Anstieg der Anlagen in Altersvorsorge- und Lebensversicherungsprodukten geführt haben. Und schließlich haben auch die Staatsanleihekäufe des Eurosystems dazu beigetragen, dass sich der Anteil der von Gebietsfremden sowie von Banken gehaltenen Staatsschulden seit 2015 verringert hat.

**Der Anteil der von privaten Haushalten direkt und indirekt gehaltenen Staatsverschuldung ist beträchtlich und hat sich ebenfalls entwickelt.** Euroraumweit entfällt auf die von privaten Haushalten direkt gehaltenen Staatsschulden ein relativ geringer Anteil (2 % im dritten Quartal 2020). In einzelnen Euro-Ländern und in anderen Industriestaaten ist der Anteil jedoch höher, was insbesondere auf institutionelle Unterschiede und eine angebotsorientierte Politik (z. B. die Emission von speziellen Retail-Anleihen oder Sparbriefen) zurückzuführen ist. Privathaushalte treten bei der Finanzierung der öffentlichen Verschuldung jedoch nicht nur als direkte Gläubiger auf. In Anbetracht der indirekt über Investmentfonds sowie Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen gehaltenen Bestände (fast 16 % im dritten Quartal 2020) kommt den privaten Haushalten bei der Staatsschuldenfinanzierung in den meisten Ländern des Euroraums eine größere Bedeutung zu.

Ioana Duca-Radu und Sara Testi<sup>1</sup>

## 1 Einleitung

**Echtzeit-Bruttosysteme (RTGS-Systeme) benötigen in der Regel viel Liquidität, um die Abwicklung von Zahlungen auf Bruttobasis zu unterstützen.**<sup>2</sup> Zugleich lassen sich mittels einer Abwicklung auf Bruttobasis<sup>3</sup> Kreditrisiken<sup>4</sup> und ganz allgemein Systemrisiken verringern. Daher erfolgt die Abwicklung in TARGET2<sup>5</sup>, dem RTGS-System des Eurosystems, das auf Euro lautende Zahlungen in Zentralbankgeld verarbeitet, ebenfalls auf Bruttobasis. Damit die Teilnehmer ihre Liquiditätsnutzung optimieren und ihren Liquiditätsbedarf reduzieren können, bietet TARGET2 eine Reihe von Funktionen, die als liquiditätssparende Mechanismen bezeichnet werden.<sup>6</sup> Reicht die Liquidität auf ihren Konten nicht aus, können die TARGET2-Teilnehmer zusätzlich die Innertageskreditlinie des Eurosystems in Anspruch nehmen, die zinsfrei gegen Stellung notenbankfähiger Sicherheiten zur Verfügung gestellt wird.

**Auch durch eine aktive Steuerung ihrer Innertagesliquidität können TARGET2-Teilnehmer dazu beitragen, ihre Inanspruchnahme von Liquidität zu optimieren.** Indem sie ihre eingehenden und ausgehenden Zahlungen koordinieren, können die Teilnehmer ihren Liquiditätsbedarf begrenzen und ihre Liquiditätsressourcen effizienter nutzen. Es gibt drei Liquiditätsquellen, auf die Teilnehmer eines Zahlungsverkehrssystems zur Finanzierung ihrer Zahlungen zurückgreifen können: a) eingehende Zahlungen, d. h. von anderen Teilnehmern erhaltene Mittel, b) positive Salden auf ihren Konten (als Zentralbankguthaben bezeichnet) und c) über die Innertageskreditlinie zugängliche zusätzliche Liquidität.

<sup>1</sup> Die Autorinnen dieses Aufsatzes sind Mitglieder einer der Nutzergruppen mit Zugang zu TARGET2-Daten gemäß Artikel 1 Absatz 2 des Beschlusses EZB/2010/9 der Europäischen Zentralbank vom 29. Juli 2010 über den Zugang zu bestimmten TARGET2-Daten und deren Nutzung. Die EZB, der Marktinfrastrukturrat und der Ausschuss für Marktinfrastrukturen und Zahlungsverkehr haben den vorliegenden Beitrag auf Einhaltung der Regeln geprüft, die der Marktinfrastrukturrat gemäß Artikel 1 Absatz 4 des genannten Beschlusses in Bezug auf die Garantie der Vertraulichkeit der Daten auf Transaktionsebene festgelegt hat.

<sup>2</sup> Außerdem werden Zahlungen in RTGS-Systemen kontinuierlich, d. h. in Echtzeit, abgewickelt. Sobald eine Zahlung abgewickelt ist, wird sie endgültig und unwiderruflich. Folglich kann die Liquidität vom Empfänger unverzüglich weiterverwendet werden.

<sup>3</sup> Damit eine Zahlung auf Bruttobasis, d. h. jede Zahlung einzeln, abgewickelt werden kann, muss das belastete Konto des Senders der Zahlung ausreichend Liquidität aufweisen.

<sup>4</sup> Unter Kreditrisiko ist das Risiko zu verstehen, dass ein Geschäftspartner (ein Teilnehmer oder eine andere Stelle) seine finanziellen Verpflichtungen bei Fälligkeit oder zu einem künftigen Zeitpunkt nicht vollständig erfüllen kann.

<sup>5</sup> Weitere Einzelheiten zu TARGET2 sowie zu Funktionalität und Bedeutung des Systems für die Kreditinstitute im Euroraum finden sich in: EZB, [Liquiditätsverteilung und Zahlungsabwicklung in TARGET2](#), Wirtschaftsbericht 5/2020, Juli 2020.

<sup>6</sup> Ein bekannter liquiditätssparender Mechanismus ist beispielsweise der multilaterale Verrechnungsalgorithmus, der Zahlungen mehrerer Teilnehmer abgleicht und gegeneinander aufrechnet, womit der Liquiditätsbedarf der Teilnehmer verringert wird.

**Die Nutzung der verschiedenen Liquiditätsquellen variiert zwischen den Teilnehmern und kann sich auch je nach exogenen Faktoren wie etwa geldpolitischen Beschlüssen unterscheiden.** Die von der Zentralbank

festgelegten Zinssätze können sich auf die Kosten der Liquiditätsquellen auswirken. Dies gilt vor allem für Zentralbankguthaben, denn das Halten von Liquidität auf dem Konto könnte mit Opportunitätskosten verbunden sein, die daraus erwachsen, dass die Liquidität nicht am Interbankenmarkt platziert wird. Aber auch ein Innertageskredit bzw. jegliche Besicherung mit dem Eurosystem birgt Opportunitätskosten, die sich aus der Hinterlegung notenbankfähiger Sicherheiten zu diesem Zweck ergeben. Die kostengünstigste Liquiditätsquelle sind eingehende Zahlungen, da sie mit keinerlei Kosten verbunden sind. Auch die von der Zentralbank ergriffenen Maßnahmen, die sich auf die Höhe der Zentralbankguthaben auswirken, sind ein wichtiger Faktor. So sinkt bei einer signifikanten Erhöhung der Zentralbankguthaben<sup>7</sup> die Notwendigkeit für die Teilnehmer, ihre Zahlungen zu synchronisieren. Da das Eurosystem zur Gewährleistung von Preisstabilität angesichts einer anhaltend schwachen Inflation verschiedene geldpolitische Instrumente<sup>8</sup> einsetzt, trifft dies gegenwärtig auf die Banken des Euroraums zu.

**Im vorliegenden Aufsatz wird die seit Juni 2008 verzeichnete**

**Inanspruchnahme von Liquidität in TARGET2 untersucht.** Dabei umfasst die Inanspruchnahme von Liquidität hier als weit gefasster Begriff alle Aspekte, die die Effizienz bei der Nutzung von Liquiditätsquellen durch die Teilnehmer widerspiegeln könnten. Eine Analyse dieser Aspekte kann dazu beitragen, die Wirkung der hohen Zentralbankguthaben in TARGET2 für die reibungslose Abwicklung von Zahlungen und die Auswirkung dieses Zustands auf das Verhalten der Banken bei der Abwicklung von Zahlungen in TARGET2 zu verstehen.

**Der weitere Aufsatz ist wie folgt gegliedert:** Abschnitt 2 enthält einige allgemeine Überlegungen zur Liquiditätsnutzung im Zeitverlauf. In Abschnitt 3 werden die Besonderheiten von Banken bei der Steuerung ihrer Innertagesliquidität sowie die Wirkung geldpolitischer Beschlüsse auf die Steuerung von Innertagesliquidität betrachtet. In Abschnitt 4 findet sich eine abschließende Zusammenfassung.

## 2 Umlaufgeschwindigkeit von Liquidität in TARGET2

**Ein guter Indikator der gesamten Inanspruchnahme von Liquidität in einem Zahlungsverkehrssystem ist die Umlaufgeschwindigkeit der Liquidität.** Als Umlaufgeschwindigkeit der Liquidität wird in einem Zahlungsverkehrssystem der Wert der geleisteten Zahlungen für jede Einheit von Liquidität bezeichnet, die zur

---

<sup>7</sup> Die auf TARGET2-Konten von Teilnehmern verfügbaren Zentralbankguthaben können vollständig zur Abwicklung von Zahlungen in TARGET2 genutzt werden, d. h., es wird nicht zwischen Mindestreserve und Überschussreserven unterschieden. Das Mindestreserve-Soll ist über die Mindestreserve-Erfüllungsperiode zu erfüllen.

<sup>8</sup> Hierzu zählen das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP), die drei Reihen gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) und das zuletzt eingeführte Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP), um dem Abwärtsdruck der Pandemie auf die projizierte Inflationsentwicklung entgegenzuwirken.

Abwicklung von Zahlungen verwendet wird.<sup>9</sup> Im Grunde genommen gibt sie an, wie häufig eine Liquiditätseinheit (im vorliegenden Fall ein Euro) an einem Tag durchschnittlich den Besitzer wechselt. Dabei umfasst die verwendete Liquidität Zentralbankguthaben, die auf TARGET2-Konten zur Verfügung stehen und aktiv zur Zahlungsabwicklung genutzt werden; hinzu kommt die im Rahmen der Innertageskreditlinie in Anspruch genommene Liquidität (Überziehungskredite).<sup>10</sup> Die Umlaufgeschwindigkeit der Liquidität wird von verschiedenen Komponenten beeinflusst: a) die liquiditätssparenden Mechanismen des Zahlungssystems, die üblicherweise einen konstanten Faktor im Zeitverlauf darstellen, b) die Art der Liquiditätssteuerung durch die Zahlungsverkehrsteilnehmer zur Erfüllung ihrer Zahlungsverpflichtungen und c) die Höhe der Zentralbankguthaben, die den Teilnehmern zur Abwicklung von Zahlungen zur Verfügung stehen. In der Praxis wird die Umlaufgeschwindigkeit der Liquidität in TARGET2 als Quotient aus dem Gesamtwert der abgewickelten Zahlungen und der dazu verwendeten Liquidität ermittelt. Die Höhe der verwendeten Liquidität richtet sich nach der Steuerung der Innertagesliquidität der einzelnen Teilnehmer. Maßgeblich ist also, inwieweit die Teilnehmer ihre eingehenden und ausgehenden Zahlungen synchronisieren. Allerdings hängt die Notwendigkeit, die Liquidität so effizient wie möglich zu steuern, d. h. die eingehenden mit den ausgehenden Zahlungen zu synchronisieren, von der Höhe der Zentralbankguthaben der jeweiligen Teilnehmer ab. Daher schwankt die Höhe der in Anspruch genommenen Liquidität im Einklang mit der im System verfügbaren Liquidität. Die auf den Konten der TARGET2-Teilnehmer verfügbare Liquidität entspricht in etwa dem insgesamt verfügbaren Zentralbankguthaben des Bankensystems.<sup>11</sup>

**Die Umlaufgeschwindigkeit der Liquidität in TARGET2 verringerte sich angesichts des Anstiegs der Zentralbankguthaben, der auf das Programm des Eurosystems zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und das jüngere Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) sowie die dritte Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) zurückzuführen war.** Der Indikator der Umlaufgeschwindigkeit der Liquidität in TARGET2 sank von 5,1 Punkten im März 2015 auf 3,0 Punkte im November 2020, wobei der Rückgang größtenteils in der Zeit von März bis September 2015 stattfand (siehe Abbildung 1). Während und nach der Staatsschuldenkrise war eine ähnliche Entwicklung zu beobachten. Im Zuge steigender Zentralbankguthaben – bedingt durch die hohe Inanspruchnahme der beiden vom Eurosystem durchgeführten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) mit dreijähriger Laufzeit – ging die

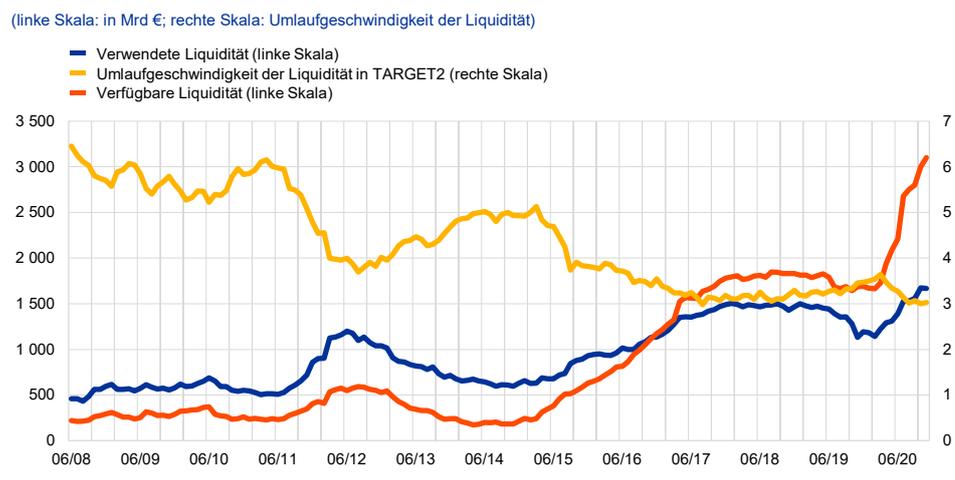
<sup>9</sup> Grundlage im vorliegenden Beitrag ist die Methodik von Benos, Garratt und Zimmerman. Siehe E. Benos, R. Garratt und P. Zimmerman, Bank behaviour and risks in CHAPS following the collapse of Lehman Brothers, Working Paper Series der Bank of England, Nr. 451, 2012. In der Literatur finden sich auch alternative Ansätze wie etwa die Berechnung der Umlaufgeschwindigkeit der Liquidität in Relation zur verfügbaren Liquidität, siehe auch R. Garratt, M. Antoine und J. McAndrews, Turnover in Fedwire Funds Has Dropped Considerably since the Crisis, but it's Okay, Technical Report, Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York, August 2014.

