



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

# Wirtschaftsbericht

Ausgabe 4 / 2021



# Inhalt

<b>Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen</b>	<b>3</b>
Überblick	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	10
2 Finanzielle Entwicklungen	20
3 Konjunktorentwicklung	26
4 Preise und Kosten	33
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	41
6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	50
<b>Kästen</b>	<b>55</b>
1 Entwicklung der Leistungsbilanz im Euro-Währungsgebiet während der Pandemie	55
2 Auswirkung finanzpolitischer Stützungsmaßnahmen auf den Liquiditätsbedarf von Unternehmen während der Corona-Pandemie	63
3 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 27. Januar bis zum 27. April 2021	70
4 Auswirkungen der Covid-19-Krise auf den Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet: Männer und Frauen im Vergleich	77
5 Entwicklung der Wohnimmobilienpreise im Euro-Währungsgebiet während der Covid-19-Pandemie	86
6 Folgen des Engpasses bei Halbleitern für Handel, Produktion und Preise im Euro-Währungsgebiet	90
7 Zur Bedeutung der Stabilitätsprogramme 2021 für die Finanzpolitik im Euro-Währungsgebiet	95
<b>Aufsatz</b>	<b>100</b>
1 Die Globalisierung und ihre Auswirkungen auf die Inflationsentwicklung in den Industrieländern	100
<b>Statistik</b>	<b>124</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.**

# Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen

## Überblick

**Nach dem Konjunkturrückgang im ersten Quartal 2021 fährt die Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets allmählich wieder hoch, da sich die Situation im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie (Covid-19) verbessert und bei den Impfkampagnen erhebliche Fortschritte erzielt werden.** Die jüngsten Daten deuten auf eine Erholung im Dienstleistungssektor und eine anhaltend dynamische Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe hin. Es ist damit zu rechnen, dass die Wirtschaftstätigkeit in der zweiten Jahreshälfte im Zuge der Rücknahme weiterer Eindämmungsmaßnahmen anziehen wird. Steigende Konsumausgaben, eine starke weltweite Nachfrage sowie akkommodierende finanz- und geldpolitische Maßnahmen werden die Erholung maßgeblich unterstützen. Zugleich bestehen weiterhin Unsicherheiten, da die kurzfristigen Wirtschaftsaussichten nach wie vor davon abhängen, wie sich die Pandemie weiter entwickelt und wie die Wirtschaft nach der Rücknahme der Eindämmungsmaßnahmen reagiert. Die Inflation hat in den letzten Monaten angezogen. Dies ist in erster Linie auf Basiseffekte, vorübergehende Faktoren und einen Anstieg der Energiepreise zurückzuführen. Für die zweite Jahreshälfte wird ein weiterer Inflationsanstieg erwartet, bevor ein Rückgang einsetzen dürfte, wenn die Wirkung der temporären Faktoren abklingt. Die neuen von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen deuten darauf hin, dass der zugrunde liegende Inflationsdruck über den gesamten Projektionszeitraum hinweg allmählich zunehmen wird. Vor dem Hintergrund einer nach wie vor erheblichen wirtschaftlichen Unterauslastung, die während des Projektionszeitraums nur allmählich abgebaut wird, dürfte dieser Druck jedoch verhalten bleiben. Die Gesamtinflation dürfte über den Projektionszeitraum hinter dem Ziel des EZB-Rats zurückbleiben.

**Die Aufrechterhaltung günstiger Finanzierungsbedingungen während der Pandemie ist nach wie vor unerlässlich, um die Unsicherheit zu verringern und das Vertrauen zu stärken und so die Wirtschaft zu unterstützen sowie mittelfristig Preisstabilität zu gewährleisten.** Die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und private Haushalte sind seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im März weitgehend unverändert geblieben. Die Marktzinsen sind indes weiter gestiegen. Obgleich darin zum Teil auch verbesserte Wirtschaftsaussichten zum Ausdruck kommen, könnte ein dauerhafter Anstieg der Marktzinsen zu einer Verschlechterung der weiter gefassten Finanzierungsbedingungen führen, die für die gesamte Wirtschaft relevant sind. Eine solche Verschlechterung käme verfrüht und würde ein Risiko für die weitere Konjunkturerholung und die Inflationsaussichten darstellen. Vor diesem Hintergrund und auf Grundlage einer gemeinsamen Beurteilung der Finanzierungsbedingungen und der Inflationsaussichten beschloss der EZB-Rat, seinen sehr akkommodierenden geldpolitischen Kurs zu bestätigen.

## Bewertung der wirtschaftlichen und monetären Lage zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung am 10. Juni 2021

**Aus den makroökonomischen Projektionen des Eurosystems vom Juni 2021 geht hervor, dass sich die Weltwirtschaft zum Jahreswechsel weiter erholte – trotz der sich verschärfenden Pandemie, deren Epizentrum sich in die Schwellenländer verlagerte.** Nachdem sich die Konjunktur weltweit im Schlussquartal 2020 etwas besser entwickelt hatte als in den vorangegangenen Projektionen erwartet, wies sie Anfang 2021 eine gewisse Schwäche auf, weil sich die Zahl der Neuinfektionen wieder erhöhte und Eindämmungsmaßnahmen verschärft wurden. Die aktuellen Umfragen lassen auf eine kräftige weltwirtschaftliche Dynamik schließen. Allerdings verdichten sich die Anzeichen einer Divergenz zwischen den Industrie- und den Schwellenländern sowie zwischen dem verarbeitenden Gewerbe und dem Dienstleistungssektor. Das von der US-Regierung verabschiedete umfangreiche Konjunkturpaket dürfte die Erholung in den Vereinigten Staaten fördern und auch einige positive Auswirkungen auf die Weltwirtschaft haben. Vor diesem Hintergrund haben sich die Wachstumsaussichten für die Weltwirtschaft im Vergleich zu den vorherigen Projektionen kaum verändert. Demnach wird das Wachstum des globalen realen BIP (ohne Euroraum) 2021 bei 6,2 % liegen und sich 2022 auf 4,2 % sowie 2023 auf 3,7 % verlangsamen. Die Vorausschätzungen zur Auslandsnachfrage nach Produkten des Euro-Währungsgebiets wurden indes gegenüber den vorherigen Projektionen nach oben revidiert. Dementsprechend wird sie 2021 um 8,6 %, 2022 um 5,2 % und 2023 um 3,4 % steigen. Ausschlaggebend hierfür ist vor allem eine stärkere Nachfrage aus den Vereinigten Staaten und dem Vereinigten Königreich, den beiden wichtigsten Handelspartnern des Eurogebiets. Die Exportpreise der Wettbewerber des Euroraums wurden angesichts höherer Rohstoffpreise und einer stärkeren Nachfrage für das laufende Jahr nach oben korrigiert. Risiken für die globalen Basisprojektionen ergeben sich in erster Linie aus dem weiteren Verlauf der Pandemie. Die sonstigen Risiken für die weltwirtschaftlichen Aussichten werden als weitgehend ausgewogen, die Risiken für die globale Inflationsentwicklung als aufwärtsgerichtet eingeschätzt.

**Die Finanzierungsbedingungen im Euroraum haben sich seit der letzten Sitzung des EZB-Rats angesichts einer positiven Risikostimmung etwas verschärft.** Im betrachteten Zeitraum (11. März bis 9. Juni 2021) stiegen die Staatsanleiherenditen im Euro-Währungsgebiet sowie die Spreads zwischen den Staatsanleiherenditen und dem Zinssatz für Tagesgeld-Swaps (OIS-Satz) moderat an. Grund hierfür waren in erster Linie die verbesserten Konjunkturaussichten im gesamten Euroraum aufgrund der Fortschritte bei den Impfkampagnen sowie der anhaltenden politischen Hilfsmaßnahmen. Die Terminzinskurve des EONIA (Euro Overnight Index Average) verschob sich im mittleren bis langen Laufzeitenbereich leicht nach oben, blieb aber am kurzen Ende weitgehend unverändert. Dies deutet darauf hin, dass die Marktteilnehmer nicht mit einer unmittelbar bevorstehenden Leitzinsänderung rechnen. Gestützt durch die immer noch recht niedrigen Diskontierungssätze und die deutlich gestiegenen Erwartungen in Bezug auf das Wachstum der Unternehmensgewinne zogen auch die Börsennotierungen an. Im Einklang mit der Aktienkursentwicklung schrumpften die Renditeabstände von

Unternehmensanleihen aus dem Euroraum erneut und sanken auf ein Niveau, das zuletzt vor März 2020 zu beobachten war. Was die Devisenmärkte betrifft, so stieg der Wechselkurs des Euro in nominaler effektiver Rechnung leicht an.

**Im ersten Quartal 2021 ging das reale BIP des Euroraums um weitere 0,3 % zurück und lag damit 5,1 % unter dem Stand vom vierten Quartal 2019, d. h. vor Beginn der Pandemie.** Branchen- und Verbraucherumfragen sowie hochfrequente Indikatoren deuten auf eine spürbare Zunahme der Wirtschaftstätigkeit im zweiten Quartal dieses Jahres hin. Branchenumfragen zufolge wird sich die Aktivität im Dienstleistungssektor im Zuge sinkender Infektionszahlen deutlich erholen, sodass auch bei kontaktintensiven Tätigkeiten allmählich wieder Normalität einkehren kann. Gestützt durch eine solide weltweite Nachfrage entwickelt sich die Produktion im verarbeitenden Gewerbe weiterhin robust, wenngleich angebotsseitige Engpässe in nächster Zeit für konjunkturellen Gegenwind in der Industrie sorgen könnten. Das steigende Verbrauchervertrauen lässt darauf schließen, dass die privaten Konsumausgaben in absehbarer Zeit kräftig anziehen werden. Die Unternehmensinvestitionen zeigen sich trotz schwächerer Unternehmensbilanzen und der weiterhin unsicheren Konjunkturaussichten robust. Aufgrund der Fortschritte bei den Impfkampagnen und der damit einhergehenden weiteren Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen wird damit gerechnet, dass sich das starke Wachstum im zweiten Halbjahr 2021 fortsetzt. Auf mittlere Sicht dürfte die konjunkturelle Erholung im Euroraum von der zunehmenden weltweiten und binnenwirtschaftlichen Nachfrage sowie der anhaltenden finanz- und geldpolitischen Unterstützung getragen werden.

**Diese Einschätzung deckt sich weitgehend mit dem Basisszenario der von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2021.** Diesen Projektionen zufolge wird die Jahreswachstumsrate des realen BIP im laufenden Jahr bei 4,6 %, im kommenden Jahr bei 4,7 % und 2023 bei 2,1 % liegen. Gegenüber den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom März 2021 wurden die Konjunkturaussichten für die Jahre 2021 und 2022 nach oben korrigiert, während sie für 2023 unverändert blieben.

**Insgesamt sind die Risiken für die Wachstumsaussichten des Eurogebiets weitgehend ausgewogen.** Einerseits könnte sich die Wirtschaft stärker erholen als erwartet, sofern sich die Aussichten für die weltweite Nachfrage verbessern und die privaten Haushalte ihre Ersparnisse nach Aufhebung der Kontakt- und Reisebeschränkungen schneller abbauen als angenommen. Andererseits gehen von der anhaltenden Pandemie, einschließlich der Ausbreitung von Virusmutationen, und ihren Folgen für die Wirtschafts- und Finanzlage weiterhin Abwärtsrisiken aus.

**Die jährliche Teuerungsrate im Euroraum erhöhte sich der Vorausschätzung von Eurostat zufolge von 1,3 % im März auf 1,6 % im April und 2,0 % im Mai 2021.** Diese Entwicklung war in erster Linie auf einen deutlichen Anstieg der Energiepreise zurückzuführen, der stark aufwärtsgerichtete Basiseffekte und Preissteigerungen gegenüber dem Vormonat widerspiegelte. In geringerem Maße trug hierzu auch ein leichter Preisauftrieb bei Industrieerzeugnissen (außer Energie) bei. Die Gesamtinflation dürfte bis zum Herbst weiter anziehen, vor allem aufgrund

der Rücknahme der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland. Zu Beginn des nächsten Jahres wird die Inflation den Erwartungen zufolge wieder sinken, wenn die Wirkung vorübergehender Faktoren abklingt und der globale Energiepreisanstieg nachlässt. Es ist davon auszugehen, dass der zugrunde liegende Preisdruck in diesem Jahr wegen vorübergehender Angebotsengpässe und der Erholung der Binnennachfrage etwas zunehmen wird. Insgesamt dürfte er jedoch verhalten bleiben, was unter anderem auf den niedrigen Lohndruck angesichts der immer noch deutlichen wirtschaftlichen Unterauslastung und auf den gestiegenen Euro-Wechselkurs zurückzuführen ist. Sobald der Einfluss der Pandemie nachlässt, wird der Abbau der hohen Unterauslastung, unterstützt durch akkommodierende geld- und finanzpolitische Maßnahmen, mittelfristig zu einem allmählichen Anstieg der zugrunde liegenden Inflation beitragen. Umfragebasierte Messgrößen und marktbasierende Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen liegen nach wie vor auf einem niedrigen Niveau, wenngleich die marktbasierenden Indikatoren weiter gestiegen sind.

**Diese Einschätzung deckt sich weitgehend mit dem Basisszenario der von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2021, dem zufolge die jährliche Teuerung 2021 bei 1,9 %, 2022 bei 1,5 % und 2023 bei 1,4 % liegen wird.** Gegenüber den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2021 wurden die Inflationsaussichten für die Jahre 2021 und 2022 nach oben korrigiert, was hauptsächlich auf temporäre Faktoren und einen höheren Preisauftrieb bei Energie zurückzuführen ist. Für 2023 blieben die Inflationsaussichten unverändert, da der Anstieg der zugrunde liegenden Inflation durch einen Rückgang der Teuerungsrate für Energie weitgehend ausgeglichen werden dürfte. Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel wird den Projektionen zufolge von 1,1 % im Jahr 2021 auf 1,3 % (2022) und 1,4 % (2023) steigen. Im Vergleich zu den im März 2021 veröffentlichten Projektionen wurde der Ausblick damit über den gesamten Projektionszeitraum nach oben korrigiert.