<sup>10</sup> In der Praxis wird hierfür die Summe der maximalen positiven Nettosollsalden (ausgehende Zahlungen minus eingehende Zahlungen) auf den TARGET2-Konten ermittelt. Im vorliegenden Beitrag wird eine minutliche Messung der Nettosollsalden zugrunde gelegt. Gleichwohl handelt es sich hierbei um eine Näherungsgröße, und es gibt alternative Messmethoden.

<sup>11</sup> In mehreren Publikationen umfasst die verfügbare Liquidität auch die dem Teilnehmer zur Verfügung stehende Innertageskreditlinie. Im vorliegenden Aufsatz werden die beiden Konzepte getrennt voneinander betrachtet.

Umlaufgeschwindigkeit der Liquidität von 2011 bis 2012 zurück. Anfang 2013 nahm sie wieder zu, da die vorzeitige Rückzahlung der dreijährigen LRGs zu einer Verringerung der Zentralbankguthaben führte. Der von März bis August 2020 erkennbare Rückgang war auf die zusätzlichen Stützungsmaßnahmen des Eurosystems (insbesondere das PEPP und die GLRG III) zurückzuführen, die angesichts der Corona-Pandemie (Covid-19) ergriffen wurden. Insgesamt weist die Umlaufgeschwindigkeit der Liquidität in TARGET2 einen Abwärtstrend auf. Hier könnte verstärkend gewirkt haben, dass im Oktober 2008 zur Gewährleistung einer elastischen Liquiditätsversorgung das Mengentenderverfahren mit Vollzuteilung eingeführt wurde. Die Entwicklungen zeigen, dass die Umlaufgeschwindigkeit der Liquidität in TARGET2 stark und negativ<sup>12</sup> mit den verfügbaren Zentralbankguthaben korreliert, die wiederum eine positive Korrelation mit der verwendeten Liquidität aufweisen.

**Abbildung 1**  
Verwendete und verfügbare Liquidität sowie Umlaufgeschwindigkeit der Liquidität in TARGET2



Quellen: TARGET2 und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf den Zeitraum von Juni 2008 bis November 2020 (monatliche Frequenz).

**Seit Dezember 2016 liegt die in Anspruch genommene Liquidität für Zahlungen in TARGET2 unter der dort verfügbaren Liquidität.** Die Differenz zwischen der verwendeten und verfügbaren Liquidität ist seither stetig gestiegen, wobei sie sich im Jahresverlauf 2020 infolge der vom Eurosystem zur Minderung der Auswirkungen der Covid-19-Krise umgesetzten zusätzlichen Stützungsprogramme (insbesondere das PEPP und die GLRG III) stark ausgeweitet hat (siehe Abbildung 1). Genauer gesagt belief sich die Differenz im November 2020 auf 1 435,2 Mrd €. Im Vergleich zu März 2015 waren 2020 die verwendete Liquidität 2,6 Mal und die verfügbare Liquidität 12,8 Mal höher. Interessanterweise war die verwendete Liquidität vor November 2016 sogar höher als die Zentralbankguthaben auf TARGET2-Konten, was der Inanspruchnahme von Innertageskrediten geschuldet war. In diesem

<sup>12</sup> Der Korrelationskoeffizient beträgt -0,82.

Zeitraum war die Innertageskreditlinie insgesamt höher als derzeit, und es wurden deutlich mehr Überziehungskredite zur Abwicklung von Zahlungen verwendet.<sup>13</sup>

**All diese Beobachtungen deuten darauf hin, dass die TARGET2-Teilnehmer aktuell auch in der Lage wären, mit geringeren Kontoguthaben Zahlungen in TARGET2 abzuwickeln.** Der Wert der abgewickelten Zahlungen lag 2020 im Durchschnitt<sup>14</sup> nur 5,4 % über dem Wert von 2012, während die verfügbare Liquidität um 304,0 % höher war und 29,7 % mehr Liquidität verwendet wurde. Das lässt eindeutig darauf schließen, dass die Zentralbankguthaben derzeit ein höheres Niveau aufweisen als für die Erfüllung der Zahlungsverpflichtungen der Banken erforderlich wäre.<sup>15</sup> Zugleich war die Umlaufgeschwindigkeit der Liquidität Ende 2020 so niedrig wie noch nie. Die Banken könnten daher der historischen Evidenz zufolge künftig ihre Zahlungen mit geringeren Zentralbankguthaben abwickeln. Im folgenden Abschnitt wird näher darauf eingegangen, wie die an TARGET2 teilnehmenden Banken die ihnen zur Verfügung stehenden Liquiditätsquellen nutzen.

### 3 Finanzierungsquellen

#### Überblick über die Verwendung von Finanzierungsquellen

**Zur Finanzierung ihrer Zahlungen können TARGET2-Teilnehmer auf drei Quellen zurückgreifen: a) eingehende Zahlungen, b) das Kontoguthaben, d. h. das auf dem TARGET2-Konto verfügbare Zentralbankguthaben, und c) Innertageskredite.**<sup>16</sup> Ausgehende Zahlungen werden über eingehende Zahlungen finanziert, wenn die ausgehenden minutengleich mit den eingehenden abgewickelt werden. Dieses Verfahren wird in der Fachliteratur auch als Wiederverwendung von Liquidität („Liquidity Recycling“) bezeichnet. Gehen in derselben Minute höhere Zahlungen aus als ein, werden diese Zahlungen über das Kontoguthaben finanziert, sofern ausreichend Liquidität auf dem Konto vorhanden ist. Reichen die eingehenden Zahlungen und das Kontoguthaben nicht aus, um die ausgehenden Zahlungen abzuwickeln, werden die noch ausstehenden ausgehenden Zahlungen über die Innertageskreditlinie finanziert. Die Gesamtheit aller Finanzierungsquellen wird auch Zahlungskapazität genannt. Wie bereits in Abschnitt 1 erwähnt, müssen die Banken ihre Liquiditätsquellen während des Tages

<sup>13</sup> Siehe I. Duca-Radu und L. Polo Friz, [Liquiditätsverteilung und Zahlungsabwicklung in TARGET2](#), Wirtschaftsbericht 5/2020, EZB, Juli 2020.

<sup>14</sup> Zu Vergleichszwecken wurden nur die Daten von Januar bis November herangezogen, da die Daten für Dezember 2020 noch nicht zur Verfügung standen.

<sup>15</sup> Insgesamt werden Zentralbankguthaben von geldpolitischen Maßnahmen bestimmt, und ihre Höhe hängt von den Beschlüssen der Zentralbank ab.

<sup>16</sup> Zur quantitativen Bemessung der Finanzierungsquellen wird im vorliegenden Beitrag die Methodik von McAndrews und Rajan angewendet. Siehe hierzu J. McAndrews und S. Rajan, *The timing and funding of Fedwire Funds transfers*, Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New York, Juli 2000. Anders als dort werden zur Erhöhung der Genauigkeit der Berechnungen im vorliegenden Aufsatz Zeitintervalle von einer Minute verwendet.

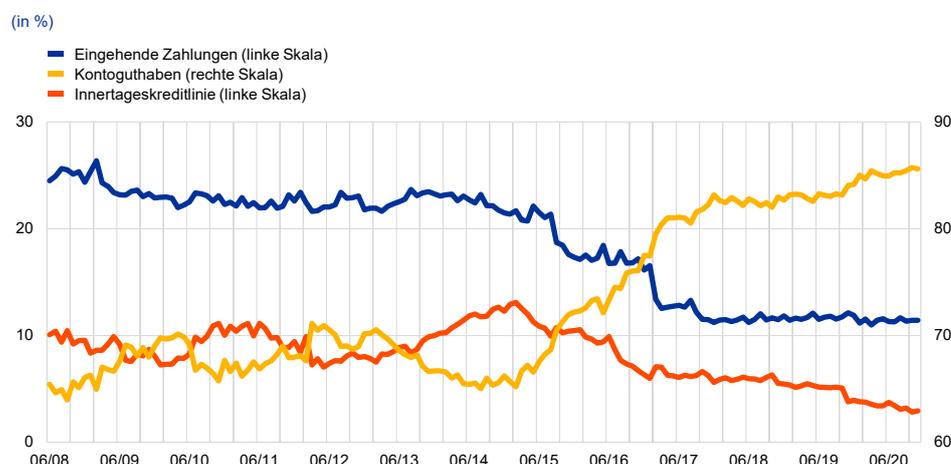
in der Regel aktiv steuern, um genügend Kapazität zur Abwicklung der Zahlungen zu haben und die Liquiditätskosten niedrig zu halten.

### Zahlungen in TARGET2 werden in erster Linie über das Kontoguthaben

**finanziert.**<sup>17</sup> Im untersuchten Zeitraum finanzierten die Teilnehmer im Durchschnitt 73,0 % ihrer ausgehenden Zahlungen über ihr Kontoguthaben; mit durchschnittlich 18,8 % griffen sie am zweithäufigsten auf eingehende Zahlungen zurück (siehe Abbildung 2). Bei 8,1 % der Zahlungen wurden Innertageskredite als Liquiditätsquelle herangezogen. Die Tatsache, dass TARGET2-Teilnehmer Innertageskredite nur in sehr begrenztem Umfang in Anspruch nehmen, zeigt, dass das untertägige Liquiditätsrisiko für die Teilnehmer gering ist.

### Abbildung 2

#### Finanzierungsquellen für TARGET2-Zahlungen im Zeitverlauf



Quellen: TARGET2 und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf den Zeitraum von Juni 2008 bis November 2020 (monatliche Frequenz).

### Die Nutzung des Kontoguthabens für TARGET2-Zahlungen hat im Zeitverlauf zugenommen, die Verwendung von eingehenden Zahlungen und Innertageskrediten ist hingegen zurückgegangen.

Dies deckt sich mit der starken Zunahme des aggregierten Liquiditätsniveaus in TARGET2, die durch die geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems bedingt ist. Nach der Einführung des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) im März 2015 nahm die Nutzung der Innertageskredite im Schnitt von 67,6 % auf 79,4 % zu. Demgegenüber ging der Einsatz der eingehenden Zahlungen im Schnitt von 23,0 % auf 13,0 % zurück. Gleichzeitig verringerte sich die Inanspruchnahme der Innertageskreditlinie von durchschnittlich 9,4 % vor der Einführung des PSPP auf 6,6 % nach dessen Einführung. Im letzten Jahr des Betrachtungszeitraums lag sie unter 4,0 %. Vor dem Hintergrund der gestiegenen Zentralbankguthaben und einer geringeren Aktivität am Geldmarkt waren diese Entwicklungen nicht ungewöhnlich. Die beschriebene Dynamik lässt zu einem darauf schließen, dass sich TARGET2-Teilnehmer nicht mehr so stark auf die Steuerung der Innertagesliquidität

<sup>17</sup> Im vorliegenden Abschnitt sowie im weiteren Verlauf des Aufsatzes wird eine Teilstichprobe von TARGET2-Teilnehmern betrachtet, nämlich solche, die über die Innertageskreditlinie technisch Zugang zu Innertageskrediten in TARGET2 haben. Grund dafür ist, dass sich die drei Finanzierungsquellen mit der verwendeten Methodik nur auf diese Weise voneinander abgrenzen lassen.

konzentrieren müssen, was sich allerdings ändern dürfte, wenn die Zentralbankguthaben wieder sinken. Zum anderen zeigt sie, dass die Banken auch weniger auf Innertageskredite angewiesen sind, wodurch das untertägige Liquiditätsrisiko für die TARGET2-Teilnehmer weiter sinkt.

**Weltweit war in anderen RTGS-Systemen eine ähnliche Entwicklung der Finanzierungsquellen für Zahlungen zu beobachten, und auch dort lag der Grund in gestiegenen Zentralbankguthaben.** In Fedwire, dem RTGS-System der Federal Reserve, begannen die Zentralbankguthaben im Jahr 2009 zu steigen. Anschließend war zu beobachten, dass sich die Zahlungen, die über das eigene Kontoguthaben finanziert wurden, nahezu verdreifachten, während der Anteil der durch Überziehungskredite finanzierten Zahlungen deutlich abnahm.<sup>18</sup> In CHAPS (Clearing House Automated Payments System), dem RTGS-System der Bank of England, stieg die Nutzung eigener Mittel (definiert als Zentralbankguthaben und Innertageskreditlinie) für Zahlungen nach dem Beginn deren Quantitative-Easing-Programms im März 2009 nur in begrenztem Maße an.<sup>19</sup> Im Vereinigten Königreich werden dem Vernehmen nach die meisten Zahlungen mit Liquidität bestritten, die am selben Tag empfangen wurde. An dieser Stelle sei angemerkt, dass die Methodik für die Analyse von CHAPS nicht mit der im vorliegenden Beitrag verwendeten Methodik übereinstimmt. Allerdings könnten die festgestellten Unterschiede auch darauf zurückzuführen sein, dass es sich beim System im Vereinigten Königreich um ein ausgeprägtes Stufensystem („Tiering“)<sup>20</sup> handelt und Banken über Durchsatz-Richtlinien zudem dazu verpflichtet sind, einen gewissen wertmäßigen Anteil ihrer täglichen Zahlungen innerhalb vorgegebener Zeitfenster abzuwickeln („Throughput“).

**Wie die TARGET2-Teilnehmer ihre Zahlungen finanzieren, ist von Land zu Land sehr unterschiedlich.** In Finnland, Deutschland und Italien wird dabei in hohem Maße auf die eingehenden Zahlungen zurückgegriffen. Diese decken den Liquiditätsbedarf für ausgehende Zahlungen im Schnitt zu etwa einem Drittel oder mehr. In Belgien, den Niederlanden, Frankreich und der Slowakei ist das Liquidity Recycling hingegen kaum verbreitet und kommt bei weniger als 3,4 % der ausgehenden Transaktionen zum Einsatz. Die Nutzung von Innertageskrediten scheint in der Slowakei, wo der Anteil der Innertageskreditlinie an den Finanzierungsquellen mit 21,5 % am höchsten ist, sowie in Deutschland, Luxemburg und Belgien häufiger zu sein. In Portugal und Irland hingegen wird die Kreditlinie nur in begrenztem Maße in Anspruch genommen. Allerdings machen alle Länder in erster Linie von ihren Kontoguthaben Gebrauch. In Deutschland und Finnland werden Kontoguthaben und eingehende Zahlungen ähnlich stark genutzt – die Differenz zwischen den beiden Finanzierungsquellen beträgt hier 11 Prozentpunkte. Diese Unterschiede lassen darauf schließen, dass die Verfahren der Banken zur Steuerung der Innertagesliquidität in den einzelnen Euro-Ländern variieren.

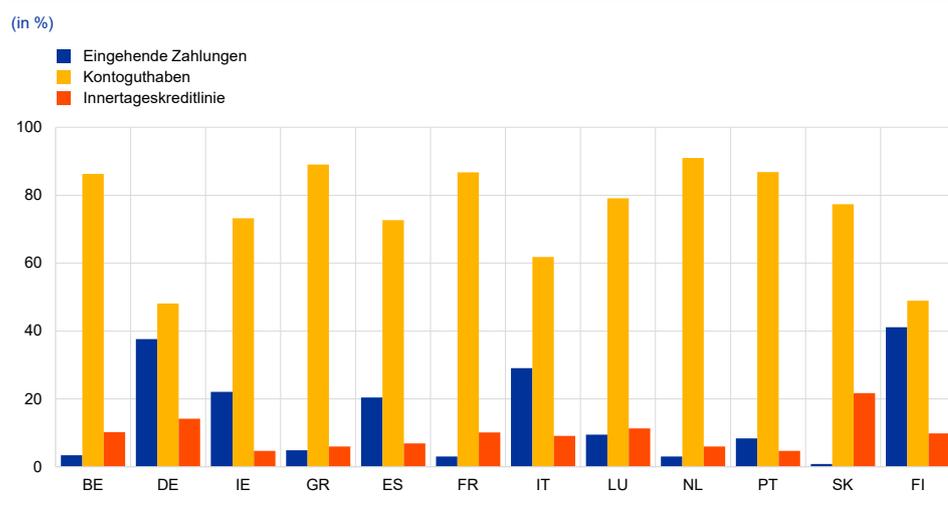
<sup>18</sup> Siehe R. Garratt, M. Antoine und J. McAndrews, a. a. O.

<sup>19</sup> Siehe E. Benos und G. Harper, Recycling is good for the liquidity environment: Why ending QE shouldn't stop banks from being able to make CHAPS payments, Bank Underground, Mai 2016.

<sup>20</sup> Beim Tiering bietet ein direkter Teilnehmer eines Zahlungsverkehrssystems Leistungen an, über die andere Teilnehmer das System indirekt nutzen können. Die indirekt angebundene Teilnehmer können so über die direkten Teilnehmer die Clearing- und Abwicklungsfunktionen des Systems in Anspruch nehmen.

Begründet liegt dies möglicherweise in der spezifischen Struktur des Bankensektors eines jeden Landes und der Art und Weise, wie sich diese in der TARGET2-Teilnahme widerspiegelt.<sup>21</sup> Im Folgenden soll näher untersucht werden, welche Faktoren für die unterschiedliche Nutzung der Finanzierungsquellen maßgeblich sind.

**Abbildung 3**  
Durchschnittliche Nutzung der Finanzierungsquellen von Banken für TARGET2-Zahlungen nach Ländern



Quellen: TARGET2 und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf den Zeitraum von Juni 2008 bis November 2020 (Tageswerte im Durchschnitt). Es werden nur die Länder des Euroraums ausgewiesen, für die ausreichend repräsentative Daten vorliegen.

**Die relative Nutzung der einzelnen Finanzierungsquellen unterscheidet sich je nach Bankmerkmalen.** Kleinere Banken, d. h. Kreditinstitute im ersten Quartil der Stichprobe gemessen an der Bilanzsumme (in aufsteigender Reihenfolge), scheinen zur Abwicklung ausgehender Zahlungen im Durchschnitt stärker auf ihr Kontoguthaben zurückzugreifen als größere Banken (siehe Tabelle 1). Dies lässt sich dadurch erklären, dass kleinere Banken in TARGET2 für gewöhnlich weniger aktiv sind und ihnen die Wiederverwendung von Liquidität daher eher schwerfällt. Eingehende Zahlungen werden vor allem von mittelgroßen Banken, also solchen im zweiten und dritten Quartil, genutzt (im Schnitt zu 23,2 %).<sup>22</sup> Größere Banken, d. h. Kreditinstitute im vierten Quartil, scheinen indessen häufiger als andere Innertageskredite in Anspruch zu nehmen (sie finanzieren durchschnittlich 9,1% aller ausgehenden Zahlungen auf diese Art). Ähnliche Resultate ergeben sich, wenn man die Banken nach ihrem Geschäftsmodell gruppiert: Investmentbanken, Firmenbanken sowie global systemrelevante Banken (G-SIBs) und Universalbanken haben besseren Zugang zu Überziehungskrediten. Größere Banken und Firmenbanken können auf einen umfangreicheren Sicherheitenpool zurückgreifen, um ihren Bedarf an Innertagesliquidität zu decken. Somit sind sie bei der Nutzung dieser Finanzierungsquelle flexibler. Da diese Teilnehmer aufgrund ihrer Geschäftstätigkeiten auch eher wertmäßig höhere Transaktionen abwickeln, ist es

<sup>21</sup> In Deutschland etwa sind viele der kleinen Sparkassen nicht an TARGET2 angebunden.  
<sup>22</sup> Vor der Einführung des PSPP im März 2015 war der Anteil der eingehenden Zahlungen als Finanzierungsquelle bei mittelgroßen Banken mit 28,7 % sogar noch höher.

wahrscheinlicher, dass sie zur Erfüllung bestimmter Zahlungsverpflichtungen die Innertageskreditlinie in Anspruch nehmen. Außerdem bieten größere Banken möglicherweise Korrespondenzbankdienstleistungen<sup>23</sup> an, was zu Zahlungsströmen führen kann, die schwierig vorherzusagen sind. Kreditinstitute mit diversifiziertem Kreditportfolio und Retailbanken können ihre eingehenden Zahlungen größtenteils mit den ausgehenden abstimmen (22,8 % bzw. 24,5 %). Dadurch sinken die Opportunitätskosten für die Finanzierung ihrer TARGET2-Zahlungen. Die Zahlungen dieser Banken sind in der Regel besser vorhersehbar, was es ihnen ermöglicht, einen höheren Anteil ihrer Transaktionen zu koordinieren. Verglichen mit anderen Teilnehmern konzentrieren sie ihren Zahlungsverkehr auf ein kürzeres Zeitfenster und wickeln ihn tendenziell früher am Tag ab.

**Tabelle 1**  
Durchschnittliche Nutzung der Finanzierungsquellen von Banken für TARGET2-Zahlungen nach Bankmerkmalen

(in %)

	BILANZSUMME				GESCHÄFTSMODELL			
	1. Quartil	2. Quartil	3. Quartil	4. Quartil	G-SIBs/ Universal- banken	Investment- banken/ Firmen- banken	Banken mit diversifiziertem Kreditportfolio	Retail- banken
Eingehende Zahlungen	18,5	23,1	23,3	18,6	15,0	14,6	22,8	24,5
Kontoguthaben	75,9	70,1	68,7	72,3	77,1	75,8	70,4	69,6
Innertageskredite	5,5	6,8	7,9	9,0	7,9	9,6	6,8	5,8

Quellen: TARGET2, Orbis, EZB und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Aus Gründen der Datenverfügbarkeit wurden die ausgewiesenen Ergebnisse anhand einer Teilstichprobe berechnet, die aus etwa einem Drittel der in dieser Analyse enthaltenen TARGET2-Teilnehmer bestand. Zwar decken sich die Ergebnisse für die Teilstichprobe mit den Ergebnissen auf Ebene des Gesamtsystems, doch können einzelne Indikatoren unterschiedlich hoch ausfallen.

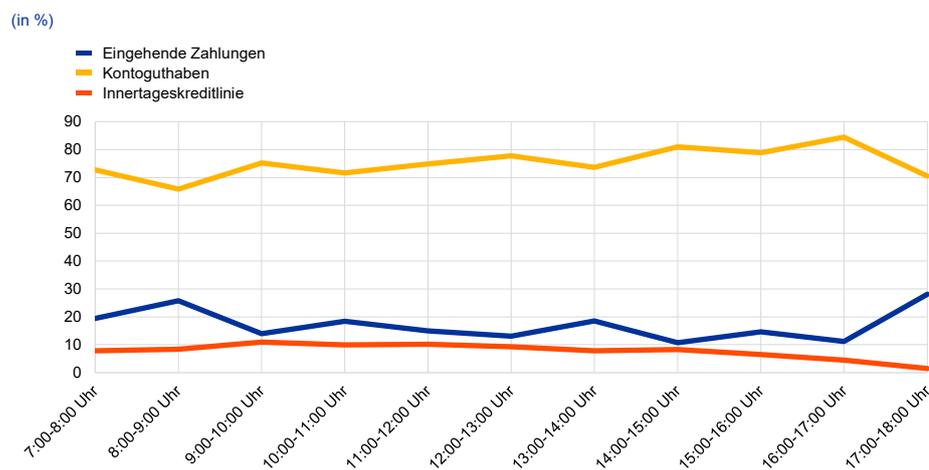
**Zu Beginn des Tages sowie noch einmal kurz vor Tagesende wird verstärkt Liquidität wiederverwendet.** In den ersten beiden Stunden des Geschäftstags, wenn die Aktivität sehr hoch ist,<sup>24</sup> finanzieren die TARGET2-Teilnehmer 19 % bis 26 % ihrer Zahlungen über eingehende Liquidität (siehe Abbildung 4). Während des Tages ist dieser Anteil kleiner, steigt aber in der Stunde vor Tagesabschluss noch einmal an, weil dann vor allem Interbankengeschäfte und Transaktionen zur Liquiditätssteuerung abgewickelt werden, die einfacher zu koordinieren sind. Die Nutzung von Kontoguthaben spiegelt die eingehenden Zahlungen genau wider und erreicht um 17:00 Uhr MEZ mit 84,4 % ihren Höhepunkt. Die Inanspruchnahme von Innertageskrediten nimmt ab 13:00 Uhr konstant ab und liegt gegen Ende des Geschäftstags (mit 1,4 % zwischen 17:00 Uhr und 18:00 Uhr MEZ) auf einem sehr niedrigen Niveau. Damit ist das Risiko, dass Banken zum Geschäftsschluss von TARGET2 nicht in der Lage sind, ihre Verbindlichkeiten zu bedienen, gering. Weisen die Banken einen Sollsaldo auf, müssen sie entweder a) auf die Spitzenrefinanzierungsfazilität zurückgreifen, für die Zinsen zu zahlen sind (die Spitzenrefinanzierungsfazilität steht nur den zu den geldpolitischen Operationen des

<sup>23</sup> Eine Korrespondenzbank ist eine Bank, die im Auftrag einer anderen Bank Abwicklungsdienstleistungen erbringt.

<sup>24</sup> Rund 20 % aller Zahlungen in TARGET2 (nach Wert) werden in den ersten beiden Stunden des Geschäftstags abgewickelt.

Eurosystems zugelassenen Geschäftspartnern zur Verfügung), oder b) Strafzinsen zahlen (wenn der betreffende TARGET2-Teilnehmer keinen Zugang zur Spitzenrefinanzierungsfazilität hat).<sup>25</sup>

**Abbildung 4**  
Nutzung der Finanzierungsquellen in TARGET2 im Tagesverlauf



Quellen: TARGET2 und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf den Zeitraum von Juni 2008 bis November 2020 (Tageswerte im Durchschnitt).

## Einflussfaktoren der Verwendung von Finanzierungsquellen: Untersuchung auf Bankebene

**Um die Bestimmungsfaktoren für die heterogene Nutzung der einzelnen Finanzierungsquellen zu verstehen, wurde auf Bankebene eine Untersuchung anhand tagesfrequenter Daten vorgenommen** (siehe Tabelle 2). Die Finanzierungsquellen weisen den Anteil der über eine bestimmte Quelle – also eingehende Zahlungen, das Kontoguthaben oder Innertageskredite – abgewickelten ausgehenden Zahlungen aus und werden in Prozent angegeben. Mithilfe des Panel-Ansatzes können mehrere individuelle Bankmerkmale zugleich berücksichtigt werden. Zu diesen zählen: a) der Wert der abgewickelten Zahlungen, b) das Guthaben zu Tagesbeginn, c) die Höhe der Innertageskreditlinie und d) die Größe des Netzwerks der Bank,<sup>26</sup> wobei auch andere allgemeinere Faktoren von Belang sind: e) der Tagesgeldsatz, der die Liquiditätskosten angibt, und f) eine Dummy-Variable zur Berücksichtigung des Beginns des APP,<sup>27</sup> die mit Blick auf die Höhe der Zentralbankguthaben des Eurosystems einem Regimewechsel entspricht.

<sup>25</sup> Siehe Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 5. Dezember 2012 über ein transeuropäisches automatisiertes Echtzeit-Brutto-Express-Zahlungsverkehrssystem (EZB/2012/27), Anhang III (ABl. L 30 vom 30.1.2013, S. 1).