**Die Geldschöpfung im Euro-Währungsgebiet verlangsamt sich im April 2021 und zeigte erste Anzeichen einer Normalisierung nach der massiven Geldmengenexpansion im Zusammenhang mit der Coronakrise.** Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 verlangsamt sich im April 2021 auf 9,2 %, nachdem es im März noch bei 10,0 % und im Februar bei 12,3 % gelegen hatte. Der Rückgang in den Monaten März und April war zum Teil stark negativen Basiseffekten geschuldet, da die in der Anfangsphase der Coronakrise verzeichneten kräftigen Zuflüsse aus der Berechnung der Jahreswachstumsrate herausfielen. Überdies spiegelt sich darin eine Abschwächung der kürzerfristigen Geldmengendynamik wider, die vor allem auf einen geringeren Zuwachs der Einlagen der privaten Haushalte und Unternehmen im April sowie einen nachlassenden Liquiditätsbedarf infolge der Verbesserung der Pandemielage zurückzuführen ist. Die laufenden Ankäufe von Vermögenswerten durch das Eurosystem stellen weiterhin die größte Geldschöpfungsquelle dar. Obgleich sich auch das Wachstum des eng gefassten Geldmengenaggregats M1 verlangsamt, leistet es nach wie vor den größten Beitrag zum Wachstum der weit gefassten Geldmenge. Dies steht im Einklang mit einer

weiterhin erhöhten Liquiditätspräferenz des geldhaltenden Sektors und geringen Opportunitätskosten für das Halten der liquidesten Formen von Geld.

**Die jährliche Zuwachsrate der Buchkredite an den privaten Sektor sank von 4,5 % im Februar auf 3,6 % im März und 3,2 % im April 2021.** Dieser Rückgang vollzog sich vor dem Hintergrund gegenläufiger Entwicklungen bei der Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte. Die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ging im April auf 3,2 % zurück, nachdem sie sich im März auf 5,3 % und im Februar auf 7,0 % belaufen hatte. Darin spiegeln sich große negative Basiseffekte wider, aber auch die Tatsache, dass Banken ihre Kreditvergabe zum Teil zeitlich von April auf März vorverlagerten. Gestützt durch solide monatliche Zuflüsse und positive Basiseffekte erhöhte sich hingegen die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an private Haushalte im April auf 3,8 %, verglichen mit 3,3 % im März und 3,0 % im Februar. Zusammen mit den Maßnahmen, die von den nationalen Regierungen und anderen europäischen Institutionen beschlossen wurden, bleiben die geldpolitischen Maßnahmen des EZB-Rats weiterhin unerlässlich, um die Kreditvergabebedingungen und den Zugang zu Finanzmitteln zu unterstützen, insbesondere auch für jene, die am stärksten von der Pandemie betroffen sind.

**Infolge des sehr starken Konjunkturerinbruchs während der Corona-Pandemie und der umfassenden finanzpolitischen Reaktion hat sich das gesamtstaatliche Haushaltsdefizit im Euro-Währungsgebiet im Jahr 2020 deutlich erhöht, und zwar auf 7,3 % des BIP nach 0,6 % im Jahr 2019.** Vor dem Hintergrund weiterer Pandemiewellen in den Euro-Ländern wurden in diesem Jahr viele der ergriffenen Notmaßnahmen verlängert und zusätzliche Maßnahmen zur Stützung der wirtschaftlichen Erholung eingeleitet. Daher gehen die Expertinnen und Experten des Eurosystems in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2021 davon aus, dass sich der euroraumweite öffentliche Finanzierungssaldo im laufenden Jahr nur leicht verbessern und -7,1 % des BIP betragen wird. Sobald die Pandemie jedoch abklingt und sich der Aufschwung festigt, dürfte die Defizitquote rascher sinken, sodass sie voraussichtlich 2022 bei 3,4 % und 2023 – am Ende des Projektionszeitraums – bei 2,6 % liegen wird. Die Staatsverschuldung im Euroraum wird den Projektionen zufolge in diesem Jahr mit knapp 100 % des BIP ihren Höchststand erreichen und danach bis 2023 auf rund 95 % des BIP zurückgehen, womit sie ihr Vorkrisenniveau um 11 Prozentpunkte übersteigen würde. Gleichwohl bleibt ein ambitionierter und koordinierter finanzpolitischer Kurs erforderlich. Wird die fiskalische Unterstützung zu früh zurückgenommen, besteht die Gefahr, dass die Erholung schwächer ausfällt und die längerfristigen negativen Folgen verstärkt werden. Die Unternehmen und privaten Haushalte, die am härtesten von der andauernden Pandemie und den damit verbundenen Eindämmungsmaßnahmen getroffen werden, sollten daher auch künftig die dringend benötigte Unterstützung durch die nationale Finanzpolitik zeitnah erhalten. Zugleich sollten die finanzpolitischen Maßnahmen weiterhin befristet und antizyklisch sein, während sie hinreichend zielgerichtet sein müssen, um Schwachstellen wirksam anzugehen und eine zügige Erholung der Wirtschaft des Euroraums zu begünstigen. Der Aufbauplan „Next Generation EU“ dürfte eine wichtige Ergänzung zum nationalen finanzpolitischen Handeln darstellen, da er zu einer rascheren, stärkeren

und einheitlicheren Erholung beiträgt. Des Weiteren sollte er die Widerstandskraft und das Wachstumspotenzial in den EU-Mitgliedstaaten erhöhen. Dies gilt umso mehr, wenn die Mittel für produktive Staatsausgaben eingesetzt und von produktivitätssteigernden Strukturmaßnahmen flankiert werden. Der zusätzliche Konjunkturimpuls durch die Transfers und Kredite im Rahmen von „Next Generation EU“ wird sich gemäß den aktuellen Projektionen im Zeitraum von 2021 bis 2023 auf jährlich rund 0,5 % des BIP belaufen.

## Geldpolitische Beschlüsse

Am 10. Juni beschloss der EZB-Rat, seinen sehr akkommodierenden geldpolitischen Kurs zu bestätigen, um günstige Finanzierungsbedingungen für alle Wirtschaftssektoren aufrechtzuerhalten. Dies ist erforderlich, um für eine nachhaltige wirtschaftliche Erholung zu sorgen und Preisstabilität zu gewährleisten.

1. Die Leitzinsen der EZB wurden unverändert belassen. Es wird davon ausgegangen, dass sie so lange auf ihrem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden, bis sich die Inflationsaussichten innerhalb des Projektionszeitraums deutlich einem Niveau annähern, das hinreichend nahe, aber unter 2 % liegt, und sich diese Annäherung in der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation durchgängig widerspiegelt.
2. Die Nettoankäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP), das einen Gesamtumfang von 1 850 Mrd € hat, werden mindestens bis Ende März 2022 und in jedem Fall so lange fortgeführt, bis die Phase der Corona-Krise nach Einschätzung des EZB-Rats überstanden ist. Auf Grundlage einer gemeinsamen Beurteilung der Finanzierungsbedingungen und der Inflationsaussichten geht der EZB-Rat davon aus, dass die Nettoankäufe im Rahmen des PEPP während des kommenden Quartals erneut deutlich umfangreicher ausfallen werden als in den ersten Monaten 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 sich günstige Finanzierungsbedingungen auch mit Ankäufen aufrechterhalten lassen, die den Gesamtumfang des PEPP über den Zeithorizont der Nettoankäufe hinweg nicht voll ausschöpfen, muss dieser Gesamtumfang nicht vollständig genutzt werden. Genauso kann der Gesamtumfang erforderlichenfalls rekaliert werden, um günstige Finanzierungsbedingungen aufrechtzuerhalten und so dem negativen Schock der Pandemie auf die Inflationsentwicklung entgegenzuwirken. Darüber hinaus wird der EZB-Rat die Tilgungsbeträge der im Rahmen des PEPP erworbenen Wertpapiere mindestens bis Ende 2023 weiter 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.

3. Die Nettoankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) werden in einem monatlichen Umfang von 20 Mrd € fortgesetzt. Der EZB-Rat geht nach wie vor davon aus, dass die monatlichen Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des APP so lange fortgesetzt werden, wie dies für die Verstärkung der akkommodierenden Wirkung der EZB-Leitzinsen erforderlich ist, und dass sie beendet werden, kurz bevor er mit der Erhöhung der EZB-Leitzinsen beginnt. Zudem beabsichtigt der EZB-Rat, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere weiter 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.
4. Schließlich wird der EZB-Rat weiterhin reichlich Liquidität über seine Refinanzierungsgeschäfte zur Verfügung stellen. Die Finanzierung über die dritte Serie gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) spielt eine wesentliche Rolle bei der Unterstützung der Bankkreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte.

Der EZB-Rat wird auch die Wechselkursentwicklung mit Blick auf ihre möglichen Auswirkungen auf die mittelfristigen Inflationsaussichten weiterhin beobachten. Er ist bereit, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Teuerungsrate – im Einklang mit seiner Verpflichtung auf Symmetrie – auf nachhaltige Weise seinem Inflationsziel annähert.

## Außenwirtschaftliches Umfeld

*Die von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2021 deuten darauf hin, dass sich die Weltwirtschaft zum Jahreswechsel 2020/2021 weiter erholt hat. Während sich die globale Konjunktur im Schlussquartal 2020 etwas besser entwickelte als in den vorangegangenen Projektionen erwartet, wies sie Anfang 2021 eine gewisse Schwäche auf. Grund hierfür waren ein Wiederanstieg der Neuinfektionen und die Einführung strengerer Eindämmungsmaßnahmen. Die aktuellen Umfragen lassen auf eine kräftige weltwirtschaftliche Dynamik schließen. Allerdings verdichten sich die Anzeichen einer Divergenz zwischen den Industrie- und den Schwellenländern sowie zwischen dem verarbeitenden Gewerbe und dem Dienstleistungssektor. Das von der US-Regierung beschlossene umfangreiche Konjunkturprogramm dürfte die Erholung in den Vereinigten Staaten fördern und auf internationaler Ebene gewisse Übertragungseffekte auslösen. Vor diesem Hintergrund sind die Wachstumsaussichten für die Weltwirtschaft im Vergleich zu den vorherigen Projektionen kaum verändert. Demnach wird das Wachstum des globalen realen BIP (ohne Euroraum) 2021 bei 6,2 % liegen und sich 2022 auf 4,2 % sowie 2023 auf 3,7 % verlangsamen. Die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euro-Währungsgebiets wurde indes gegenüber den vorangegangenen Projektionen nach oben revidiert. Diesbezüglich wird nun ein Anstieg im laufenden Jahr von 8,6 %, im kommenden Jahr von 5,2 % und 2023 von 3,4 % erwartet. Ausschlaggebend hierfür ist vor allem eine kräftigere Nachfrage aus den Vereinigten Staaten und dem Vereinigten Königreich, den beiden wichtigsten Partnerländern des Eurogebiets. Die Exportpreise der Wettbewerber des Euroraums wurden angesichts höherer Rohstoffpreise und einer stärkeren Nachfrage für das laufende Jahr nach oben korrigiert. Die Risiken für die globalen Basisprojektionen beziehen sich in erster Linie auf den weiteren Verlauf der Pandemie. Die sonstigen Risiken für die weltwirtschaftlichen Aussichten werden als weitgehend ausgewogen und die Risiken für die globale Inflationsentwicklung als aufwärtsgerichtet eingeschätzt.*

## Weltwirtschaftliche Entwicklung und Welthandel

**Ungeachtet der Zuspitzung der Pandemie setzte sich die Erholung der Konjunktur zum Jahreswechsel weltweit fort.** Das Wachstum des globalen realen BIP (ohne Euroraum) erhöhte sich im Schlussquartal des vergangenen Jahres um 2,6 % gegenüber dem Vorquartal. Dieser Anstieg lag über dem Wert, der in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom März 2021 unterstellt worden war. Zu Jahresbeginn zeigte sich die globale Konjunktur allerdings geschwächt, da die Regierungen aufgrund des Wiederanstiegs der Neuinfektionen striktere Eindämmungsmaßnahmen anordneten. Dementsprechend dürfte sich das Wachstum des realen BIP auf globaler Ebene (ohne Eurogebiet) deutlich verlangsamt und im ersten Vierteljahr 2021 schätzungsweise bei 0,7 % zum Vorquartal gelegen haben. Hinter diesem Verlauf verbirgt sich ein geringeres Wirtschaftswachstum sowohl in den Industrie- als auch den Schwellenländern. In den Industrieländern behauptete sich die Konjunktur indessen besser als in den

vorherigen Projektionen erwartet, da sich die privaten Haushalte und die Unternehmen besser auf die Lockdown-Maßnahmen einstellten und die Politik zusätzliche Impulse setzte. Dagegen erwies sich die konjunkturelle Verlangsamung in den Schwellenländern als ausgeprägter.

**In den Schwellenländern kam es zu einer Verschärfung der Pandemie, während sich die Situation in den Industrieländern mit dem Voranschreiten der Impfkampagnen deutlich verbesserte.** Zu Jahresbeginn verschlechterte sich die Lage auch in Europa. Allerdings trug das rasche Impftempo im Vereinigten Königreich und in den Vereinigten Staaten dazu bei, die Zahl der Neuinfektionen in den Industrieländern insgesamt zu verringern. Die Pandemielage in den Schwellenländern ist nach wie vor heikel und bleibt der ausschlaggebende Faktor für die konjunkturelle Entwicklung in diesen Volkswirtschaften.

**Aus Umfragen gewonnene Daten signalisieren gegenwärtig eine hohe Dynamik der weltwirtschaftlichen Aktivität bei sich mehrenden Anzeichen für eine Divergenz zwischen den einzelnen Ländern und Sektoren.** Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor erhöhte sich im Mai auf 58,8 Punkte und lag damit klar über seinem langfristigen Durchschnitt und auch außerhalb der historischen Interquartilsspanne. Wenngleich sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor generell eine kräftige Dynamik zu verzeichnen ist, haben sich zuletzt immer mehr Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern und Sektoren offenbart. Dies zeigt sich zum einen darin, dass die Wachstumsdynamik in den Industrieländern solide ist und sich in jüngster Zeit noch verstärkt hat. Dagegen entwickelt sich die Wirtschaftstätigkeit in den Schwellenländern nach wie vor langsamer (siehe Abbildung 1, obere Grafik). Zum anderen hat sich das Expansionstempo im Dienstleistungssektor markant erhöht, seitdem einige der Beschränkungen aufgehoben wurden. Dieses rasche Wachstum ist auch vor dem Hintergrund zu sehen, dass die Erholung – insbesondere in den kontaktintensiven Dienstleistungsbereichen – von einem niedrigen Niveau ausging. Dies wiederum steht im Gegensatz zur Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe, das sich auf dem Höhepunkt der Pandemie als widerstandsfähiger erwies und trotz derzeit bestehender Angebotsengpässe weiterhin ein niedrigeres, aber immer noch reges Wachstum verzeichnet (siehe Abbildung 1, untere Grafik).

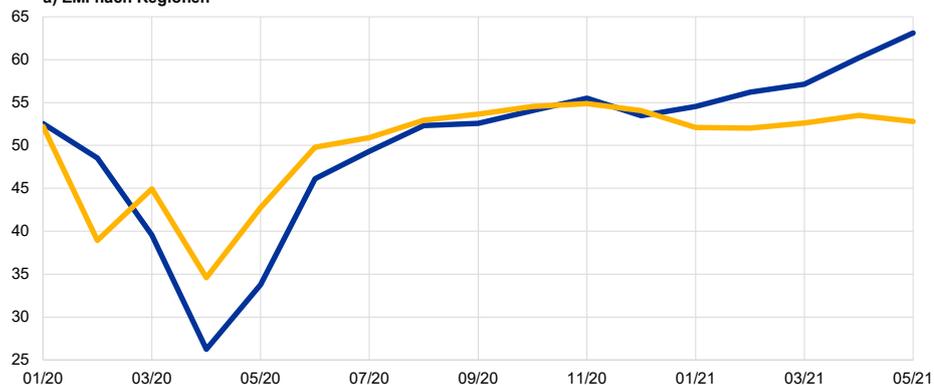
## Abbildung 1

### Globaler Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion (ohne Euroraum) nach Regionen und Sektoren

(Diffusionsindizes)

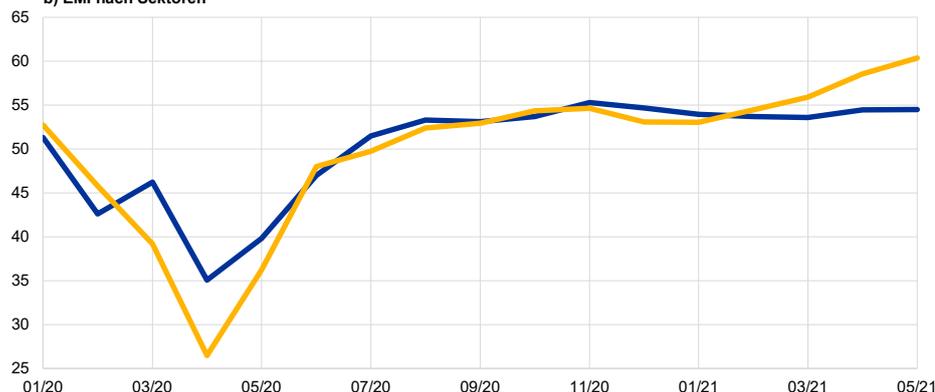
■ Industrieländer (ohne Euroraum)  
■ Schwellenländer

a) EMI nach Regionen



■ Verarbeitendes Gewerbe  
■ Dienstleistungssektor

b) EMI nach Sektoren



Quellen: Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2021.

### Die weltwirtschaftliche Erholung wurde durch sehr akkommodierende Finanzierungsbedingungen unterstützt.

In den Industrie- und den Schwellenländern sind die Finanzierungsbedingungen weiterhin günstig, da ein Anstieg der Anleiherenditen durch höhere Aktienkurse und eine Verkleinerung der Spreads von Unternehmensanleihen ausgeglichen wurde.

### Die kurzfristigen weltwirtschaftlichen Aussichten hängen nach wie vor vom weiteren Pandemieverlauf ab.

In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften außerhalb des Euroraums nährt die rasche Bereitstellung von Impfstoffen die Hoffnung, dass die Pandemie eingedämmt werden kann, die Wirtschaft dann Schritt für Schritt wieder hochfährt und sich recht zügig erholt. Dagegen stellt sich die Pandemielage in einigen großen Schwellenländern anders dar. Dort dürfte sich die Konjunktur weiter abgeschwächt haben, obwohl es bisher relativ wenige Einschränkungen der Bewegungsfreiheit durch die örtlichen Behörden gab.

**Von den umfangreichen Konjunkturmaßnahmen der Biden-Administration, die der Erholung in den Vereinigten Staaten zugutekommen werden, dürften auch einige positive Übertragungseffekte auf die Weltwirtschaft ausgehen.**

Der Rettungsplan für die US-Wirtschaft (American Rescue Plan) im Umfang von insgesamt 1,9 Billionen USD (8,9 % des BIP) beinhaltet eine Erneuerung der Arbeitslosenhilfe, weitere Einmalzahlungen an Privathaushalte und eine Aufstockung der Ausgaben zur Finanzierung gesundheits- und bildungspolitischer Maßnahmen sowohl auf lokaler als auch auf bundesstaatlicher Ebene. Die zusätzlichen Bürgerschecks, die seit der Verabschiedung des Rettungsplans Mitte März versandt wurden, dürften den privaten Konsum in den kommenden Quartalen stimulieren und über die bestehenden Handelsverflechtungen zu positiven Übertragungseffekten in anderen Ländern führen. Unterdessen kündigte die US-Regierung zwei weitere mittelfristige fiskalpolitische Programme an, nämlich den Plan zur Schaffung von Arbeitsplätzen (American Jobs Plan) und den Plan zur Unterstützung der Familien (American Families Plan). Im Zuge der erstgenannten Initiative ist eine Vielzahl von Infrastrukturmaßnahmen vorgesehen, die unter anderem über höhere Körperschaftsteuern finanziert werden sollen. Zur Unterstützung der Familien ist geplant, die Sozialausgaben aufzustocken und Steuergutschriften zu gewähren. Dies soll fast vollständig über eine Erhöhung der Einkommensteuer finanziert werden. Insgesamt wird erwartet, dass sich die beiden Initiativen nicht so stark auf die Konjunktur auswirken wie der Rettungsplan für die US-Wirtschaft. Dies hängt damit zusammen, dass ihre Umsetzung langfristig angelegt ist und über Steuererhöhungen finanziert werden soll.

**Die Wachstumsaussichten für die Weltwirtschaft haben sich gegenüber den vorangegangenen Projektionen kaum verändert.**

Dementsprechend dürfte das Wachstum des globalen realen BIP (ohne Euroraum) 2021 bei 6,2 % liegen und sich 2022 auf 4,2 % und 2023 auf 3,7 % verlangsamen. Für 2021 wurde es damit gegenüber der vorangegangenen Projektionsrunde 0,3 Prozentpunkte nach unten und für 2022 0,3 Prozentpunkte nach oben korrigiert, während die Projektion für das Jahr 2023 unverändert blieb. Hinter diesem Verlauf steht ein Zusammenspiel verschiedener Faktoren. Hierzu zählen die Verschärfung der Pandemie, die zu Jahresbeginn in den Industrieländern und in jüngerer Zeit in den Schwellenländern zu beobachten war, die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen des umfangreichen Konjunkturprogramms in den Vereinigten Staaten und eine durch die raschen Impffortschritte bedingte Aufhellung der Aussichten in anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Was die Schwellenländer betrifft, so haben sich die kurzfristigen Aussichten in Indien nach einer Verschlechterung der epidemiologischen Lage stark eingetrübt. Aus Mobilitäts- und Konjunkturindikatoren geht jedoch hervor, dass die gegenwärtige Infektionswelle weniger gravierende Folgen haben dürfte als im Frühjahr 2020.

**In den Vereinigten Staaten dürfte sich die konjunkturelle Aktivität aufgrund der kräftigen fiskalischen Unterstützung und eines allmählichen Wiederanlaufens der Wirtschaft erhöhen.**

Nachdem im ersten Quartal 2021 auf Jahresrate hochgerechnet ein solides vierteljährliches Wachstum von 6,4 % erzielt worden war, wird sich die Wirtschaftstätigkeit den Erwartungen nach im zweiten Vierteljahr weiter beschleunigen. Hierzu dürfte eine dynamische Entwicklung der Konsumausgaben

beitragen, die ihrerseits von der Auszahlung direkter staatlicher Einkommensbeihilfen an die Privathaushalte getragen wird. Die Vakanzquote am Arbeitsmarkt lag unterdessen auf einem erhöhten Niveau, während die Arbeitslosenquote relativ hoch blieb. Dies deutet darauf hin, dass bestehende Diskrepanzen zwischen angebotenen und nachgefragten beruflichen Qualifikationen sowie ein Mangel an Arbeitskräften in den kontaktintensiven Dienstleistungsbranchen die Konjunktur belasten könnten, wenn die Wirtschaft wieder hochfährt. Umfragen zur Beschäftigungsentwicklung legen nahe, dass sich der Anstieg der Stundenverdienste im April beschleunigte und die pro Woche geleisteten Arbeitsstunden ein Allzeithoch erreichten. Letzteres gilt vor allem für Branchen mit einer hohen Zahl an unbesetzten Stellen wie der Gastronomie. Der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise insgesamt beschleunigte sich im April auf 4,2 %. Diese Zunahme der Gesamtinflation resultierte hauptsächlich daraus, dass sich Energieerzeugnisse im Vorjahresvergleich kräftig verteuerten. Doch auch die Kerninflation zog merklich an, da stark von der Pandemie betroffene Sektoren ihre Preise mit dem Wiederanlaufen der Wirtschaft deutlich anhoben. Dies war beispielsweise bei den Flug- und Beherbergungskosten zu beobachten. Die Pkw-Produktion in den Vereinigten Staaten wurde von den Störungen der globalen Lieferketten in Mitleidenschaft gezogen, was im April zu einer Verteuerung von Gebrauchtwagen beigetragen haben dürfte.

**Im Vereinigten Königreich dürften die Staatsausgaben und die Verlängerung wichtiger Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemiefolgen die Wirtschaft stützen.** Das Wachstum des realen BIP schrumpfte im ersten Quartal 2021, als ein strenger Lockdown verhängt wurde, um 1,5 %. Diese relativ geringe Kontraktion lässt erkennen, dass sich die Unternehmen und privaten Haushalte gut auf die behördlichen Beschränkungen einstellten. Gleichwohl ging vom privaten Konsum ein negativer Wachstumsimpuls aus. Entsprechendes gilt auch für die Lagerbestände, die in beträchtlichem Umfang abgebaut wurden, nachdem sie Ende des vergangenen Jahres aus Furcht vor einem ungeordneten Brexit massiv aufgestockt worden waren. Gegen Ende des ersten Quartals, als die Impfkampagne voranschritt und die Einschränkungen der Bewegungsfreiheit nach und nach gelockert wurden, fasste die Konjunktur jedoch wieder Fuß. Unternehmensumfragen, Indikatoren des Verbrauchervertrauens und Mobilitätsindikatoren deuten allesamt auf eine kräftige Erholung im zweiten Jahresviertel hin. Der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise beschleunigte sich von 0,7 % im März auf 1,5 % im April, während die Kerninflation im selben Zeitraum von 1,1 % auf 1,3 % zulegte. Für den verstärkten Preisauftrieb war hauptsächlich die Energiekomponente verantwortlich, da die jüngste Erhöhung der Rohölpreise nach und nach auf die Energiepreise der privaten Haushalte durchschlug. Dies trug auch zur Preissteigerung im Transportgewerbe bei. Mit Blick auf die weitere Entwicklung ist zu erwarten, dass sich die Gesamtteuerungsrate in den kommenden Monaten weiter dem Zielwert der Bank of England von 2 % annähern wird. Ausschlaggebend hierfür dürften vor allem Basiseffekte im Zusammenhang mit einem geringen Preisdruck im Frühjahr 2020 und die Auswirkungen des jüngsten Energiepreisanstiegs sein.

**In China dürfte sich die konjunkturelle Aktivität über den Projektionszeitraum hinweg weiter stetig beschleunigen.** Die Umfrageergebnisse deuteten im Mai auf eine stabile Wachstumsdynamik hin. Im Vormonat waren die Werte für die Industrieproduktion und die Entwicklung der Einzelhandelsumsätze noch unerwartet schwach ausgefallen. Das Exportwachstum zeigte sich indes im April solide und gewinnt angesichts der steigenden weltweiten Nachfrage an Breite. Die expansive Ausrichtung der Politik kam der Erholung ebenfalls nach wie vor zugute, wenngleich der politische Kurs unter dem Strich allmählich ausgewogener wird. In der näheren Zukunft dürfte sich die Haupttriebfeder der konjunkturellen Entwicklung weg von den Investitionen hin zum privaten Konsum verlagern, da sich die Beschäftigungs- und Einkommensaussichten aufhellen. Die am Verbraucherpreisindex (VPI) gemessene jährliche Gesamtinflation erhöhte sich leicht von 0,9 % im April auf 1,3 % im Mai. Der Preisanstieg auf der Verbraucherebene bleibt jedoch insgesamt verhalten. Während die Energiepreise deutlich anzogen, führte das wieder gestiegene Angebot an Schweinefleisch nach dem letztjährigen Ausbruch der afrikanischen Schweinepest dazu, dass der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln begrenzt ist. Der jährliche Anstieg der Erzeugerpreise beschleunigte sich unterdessen im Mai auf 9,0 %.

**In Japan dürfte sich die Konjunktur im späteren Jahresverlauf wieder stärker beleben und danach in moderatem Tempo weiterentwickeln.** Wenn die Eindämmungsmaßnahmen gelockert werden, wird die Binnennachfrage wieder zunehmen und dürfte zusammen mit der anhaltenden finanzpolitischen Unterstützung und der anziehenden Auslandsnachfrage die allmähliche, aber stetige Erholung stützen. Das reale BIP sank im ersten Quartal 2021 um 1,3 %, denn der zum zweiten Mal ausgerufenen Notstand (von Anfang Januar bis Mitte März) belastete die privaten Konsumausgaben und die Unternehmensinvestitionen. Durch die Ausrufung des dritten Notstands Ende April sowie den schleppenden Verlauf der Impfkampagne dürfte es erst im zweiten Halbjahr 2021 zu einer solideren Erholung kommen. Die jährliche Änderungsrate der Verbraucherpreise insgesamt lag im April bei -0,4 %, da der Effekt der gestiegenen Energiepreise durch einen deutlichen Rückgang der Mobilfunkgebühren ausgeglichen wurde. Die jährliche VPI-Teuerungsrate dürfte über den Projektionszeitraum hinweg allmählich anziehen, dabei jedoch unter dem Zielwert der Bank von Japan bleiben.

**In den mittel- und osteuropäischen EU-Mitgliedstaaten schwächte sich die konjunkturelle Erholung zum Jahreswechsel spürbar ab.** Es wird erwartet, dass sich die Dynamik auf kurze Sicht weiter verringert, da die Wirtschaft durch die Verschlechterung der pandemischen Lage anhaltend belastet wird. Sobald die Lockdown-Maßnahmen gelockert werden und die Impfungen vorankommen, sollte die Konjunktur allmählich wieder Fahrt aufnehmen und dabei von einem akkommodierenden finanz- und geldpolitischen Kurs gestützt werden.