<sup>26</sup> Die Größe des Netzwerks einer Bank bemisst sich nach der durchschnittlichen Anzahl der Geschäftspartner, mit denen die jeweilige Bank täglich in TARGET2 interagiert.

<sup>27</sup> Der Beginn des APP wird durch den Beginn des PSPP im März 2015 approximiert, da sich das PSPP von allen im Rahmen des APP eingeführten Programmen am stärksten auf die Höhe der Zentralbankguthaben ausgewirkt hat.

**Die Verfügbarkeit von Zentralbankguthaben auf dem TARGET2-Konto wirkt sich negativ auf die Nutzung von eingehenden Zahlungen und Innertageskrediten als Finanzierungsquellen aus, hat aber positive Effekte auf die Inanspruchnahme des Kontoguthabens.** Erhöht sich das TARGET2-Kontoguthaben eines Teilnehmers zu Tagesbeginn um 1 Mrd €, sinkt der Anteil der Transaktionen, die dieser Teilnehmer über eingehende Zahlungen abwickelt, um etwa 0,2 Prozentpunkte (siehe Tabelle 2, „Guthaben zu Tagesbeginn“, (1) und (2)). Der Anteil der über Innertageskredite abgewickelten Zahlungen geht derweil um etwa 0,6 bis 0,7 Prozentpunkte zurück (siehe Tabelle 2, „Guthaben zu Tagesbeginn“, (4) bis (6)). Indessen steigt die Inanspruchnahme des Kontoguthabens um etwa 0,7 bis 0,9 Prozentpunkte (siehe Tabelle 2, „Guthaben zu Tagesbeginn“, (7) bis (9)). Diese Zahlen bestätigen die im vorangegangenen Abschnitt dargelegten Ergebnisse auf aggregierter Ebene. Seit Einführung des APP im Jahr 2015 hat sich das Guthaben, das den Banken auf ihren Konten zu Tagesbeginn zur Verfügung steht, beträchtlich erhöht. Laut der Panel-Analyse auf Bankebene hat dies zu einem Rückgang der Nutzung eingehender Zahlungen als Finanzierungsquelle um durchschnittlich 5,8 Prozentpunkte geführt, während die Inanspruchnahme von Innertageskrediten um 2,2 Prozentpunkte gesunken ist und die Verwendung des Kontoguthabens sich um 8,0 Prozentpunkte erhöht hat (siehe Tabelle 2, „APP“, (3), (6) und (9)). Diese Ergebnisse sind nicht nur statistisch signifikant, sondern machen auch die beträchtlichen Auswirkungen des APP auf die Nutzung der unterschiedlichen Finanzierungsquellen durch die TARGET2-Teilnehmer deutlich.

**Tabelle 2**  
Einflussfaktoren der unterschiedlichen Nutzung von Finanzierungsquellen:  
Panel-Analyse auf Bankebene

	Eingehende Zahlungen			Innertageskredite			Kontoguthaben		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
<b>Wert der abgewickelten Zahlungen</b>	0,150*	0,136*	0,100	0,083	0,075	0,064	-0,233*	-0,212*	-0,163
	(0,062)	(0,080)	(0,175)	(0,347)	(0,387)	(0,464)	(0,060)	(0,077)	(0,159)
<b>Guthaben zu Tagesbeginn</b>	-0,238***	-0,185**	-0,095	-0,680***	-0,652***	-0,625***	0,917***	0,837***	0,720***
	(0,004)	(0,014)	(0,134)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,001)
<b>Größe des Netzwerks</b>	0,044**	0,044***	0,023	0,032***	0,032***	0,024***	-0,076***	-0,076***	-0,048***
	(0,010)	(0,009)	(0,155)	(0,007)	(0,005)	(0,033)	(0,000)	(0,000)	(0,011)
<b>Höhe der Innertageskreditlinie</b>	0,067***	0,065***	0,042**	0,138***	0,137***	0,129***	-0,205***	-0,202***	-0,171***
	(0,001)	(0,001)	(0,020)	(0,002)	(0,002)	(0,002)	(0,000)	(0,000)	(0,000)
<b>Tagesgeldsatz</b>		1,838***			0,964***			-2,801***	
		(0,000)			(0,000)			(0,000)	
<b>APP</b>			-5,821***			-2,199***			8,020***
			(0,000)			(0,000)			(0,000)
<b>Konstante</b>	15,520***	15,340***	19,656***	6,594***	6,498***	8,156***	77,886***	78,167**	72,188***
	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)
<b>R<sup>2</sup></b>	0,007	0,014	0,032	0,026	0,027	0,029	0,032	0,039	0,054
<b>Anzahl der Beobachtungen</b>	1 632 570	1 632 570	1 632 570	1 632 570	1 632 570	1 632 570	1 632 570	1 632 570	1 632 570

Quellen: EZB, TARGET2 und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf den Zeitraum von Juni 2008 bis November 2020. Der Zinssatz für täglich fällige unbesicherte Einlagen entspricht bis zum 1. Oktober 2019 dem EONIA und danach dem €STR. Die dargestellten Ergebnisse basieren auf Regressionen mit fixen Effekten. Die Nummerierung (1) bis (9) bezeichnet die für jede Regression ausgewählten Spezifikationen. Jede Spezifikation zieht eine andere Reihe von Regressoren heran, die deutlich durch einen Koeffizienten gekennzeichnet sind. Robuste Standardfehler werden in Klammern angegeben. \*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1.

**Die Größe des Netzwerks einer Bank wirkt sich positiv auf ihre Fähigkeit aus, eingehende mit ausgehenden Zahlungen zu synchronisieren.** Der Effekt ist statistisch signifikant und relativ groß: Die Ausweitung des Netzwerks einer Bank um 70 Geschäftspartner – also um eine (im Zeitverlauf durchschnittlich ermittelte) Standardabweichung der Anzahl der Geschäftspartner aller Teilnehmer – steigert die Nutzung eingehender Zahlungen als Finanzierungsquelle um etwa 2,8 Prozentpunkte (siehe Tabelle 2, „Größe des Netzwerks“, (1) und (2)). Zugleich scheint sie die Nutzung des Kontoguthabens zu verringern (siehe Tabelle 2, „Größe des Netzwerks“, (7) bis (9)), wobei der Effekt sogar noch stärker ist als bei der Nutzung eingehender Zahlungen, aber das umgekehrte Vorzeichen aufweist. Je mehr Geschäftspartner eine Bank hat, desto mehr Möglichkeiten hat sie, Zahlungen zu synchronisieren. Analog dazu gilt: Werden mehr Transaktionen abgewickelt, wirkt sich dies positiv auf die Nutzung eingehender Zahlungen als Finanzierungsquelle aus, denn ein größeres Geschäftsvolumen erleichtert den Zugang zu Liquidität, die wiederum zur Finanzierung ausgehender Verbindlichkeiten genutzt werden kann. In Bezug auf die Inanspruchnahme des Kontoguthabens hingegen ist der gegenteilige Effekt zu beobachten (siehe Tabelle 2, „Wert der abgewickelten Zahlungen“, (1) bis (3) und (7) bis (9)).

**Eine höhere Innertageskreditlinie geht mit einer geringeren Finanzierung von Zahlungen über das Kontoguthaben sowie einer stärkeren Nutzung von eingehenden Zahlungen und Innertageskrediten einher.** Banken, die nur über begrenzte Liquidität auf dem Konto verfügen, können ihre Zahlungskapazität dadurch steigern, dass sie entweder ihre ausgehenden Zahlungen mit ihren eingehenden Transaktionen synchronisieren, oder dass sie ihre Innertageskreditlinie erhöhen. Die Höhe der – zinsfreien – Kreditlinie hängt vom Betrag der beim Eurosystem hinterlegten Sicherheiten ab. Die Teilnehmer setzen die Innertageskreditlinie zu Tagesbeginn fest und können sie im Tagesverlauf flexibel verändern. Die Höhe der Innertageskreditlinie deutet nicht notwendigerweise darauf hin, dass die Zahlungskapazität erhöht werden muss, da größere Banken üblicherweise einen großen Bestand an Sicherheiten im Sicherheitenpool des Eurosystems parken, wenn diese nicht anderweitig genutzt werden. Da die Innertageskreditlinie im Tagesverlauf schwanken kann, wird die Höhe dieser dem jeweiligen Teilnehmer täglich zur Verfügung stehenden Kreditlinie in der Panel-Analyse durch den Maximalwert, der im Tagesverlauf erreicht wurde, approximiert. Angesichts dessen, dass Veränderungen innerhalb eines Tages nicht erfasst werden, könnte vorgebracht werden, dass die Variable exogen in Bezug auf die Steuerung der Innertagesliquidität ist. Die Angaben in Tabelle 2 zeigen, dass eine höhere Innertageskreditlinie mit einem stärkeren Einsatz von Innertageskrediten und eingehenden Zahlungen verbunden ist. Daraus lässt sich schließen, dass die Innertageskreditlinie entweder angepasst wird, um die Zahlungskapazität zu steigern, oder dass sie – soweit verfügbar – häufiger genutzt wird. Die Ergebnisse bestätigen zudem, dass sich die Teilnehmer nötigenfalls stärker darum bemühen, ihre Zahlungen zu synchronisieren (siehe Tabelle 2, „Höhe der Innertageskreditlinie“, (1) bis (6)).

**Eine Anhebung des Tagesgeldsatzes führt zu einer stärkeren Nutzung von eingehenden Zahlungen und Innertageskrediten und einer geringeren**

**Inanspruchnahme des Kontoguthabens.** Schöpft eine Zentralbank Liquiditätsreserven ab, steigen die Kosten für die Haltung solcher Reserven. Damit entsteht für die Banken üblicherweise ein Anreiz, Mittel am Geldmarkt zu verleihen und so ihre individuellen Kontoguthaben zugunsten profitabler Kreditvergabemöglichkeiten zu verringern. Dadurch schmelzen die Zentralbankguthaben auf ihren TARGET2-Konten ab, sodass sie ihre ausgehenden Zahlungen mit einer höheren Wahrscheinlichkeit über alternative Quellen abwickeln werden. Ähnlich ist die Situation bei kreditaufnehmenden Banken: Eine Verteuerung von Zentralbankguthaben veranlasst die Banken dazu, andere Finanzierungsquellen als ihre Kontoguthaben zu nutzen. Die Nutzung eingehender Zahlungen als Finanzierungsquelle ist kostenfrei. Der Innertageskredit hingegen ist zwar zinslos, ist aber – da er nur gegen die Hinterlegung von Sicherheiten gewährt wird – mit Kosten verbunden. Hieraus erwächst für die Banken wiederum der Anreiz, ihre Zentralbankguthaben aktiv zu steuern. Laut der Panel-Analyse auf Bankebene geht eine Erhöhung des Tagesgeldsatzes um 1 Prozentpunkt mit einer Zunahme der Nutzung eingehender Zahlungen um 1,8 Prozentpunkte oder einer Zunahme der Inanspruchnahme der Innertageskreditlinie um 1,0 Prozentpunkte einher (siehe Tabelle 2, „Tagesgeldsatz“, (2) und (5)). Im Gegensatz dazu verringert sich bei einem Anstieg des Tagesgeldsatzes die Inanspruchnahme des Zentralbankguthabens. Dies deutet darauf hin, dass – wenn Zentralbankguthaben mit hohen Kosten verbunden sind – die Banken lieber für zusätzliche Zahlungskapazität sorgen, indem sie ihre Zahlungen besser synchronisieren oder die Innertageskreditlinie in Anspruch nehmen, da beide Möglichkeiten kostengünstiger sind als die Mittelaufnahme am Geldmarkt.

## 4 Schlussbemerkungen

**Die Inanspruchnahme von Liquidität in TARGET2 hat sich seit 2008 deutlich verändert; Grund hierfür war im Wesentlichen das im System verfügbare Zentralbankguthaben.** Die Geschwindigkeit, mit der die Liquidität in TARGET2 zirkuliert, hat im Zeitverlauf abgenommen, und zwar insbesondere in Zeiträumen, in denen sich die Zentralbankguthaben erhöhten. Dies war etwa während der Staatschuldenkrise, nach Einführung des APP und in jüngerer Vergangenheit im Zusammenhang mit den zusätzlichen Stützungsmaßnahmen aufgrund der Corona-Pandemie der Fall. Die Umlaufgeschwindigkeit der Liquidität variiert eindeutig mit der Höhe der verfügbaren Zentralbankguthaben im System. Bei einem höheren Zentralbankguthaben nehmen Banken tendenziell mehr Liquidität in Anspruch, selbst wenn ein vergleichbares Zahlungsvolumen auch mit einem niedrigeren Zentralbankguthaben abgewickelt werden könnte. Dies wäre beispielsweise möglich, wenn die Banken ihre eingehenden und ausgehenden Zahlungen effizienter synchronisieren oder die Innertageskreditlinie stärker nutzen würden. Gleichwohl hat sich die verwendete Liquidität im Vergleich zur verfügbaren Liquidität langsamer erhöht, was dazu führte, dass der Betrag der derzeit nicht aktiv zur Zahlungsabwicklung verwendeten Zentralbankguthaben auf den TARGET2-Konten hoch ist.

**Zwar werden die meisten Zahlungen in TARGET2 über das Kontoguthaben finanziert, doch unterscheidet sich das Zusammenspiel der verschiedenen Finanzierungsquellen im Zeitverlauf, zwischen den Ländern und je nach Bankmerkmalen.** Im Schnitt finanzierten die TARGET2-Teilnehmer während des Betrachtungszeitraums 73,0 % ihrer Zahlungen über das Kontoguthaben, 18,8 % über eingehende Zahlungen und 8,1 % über Innertageskredite. Mit der Zunahme der Zentralbankguthaben wurde ein höherer Anteil der ausgehenden Zahlungen über Kontoguthaben abgewickelt, was die obige Schlussfolgerung für den Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit der Liquidität in TARGET2 weiter stützt. Die

Inanspruchnahme von Liquidität variiert nicht nur mit der Höhe der verfügbaren Zentralbankguthaben, sondern auch je nach Bankmerkmalen. Kleinere Banken haben mehr Schwierigkeiten, eingehende und ausgehende Zahlungen zu koordinieren, was aus einer geringeren Aktivität in TARGET2 und geringeren Verbindungen resultieren kann. Größere Banken wie etwa G-SIBs und Firmenbanken nutzen indes häufiger die Innertageskreditlinie, da sie auf einen größeren Sicherheitenpool zurückgreifen können. Auch die Verfahren der Banken im Euroraum zur Steuerung der Innertagesliquidität unterscheiden sich zwischen den Ländern merklich.