**In den großen rohstoffexportierenden Ländern erholt sich die Konjunktur vor dem Hintergrund einer Stärkung der weltweiten Nachfrage.** In Russland dürfte die wirtschaftliche Aktivität im ersten Quartal nach einer relativ milden Rezession im vergangenen Jahr angezogen haben. Im weiteren Verlauf wird damit gerechnet, dass eine kräftigere internationale Ölnachfrage sowie ein Wiederanstieg der Konsum- und Investitionsausgaben der Konjunktur über den Projektionshorizont

hinweg Schwung verleihen werden. In Brasilien belebte sich die Wirtschaft im ersten Jahresviertel weiter und erreichte – trotz wieder steigender Neuinfektionen – annähernd ihr vor der Pandemie verzeichnetes Niveau. Für die kommende Zeit wird erwartet, dass die Erholung von einer Zunahme der Auslandsnachfrage und der privaten Konsumausgaben angetrieben wird. Dagegen wurde die Geldpolitik zuletzt gestrafft, und der finanzpolitische Spielraum bleibt begrenzt.

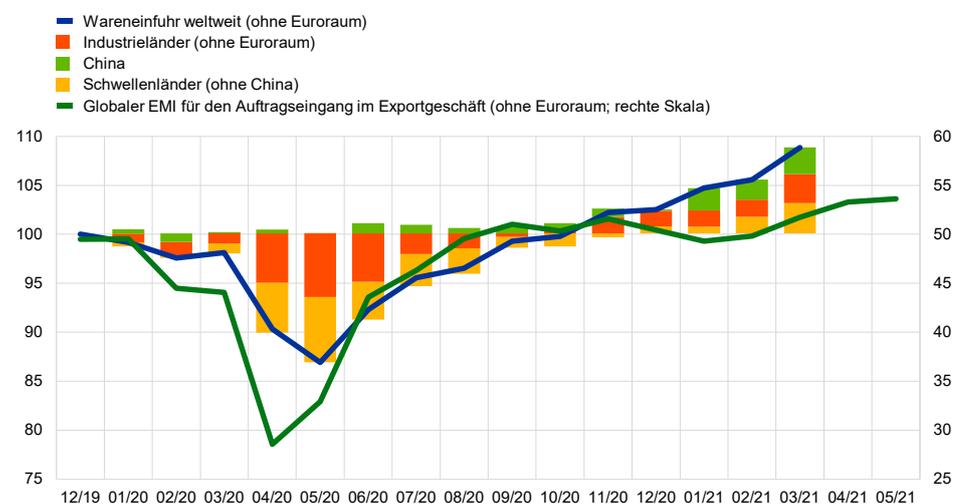
**In der Türkei schwächt sich die Inlandsnachfrage nach der schrittweisen Rücknahme der kreditgetriebenen Impulse ab.** Zudem werden die kurzfristigen Konjunkturaussichten nach wie vor durch erhöhte politische Unsicherheit und ein schwächeres Vertrauen der Marktteilnehmer getrübt. Die Auswirkungen der geringeren inländischen Absorption auf die Wirtschaftstätigkeit wurden dadurch aufgewogen, dass die Exportentwicklung im ersten Quartal 2021 einen dynamischeren Verlauf nahm. Das Wachstum des realen BIP sollte in nächster Zeit weiterhin gedämpft, dabei aber ausgewogener ausfallen, sofern der jüngst vollzogene Kurswechsel hin zu makroökonomischer Stabilität fortgesetzt wird.

**Die Erholung des Welthandels setzt sich unvermindert fort, da die Binnennachfrage in den Industrieländern und in China steigt.** Nachdem sich die weltweiten Wareneinfuhren (ohne Euroraum) Ende 2020 spürbar belebt hatten, hat sich das Wachstumstempo zuletzt etwas verlangsamt. Die Erholung wird maßgeblich von einer Zunahme der inländischen Absorption in wichtigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften und in China bestimmt, wenngleich in der Ferienzeit rund um das chinesische Neujahrsfest eine etwas höhere Volatilität zu verzeichnen war (siehe Abbildung 2). Der internationale Dienstleistungsverkehr gewinnt zwar an Schwung, doch steigt er nach dem Ende des Frühjahrs 2020 verbuchten Tiefstand weiterhin nur schrittweise an, da die bestehenden Eindämmungsmaßnahmen und Reisebeschränkungen nach wie vor negativ zu Buche schlagen. Auf kurze Sicht sollte sich die Erholung des Handels ungebrochen fortsetzen. Der EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes legte im Mai erneut zu und blieb damit deutlich über seinem langfristigen Durchschnitt. Dies lässt kurzfristig auf eine weitere Stärkung des internationalen Handels schließen. Die Erholung wird allerdings nach wie vor durch Störungen der globalen Lieferketten gebremst. Hochfrequente Indikatoren von Lieferkettenengpässen, wie etwa die EMIs für Auftragsrückstände, sind auf den höchsten Stand gestiegen, der seit der Zeit nach der weltweiten Finanzkrise gemessen wurde. Die Lieferzeiten der Anbieter haben sich gemäß dem entsprechenden EMI verlängert und inzwischen fast wieder das Rekordniveau erreicht, das auf dem Höhepunkt der Pandemie verzeichnet wurde. Das Verhältnis des EMI für den Auftragseingang zum Lagerbestand und die Auftragsrückstände gemäß EMI, die beide auf einem hohen Niveau liegen, signalisieren zudem, dass die Produktionsseite die starke und weiter zunehmende Nachfrage kaum bewältigen kann. Dies gilt insbesondere für die Technologiebranche und die Automobilindustrie.

## Abbildung 2

### Wareneinfuhr und Auftragseingang im Exportgeschäft weltweit (ohne Euroraum)

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



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

### Die verbesserten Aussichten der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets ließen die Auslandsnachfrage nach dessen Produkten ansteigen.

Die Auslandsnachfrage des Eurogebiets wird sich den Projektionen zufolge im laufenden Jahr um 8,6 %, im Jahr 2022 um 5,2 % und im Jahr 2023 um 3,4 % erhöhen. Damit wurden die Werte gegenüber den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom März 2021 für alle drei Kalenderjahre nach oben revidiert. Dahinter steht in erster Linie eine stärkere Nachfrage der Vereinigten Staaten und des Vereinigten Königreichs als zuvor projiziert. Dies gilt ungeachtet der Tatsache, dass die Ergebnisse des ersten Quartals schwächer als erwartet ausfielen. Insgesamt legen die positiveren Zahlen zu Beginn des Jahres sowie ein verbesserter Ausblick für einige wichtige Handelspartner des Euroraums nahe, dass sich die Entwicklung des Welthandels dem vor der Pandemie verzeichneten Niveau weiter angenähert hat. Die Projektionen für das globale Importwachstum (ohne Euroraum) wurden für den Projektionszeitraum ebenfalls nach oben korrigiert. Demzufolge dürfte das Wachstum 2021 um 10,8 % ansteigen, bevor es sich 2022 auf 4,9 % und 2023 auf 3,7 % verlangsamt.

### Die Risiken in Bezug auf die Basisprojektionen für das Weltwirtschaftswachstum werden als weitgehend ausgewogen, die Risiken für die globale Inflationsentwicklung als aufwärtsgerichtet eingeschätzt.

Im Einklang mit früheren Projektionen werden zwei alternative Szenarien für die weltwirtschaftlichen Aussichten herangezogen, um die Unsicherheit über den weiteren Verlauf der Pandemie zu veranschaulichen. Diese Szenarien spiegeln die Entwicklung der Pandemie im Zusammenwirken mit den damit verbundenen Eindämmungsmaßnahmen wider.<sup>1</sup> Weitere Risiken für die Aussichten der Weltwirtschaft ergeben

<sup>1</sup> Siehe hierzu EZB, [Alternative Szenarien für die wirtschaftlichen Aussichten des Euroraums](#), Abschnitt 5, in: Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, Juni 2021.

sich aus einem unerwartet raschen Abbau der überschüssigen Ersparnisse, die während der Pandemie in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften gebildet wurden. Dies könnte zu einem höheren privaten Verbrauch in diesen Ländern führen und damit der Konjunktur und der Inflation Auftrieb verleihen. Die Perspektiven für eine stärkere und raschere Erholung in den Industrieländern könnten die Marktteilnehmer dazu bewegen, ihre Erwartungen hinsichtlich der künftigen weltweiten Entwicklung der Geldpolitik anzupassen. Dies wiederum könnte die Gefahr von Neubewertungen an den internationalen Finanzmärkten erhöhen. Von solchen Neubewertungen sind Schwellenländer in der Regel stärker betroffen, vor allem, wenn sie schwache Fundamentaldaten aufweisen. Sie würden die Risiken verschärfen, die mit einer hohen Verschuldung in den Industrie- und Schwellenländern verbunden sind. Falls die Störungen der globalen Lieferketten länger anhalten sollten als derzeit angenommen, könnten ein stärkerer Inflationsdruck sowie nachteilige Effekte für die Erholung der globalen Konjunktur und des Welthandels die Folge sein.

## Internationale Preisentwicklung

### **Rohstoffe haben sich seit der letzten Projektion weltweit abermals verteuert.**

Die Preisrallye, die bereits im Sommer vergangenen Jahres eingesetzt hatte, kam im März vorübergehend zum Stillstand, da die Marktstimmung angesichts steigender Staatsanleiherenditen volatil war. Dies hatte eine leichte Korrektur der Ölnotierungen zur Folge, während die Nahrungsmittel- und Metallpreise im Großen und Ganzen stabil blieben. Seitdem haben sich die Preise jedoch erneut erhöht. Grund hierfür war, dass die akkommodierende Ausrichtung der Politik zusammen mit den anhaltenden Impffortschritten und der erwarteten Aufhebung von Eindämmungsmaßnahmen zu einer Aufhellung der Aussichten für die Rohstoffnachfrage führten. Der Internationalen Energieagentur zufolge dürfte die weltweite Ölnachfrage bis zum Jahresende 2021 volumenmäßig den Großteil der pandemiebedingten Verluste wettmachen. Vor diesem Hintergrund haben die OPEC+-Staaten ihre Produktionsziele schrittweise nach oben korrigiert. Hierzu gehört auch das Auslaufen der einseitig beschlossenen Förderkürzungen durch Saudi-Arabien. In der Gesamtbetrachtung werden die internationalen Ölnotierungen durch eine Kombination aus stärkerer Nachfrage und allmählich zunehmendem Angebot bestimmt; stützend wirkt zudem eine positive Risikostimmung auf globaler Ebene.

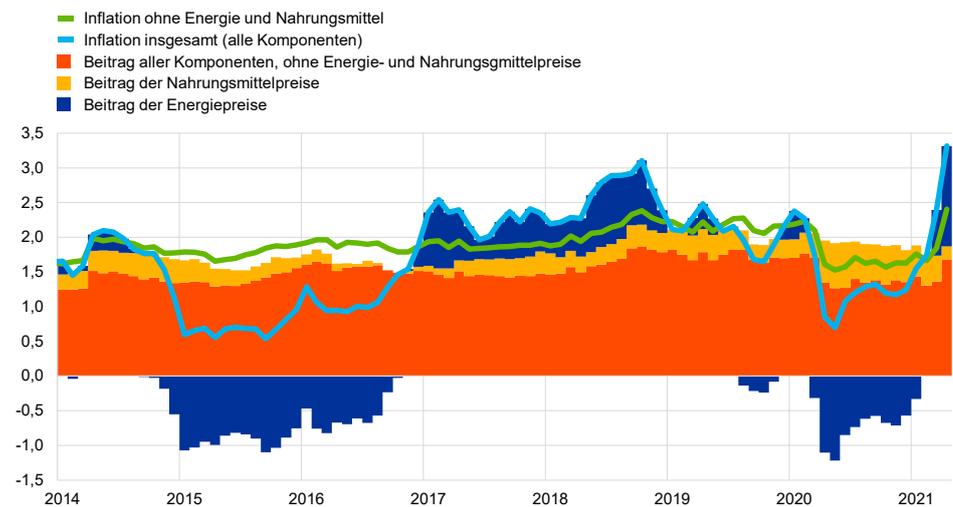
### **Die Teuerung auf der Verbraucherstufe dürfte sich den Projektionen zufolge angesichts höherer Rohstoffpreise und einer wieder steigenden Nachfrage weltweit verstärken.**

Unter Berücksichtigung der Unterauslastung in der Weltwirtschaft und der Verankerung der Inflationserwartungen wird der projizierte Anstieg der Inflation allerdings wohl nur vorübergehender Natur sein. In den OECD-Mitgliedstaaten kletterte die jährliche Inflation auf der Verbraucherstufe von 2,4 % im März 2021 auf 3,3 % im April (siehe Abbildung 3). Die Energiepreise zogen dabei stark an, während sich die Teuerungsrate für Nahrungsmittel im April weiter abschwächte. Die am Verbraucherpreisindex gemessene Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) beschleunigte sich im April auf 2,4 % (nach 1,8 % im März). Die anhand des VPI ermittelte jährliche Gesamtteuerungsrate stieg in allen Industrieländern an, blieb aber in Japan im negativen Bereich. Mit Blick auf die

großen nicht der OECD angehörenden Schwellenländer kletterte die jährliche Gesamtinflation in China nach zwei Quartalen mit einer Änderungsrate von nahe null nun wieder eindeutig in den positiven Bereich.

**Abbildung 3**  
Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Staaten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2021.

**In den Projektionen für die Exportpreise der Wettbewerber des Euroraums werden die steigende Inflation im laufenden Jahr und ihre im weiteren Verlauf erwartete allmähliche Verlangsamung ebenfalls berücksichtigt.** Die (in Landeswährung gerechneten) Exportpreise der Wettbewerber des Eurogebiets dürften sich im Jahresverlauf 2021 deutlich erhöhen. Verglichen mit den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom März 2021 wurden die Exportpreise der Wettbewerber aufgrund der höheren Rohstoffnotierungen und der stärkeren Nachfrage für das laufende Jahr nach oben revidiert. Blickt man etwas weiter in die Zukunft, so ergeben sich gegenüber den vorangegangenen Projektionen kaum Veränderungen.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

*Die Terminzinskurve des EONIA (Euro Overnight Index Average) hat sich bei den mittleren bis langen Zeithorizonten leicht nach oben verschoben, blieb aber am kurzen Ende weitgehend unverändert, was darauf hindeutet, dass die Marktteilnehmer nicht mit einer unmittelbar bevorstehenden Leitzinsänderung rechnen. Die Renditen von Staatsanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet stiegen im betrachteten Zeitraum (11. März bis 9. Juni 2021) leicht an. Grund hierfür waren in erster Linie die im Zuge der Impffortschritte verbesserten Konjunkturaussichten im gesamten Euroraum und die fortdauernden politischen Hilfsmaßnahmen. Die in jüngerer Zeit länderübergreifend beobachtete Ausweitung der Spreads zwischen den Renditen von Staatsanleihen und dem Zinssatz für Tagesgeld-Swaps (OIS-Satz) könnte teilweise auf Spekulationen über eine frühzeitige Reduzierung der Anleihekäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) zurückzuführen sein. Die Aktienkurse zogen ebenfalls an und wurden dabei durch eine kräftige Erholung der Wachstumserwartungen für die Unternehmensgewinne bei weiterhin relativ geringen Diskontierungssätzen gestützt. Spiegelbildlich zum Kursanstieg an den Aktienmärkten gingen die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum weiter zurück und lagen schließlich auf einem Niveau, das zuletzt vor März 2020 zu beobachten gewesen war. Was die Devisenmärkte betrifft, so stieg der Wechselkurs des Euro in nominaler effektiver Rechnung leicht an.*

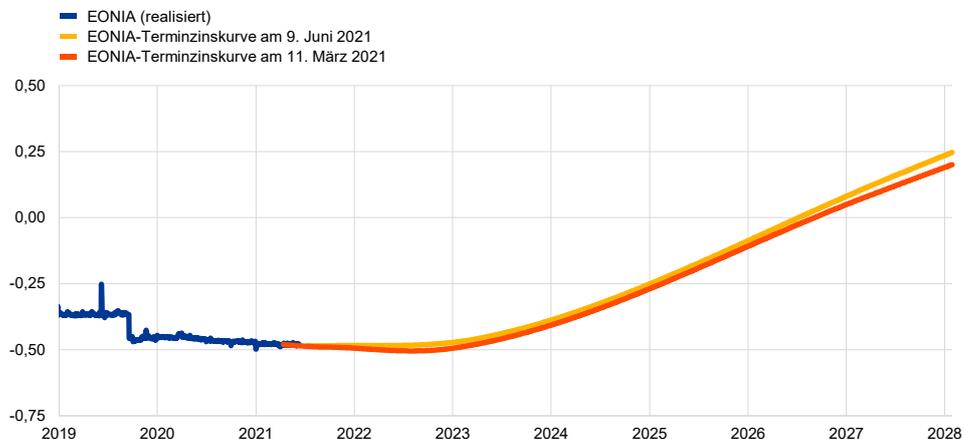
**Der EONIA und der Tagesgeld-Referenzzinssatz €STR (Euro Short-Term Rate) notierten im Berichtszeitraum im Schnitt bei -48 bzw. -57 Basispunkten.**<sup>2</sup> Die Überschussliquidität erhöhte sich um etwa 516 Mrd € auf rund 4 207 Mrd €. Dies war im Wesentlichen durch die Wertpapierkäufe im Rahmen des PEPP und des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) bedingt, aber auch durch das siebte gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäft der dritten Reihe (GLRG III.7), über das 330,5 Mrd € aufgenommen wurden. Durch die Entwicklungen bei den autonomen Faktoren und auslaufende GLRG-II-Geschäfte wurden diese Liquiditätszuführungen teilweise ausgeglichen.

**Während sich die EONIA-Terminzinskurve im Berichtszeitraum bei den mittleren bis langen Zeithorizonten leicht nach oben verschob, blieb sie am kurzen Ende weitgehend unverändert und deutet nach wie vor nicht darauf hin, dass die Märkte mit einer unmittelbar bevorstehenden Änderung des Zinssatzes für die Einlagefazilität rechnen** (siehe Abbildung 4). Die EONIA-Terminzinskurve weist derzeit am kurzen Ende einen fast flachen Verlauf auf – ein Hinweis darauf, dass die Finanzmarktteilnehmer keine unmittelbar bevorstehende Zinssenkung oder -erhöhung einpreisen. Der zehnjährige EONIA-Kassasatz stieg um 6,2 Basispunkte.

<sup>2</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.

**Abbildung 4**  
EONIA-Terminzinssätze

(in % p. a.)

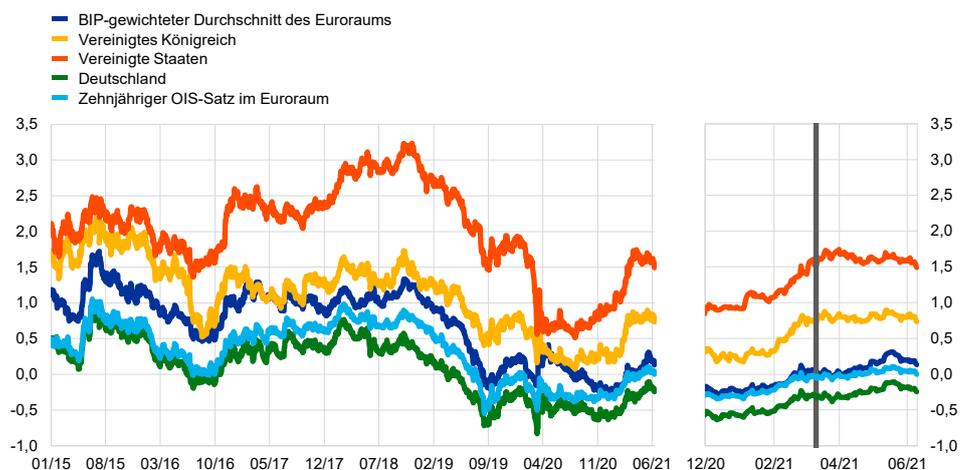


Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

**Die Renditen von Staatsanleihen aus dem Eurogebiet stiegen im Beobachtungszeitraum leicht an** (siehe Abbildung 5). Die Staatsanleiherenditen im Euroraum erhöhten sich vor allem, weil die Laufzeitprämien weniger negativ ausfielen. Dies war darauf zurückzuführen, dass sich die Pandemielage und dementsprechend auch die Einschätzung der Konjunkturaussichten durch die Marktteilnehmer verbesserte. So stieg die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Eurogebiet um 14 Basispunkte auf 0,13 %. In den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich gaben die Renditen zehnjähriger Staatstitel unterdessen leicht nach und beliefen sich zuletzt auf 1,49 % bzw. 0,73 %.

**Abbildung 5**  
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen

(in % p. a.)



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 11. März 2021. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 9. Juni 2021.

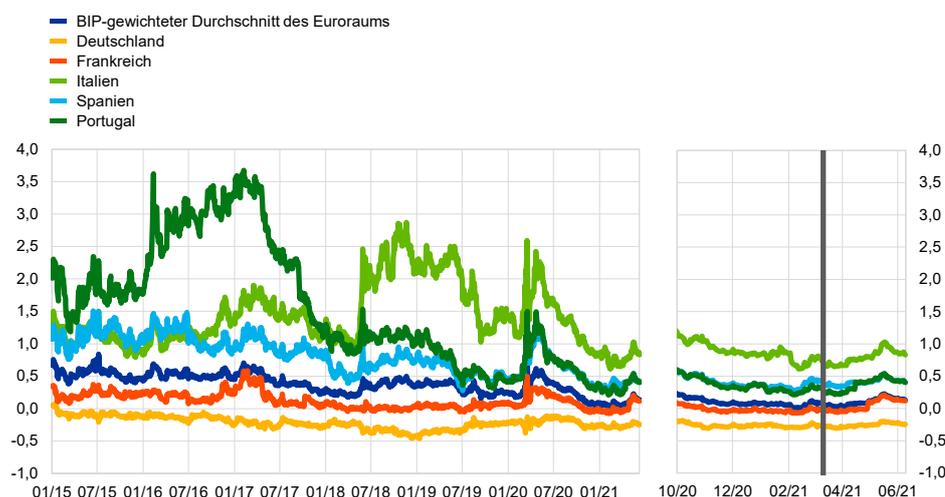
### Die Renditeabstände langfristiger Staatsanleihen aus dem Euroraum

gegenüber dem entsprechenden OIS-Satz weiteten sich etwas aus (siehe Abbildung 6). Während die im Berichtszeitraum beobachtete Vergrößerung der Renditeabstände unter anderem auf höhere Kreditrisikoprämien zurückzuführen ist, könnten die jüngsten Schwankungen auch mit Spekulationen über eine mögliche Reduzierung des Kaufvolumens von Anleihen im Rahmen des PEPP und mit dem großen Angebot an Staatsanleihen zusammenhängen. Insgesamt weiteten sich die Renditeabstände von Staatsanleihen über die Länder hinweg aus. Die Spreads zehnjähriger italienischer, portugiesischer und französischer Staatsanleihen vergrößerten sich um 16, 15 bzw. 15 Basispunkte und betragen zuletzt 0,83 %, 0,40 % bzw. 0,11 %. In Deutschland und Spanien nahmen sie indessen um 3 bzw. 4 Basispunkte zu und beliefen sich zuletzt auf -0,25 % bzw. 0,41 %.

### Abbildung 6

Renditeabstände zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Euroraum zum OIS-Satz

(in Prozentpunkten)



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

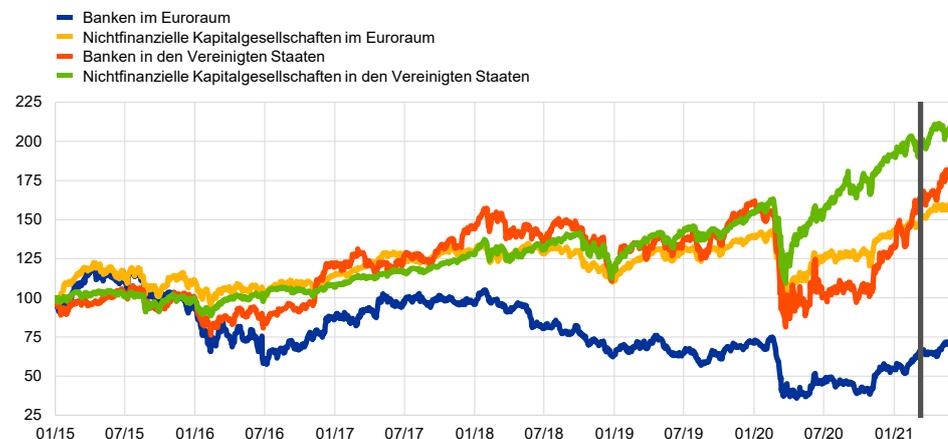
Anmerkung: Der Renditeabstand errechnet sich durch Subtraktion des zehnjährigen OIS-Satzes von der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen. Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 11. März 2021. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 9. Juni 2021.

**Angesichts gestiegener Erwartungen zum Gewinnwachstum und der nach wie vor relativ niedrigen Diskontierungssätze zogen die Aktienkurse im Berichtszeitraum auf beiden Seiten des Atlantiks an, wobei in den Vereinigten Staaten neue Höchststände erreicht wurden** (siehe Abbildung 7). Die Notierungen im Euroraum legten vor dem Hintergrund anhaltend niedriger Diskontierungssätze zu, vor allem aber aufgrund einer kräftigen Erholung der Wachstumserwartungen in Bezug auf die Unternehmensgewinne. Die Aktienmärkte lassen allerdings weiterhin eine ungleichmäßige Erholung in den einzelnen Ländern und Sektoren erkennen. Dabei gibt es keine offenkundigen Hinweise auf Überbewertungen oder eine übermäßige Risikobereitschaft. Insgesamt erhöhten sich die Aktienkurse nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum um 7,9 % und in den Vereinigten Staaten um 5,4 %, während die Notierungen von Banken im Euroraum um 11 % und in den USA um 8,6 % anstiegen.

## Abbildung 7

### Aktienindizes im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(Index: 1. Januar 2015 = 100)



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 11. März 2021. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 9. Juni 2021.

#### Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum

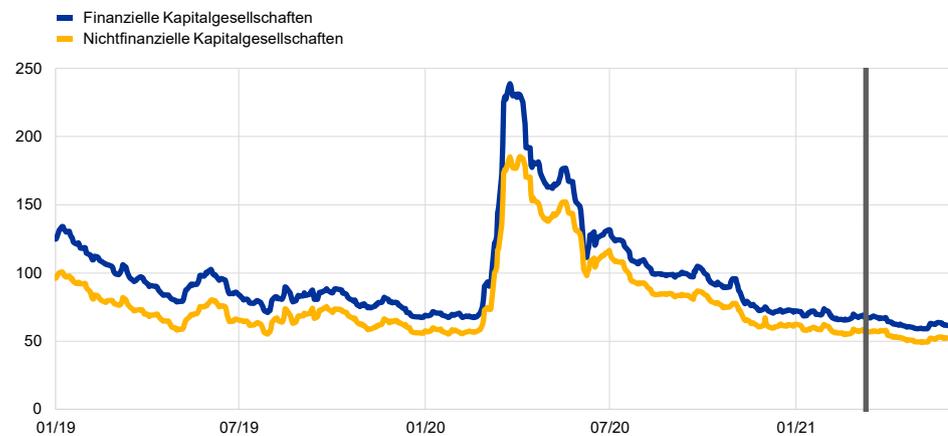
**verkleinerten sich abermals leicht und sanken damit auf einen zuletzt vor März 2020 verzeichneten Stand** (siehe Abbildung 8). Entsprechend dem Anstieg

der Aktienkurse gingen die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Eurogebiet weiter zurück. Bei Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften schrumpfte der Spread gegenüber dem risikofreien Zinssatz im Berichtszeitraum um 8 Basispunkte und bei Anleihen des Finanzsektors um 9 Basispunkte. Damit kehrten die Spreads auf ihr Vorpandemieniveau zurück. Die weitere Verengung der Renditeabstände dürfte mit der zunehmenden Aufhellung der gesamtwirtschaftlichen Aussichten zusammenhängen, gepaart mit den beispiellosen politischen Hilfsmaßnahmen und der aktuell relativ günstigen Beurteilung der kurzfristigen Kreditrisiken durch die Ratingagenturen. Es gibt jedoch nach wie vor vereinzelte Anfälligkeiten, und die aktuellen Spreads scheinen auf der Annahme zu beruhen, dass die politischen Stützungsmaßnahmen fortgeführt werden.

## Abbildung 8

### Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum

(in Basispunkten)



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

Anmerkung: Die Renditeabstände errechnen sich als Differenz zwischen den Asset-Swapraten und der risikofreien Zinsrate. Die Indizes umfassen Investment-Grade-Anleihen mit unterschiedlichen Laufzeiten (wobei die Restlaufzeit mindestens ein Jahr beträgt). Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 11. März 2021. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 9. Juni 2021.