**Eine Panel-Analyse auf Bankebene ermöglicht es zu quantifizieren, wie stark sich geldpolitische Beschlüsse und Teilnehmermerkmale auf die Nutzung von Liquidität in TARGET2 auswirken.** Steht mehr Zentralbankguthaben zur

Verfügung, so wird weniger eingehende Liquidität wiederverwendet, und es findet ein höherer Rückgriff auf Kontoguthaben statt. Aus der Panel-Analyse geht hervor, dass die Nutzung eingehender Zahlungen zur Zahlungsabwicklung seit 2015 im Durchschnitt um 5,8 Prozentpunkte gesunken ist, während die Nutzung des Kontoguthabens im Schnitt um 8,0 Prozentpunkte gestiegen ist. Die Inanspruchnahme von Innertageskrediten ging ebenfalls zurück (um 2,2 Prozentpunkte). Mit einem geringeren Rückgriff auf Innertageskredite in TARGET2 verringern sich generell die Liquiditätsrisiken der Teilnehmer sowie die Wahrscheinlichkeit der Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität am Tagesende, die für die Teilnehmer mit Kosten verbunden ist. Eine geldpolitische Straffung führt indes zu einer höheren Wiederverwendung von Liquidität und einer geringeren Nutzung von Kontoguthaben. Gestiegene Kosten für Zentralbankguthaben stellen also einen Anreiz für die Banken dar, ihre Innertagesliquidität aktiver zu steuern, indem sie andere Finanzierungsquellen als ihr Kontoguthaben nutzen. Dabei wird die Möglichkeit der einzelnen Teilnehmer, ihre Zahlungen besser zu synchronisieren, dadurch beeinflusst, wie groß ihr Netzwerk oder wie hoch der Betrag der abzuwickelnden Zahlungen ist. Beides bietet den Teilnehmern mehr Möglichkeiten zur Wiederverwendung von Liquidität.

**Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Effizienz der Liquiditätsnutzung in TARGET2 mit der Zunahme der Zentralbankguthaben abgenommen hat, da es für die Banken weniger Anreize gibt, ihre Innertagesliquidität aktiv zu steuern.** Dies ist nicht ungewöhnlich, da sich die

Notwendigkeit der Banken, ihre Zahlungen zu synchronisieren oder Innertageskredite in Anspruch zu nehmen, angesichts gestiegener Kontoguthaben und niedriger Opportunitätskosten wie auch der geringeren Möglichkeiten, diese

anderweitig zu nutzen, verringert hat. Allerdings zeigt die historische Evidenz, dass die Teilnehmer bei geringeren Zentralbankguthaben in der Lage waren, ihre Liquidität effizienter zu nutzen. Daher dürften sie bei einem Rückgang der Zentralbankguthaben in der Lage sein, ihre Innertagesliquidität wieder aktiver zu steuern, was wiederum zu einer weiterhin reibungslosen Abwicklung von Zahlungen in TARGET2 beitragen würde.

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

## Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

# 1 Außenwirtschaftliches Umfeld

## 1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP <sup>1)</sup> (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 <sup>2)</sup> (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	-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	-3,2	-1,3	-2,8	-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	-19,5	-8,3	11,6	-11,6	0,9	1,6	0,4	0,2	0,1	2,7	0,2
Q3	7,8	7,5	16,9	5,3	3,0	12,5	1,3	1,7	1,2	0,2	0,2	2,3	0,0
Q4	2,1	1,1	1,3	2,8	2,6	-0,7	1,2	1,6	1,2	0,2	-0,8	0,1	-0,3
2020 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.	-	-	-	-	-	-	1,5	1,7	1,4	0,7	-0,6	-0,3	0,9
Febr.	-	-	-	-	-	-	1,7	1,6	1,7	0,4	-0,4	.	0,9
März	-	-	-	-	-	-	.	.	2,6	.	.	.	1,3

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

## 1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

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

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 <sup>1)</sup>						Vereinigte Staaten	Japan
	Euro Short-Term Rate (€STR) <sup>2)</sup>	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 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
März	-0,56	-0,48	-0,55	-0,54	-0,52	-0,49	0,19	-0,08

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 <sup>1), 2)</sup>					Euroraum <sup>1), 2)</sup>	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euroraum <sup>1), 2)</sup>			
	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 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
März	-0,64	-0,69	-0,72	-0,62	-0,28	0,41	1,68	0,82	-0,75	-0,73	-0,32	0,37

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 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
März	422,4	3 813,3	911,1	271,6	168,4	97,0	159,1	774,6	770,1	367,2	264,5	838,1	3 910,5	29 315,3

Quelle: Refinitiv.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

### 2.4 Zinssätze der MFIs für Kredite an und Einlagen von privaten Haushalten (Neugeschäft)<sup>1), 2)</sup> (in % p. a.; soweit nicht anders angegeben, Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehung- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite				Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten	
	Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>	Mit anfänglicher Zinsbindung				Effek- tiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>			
			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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2020 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	5,08	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	15,82	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.	0,01	0,35	0,22	0,68	5,00	15,81	4,84	5,32	5,87	1,91	1,35	1,50	1,29	1,35	1,60	1,33
Febr. <sup>(p)</sup>	0,01	0,35	0,23	0,66	5,02	15,74	5,10	5,24	5,81	1,97	1,30	1,49	1,27	1,33	1,59	1,31

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)<sup>1), 2)</sup> (in % p. a.; soweit nicht anders angegeben, Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehung- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Gewichteter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio €			Mehr als 1 Mio €			
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2020 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.	-0,01	-0,14	0,39	1,83	2,16	2,00	1,92	1,62	1,44	1,41	1,17	1,18	1,29	1,51
Febr. <sup>(p)</sup>	-0,01	-0,21	0,26	1,84	1,99	2,01	1,95	1,59	1,45	1,43	1,15	1,22	1,23	1,48

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 <sup>1)</sup>						
	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	
<b>Kurzfristig</b>														
2018	1 215	503	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	1 527	454	144	.	97	714	118	457	180	70	.	45	114	49
2020 Sept.	1 691	511	165	.	113	754	146	474	203	63	.	43	126	40
Okt.	1 662	504	161	.	114	742	141	416	202	46	.	36	93	40
Nov.	1 630	493	158	.	116	731	132	418	217	40	.	37	83	41
Dez.	1 527	454	144	.	97	714	118	347	176	60	.	30	51	31
2021 Jan.	1 582	495	139	.	99	718	131	478	232	45	.	37	121	43
Febr.	1 540	474	141	.	102	702	121	354	149	42	.	32	103	27
<b>Langfristig</b>														
2018	15 745	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	17 243	3 892	3 172	.	1 450	8 004	725	295	68	71	.	27	114	16
2020 Sept.	17 286	3 946	3 179	.	1 461	8 006	694	315	65	80	.	27	124	19
Okt.	17 287	3 937	3 203	.	1 456	7 978	713	275	47	78	.	27	91	32
Nov.	17 267	3 915	3 187	.	1 456	7 987	722	219	42	63	.	18	79	17
Dez.	17 243	3 892	3 172	.	1 450	8 004	725	204	40	104	.	17	36	7
2021 Jan.	17 360	3 897	3 177	.	1 459	8 091	736	318	90	55	.	21	133	19
Febr.	17 537	3 906	3 207	.	1 465	8 208	751	305	56	67	.	18	144	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	
<b>Umlauf</b>											
2018	16 959,8	4 189,8	3 332,2	.	1 318,5	7 445,8	673,5	7 024,3	465,0	1 099,2	5 460,1
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	18 770,3	4 346,3	3 315,7	.	1 546,6	8 718,5	843,1	8 448,2	469,3	1 341,0	6 638,0
2020 Sept.	18 976,9	4 457,9	3 344,5	.	1 574,0	8 760,5	839,9	7 537,2	364,9	1 127,7	6 044,6
Okt.	18 948,7	4 440,3	3 364,1	.	1 570,0	8 720,1	854,1	7 230,8	348,2	1 100,2	5 782,4
Nov.	18 897,2	4 408,0	3 344,4	.	1 572,7	8 717,8	854,2	8 232,3	448,2	1 313,7	6 470,4
Dez.	18 770,3	4 346,3	3 315,7	.	1 546,6	8 718,5	843,1	8 448,2	469,3	1 341,0	6 638,0
2021 Jan.	18 941,4	4 392,2	3 315,4	.	1 558,0	8 809,1	866,7	8 331,3	446,6	1 316,9	6 567,8
Febr.	19 077,0	4 380,4	3 347,5	.	1 566,9	8 910,0	872,1	8 652,2	520,6	1 405,6	6 726,0
<b>Wachstumsraten</b>											
2018	1,9	1,7	3,0	.	3,2	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	2,7	.	12,3	10,9	24,3	1,3	0,0	3,1	1,1
2020 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	4,5	.	12,0	11,0	24,2	1,0	0,1	2,2	0,8
Nov.	7,5	1,7	2,6	.	11,7	10,7	24,4	1,2	0,0	2,2	1,1
Dez.	7,4	1,2	2,7	.	12,3	10,9	24,3	1,3	0,0	3,1	1,1
2021 Jan.	7,4	0,3	2,8	.	11,6	11,3	25,4	1,5	0,0	4,5	1,0
Febr.	7,6	-0,3	3,5	.	10,8	11,8	25,1	1,7	0,0	4,7	1,2

Quelle: EZB.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

### 2.8 Effektive Wechselkurse<sup>1)</sup>

(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	80,7	95,8	117,3	95,1
2019	98,2	93,3	92,9	88,7	79,0	93,1	115,5	92,4
2020	99,7	93,7	94,1	89,1	78,5	93,9	119,4	94,0
2020 Q2	98,8	93,1	93,2	88,5	81,7	94,0	118,1	93,3
Q3	101,2	94,9	95,3	90,0	78,7	94,4	121,7	95,6
Q4	101,3	94,9	95,3	90,1	75,6	94,0	122,3	95,7
2021 Q1	100,9	94,9	95,3	.	.	.	121,7	95,5
2020 Okt.	101,4	94,9	95,4	-	-	-	122,4	95,8
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	95,6	95,8	-	-	-	122,4	96,2
Febr.	100,8	94,8	95,1	-	-	-	121,5	95,3
März	100,4	94,4	94,9	-	-	-	121,3	95,0
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>								
2021 März	-0,3	-0,4	-0,2	-	-	-	-0,2	-0,4
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2021 März	1,5	1,4	1,6	-	-	-	2,9	2,0

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	Kroatische Kuna	Tschechi- sche Krone	Dänische Krone	Ungarischer Forint	Japani- scher Yen	Polnischer Zloty	Pfund Sterling	Rumäni- scher Leu	Schwedische Krone	Schweizer Franken	US-Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	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 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
2021 Q1	7,808	7,572	26,070	7,437	361,206	127,806	4,546	0,874	4,8793	10,120	1,091	1,205
2020 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
März	7,747	7,578	26,178	7,436	365,612	129,380	4,599	0,859	4,8884	10,169	1,106	1,190
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>												
2021 März	-0,9	0,1	1,2	0,0	2,1	1,5	2,3	-1,6	0,3	0,8	1,9	-1,6
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2021 März	-0,3	0,1	-1,5	-0,5	5,8	8,8	3,6	-4,0	1,2	-6,5	4,5	7,6