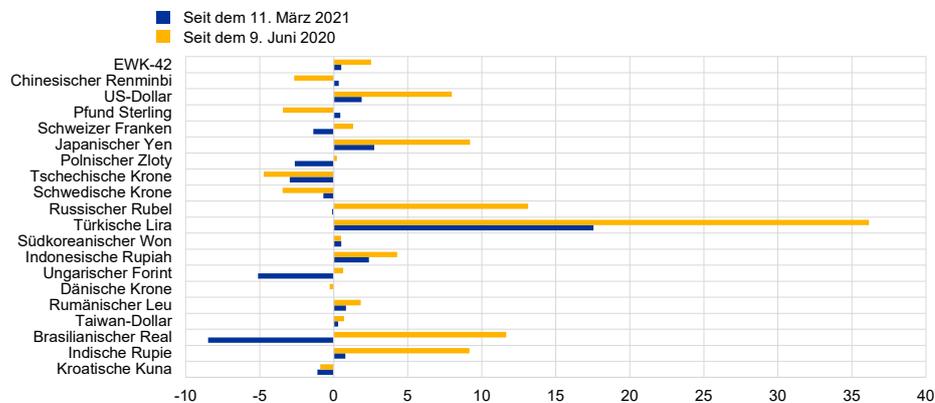
### An den Devisenmärkten wertete der Euro angesichts einer Aufhellung der Konjunkturaussichten für den Euroraum in handelsgewichteter Rechnung leicht auf (siehe Abbildung 9). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro,

gemessen an den Währungen von 42 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, stieg im betrachteten Zeitraum um 0,5 % an. Zum US-Dollar wertete die Gemeinschaftswährung um 1,9 % auf. Grund hierfür waren der im Zuge der schnelleren Impffortschritte verbesserte Ausblick für die Wirtschaft im Euroraum und die Schwäche des US-Dollar, der ab Ende März parallel zu den US-Staatsanleiherenditen nachgab. Auch in Relation zu anderen Währungen legte die Gemeinschaftswährung zu: um 2,7 % gegenüber dem japanischen Yen, um 0,4 % gegenüber dem Pfund Sterling und um 0,3 % gegenüber dem chinesischen Renminbi. Gegenüber der türkischen Lira, die sich auf breiter Front abschwächte, gewann der Euro besonders stark an Wert (+17,5 %). Zum brasilianischen Real, der angesichts der wieder anziehenden Rohstoffpreise insgesamt aufwertete, verbuchte er hingegen kräftige Kursverluste (-8,5 %). Auch zum Schweizer Franken notierte der Euro schwächer (-1,4 %), ebenso wie gegenüber den Währungen einiger nicht dem Euroraum angehörender EU-Mitgliedstaaten wie dem ungarischen Forint, der tschechischen Krone und dem polnischen Zloty.

## Abbildung 9

### Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

(Veränderung in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: „EWK-42“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 42 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums. Eine positive Veränderung zeigt eine Aufwertung des Euro an, eine negative eine Abwertung. Stichtag für die Berechnung der prozentualen Veränderung war der 9. Juni 2021.

### 3 Konjunktorentwicklung

*Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) ging im ersten Quartal 2021 um weitere 0,3 % zurück und lag damit 5,1 % unter dem Stand vom vierten Quartal 2019, d. h. vor Beginn der Pandemie. Die Binnennachfrage leistete im ersten Jahresviertel einen negativen, der Außenhandel hingegen einen leicht positiven Wachstumsbeitrag. Von den Vorratsveränderungen gingen kräftige Wachstumsimpulse aus. Branchen- und Verbraucherumfragen sowie hochfrequente Indikatoren deuten auf eine spürbare Zunahme der Wirtschaftstätigkeit im zweiten Quartal des Jahres hin. Gestützt durch eine solide weltweite Nachfrage entwickelt sich die Produktion im verarbeitenden Gewerbe weiterhin robust, wenngleich angebotsseitige Engpässe in nächster Zeit für konjunkturellen Gegenwind in der Industrie sorgen könnten. Branchenumfragen zufolge wird sich die Aktivität im Dienstleistungssektor im Zuge sinkender Infektionszahlen deutlich erholen, sodass auch bei kontaktintensiven Tätigkeiten allmählich wieder Normalität einkehren kann. Das steigende Verbrauchervertrauen lässt darauf schließen, dass die privaten Konsumausgaben in absehbarer Zeit spürbar anziehen dürften. Die Unternehmensinvestitionen zeigen sich trotz schwächerer Unternehmensbilanzen und der weiterhin unsicheren Konjunkturaussichten robust. Aufgrund der Fortschritte bei den Impfkampagnen und der damit einhergehenden weiteren Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen wird für die zweite Jahreshälfte 2021 mit einer Fortsetzung des starken Wachstums gerechnet. Auf mittlere Sicht dürfte die konjunkturelle Erholung im Euroraum von der kräftigeren weltweiten und binnenwirtschaftlichen Nachfrage sowie der anhaltenden finanz- und geldpolitischen Unterstützung getragen werden.*

*Diese Einschätzung deckt sich weitgehend mit dem Basisszenario der von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2021. Diesen Projektionen zufolge wird die Jahreswachstumsrate des realen BIP im laufenden Jahr bei 4,6 %, im kommenden Jahr bei 4,7 % und 2023 bei 2,1 % liegen. Gegenüber den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom März 2021 wurden die Konjunkturaussichten für die Jahre 2021 und 2022 nach oben korrigiert, für 2023 blieben sie hingegen unverändert.*

*Insgesamt werden die Risiken für die Wachstumsaussichten im Euroraum als weitgehend ausgewogen erachtet. Einerseits könnte sich die Wirtschaft stärker erholen als erwartet, sofern sich die Aussichten für die weltweite Nachfrage verbessern und die privaten Haushalte ihre Ersparnisse nach Aufhebung der Kontakt- und Reisebeschränkungen schneller abbauen als angenommen. Andererseits gehen von der anhaltenden Pandemie, einschließlich der Ausbreitung von Virusmutationen, und ihren Folgen für die Wirtschafts- und Finanzlage weiterhin Abwärtsrisiken aus.*

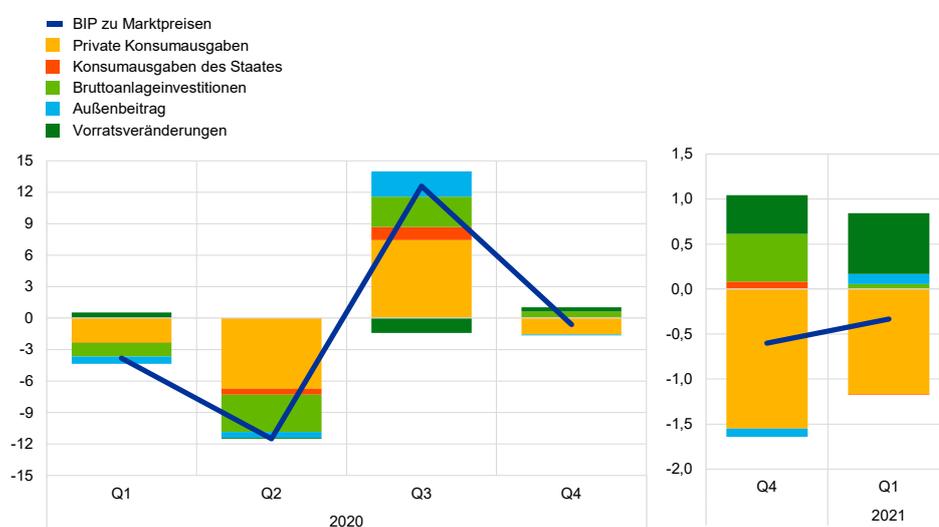
#### **Nach einem erneuten Produktionsrückgang im ersten Quartal 2021 dürfte die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum im zweiten Jahresviertel wieder zunehmen.**

Nachdem das reale BIP im vierten Quartal 2020 um 0,6 % gesunken war, wurde im ersten Quartal 2021 ein weiterer Rückgang um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal verzeichnet (siehe Abbildung 10). Das Minus fiel damit um 0,1 % geringer aus, als in

den Projektionen der Experten der EZB vom März 2021 veranschlagt worden war. Die rückläufige Wirtschaftsleistung im ersten Jahresviertel war der Binnennachfrage und hier insbesondere den privaten Konsumausgaben geschuldet. Von den Vorratsveränderungen gingen hingegen kräftige Wachstumsimpulse aus, und auch der Außenhandel leistete erneut einen geringfügig positiven Beitrag. Auf der Produktionsseite war die Entwicklung in den einzelnen Sektoren im ersten Quartal 2021 weiterhin sehr unterschiedlich. Während sich die Wertschöpfung im Dienstleistungssektor abermals verringerte, erhöhte sich die Produktion in der Industrie (ohne Baugewerbe) wieder.

**Abbildung 10**  
Wachstum des realen BIP und seiner Komponenten im Euroraum

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



Quelle: Eurostat.

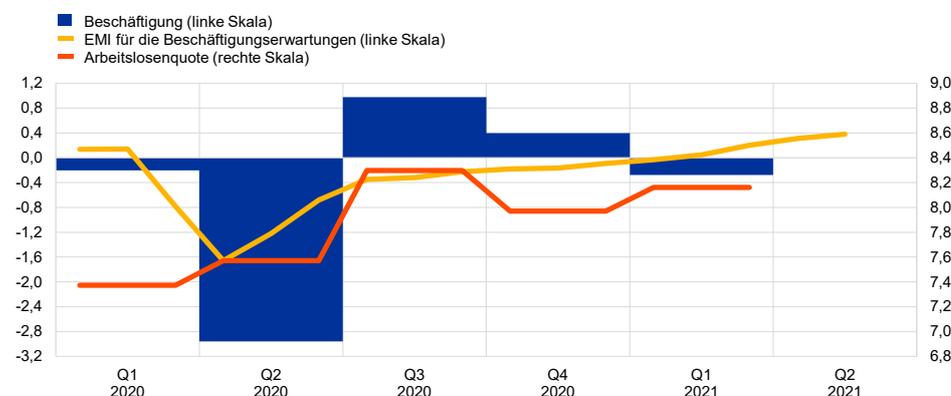
**Der Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet profitiert weiterhin von den umfangreichen politischen Stützungsmaßnahmen, die ergriffen wurden, um den Folgen der Pandemie entgegenzuwirken.** Der vorläufigen Schnellschätzung von Eurostat zufolge nahm die Beschäftigung im ersten Quartal 2021 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal ab, nachdem im Schlussquartal 2020 noch ein Zuwachs von 0,3 % verbucht worden war (siehe Abbildung 11). Die Arbeitslosenquote erhöhte sich dementsprechend im ersten Quartal 2021 auf 8,2 % nach 8,0 % im Vorquartal. Die Beschäftigung lag im ersten Jahresviertel 2,2 % unter dem Niveau vom vierten Quartal 2019, d. h. vor Ausbruch der Pandemie. Die geleisteten Arbeitsstunden spielen nach wie vor eine zentrale Rolle bei der Anpassung der Arbeitsmärkte im Euroraum und den politischen Reaktionen auf die Herausforderungen der Pandemie. Nach einem Anstieg um 14,7 % im dritten Quartal 2020 verringerten sich die geleisteten Gesamtarbeitsstunden im Schlussquartal des vergangenen Jahres – dem letzten verfügbaren Datenpunkt – um 1,5 % gegenüber dem Vorquartal und lagen damit noch 6,4 % unter dem Niveau von Ende 2019. Unterdessen sank die Arbeitslosenquote von 8,1 % im März 2021 auf 8,0 % im April. Der Höchststand während der Pandemie war im August 2020 mit 8,7 % erreicht worden. Die Quote liegt damit aber weiterhin über ihrem im Februar 2020 vor Ausbruch der Pandemie

verzeichneten Niveau von 7,3 %. Im März 2021 belief sich der Anteil der Beschäftigten, die an Programmen zur Arbeitsplatzsicherung teilnahmen, Schätzungen zufolge auf rund 6 % der Erwerbspersonen, verglichen mit fast 20 % im April 2020. Seit Oktober 2020 ist dieser Anteil jedoch wieder gestiegen, da in einigen Ländern neuerliche Eindämmungsmaßnahmen ergriffen wurden. Die beträchtliche Zahl an Arbeitskräften, die immer noch in Programme zur Arbeitsplatzsicherung eingebunden sind, stellt ein Aufwärtsrisiko für die Arbeitslosenquote dar.

### Abbildung 11

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

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



Quellen: Eurostat, Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der EMI für die Beschäftigungserwartungen wird monatlich, die Angaben zur Beschäftigung sowie die Arbeitslosenquote werden vierteljährlich ausgewiesen. Der EMI ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2021 (Beschäftigung), Mai 2021 (EMI) bzw. April 2021 (Arbeitslosenquote).

#### Trotz einer Verbesserung der kurzfristigen Arbeitsmarktindikatoren gehen die privaten Haushalte davon aus, dass die Arbeitslosigkeit weiter erhöht bleibt.

Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor des Euro-Währungsgebiets stieg im expansiven Bereich weiter an. Er deutet seit Februar des laufenden Jahres auf eine wachsende Beschäftigung hin. Die Erwartungen der privaten Haushalte bezüglich der künftigen Entwicklung der Arbeitslosigkeit haben sich zuletzt aufgehellt. So rechnen die Privathaushalte zwar seit März 2021 mit einer geringeren Arbeitslosigkeit, doch liegen die diesbezüglichen Erwartungen nach wie vor deutlich über dem Vorpandemieniveau.

**Nachdem sich die privaten Konsumausgaben im ersten Quartal 2021 verringert hatten, ist der Optimismus der Verbraucher allmählich gestiegen, wenngleich deren finanzielle Situation fragil bleibt.** Nach einem schwachen ersten Quartal mit einem Minus von 2,3 % dürften die privaten Konsumausgaben im zweiten Jahresviertel wieder zunehmen. Allerdings kommt dies in einer Reihe von Indikatoren, die zu Beginn des zweiten Quartals veröffentlicht wurden, noch nicht vollständig zum Ausdruck. Das Umsatzvolumen im Einzelhandel nahm im April 2021 gegenüber dem Vormonat um 3,1 % ab, lag damit aber dennoch 0,3 % über seinem Durchschnittswert vom ersten Quartal. Die Pkw-Neuzulassungen gingen im April

leicht zurück (um 0,4 % gegenüber dem Vormonat) und waren mehr als 20 % niedriger als im Februar 2020. Positiv zu vermerken ist, dass das Verbrauchertrauen im Mai wieder sein Vorpandemieniveau erreichte (-5,1 Punkte nach -8,1 im April und -10,8 im März). Der jüngste Anstieg ist zum Großteil den höheren Erwartungen der privaten Haushalte hinsichtlich der allgemeinen Wirtschaftslage zuzuschreiben. Ihre Einschätzung der aktuellen persönlichen Finanzsituation liegt hingegen nach wie vor deutlich unter dem Vorkrisenniveau. Im Zuge der wirtschaftlichen Belebung sollte das Einkommen der privaten Haushalte zunehmend vom Arbeitseinkommen getragen werden, sodass sich deren Abhängigkeit von finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen verringern dürfte. Im April begannen die Verbraucher zudem, ihre Spareinlagen bei Banken im Einklang mit der allmählichen Erholung des privaten Konsums abzubauen (siehe auch Abschnitt 5). Der Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission zufolge werden die privaten Konsumausgaben in den nächsten zwölf Monaten weiter steigen, ohne dass Anzeichen von Übertreibungen zu erkennen sind.

**Die Unternehmensinvestitionen (ohne Bauten) waren im ersten Quartal 2021 leicht rückläufig; für das zweite Jahresviertel und den restlichen Jahresverlauf wird jedoch mit einer kräftigen Erholung gerechnet.** Angebotsseitige Engpässe und die Verschärfung der Eindämmungsmaßnahmen in einigen Euro-Ländern trugen dazu bei, dass die Investitionen außerhalb des Baugewerbes im ersten Quartal 2021 um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal sanken, nachdem im Schlussquartal 2020 noch eine erhöhte vierteljährliche Zuwachsrate verzeichnet worden war. Der Rückgang im ersten Quartal spiegelt eine spürbare Verringerung der Investitionen in Kraftfahrzeuge und eine deutliche Umkehr der im letzten Jahresviertel 2020 beobachteten hohen Investitionen in geistiges Eigentum wider, die den starken Anstieg der Investitionen in sonstige Ausrüstungen mehr als wettmachten. Für das zweite Quartal 2021 lassen die Kurzfristindikatoren auf eine merkliche und breit angelegte länderübergreifende Belebung schließen. So weisen die Umfragedaten für Mai auf einen kräftigen Vertrauenszuwachs im Investitionsgütersektor hin. Ausschlaggebend hierfür sind die lebhaftere Nachfrage und der hohe Auftragseingang im Exportgeschäft, nachdem die Produktionserwartungen im April ein Rekordniveau erreichten. Auf der Angebotsseite übertraf auch die Kapazitätsauslastung im Investitionsgütergewerbe zu Beginn des zweiten Quartals deutlich ihr Vorpandemieniveau. Zudem haben durch Ausrüstungsengpässe bedingte Produktionshemmnisse den Umfragen zufolge stark zugenommen. Für das Gesamtjahr stützen die Umfragedaten den Eindruck, dass sich das Wachstum der Unternehmensinvestitionen in Zukunft beleben dürfte. Aus der jüngsten Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE<sup>3</sup>), die im März und April 2021 durchgeführt wurde, geht hervor, dass sich die Anlageinvestitionsentscheidungen der Unternehmen trotz der nach wie vor erhöhten Unsicherheit und schwächerer Unternehmensbilanzen stabilisiert haben.<sup>4</sup> Der halbjährlich in der Industrie durchgeführten Investitionsumfrage der Europäischen Kommission vom April 2021 zufolge dürften die gewerblichen Investitionen im laufenden Jahr um 7 % ausgeweitet werden. Damit hat sich die erwartete Quote gegenüber der

<sup>3</sup> Siehe EZB, [Survey on the Access to Finance of Enterprises](#), 1. Juni 2021.

<sup>4</sup> Siehe auch EZB, [Corporate solvency challenges could weigh on sovereigns, households and creditors](#), in: Financial Stability Review, Mai 2021.

vorangegangenen Umfrage vom November 2020 in etwa verdoppelt. Die Investitionen sollen in erster Linie der Erweiterung und Erneuerung von Produktionsanlagen und weniger der Rationalisierung der Produktion dienen.

**Die Wohnungsbauinvestitionen legten im ersten Quartal 2021 weiter zu und dürften ihre insgesamt positive Entwicklung fortsetzen.** Sie erhöhten sich im ersten Vierteljahr 2021 um 0,5 % gegenüber dem Vorquartal und lagen damit 1,2 % unter ihrem Vorkrisenniveau im Schlussquartal 2019. Mit Blick auf die Zukunft dürften sich die Wohnungsbauinvestitionen im Euro-Währungsgebiet weiterhin positiv entwickeln. Allerdings wird diese Aufwärtsbewegung auf kurze Sicht wahrscheinlich durch Angebotsengpässe gebremst werden. Auf der Nachfrageseite zeigen die Umfrageergebnisse der Europäischen Kommission, dass die kurzfristigen Bau- bzw. Kaufabsichten der privaten Haushalte im Immobilienbereich den höchsten Stand seit Anfang 2003 erreicht haben. Bei den Renovierungsvorhaben wurde sogar das höchste je gemessene Niveau verzeichnet. Auf der Angebotsseite ist das Vertrauen im Baugewerbe im April und Mai weiter gestiegen. Die stark verbesserte Einschätzung der Gesamtauftragslage seitens der Unternehmen signalisiert eine robuste Nachfrage nach Wohnraum. Zugleich haben jedoch die Befürchtungen wegen möglicher Angebotsengpässe zugenommen. Den Umfrageergebnissen der Europäischen Kommission zufolge sahen sich die Bauunternehmen in den ersten beiden Monaten des zweiten Quartals mit historisch starken Produktionsbeschränkungen konfrontiert, die durch Materialknappheit und Arbeitskräftemangel bedingt waren. Die Angebotsengpässe kommen auch in den EMI-Umfragen für das Baugewerbe zum Ausdruck. Aus diesen geht hervor, dass sich die Lieferzeiten im Durchschnitt der Monate April und Mai deutlich gegenüber dem ersten Vierteljahr 2021 verlängert haben. Zudem sind die Geschäftserwartungen der Unternehmen für das nächste Jahr etwas gesunken, befinden sich jedoch nach wie vor im expansiven Bereich.

**Das Handelswachstum des Eurogebiets fiel im ersten Quartal 2021 geringer aus, sodass der Außenhandel einen leicht positiven Beitrag zum BIP leistete.** Nach einem stetigen Anstieg der Wachstumsraten in der zweiten Jahreshälfte 2020 schwächte sich die Erholung der Exporte des Euroraums in den ersten drei Monaten des Jahres 2021 ab (+1,0 % im Vorquartalsvergleich). Gebremst wurde die Entwicklung durch auf den Brexit zurückgehende Handelsstörungen im Zusammenspiel mit Engpässen im Seetransport und bei Vorleistungsgütern. Die Daten zum nominalen Warenhandel verdeutlichen, dass sich der Handel mit dem Vereinigten Königreich lediglich teilweise vom brexitbedingten Einbruch im Januar 2021 erholt hat. Die nominalen Einfuhren waren davon besonders betroffen: Im März 2021 erreichten sie 75 % des Wertes vom Dezember 2020. Was andere Staaten anbelangt, gingen bei den Warenausfuhren in Länder außerhalb des Eurogebiets positive Wachstumsimpulse von China aus. Mit Blick auf die Sektoren zeigt sich ein Wachstumsrückgang in allen Kategorien mit Ausnahme der Investitionsgüter. Lange Lieferzeiten und steigende Frachtsätze belasteten zusammen mit Engpässen bei Vorleistungsgütern (wie etwa chemischen Erzeugnissen, Holz, Kunststoffen, Metallen und Halbleitern) das Wachstum der Exporte im verarbeitenden Gewerbe des Euroraums (siehe Kasten 6). Allerdings deuten auftragsbezogene zukunftsgerichtete Indikatoren auf eine sehr dynamische

Entwicklung der Warenausfuhren hin. Im Dienstleistungsverkehr zeigen sich Anzeichen einer Verbesserung in der anstehenden Sommersaison. Zudem dürfte die erwartete Lockerung der Mobilitätsbeschränkungen die Exporte von Reisedienstleistungen fördern. Die Einfuhren nahmen im ersten Quartal 2021 in etwa genauso stark zu wie die Ausfuhren (+0,9 % gegenüber dem Vorquartal) und dürften in den kommenden Quartalen durch die Erholung der Binnennachfrage getragen werden.

### **Aktuelle Daten deuten auf eine spürbare Aufhellung der Konjunktur im Euro-Währungsgebiet im zweiten Quartal 2021 hin.**

Die verbesserten Umfrageergebnisse stehen im Einklang mit einem wieder robusten Wachstum im zweiten Quartal 2021. Der jüngste Zuwachs war sektor- und länderübergreifend breit angelegt. Der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor, der bereits von 48,1 Punkten im Schlussquartal 2020 auf 49,9 Zähler im ersten Jahresviertel 2021 gestiegen war, legte zuletzt noch einmal zu und lag im Durchschnitt der Monate April und Mai bei 55,4 Punkten. Der Anstieg ist der Entwicklung sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor zuzuschreiben; die Umfrageergebnisse signalisieren inzwischen für beide Sektoren ein Wachstum. Das Vertrauen scheint durch die Impffortschritte weiter gestärkt worden zu sein, wovon insbesondere der Dienstleistungssektor profitiert. Der Vertrauenszuwachs zeigt sich über alle Dienstleistungsteilsektoren hinweg. Bei den kontaktintensiven Tätigkeiten bleibt er jedoch nach wie vor deutlich hinter dem Vorpandemieniveau zurück. Das gestiegene Vertrauen ist ein positives Zeichen für die erwartete Erholung im Dienstleistungssektor. Der sehr große Abstand zum Vorkrisenniveau in den kontaktintensiven Teilsektoren deutet jedoch darauf hin, dass hier noch immer umfangreiche Kapazitätsreserven vorhanden sind.

### **Die anhaltende Covid-19-Pandemie hat das Wirtschaftswachstum in den letzten Monaten gedämpft; eine Erholung steht jedoch unmittelbar bevor und ab der zweiten Jahreshälfte 2021 wird mit einer kräftigen Belebung gerechnet.**

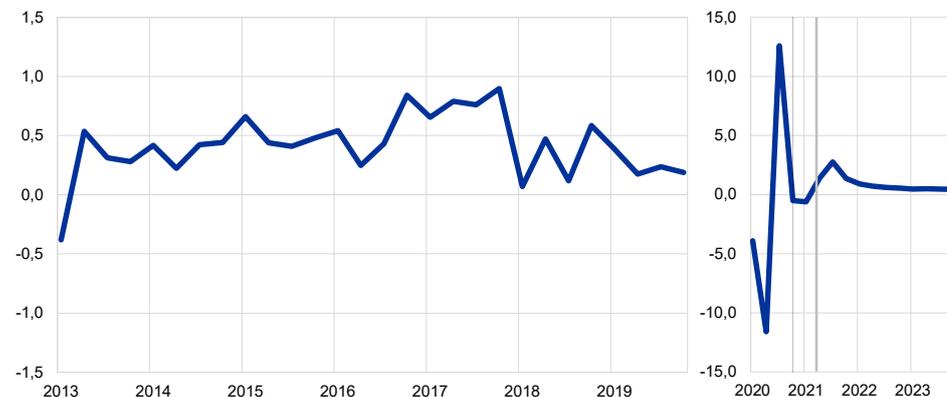
Obwohl die strikten Eindämmungsmaßnahmen über fast das gesamte erste Halbjahr 2021 hinweg ausgedehnt wurden, haben Lerneffekte, die Widerstandsfähigkeit der Produktion im verarbeitenden Gewerbe und der Auslandsnachfrage sowie die geld- und finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen dafür gesorgt, dass die Wirtschaftsleistung trotz der durch Lieferengpässe bedingten Produktionshemmnisse, die in einigen Sektoren zu beobachten waren, nicht so stark zurückging wie während der ersten Pandemiewelle. In nächster Zeit dürfte ein höheres Impftempo zusammen mit einem Rückgang der Infektionszahlen eine schneller als zuvor erwartete Rücknahme der Eindämmungsmaßnahmen ermöglichen, die in der ersten Jahreshälfte 2021 strenger ausgefallen waren. Dies spiegelt sich in den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2021 wider. Den darin enthaltenen Berechnungen zufolge wird das jährliche reale BIP 2021 um 4,6 %, 2022 um 4,7 % und 2023 um 2,1 % wachsen (siehe Abbildung 12). Den Projektionen zufolge wird die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum im zweiten Quartal 2021 dank der kräftigen Erholung der privaten Konsumausgaben und eines Nachlassens der aktuellen Lieferkettenstörungen wieder auf den Wachstumspfad zurückkehren und

im zweiten Halbjahr deutlich zulegen. Dadurch dürfte das reale BIP ab dem ersten Quartal 2022 sein Vorkrisenniveau übersteigen.<sup>5</sup>

### Abbildung 12

#### Reales BIP des Euroraums (einschließlich Projektionen)

(Veränderung gegen Vorquartal in %)



Quellen: Eurostat sowie EZB, [Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), Juni 2021.

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

<sup>5</sup> Siehe EZB, [Prognosen anderer Institutionen](#), Kasten 4, in: Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, Juni 2021.

## 4 Preise und Kosten

*Die jährliche Teuerungsrate im Euroraum erhöhte sich der Vorausschätzung von Eurostat zufolge von 1,3 % im März auf 1,6 % im April und 2,0 % im Mai 2021. Zurückzuführen war dies auf einen kräftigen Anstieg der Energiepreise, der stark aufwärtsgerichtete Basiseffekte und Preissteigerungen gegenüber dem Vormonat widerspiegelte. In geringerem Maße trug auch ein leichter Preisauftrieb bei Industrieerzeugnissen ohne Energie hierzu bei. Die Gesamtinflation dürfte bis zum Herbst weiter anziehen, vor allem aufgrund der Aufhebung der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland. Zu Beginn des nächsten Jahres wird die Inflation den Erwartungen zufolge wieder sinken, da temporäre Faktoren auslaufen und der globale Energiepreisanstieg nachlässt. Der zugrunde liegende Preisdruck dürfte im laufenden Jahr wegen vorübergehender Angebotsengpässe und der Erholung der Binnennachfrage etwas zunehmen. Insgesamt dürfte der Preisdruck jedoch verhalten bleiben, was unter anderem auf den niedrigen Lohndruck, der mit der wirtschaftlichen Unterauslastung einhergeht, und auf den gestiegenen Euro-Wechselkurs zurückzuführen ist. Sobald der Einfluss der Pandemie nachlässt, wird die zunehmende Kapazitätsauslastung, unterstützt durch akkommodierende geld- und finanzpolitische Maßnahmen, mittelfristig zu einem allmählichen Anstieg der zugrunde liegenden Inflation beitragen. Umfragebasierte Messgrößen und marktbasierende Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen verharren auf gedämpftem Niveau, wobei die marktbasierenden Indikatoren weiterhin gestiegen sind.*