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 <sup>1)</sup>			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
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>												
2020 Q1	27 543,9	27 617,6	-73,7	11 321,4	9 344,7	8 906,1	11 168,3	-98,6	6 548,6	7 104,6	866,3	15 535,9
Q2	28 197,7	28 206,3	-8,5	11 372,0	9 477,9	9 860,0	11 935,5	-71,0	6 131,8	6 792,9	905,0	15 289,1
Q3	28 109,8	28 049,0	60,8	11 175,1	9 326,8	9 998,3	12 030,1	-97,0	6 123,9	6 692,1	909,6	15 127,9
Q4	28 403,2	28 312,0	91,1	11 065,0	9 292,4	10 685,8	12 286,4	-86,2	5 858,8	6 733,2	879,8	14 846,5
<b>Bestände in % des BIP</b>												
2020 Q4	250,8	250,0	0,8	97,7	82,1	94,4	108,5	-0,8	51,7	59,5	7,8	131,1
<b>Transaktionen</b>												
2020 Q1	576,4	573,2	3,2	-60,5	-66,3	-133,8	51,5	11,1	755,1	588,1	4,6	-
Q2	140,1	113,0	27,1	68,9	178,3	380,5	200,4	40,8	-353,3	-265,7	3,2	-
Q3	182,1	83,1	98,9	23,8	-0,7	96,2	74,7	-31,8	90,5	9,1	3,4	-
Q4	-7,2	-129,9	122,7	-119,2	3,8	342,5	-259,6	-19,2	-213,4	125,9	2,1	-
2020 Sept.	-31,3	-78,6	47,3	-45,7	-15,0	22,1	12,2	-7,8	-2,5	-75,7	2,6	-
Okt.	91,3	39,5	51,8	-7,1	-65,4	74,8	-11,3	2,4	18,2	116,1	2,9	-
Nov.	131,6	133,6	-2,0	6,9	122,0	100,7	-97,0	8,9	17,7	108,5	-2,6	-
Dez.	-230,1	-302,9	72,9	-119,0	-52,8	167,0	-151,3	-30,5	-249,3	-98,8	1,7	-
2021 Jan.	304,2	292,3	11,9	51,1	37,5	107,1	76,9	5,5	141,5	177,9	-0,9	-
Febr.	126,9	83,7	43,1	17,8	6,3	92,7	0,6	5,4	12,6	76,8	-1,6	-
<b>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</b>												
2021 Febr.	731,5	401,8	329,7	-15,8	168,1	803,7	-21,5	-2,9	-63,1	255,2	9,7	-
<b>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</b>												
2021 Febr.	6,5	3,5	2,9	-0,1	1,5	7,1	-0,2	0,0	-0,6	2,3	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 <sup>1)</sup>		
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorrats- verände- rungen <sup>2)</sup>	Zusam- men	Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>	
					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	11 588,2	11 120,2	6 222,7	2 369,1	2 431,4	1 178,2	746,0	500,7	97,0	468,0	5 575,9	5 107,9
2019	11 937,3	11 489,6	6 376,3	2 454,4	2 622,8	1 258,0	771,1	586,9	36,1	447,7	5 758,9	5 311,2
2020	11 322,8	10 872,1	5 896,8	2 555,2	2 437,3	1 208,5	679,0	542,7	-17,2	450,7	5 157,7	4 707,0
2020 Q1	2 912,7	2 819,7	1 538,1	627,9	645,9	310,2	174,8	159,1	7,8	93,0	1 388,8	1 295,7
Q2	2 599,3	2 519,4	1 343,9	630,2	541,6	273,0	142,1	124,7	3,8	79,9	1 108,1	1 028,2
Q3	2 899,8	2 763,2	1 529,6	646,1	616,2	309,7	179,0	125,6	-28,7	136,6	1 297,1	1 160,5
Q4	2 900,0	2 761,7	1 483,2	651,5	628,2	312,9	180,7	132,8	-1,2	138,3	1 357,4	1 219,1
In % des BIP												
2020	100,0	96,0	52,1	22,6	21,5	10,7	6,0	4,8	-0,2	4,0	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2020 Q1	-3,8	-3,4	-4,4	-0,2	-5,9	-2,7	-9,5	-7,5	-	-	-3,8	-2,9
Q2	-11,6	-11,1	-12,6	-2,2	-16,1	-12,3	-18,9	-20,7	-	-	-18,7	-18,1
Q3	12,5	10,3	14,2	4,7	13,8	13,7	25,8	0,6	-	-	16,7	11,8
Q4	-0,7	-0,7	-3,3	0,3	1,9	0,7	1,2	6,1	-	-	4,0	4,5
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	2,2	16,4	-	-	2,5	3,9
2020	-6,6	-6,3	-8,0	1,2	-8,2	-5,5	-12,8	-8,2	-	-	-9,3	-9,0
2020 Q1	-3,3	-1,7	-3,9	1,2	0,8	-2,7	-10,2	26,9	-	-	-3,1	0,3
Q2	-14,6	-14,0	-16,1	-1,3	-20,8	-14,4	-27,3	-25,4	-	-	-21,4	-20,5
Q3	-4,1	-4,0	-4,5	2,5	-4,6	-3,5	-8,5	-1,7	-	-	-8,9	-9,1
Q4	-4,9	-5,8	-7,7	2,5	-8,4	-2,3	-6,6	-21,8	-	-	-5,1	-7,1
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2020 Q1	-3,8	-3,2	-2,4	0,0	-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	-0,8	-	-
Q3	12,5	10,1	7,5	1,1	2,9	1,4	1,4	0,0	-1,4	2,5	-	-
Q4	-0,7	-0,6	-1,8	0,1	0,4	0,1	0,1	0,3	0,6	0,0	-	-
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	-4,2	0,3	-1,8	-0,6	-0,8	-0,4	-0,3	-0,5	-	-
2020 Q1	-3,3	-1,6	-2,1	0,3	0,2	-0,3	-0,7	1,1	0,0	-1,7	-	-
Q2	-14,6	-13,6	-8,6	-0,3	-4,7	-1,5	-1,8	-1,4	0,0	-1,1	-	-
Q3	-4,1	-3,8	-2,4	0,5	-1,0	-0,4	-0,5	-0,1	-1,0	-0,3	-	-
Q4	-4,9	-5,6	-4,1	0,5	-1,9	-0,2	-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 (Herstellungspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</b>												
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	2 027,9	530,7	481,5	1 204,8	1 252,7	2 020,0	364,9	1 241,9
2020	10 187,6	176,9	1 931,3	559,0	1 778,7	535,9	473,1	1 216,2	1 157,2	2 045,8	313,3	1 135,2
2020 Q1	2 620,5	44,5	498,6	141,3	478,9	133,1	121,4	302,0	306,1	508,2	86,3	292,2
Q2	2 341,0	45,0	427,4	125,6	379,5	127,6	115,5	296,2	262,1	492,8	69,4	258,3
Q3	2 607,0	43,9	493,4	144,5	469,3	137,1	118,2	306,5	292,2	520,1	81,9	292,8
Q4	2 604,8	43,7	512,5	146,9	449,6	136,5	117,6	307,0	297,1	519,5	74,4	295,2
<b>In % der Wertschöpfung</b>												
2020	100,0	1,7	19,0	5,5	17,5	5,3	4,6	11,9	11,4	20,1	3,1	-
<b>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</b>												
<b>Veränderung gegen Vorquartal in %</b>												
2020 Q1	-3,4	-2,1	-3,8	-3,5	-6,3	-1,3	-1,0	-1,1	-3,4	-2,1	-6,9	-6,8
Q2	-11,8	0,2	-15,0	-12,3	-21,3	-4,3	-2,2	-2,4	-15,1	-6,3	-23,8	-9,5
Q3	12,3	0,5	16,0	14,4	23,4	7,3	2,9	3,0	11,8	9,0	22,6	14,5
Q4	-0,7	0,4	3,1	0,7	-4,4	-0,7	-0,4	-0,4	1,0	-1,0	-12,1	-0,2
<b>Veränderung gegen Vorjahr in %</b>												
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	1,6
2020	-6,5	-0,9	-7,6	-5,7	-13,2	0,3	-1,1	-0,8	-8,9	-2,4	-17,9	-7,1
2020 Q1	-2,9	-1,5	-4,9	-3,1	-5,9	2,0	-0,5	0,3	-2,8	-1,3	-6,5	-6,2
Q2	-14,6	-1,1	-18,9	-14,9	-25,9	-4,6	-3,1	-2,5	-17,7	-7,8	-29,0	-15,2
Q3	-4,2	-0,5	-5,8	-3,2	-8,9	2,2	-0,5	0,0	-8,2	0,4	-12,8	-3,5
Q4	-5,0	-0,9	-2,3	-2,6	-13,0	0,7	-0,7	-1,0	-7,4	-1,1	-23,5	-3,6
<b>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</b>												
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	12,3	0,0	2,9	0,8	3,8	0,4	0,1	0,4	1,3	1,8	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	-
<b>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</b>												
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	-0,4	-0,6	-
2020 Q1	-2,9	0,0	-1,0	-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	-4,2	0,0	-1,1	-0,2	-1,7	0,1	0,0	0,0	-1,0	0,1	-0,4	-
Q4	-5,0	0,0	-0,4	-0,1	-2,5	0,0	0,0	-0,1	-0,9	-0,2	-0,8	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.3 Beschäftigung<sup>1)</sup>

(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
<b>Zahl der Erwerbstätigen</b>													
<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	1,4	-0,7	-0,3	-2,4	0,7	-3,4
2020 Q1	0,4	0,7	-1,3	-3,4	-0,4	1,2	0,3	2,6	-0,3	-0,3	0,6	1,2	-0,3
Q2	-2,9	-3,0	-2,6	-3,9	-2,2	-0,9	-5,7	0,8	-1,1	-1,6	-4,6	0,2	-5,9
Q3	-2,1	-2,0	-2,3	-3,1	-2,7	0,8	-4,2	0,9	-0,9	0,1	-3,5	0,6	-3,7
Q4	-1,9	-1,9	-1,9	-2,4	-2,4	0,5	-4,7	1,2	-0,6	0,7	-2,3	0,8	-3,7
<b>Geleistete Arbeitsstunden</b>													
<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	-7,2	-3,8	-4,5	-4,2	-5,7	0,9	-2,8	-4,4	-2,8	-1,7	-7,7
Q2	-16,8	-15,6	-22,2	-6,8	-16,2	-17,7	-27,1	-5,7	-6,6	-16,9	-16,9	-6,3	-27,9
Q3	-4,9	-4,7	-5,7	-2,0	-5,8	-1,0	-9,1	-2,0	-2,6	-3,3	-6,6	-0,2	-6,3
Q4	-6,4	-6,0	-8,4	-2,4	-5,6	-2,8	-13,6	-0,9	-2,2	-3,0	-5,7	-0,8	-12,1
<b>Arbeitsstunden je Erwerbstätigen</b>													
<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	-5,7	-6,4	-10,4	-3,0	-2,5	-6,4	-5,4	-2,7	-10,2
2020 Q1	-4,3	-3,8	-6,0	-0,5	-4,2	-5,2	-6,0	-1,6	-2,6	-4,1	-3,4	-2,9	-7,4
Q2	-14,3	-13,0	-20,1	-2,9	-14,4	-16,9	-22,7	-6,5	-5,5	-15,6	-13,0	-6,5	-23,4
Q3	-2,8	-2,7	-3,4	1,2	-3,2	-1,8	-5,1	-2,9	-1,7	-3,4	-3,2	-0,8	-2,7
Q4	-4,6	-4,2	-6,7	0,0	-3,3	-3,3	-9,3	-2,0	-1,6	-3,7	-3,5	-1,6	-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 <sup>1)</sup>											Vakanz- quote <sup>3)</sup>
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen <sup>2)</sup>	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio.	In % der Er- werbs- perso- nen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2020)			100,0			80,9		19,1		51,5		48,5		
2018	162,443	3,7	13,204	8,1	3,8	10,814	7,3	2,390	16,8	6,805	7,8	6,400	8,5	2,1
2019	163,198	3,5	12,215	7,5	3,3	9,984	6,7	2,231	15,6	6,266	7,2	5,949	7,9	2,3
2020	161,377	3,5	12,593	7,8	3,0	10,185	6,9	2,408	17,4	6,487	7,5	6,106	8,1	1,8
2020 Q1	162,759	3,4	12,000	7,4	3,0	9,730	6,6	2,270	15,7	6,131	7,0	5,869	7,8	1,9
Q2	159,216	3,6	12,056	7,6	2,5	9,744	6,7	2,312	17,3	6,313	7,4	5,743	7,8	1,6
Q3	161,621	3,6	13,412	8,3	3,1	10,785	7,3	2,627	18,8	6,827	7,9	6,586	8,7	1,7
Q4	161,911	3,5	12,903	8,0	3,2	10,482	7,1	2,422	17,6	6,676	7,7	6,228	8,3	1,9
2020 Sept.	-	-	14,251	8,7	-	11,698	7,8	2,553	18,1	7,167	8,2	7,084	9,3	-
Okt.	-	-	13,841	8,5	-	11,405	7,6	2,435	17,5	6,975	8,0	6,865	9,0	-
Nov.	-	-	13,471	8,3	-	11,083	7,4	2,388	17,3	6,811	7,8	6,660	8,8	-
Dez.	-	-	13,411	8,2	-	11,030	7,4	2,381	17,4	6,796	7,8	6,615	8,7	-
2021 Jan.	-	-	13,523	8,3	-	11,120	7,4	2,403	17,4	6,882	7,9	6,641	8,7	-
Febr.	-	-	13,571	8,3	-	11,177	7,5	2,394	17,3	6,903	7,9	6,668	8,8	-

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	0,8	1,0	0,6	1,2	1,5	-1,4	1,7	2,8	1,6	1,4	2,0	0,7	0,9
2019	-1,3	-1,3	-2,4	-1,8	1,4	-2,1	2,1	-4,3	2,4	0,9	3,7	0,8	1,8
2020	-8,7	-9,2	-7,4	-13,4	-4,8	-5,4	-5,6	-10,7	-1,0	3,6	-2,5	-14,4	-25,0
2020 Q2	-20,2	-21,2	-19,4	-28,1	-13,3	-10,5	-15,3	-26,7	-6,5	2,9	-10,7	-29,1	-50,8
Q3	-6,9	-7,3	-5,7	-12,0	-2,2	-4,4	-2,1	-7,6	2,4	2,5	3,3	-4,9	-6,9
Q4	-1,6	-1,7	1,5	-3,4	-2,9	-1,7	-0,8	-1,7	1,3	4,4	1,0	-13,8	-9,2
2021 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	3,4
2020 Okt.	-3,7	-4,3	-1,0	-8,3	-2,2	0,5	-1,9	-2,7	4,5	5,0	5,7	-9,0	-4,8
Nov.	-0,7	-0,4	1,5	-0,2	-2,7	-4,6	-0,5	-1,6	-1,6	2,4	-2,2	-18,2	-14,9
Dez.	-0,1	-0,2	4,5	-1,4	-3,9	-1,0	-0,2	-0,7	1,2	5,5	-0,1	-14,5	-8,0
2021 Jan.	0,1	-0,1	1,5	1,4	-3,7	0,6	-2,6	-2,0	-5,2	5,9	-11,3	-16,9	-18,8
Febr.	-1,6	-1,8	-0,1	-2,2	-3,7	-1,5	-5,8	1,9	-2,9	1,9	-5,5	-13,0	-20,8
März	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	88,2
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2020 Okt.	2,5	2,4	2,1	3,2	0,4	2,4	0,0	2,6	1,6	2,1	1,6	-3,7	3,0
Nov.	2,2	2,9	1,8	7,8	-1,3	-3,6	2,4	0,8	-5,3	-2,1	-7,1	-10,5	-7,2
Dez.	-0,1	-0,2	1,3	-1,0	-0,7	1,7	-1,4	0,2	2,0	2,0	1,4	4,1	10,4
2021 Jan.	0,8	0,7	0,0	1,2	0,1	0,3	0,8	1,8	-5,2	1,0	-9,9	-0,9	-22,5
Febr.	-1,0	-1,0	-0,7	-1,9	0,2	-1,2	-2,1	2,0	3,0	-1,1	6,8	3,7	-1,1
März	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,2

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 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	-15,0	85,6	54,6	56,7	45,0	48,1
2021 Q1	95,3	-2,4	.	-13,7	-6,0	-16,6	-14,7	.	58,4	58,5	46,9	49,9
2020 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	-3,2	-	-14,8	-7,5	-19,1	-17,0	-	57,9	57,6	45,7	48,8
März	100,9	2,0	-	-10,8	-2,7	-12,2	-9,3	-	62,5	63,3	49,6	53,2

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 <sup>2)</sup>	Immobilienvermögen	Gewinnquote <sup>3)</sup>	Sparquote (netto)	Schuldenquote <sup>1)</sup>	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens <sup>1)</sup>	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	12,3	93,7	1,6	2,3	5,4	4,3	4,2	35,0	7,0	77,0	4,1	9,4	2,6
2018	12,5	93,3	1,8	2,0	6,0	2,6	4,7	35,4	5,8	77,5	2,1	7,1	1,6
2019	12,9	93,8	1,8	2,6	4,8	5,7	3,8	34,5	5,7	77,3	2,4	3,3	1,9
2020 Q1	13,8	93,7	0,4	2,6	-1,6	3,1	4,5	33,6	4,7	78,4	2,4	0,2	2,1
Q2	16,6	95,0	-3,2	3,3	-15,3	4,2	4,5	31,2	4,1	82,9	2,6	-27,4	1,8
Q3	17,8	95,7	1,2	3,5	-3,4	3,8	4,6	30,7	3,5	83,3	3,0	-13,6	2,0
Q4	19,6	96,3	0,7	4,0	0,2	5,4	5,1	30,4	3,3	84,2	3,5	-12,9	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 <sup>1)</sup>	
	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	1 063,5	1 009,7	53,7	586,5	497,1	241,7	251,5	205,4	194,0	30,0	67,1	12,2	11,0
Q2	870,4	841,4	29,0	466,0	412,2	192,5	182,6	185,2	176,5	26,6	70,1	11,2	15,8
Q3	952,1	884,3	67,8	548,2	455,6	192,5	186,4	182,9	179,7	28,5	62,6	11,5	10,4
Q4	1 013,7	922,8	90,9	581,8	478,7	220,1	194,6	182,8	171,8	29,1	77,6	23,5	24,4
2020 Sept.	326,6	297,3	29,2	187,5	154,9	68,2	62,8	61,4	58,3	9,5	21,3	3,6	3,9
Okt.	334,0	306,0	28,1	191,1	156,5	73,2	65,6	59,9	60,5	9,8	23,4	4,4	5,1
Nov.	339,1	313,7	25,4	194,8	162,1	73,3	64,7	61,1	57,2	9,8	29,7	4,3	6,0
Dez.	340,6	303,2	37,4	195,9	160,1	73,5	64,4	61,7	54,1	9,5	24,6	14,8	13,3
2021 Jan.	345,1	310,4	34,7	196,9	159,0	77,9	65,5	60,6	61,5	9,7	24,4	3,4	3,4
Febr.	345,1	319,2	25,9	199,2	166,7	78,0	66,6	57,8	60,0	10,1	25,9	3,9	3,4
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2021 Febr.	3 854,9	3 596,2	258,7	2 174,9	1 825,0	834,2	775,8	732,2	714,7	113,6	280,7	58,0	61,8
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2021 Febr.	34,1	31,8	2,3	19,2	16,1	7,4	6,9	6,5	6,3	1,0	2,5	0,5	0,5

1) Nicht saisonbereinigt.

#### 3.9 Außenhandel des Euroraums (Warenverkehr)<sup>1)</sup>, Werte und Volumen nach Warengruppen<sup>2)</sup>

(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	-4,2	578,1	274,6	116,0	176,7	482,1	507,4	282,6	82,9	134,6	371,5	56,1
Q2	-23,6	-21,7	447,7	217,9	87,6	133,0	369,3	422,5	220,3	77,4	119,1	319,6	26,1
Q3	-8,7	-11,5	531,4	248,2	108,4	164,7	447,7	469,1	243,1	84,3	133,9	359,1	34,2
Q4	-2,9	-5,9	566,6	264,3	113,8	177,7	477,7	489,9	259,7	85,8	134,7	377,5	35,3
2020 Sept.	-3,4	-6,8	182,4	85,7	37,4	55,8	154,5	159,6	83,1	28,2	45,7	122,3	11,0
Okt.	-9,0	-11,7	185,9	85,9	37,7	58,9	157,2	160,6	85,3	27,2	44,8	122,2	11,0
Nov.	-1,1	-4,1	189,2	88,9	37,2	59,8	160,2	164,9	87,0	29,4	45,5	127,7	11,2
Dez.	2,5	-1,2	191,4	89,5	38,9	59,0	160,2	164,4	87,4	29,2	44,4	127,6	13,0
2021 Jan.	-8,9	-14,2	190,9	91,8	37,4	57,7	155,5	162,2	88,2	29,0	41,7	118,7	13,7
Febr.	-5,4	-2,7	186,1	.	.	.	156,6	167,7	.	.	.	124,6	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2020 Q1	-4,1	-4,8	103,7	106,5	100,4	102,9	102,6	104,0	103,4	100,4	109,2	105,2	98,1
Q2	-23,6	-16,4	81,7	86,5	76,1	78,9	79,1	92,2	90,1	94,6	97,1	91,1	81,8
Q3	-7,2	-6,9	98,5	100,0	95,4	99,2	97,8	101,7	97,1	105,5	110,5	104,0	80,9
Q4	-1,5	-1,1	104,0	105,5	99,2	106,1	103,4	104,9	101,8	106,7	110,7	108,6	84,5
2020 Aug.	-10,8	-9,6	98,0	99,5	95,0	98,2	96,9	100,6	95,7	103,9	110,2	103,8	81,1
Sept.	-1,1	-0,9	101,9	104,5	98,7	101,2	101,9	104,4	100,0	107,6	113,3	106,9	81,8
Okt.	-7,6	-6,8	103,0	103,1	99,6	106,3	102,8	104,4	101,6	103,4	110,9	106,3	83,6
Nov.	0,2	0,7	104,4	107,1	97,1	107,0	104,1	106,1	103,0	108,9	112,1	110,3	83,6
Dez.	3,8	3,5	104,7	106,2	101,0	105,2	103,2	104,4	100,9	107,7	109,1	109,2	86,4
2021 Jan.	-8,0	-11,0	103,1	106,6	97,8	102,0	99,4	101,3	98,9	106,3	102,8	101,3	83,3

Quellen: EZB und Eurostat.

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

2) Gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories.

## 4 Preise und Kosten

### 4.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex<sup>1)</sup>

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) <sup>2)</sup>						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 Q2	105,5	0,2	0,9	-0,6	1,2	-0,4	0,8	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	-0,7	0,5	0,3	-0,4	0,5
2021 Q1	105,8	1,1	1,2	0,8	1,3	1,3	0,5	-0,4	1,3	6,5	0,6	1,0	1,4
2020 Okt.	105,2	-0,3	0,2	-0,8	0,4	0,1	0,1	0,4	0,0	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	0,5
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	1,3
Febr.	105,5	0,9	1,1	0,7	1,2	0,0	0,2	0,3	-0,6	0,9	0,1	0,8	1,5
März	106,5	1,3	0,9	1,3	1,3	0,1	0,0	0,0	-0,6	2,6	0,1	1,3	1,4

	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 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
2021 Q1	1,3	1,2	1,7	0,5	0,9	-0,6	1,3	1,2	1,1	-0,4	1,4	1,5
2020 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.	1,3	1,3	1,5	0,3	1,0	-1,7	1,3	1,2	0,8	-0,3	1,2	1,5
März	1,1	1,0	1,6	1,4	0,3	4,3	1,3	1,2	1,5	-0,7	1,3	1,4

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

## 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 <sup>1)</sup>										Bauge- werbe <sup>2)</sup>	Preise für Wohn- immobilien <sup>3)</sup>	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien <sup>3)</sup>
	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	2,5	4,9	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	4,5
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	1,0	1,1	0,6	-9,7	1,2	5,2	2,6
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	3,8
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	5,1
Q3	101,4	-2,7	-2,0	-0,3	-1,8	0,8	0,5	0,3	0,6	-9,3	0,8	5,1	1,6
Q4	102,6	-1,7	-1,7	0,0	-0,6	0,8	0,0	-0,5	0,7	-6,7	1,6	5,8	-0,1
2020 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.	105,1	0,4	-0,6	0,7	1,0	0,8	-0,4	-1,0	0,7	-0,6	-	-	-
Febr.	105,6	1,5	0,9	1,2	2,4	0,9	-0,2	-0,9	0,6	2,3	-	-	-

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](http://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 <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>		Importgewichtet <sup>2)</sup>			Nach Verwendung gewichtet <sup>2)</sup>		
			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	-0,9	-6,4	4,3	-0,6	-6,2	5,7
2019	105,2	1,7	1,4	1,1	1,8	2,1	0,7	0,1	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,3	-2,3
2020	106,8	1,5	1,1	0,5	2,8	1,2	-1,3	-2,6	37,0	1,5	3,4	-0,3	-0,9	-0,2	-1,8
2020 Q2	107,3	2,3	1,3	0,7	4,7	1,2	-2,0	-4,4	28,5	-2,4	3,9	-8,1	-4,4	0,0	-9,2
Q3	106,4	0,9	0,6	0,1	2,1	0,7	-1,8	-2,8	36,5	1,9	1,5	2,4	-0,7	-2,2	1,0
Q4	107,2	1,2	1,0	0,0	2,1	1,5	-1,4	-2,2	37,4	4,1	0,1	7,9	-0,5	-6,0	6,2
2021 Q1	-	-	-	-	-	-	-	-	50,4	18,3	9,2	27,3	14,1	5,2	24,6
2020 Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	34,4	2,5	2,1	2,9	-0,4	-1,9	1,4
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	36,5	3,3	-0,1	6,6	-2,1	-7,9	5,0
Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	41,0	6,3	-1,5	14,0	1,0	-8,0	12,0
2021 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	44,8	10,5	3,7	17,0	5,8	-1,9	14,8
Febr.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,2	16,8	8,0	25,5	12,7	4,1	22,9
März	-	-	-	-	-	-	-	-	54,8	28,4	16,4	40,4	24,4	14,0	36,9

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

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

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

## 4 Preise und Kosten

### 4.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)					Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)				
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden drei Monate)				Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate	Inputpreise		Outputpreise		
	Verarbeiten- des Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleis- tungssektor	Baugewerbe		Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	
1	2	3	4	5	6	7	8	9		
1999-2015	4,3	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 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	
2021 Q1	10,7	5,0	-1,8	-3,8	8,1	74,0	54,0	56,5	48,6	
2020 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.	9,8	3,9	-3,2	-5,6	7,2	73,9	53,2	56,5	48,1	
März	17,6	8,2	0,9	0,1	11,8	79,7	55,6	60,9	50,5	

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 <sup>1)</sup>
			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	104,3	2,4	2,3	2,7	2,6	2,1	2,0
2019	106,7	2,4	2,6	1,8	2,3	2,7	2,2
2020	110,1	3,1	3,7	1,4	2,8	3,8	1,8
2020 Q1	103,3	3,8	3,9	3,3	3,3	4,8	2,0
Q2	115,5	4,1	4,9	1,2	4,0	4,1	1,7
Q3	104,9	1,5	2,2	-0,3	1,3	2,2	1,7
Q4	116,6	3,1	3,5	1,6	2,6	4,1	2,0

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Experimentelle Daten auf der Grundlage nicht harmonisierter Quellen (weitere Einzelheiten siehe [www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](http://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
<b>Lohnstückkosten</b>												
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	-1,8	3,3	4,5	6,2	1,4	0,4	0,5	6,6	5,7	15,6
2020 Q1	109,0	4,4	-0,9	4,2	2,5	5,2	2,5	-0,1	1,7	4,9	5,1	6,6
Q2	114,0	8,6	-3,3	11,4	7,5	12,1	3,5	1,7	-4,6	9,5	10,5	22,1
Q3	108,5	2,8	-1,7	1,4	5,2	3,6	-1,1	-0,7	2,1	6,2	2,8	11,5
Q4	110,0	3,9	-1,0	-0,9	4,3	6,0	1,6	0,7	2,9	6,6	5,3	25,3
<b>Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer</b>												
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	-1,8	-4,4	0,3	-0,1	0,0	-0,6	2,6	-1,8
2020 Q1	107,2	0,5	1,0	-0,5	-1,9	-1,3	2,0	-0,3	2,3	1,3	2,4	0,0
Q2	102,2	-4,5	-0,4	-7,7	-7,7	-11,9	-2,1	-0,3	-5,5	-5,6	1,7	-7,8
Q3	108,4	0,6	0,9	-1,8	1,0	-1,4	0,2	-0,2	2,0	1,0	2,6	1,0
Q4	108,7	0,7	0,5	-0,8	1,1	-3,2	1,1	0,6	1,1	1,0	3,4	-0,5
<b>Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen</b>												
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	96,8	-5,0	2,3	-5,8	-6,0	-10,0	-1,0	-0,4	-0,5	-6,7	-3,0	-15,0
2020 Q1	98,4	-3,7	1,9	-4,5	-4,2	-6,2	-0,5	-0,2	0,6	-3,4	-2,5	-6,2
Q2	89,6	-12,1	3,0	-17,1	-14,2	-21,4	-5,4	-2,0	-0,9	-13,8	-7,9	-24,5
Q3	99,9	-2,1	2,7	-3,2	-3,9	-4,9	1,3	0,4	-0,1	-4,9	-0,2	-9,5
Q4	98,8	-3,0	1,4	0,1	-3,1	-8,7	-0,5	-0,1	-1,7	-5,3	-1,8	-20,6
<b>Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde</b>												
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	6,1	3,0	2,0	5,2	4,6	4,9	7,2
2020 Q1	110,8	4,5	3,9	3,5	3,4	4,0	3,3	1,9	5,7	4,4	5,1	7,2
Q2	117,3	9,8	4,0	7,0	8,8	12,6	4,0	4,7	6,4	7,1	7,7	14,7
Q3	111,2	3,4	0,8	1,2	2,3	4,3	3,2	1,1	4,8	4,4	3,0	3,2
Q4	113,4	5,1	2,0	2,4	3,6	6,5	2,6	2,0	5,6	4,3	4,8	6,4
<b>Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde</b>												
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	1,0	0,9	1,5	0,1	0,6	-0,3	0,9
2020	103,6	1,2	2,6	-0,1	0,4	0,4	2,0	2,2	6,3	-1,3	-0,4	-5,3
2020 Q1	102,7	0,6	2,4	-0,4	1,1	-0,2	1,1	2,4	4,9	0,0	0,3	1,3
Q2	105,1	2,7	6,1	-3,2	3,4	1,7	1,1	3,7	17,4	-1,0	-1,5	-1,5
Q3	103,3	0,8	1,5	0,0	-2,2	0,3	4,3	2,1	3,4	-1,7	0,6	-6,9
Q4	104,3	1,6	1,5	3,5	0,2	0,6	1,5	1,6	2,1	-1,8	-0,3	-13,0

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

### 5.1 Geldmengenaggregate<sup>1)</sup>

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

	M3											11	12
	M2					M3-M2							
	M1		M2-M1			6	7	8	9	10			
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte						Geldmarkt- fondsanteile		
1	2	3	4	5									
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	646,9	33,3	780,9	14 525,2	
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	536,1	48,1	694,1	13 482,3	
Q2	1 302,8	8 425,2	9 728,0	1 075,3	2 400,8	3 476,1	13 204,1	95,2	579,7	20,1	695,1	13 899,2	
Q3	1 330,5	8 617,0	9 947,6	1 076,9	2 423,3	3 500,3	13 447,8	100,3	610,3	7,1	717,7	14 165,5	
Q4	1 359,2	8 898,0	10 257,2	1 039,9	2 447,2	3 487,1	13 744,3	100,6	646,9	33,3	780,9	14 525,2	
2020 Sept.	1 330,5	8 617,0	9 947,6	1 076,9	2 423,3	3 500,3	13 447,8	100,3	610,3	7,1	717,7	14 165,5	
Okt.	1 338,1	8 683,6	10 021,7	1 060,5	2 431,8	3 492,3	13 514,0	96,3	611,4	18,4	726,2	14 240,2	
Nov.	1 351,2	8 781,7	10 132,9	1 029,5	2 446,3	3 475,8	13 608,7	101,2	611,9	19,7	732,8	14 341,5	
Dez.	1 359,2	8 898,0	10 257,2	1 039,9	2 447,2	3 487,1	13 744,3	100,6	646,9	33,3	780,9	14 525,2	
2021 Jan.	1 380,4	8 995,8	10 376,2	1 003,7	2 456,8	3 460,5	13 836,7	111,5	629,6	29,6	770,7	14 607,4	
Febr. <sup>(a)</sup>	1 390,3	9 066,9	10 457,2	985,5	2 472,2	3 457,7	13 914,9	108,8	608,7	35,2	752,7	14 667,6	
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	123,9	13,9	157,0	1 608,5	
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	43,7	-28,8	0,8	416,0	
Q3	27,7	269,0	296,8	5,6	22,9	28,5	325,3	5,9	29,9	-11,7	24,2	349,4	
Q4	28,7	295,7	324,3	-35,0	24,0	-11,0	313,3	-3,5	41,2	27,6	65,3	378,6	
2020 Sept.	8,9	84,4	93,3	28,0	8,7	36,7	129,9	8,3	19,1	-3,9	23,4	153,4	
Okt.	7,6	65,4	73,0	-17,8	8,5	-9,3	63,7	-4,0	1,1	11,7	8,8	72,5	
Nov.	13,1	108,3	121,3	-29,3	14,5	-14,7	106,6	0,8	0,5	1,8	3,1	109,8	
Dez.	8,0	121,9	130,0	12,1	1,0	13,1	143,0	-0,3	39,6	14,1	53,3	196,3	
2021 Jan.	21,2	94,8	116,0	-37,2	11,3	-25,8	90,2	10,6	-17,3	-3,4	-10,0	80,1	
Febr. <sup>(a)</sup>	9,9	70,5	80,4	-18,4	15,4	-3,0	77,4	-2,9	-20,9	6,2	-17,6	59,8	
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	75,1	25,0	12,4	
2020 Q1	7,1	11,0	10,4	-3,8	1,8	0,0	7,4	47,4	2,2	52,0	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	-66,7	12,7	10,4	
Q4	11,3	16,3	15,6	-2,5	3,6	1,7	11,7	24,2	23,5	75,1	25,0	12,4	
2020 Sept.	10,5	14,4	13,8	-2,1	3,0	1,4	10,3	36,7	12,6	-66,7	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	14,4	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	75,1	25,0	12,4	
2021 Jan.	12,2	17,1	16,5	-5,4	4,0	1,1	12,2	40,3	16,2	4,8	18,5	12,5	
Febr. <sup>(a)</sup>	12,3	17,0	16,4	-7,0	4,6	1,0	12,2	24,6	11,7	34,3	14,2	12,3	

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

### 5.2 In M3 enthaltene Einlagen<sup>1)</sup>

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>					Private Haushalte <sup>3)</sup>					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen <sup>2)</sup>	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte <sup>4)</sup>
	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			
<b>Bestände</b>													
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 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.	3 008,3	2 556,9	302,4	142,2	6,9	7 707,4	5 009,5	430,7	2 266,3	0,8	1 114,8	229,7	507,6
Febr. <sup>(p)</sup>	3 027,9	2 585,5	293,3	143,2	5,9	7 760,8	5 051,6	426,6	2 281,7	1,0	1 119,8	227,0	497,9
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
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 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.	22,8	27,2	-7,1	-1,0	3,6	60,5	54,1	-7,0	13,4	0,1	5,7	-8,4	-1,1
Febr. <sup>(p)</sup>	19,3	28,4	-9,1	1,0	-1,0	53,2	41,9	-4,2	15,4	0,2	4,5	-2,7	-9,7
<b>Wachstumsraten</b>													
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 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.	21,8	24,0	19,0	-5,3	71,9	9,2	13,3	-11,4	5,3	-6,3	15,6	5,4	8,3
Febr. <sup>(p)</sup>	21,2	23,7	16,0	-4,4	14,4	9,5	13,4	-11,4	5,9	15,4	14,6	5,0	4,8

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

### 5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum<sup>1)</sup>

(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)	
					Bereinigte Kredite <sup>2)</sup>	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften <sup>3)</sup>	An private Haushalte <sup>4)</sup>	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen <sup>3)</sup>	An Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Bestände</b>												
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 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.	5 948,7	988,1	4 959,1	14 355,3	11 944,7	12 309,5	4 720,4	6 135,5	940,2	148,6	1 547,5	863,0
Febr. <sup>(p)</sup>	5 986,9	993,6	4 991,7	14 392,5	11 971,2	12 334,7	4 729,8	6 153,2	941,7	146,5	1 549,9	871,3
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
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	737,2	540,0	560,8	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	105,1	86,8	29,0	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 Sept.	96,1	2,3	93,8	30,4	25,8	21,4	-11,7	29,9	6,0	1,6	5,3	-0,8
Okt.	54,9	1,0	53,8	36,8	32,4	37,1	7,7	26,7	-2,6	0,7	11,8	-7,5
Nov.	42,8	2,9	39,6	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.	33,1	-8,3	51,8	16,4	18,4	11,0	-2,2	16,3	23,5	-19,2	-0,7	-1,3
Febr. <sup>(p)</sup>	63,2	5,8	57,3	36,1	28,5	28,7	10,7	19,1	0,8	-2,1	1,6	6,0
<b>Wachstumsraten</b>												
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 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	4,7	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.	22,9	-0,1	29,4	5,1	4,4	4,5	6,2	3,3	3,7	-2,6	11,9	3,0
Febr. <sup>(p)</sup>	23,9	0,5	30,5	5,1	4,4	4,5	6,3	3,2	3,6	-2,5	10,7	3,8

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 Euroraum<sup>1)</sup>

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>				Private Haushalte <sup>3)</sup>					
	Insgesamt	Bereinigte Kredite <sup>4)</sup>	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite	
	1					2				3
<b>Bestände</b>										
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	4 667,6	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 Sept.	4 731,8	4 845,5	930,0	1 014,7	2 787,1	6 066,1	6 334,1	702,4	4 667,6	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.	4 720,4	4 836,3	888,4	1 006,1	2 826,0	6 135,5	6 402,4	696,7	4 745,3	693,5
Febr. <sup>(p)</sup>	4 729,8	4 846,9	893,1	1 002,1	2 834,6	6 153,2	6 420,9	698,1	4 761,3	693,8
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
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	29,0	33,9	-22,5	15,9	35,6	72,1	59,7	5,8	65,1	1,3
Q4	3,5	22,4	-25,5	-1,2	30,2	60,7	67,6	-1,8	61,4	1,1
2020 Sept.	-11,7	-5,4	-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	2,3	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.	-2,2	-3,1	-10,4	-6,0	14,2	16,3	13,7	-2,7	20,2	-1,2
Febr. <sup>(p)</sup>	10,7	12,9	5,4	-3,6	8,9	19,1	20,3	2,0	16,2	0,9
<b>Wachstumsraten</b>										
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 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.	6,2	6,9	-6,0	14,9	7,7	3,3	3,0	-2,6	4,5	1,3
Febr. <sup>(p)</sup>	6,3	7,1	-4,7	13,9	7,8	3,2	3,0	-2,8	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)<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	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 <sup>3)</sup>	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten <sup>3)</sup>		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
<b>Bestände</b>											
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	524,4	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	515,4	183,7	196,5	
Q2	673,3	7 042,9	1 934,5	44,1	2 080,4	2 983,8	1 562,5	528,7	159,2	174,3	
Q3	806,2	7 039,7	1 934,3	43,0	2 059,7	3 002,7	1 574,2	499,6	139,9	147,3	
Q4	749,0	6 965,7	1 915,5	42,1	1 994,9	3 013,3	1 449,5	524,4	130,1	139,2	
2020 Sept.	806,2	7 039,7	1 934,3	43,0	2 059,7	3 002,7	1 574,2	499,6	139,9	147,3	
Okt.	864,3	7 038,0	1 933,5	42,7	2 036,5	3 025,3	1 578,9	527,3	148,7	154,3	
Nov.	753,6	6 973,2	1 938,1	42,4	2 012,4	2 980,3	1 469,4	460,4	148,2	147,1	
Dez.	749,0	6 965,7	1 915,5	42,1	1 994,9	3 013,3	1 449,5	524,4	130,1	139,2	
2021 Jan.	678,5	6 925,3	1 911,6	42,0	1 970,4	3 001,2	1 473,9	433,2	147,4	146,7	
Febr. <sup>(p)</sup>	684,9	6 878,6	1 905,2	41,5	1 971,7	2 960,2	1 448,2	403,5	145,4	145,7	
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
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	-34,3	-15,8	-8,0	-99,3	88,8	-28,6	140,8	-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	58,0	-24,5	-22,2	
Q3	69,2	10,8	-3,2	-1,1	6,1	9,0	27,4	-11,2	-19,3	-27,1	
Q4	-57,1	0,6	-5,1	-0,9	-44,0	50,6	-94,6	84,9	-9,8	-8,1	
2020 Sept.	-13,5	10,9	-6,0	-0,1	19,6	-2,6	23,0	1,3	-30,5	-30,3	
Okt.	58,2	-11,7	0,1	-0,3	-24,3	12,9	1,6	25,8	8,8	7,1	
Nov.	-110,7	-0,8	13,4	-0,2	-13,8	-0,2	-55,0	-36,9	-0,5	-7,3	
Dez.	-4,7	13,1	-18,6	-0,4	-5,9	38,0	-41,2	96,1	-18,1	-7,9	
2021 Jan.	-70,6	-38,1	-5,4	-0,1	-30,6	-2,0	22,2	-100,2	17,3	7,5	
Febr. <sup>(p)</sup>	6,4	3,2	-6,5	-0,5	-1,9	12,1	10,4	-40,3	-2,0	-1,0	
<b>Wachstumsraten</b>											
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 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.	65,0	-0,9	-1,0	-14,0	-6,1	3,0	-	-	-13,9	-19,5	
Febr. <sup>(p)</sup>	52,7	-0,9	-1,0	-13,9	-6,0	3,1	-	-	-18,3	-23,8	

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			Vermögens-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-verschreibungen	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 Bestimmungsfaktoren<sup>1)</sup>

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Veränderung der Schuldenquote <sup>2)</sup>	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 Schuldverschreibungen<sup>1)</sup>

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

	Schuldendienst – Fälligkeit bis zu 1 Jahr <sup>2)</sup>					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren <sup>3)</sup>	Nominale Durchschnittsrenditen <sup>4)</sup>							
	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	15,0	13,7	4,2	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	12,9	11,5	4,3	1,4	0,4	7,5	2,1	1,2	-0,2	2,4	2,0	0,1	1,0	
Q2	15,4	14,0	5,0	1,4	0,4	7,5	2,0	1,1	-0,2	2,3	2,0	0,1	0,9	
Q3	15,9	14,5	4,7	1,4	0,3	7,5	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,2	0,1	0,8	
2020 Okt.	15,7	14,3	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,2	0,0	0,8	
Nov.	15,4	14,0	3,9	1,4	0,3	7,7	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,1	0,0	0,8	
Dez.	15,0	13,7	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8	
2021 Jan.	15,3	14,0	5,0	1,4	0,3	7,7	1,8	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,7	
Febr.	15,4	14,0	5,2	1,4	0,4	7,8	1,8	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,6	
März	15,6	14,2	5,4	1,4	0,4	7,8	1,8	1,1	-0,2	2,1	2,3	0,0	0,5	

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](http://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 21. April 2021.

ISSN                        2363-3409 (Online-Version)  
EU-Katalognummer      QB-BP-21-003-DE-N (Online-Version)