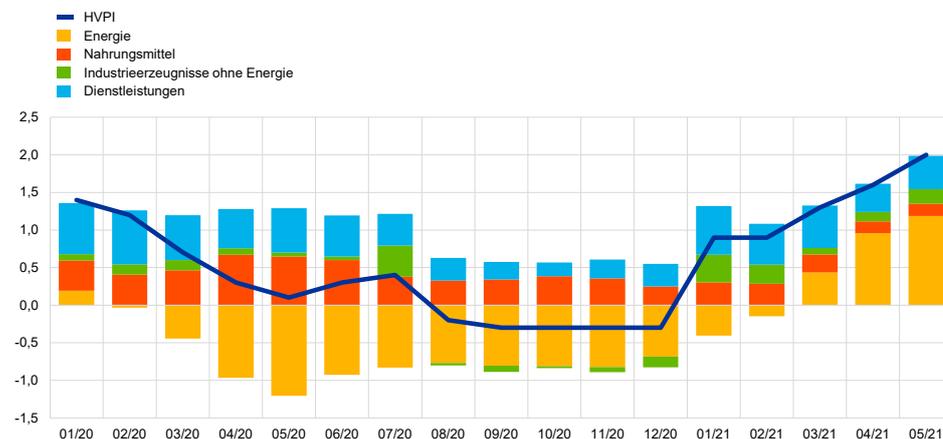
*Diese Einschätzung deckt sich weitgehend mit dem Basisszenario der von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2021. Diesen Projektionen zufolge wird die jährliche Teuerung nach dem HVPI 2021 bei 1,9 %, 2022 bei 1,5 % und 2023 bei 1,4 % liegen. Gegenüber den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2021 wurden die Inflationsaussichten für die Jahre 2021 und 2022 nach oben korrigiert, was hauptsächlich auf temporäre Faktoren und einen höheren Preisauftrieb bei Energie zurückzuführen ist. Für 2023 blieben die Inflationsaussichten unverändert, da der voraussichtliche Anstieg der zugrunde liegenden Inflation durch einen erwarteten Rückgang der Teuerungsrate für Energie weitgehend ausgeglichen wird. Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel wird den Projektionen zufolge von 1,1 % im Jahr 2021 auf 1,3 % (2022) und 1,4 % (2023) steigen. Im Vergleich zu den im März 2021 veröffentlichten Projektionen zum März 2021 wurde der Ausblick damit über den gesamten Projektionshorizont nach oben korrigiert.*

**Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge hat sich die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI im Mai weiter erhöht.** Demnach lag die Rate im Mai bei 2,0 % nach 1,6 % im April und 1,3 % im März. Diese Aufwärtsbewegung war vor allem auf den neuerlichen Preisauftrieb bei Energie zurückzuführen (siehe Abbildung 13). Insgesamt entfiel rund die Hälfte des von Dezember 2020 bis Mai 2021 verzeichneten Anstiegs der Gesamtinflation auf aufwärtsgerichtete

Basiseffekte. Sie resultierten aus dem im Frühjahr 2020 beobachteten kräftigen Rückgang der Öl- und Energiepreise.<sup>6</sup>

**Abbildung 13**  
Gesamtinflation und Beiträge der Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2021 (Schnellschätzung).

**Die Entwicklung der Gesamtinflation in den letzten Monaten spiegelt auch den Einfluss anderer temporärer Faktoren wider.** So führten die zu Beginn dieses

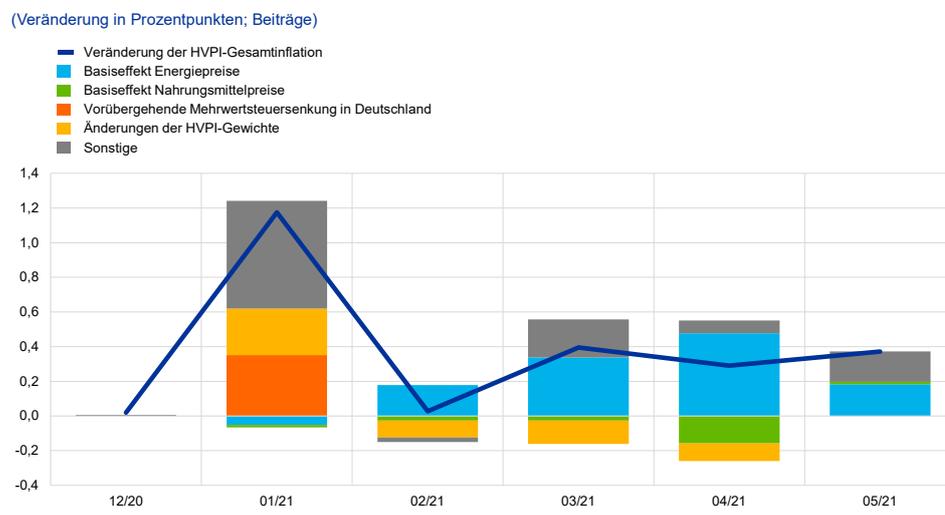
Jahres vorgenommenen Änderungen der HVPI-Gewichte im Januar zu einem starken Inflationsanstieg. Dieser Effekt löste sich in den Folgemonaten allerdings weitgehend auf (wobei die Berechnung aktuell nur bis einschließlich April möglich ist).<sup>7</sup> Auf ähnliche Weise ergab sich aus dem vorübergehenden Preissprung bei den unverarbeiteten Nahrungsmitteln vom April 2020 im April 2021 ein abwärtsgerichteter Basiseffekt, der den Aufwärtsdruck aufgrund von Basiseffekten im Bereich Energie zum Teil wieder ausglich (siehe Abbildung 14). Auch Kalendereffekte hatten in den letzten Monaten Einfluss auf die Teuerungsraten. Beispielsweise stieg der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen von 0,9 % im April auf 1,1 % im Folgemonat, wofür unter anderem die Lage des Osterfestes und anderer Feiertage in diesem Zeitraum verantwortlich waren. Zugleich ging vom veränderten Termin und Umfang der Schlussverkäufe in Ladengeschäften im Januar und Februar ein kräftiger Aufwärtseffekt auf die Inflationsrate bei Industrierzeugnissen ohne Energie aus. Dieser Einfluss baute sich danach jedoch wieder ab; mit 0,7 % lag die Rate im Mai leicht über ihrem langfristigen Durchschnitt von 0,6 % und dürfte somit besser geeignet sein, Aufschluss darüber zu geben, inwieweit die Vorleistungskosten entlang der Lieferketten in den letzten Monaten gestiegen sind.

<sup>6</sup> Weitere Informationen zum Einfluss von Basiseffekten auf den Preisauftrieb bei Energie finden sich in: EZB, [Einfluss von Basiseffekten und Steuern auf den jüngsten Verlauf der Energiepreisinflation](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 3/21, Mai 2021.

<sup>7</sup> Die Corona-Pandemie (Covid-19) hatte 2020 tiefgreifende Veränderungen bei den privaten Konsumausgaben zur Folge. Diese Veränderungen spiegeln sich in den HVPI-Gewichten für 2021 und damit auch in den daraus folgenden jährlichen Inflationszahlen wider. Eine Analyse zur Komplexität dieses Effekts findet sich in: EZB, [HVPI-Gewichte im Jahr 2021 und ihre Auswirkungen auf die Inflationsmessung](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 2/2021, Februar 2021.

## Abbildung 14

### Beiträge der Basiseffekte und anderer temporärer Faktoren zur monatlichen Veränderung der jährlichen HVPI-Inflation



Quellen: Eurostat, Deutsche Bundesbank und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der von der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland ausgehende Beitrag basiert auf Schätzungen der Deutschen Bundesbank im Monatsbericht vom November 2020. Der Beitrag der Veränderungen der HVPI-Gewichte lässt sich für Mai 2021 nicht berechnen (da die entsprechenden Daten noch nicht vorliegen) und wird daher unter „Sonstige“ saldiert aufgeführt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2021 (auf Basis der Schnellschätzung).

#### Preisimputationen deuten darauf hin, dass die Signale für den zugrunde liegenden Preisdruck weiterhin mit Unsicherheit behaftet sind.

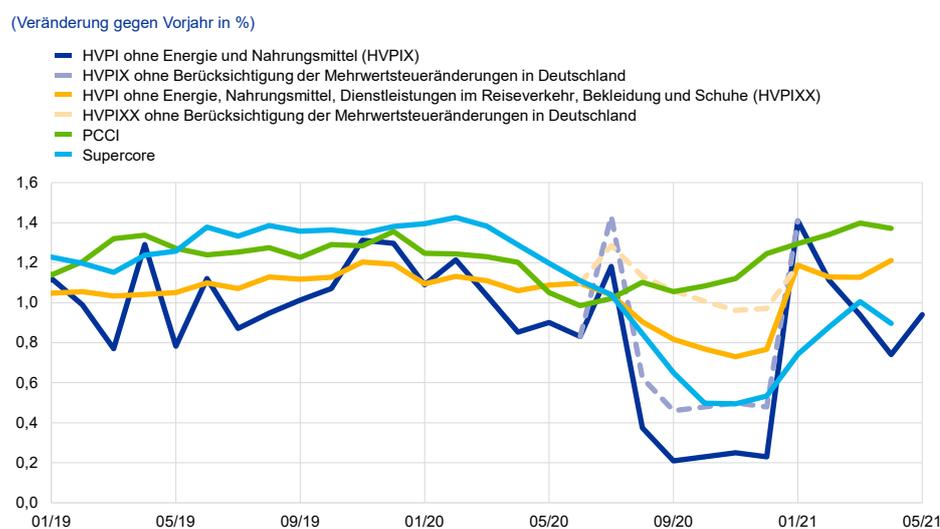
Den vorläufigen Angaben von Eurostat zufolge hat sich der Anteil imputierter Preise von Januar bis Mai nur geringfügig reduziert. So sank der Anteil beim HVPI von 13 % auf 10 % und beim HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel von 18 % auf 13 %. Dies ist vor allem auf die Imputationen der Dienstleistungspreise zurückzuführen. Diese Komponente weist einen hohen Anteil an Dienstleistungen im Reiseverkehr und Freizeitdienstleistungen auf, weshalb der Imputationsanteil dort seit November 2020 relativ stabil bei einem Fünftel liegt. Im Gegensatz dazu ist der Imputationsanteil bei Industrieerzeugnissen ohne Energie stark rückläufig. Er fiel von 17 % im Januar auf gerade einmal 6 % im Mai. Da den Dienstleistungen jedoch ein höheres Gewicht im HVPI beigemessen wird, deuten diese Entwicklungen nach wie vor darauf hin, dass die Signale für den zugrunde liegenden Preisdruck weiterhin mit hoher Unsicherheit behaftet sind.

#### Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation liefern keine breit angelegten Hinweise auf eine anhaltende Zunahme des Inflationsdrucks

(siehe Abbildung 15). Nachdem die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel im Januar kräftig angezogen hatte, verringerte sie sich anschließend deutlich. Im März und April fiel sie auf 0,9 % bzw. 0,7 % und stieg im Mai wieder auf 0,9 % an. Dieser in den ersten Monaten des Jahres zu beobachtende Verlauf ergab sich vorwiegend aus der Entwicklung in den Bereichen Bekleidung, Schuhe und Dienstleistungen im Reiseverkehr (einschließlich Pauschalreisen,

Beherbergungsdienstleistungen und Personenbeförderung im Luftverkehr).<sup>8</sup> Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe hat sich daher stabiler entwickelt als die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel und betrug im April 1,2 % (dem Zeitpunkt der letzten verfügbaren Angaben). Bei den anderen Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation lag die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) im April bei rund 1,4 % und blieb damit gegenüber März weitgehend unverändert. Indessen ging der Supercore-Indikator im selben Zeitraum leicht von 1,0 % auf 0,9 % zurück.

**Abbildung 15**  
Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2021 (Schnellschätzung des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel) bzw. April 2021 (alle anderen Messgrößen).

**Der Preisdruck auf der Verbraucherstufe bei Industrieerzeugnissen ohne Energie hat sich weiter deutlich erhöht. Dies war bislang allerdings vor allem auf den vorgelagerten Stufen der Preissetzungskette zu beobachten.** So stieg die Änderungsrate der Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter weiter an. Mit 6,9 % im April lag sie 2,5 Prozentpunkte über ihrem Wert vom März und 4,4 Prozentpunkte über jenem vom Februar. Die Teuerungsrate für Einfuhren von Vorleistungsgütern erhöhte sich ebenfalls beträchtlich, und zwar von 1,5 % im Februar und 4,6 % im März auf 7,1 % im April. Ausschlaggebend für diese Entwicklung dürfte der Aufwärtsdruck sein, der von den Frachtkosten, Lieferengpässen und der starken Verteuerung von Rohstoffen ausgeht. Dieser Druck zeigt sich auf den nachgelagerten Stufen der Preissetzungskette weniger stark. Dies entspricht den Erfahrungen aus der Vergangenheit, wonach der Preisdruck entlang der Preissetzungskette stark abgefedert wird. Gleichwohl hat sich die Änderungsrate der inländischen Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel im März auf

<sup>8</sup> Zu möglichen Parallelen bei von den pandemiebedingten Lockdown-Maßnahmen betroffenen Komponenten der Dienstleistungen im Reiseverkehr siehe auch: EZB, [Preisentwicklung im Reiseverkehr während der Covid-19-Pandemie: Gibt es länder- und komponentenübergreifende Parallelen?](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 1/2021, Februar 2021.

0,9 % und im April auf 1,0 % erhöht und liegt oberhalb ihres langfristigen Durchschnitts von 0,6 %. Der von den inländischen Erzeugerpreisen ausgehende Einfluss auf die Teuerung von Konsumgütern wird zum Teil durch negative Vorjahrsraten der Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel begrenzt (- 0,8 % im April nach -0,5 % im März). Diese Preise entwickeln sich infolge des zurückliegenden Wechselkursanstiegs nach wie vor verhalten.<sup>9</sup>

**Der Anstieg der Tariflöhne hat sich im ersten Quartal 2021 deutlich verlangsamt** (siehe Abbildung 16). Während sich die Zuwachsrate im Schlussquartal 2020 noch auf 2,0 % und im Gesamtjahr 2020 auf 1,8 % belaufen hatte, schwächte sich die Jahreswachstumsrate im ersten Quartal 2021 merklich ab und lag bei 1,4 %. Wie erwartet trat der Einfluss der Corona-Pandemie auf die Tariflöhne erst zutage, als die vor der Pandemie geschlossenen Tarifvereinbarungen ausliefen und neue Vereinbarungen entweder aufgeschoben oder zu niedrigeren Tarifen abgeschlossen wurden.<sup>10</sup> Angesichts der möglichen Unwägbarkeiten hinsichtlich der tarifvertraglichen Abdeckung und zeitlicher Aspekte lässt das Tariflohnwachstum im ersten Quartal nicht notwendigerweise Rückschlüsse auf den Zuwachs beim tatsächlichen Entgelt zu. Indikatoren des tatsächlichen Lohnwachstums wie das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer oder das Arbeitnehmerentgelt je Stunde werden weiterhin stark durch Programme zur Arbeitsplatzsicherung und zur befristeten Freistellung beeinflusst, die sich auf die Entlohnung und die Anzahl der geleisteten Arbeitsstunden auswirken. Tendenziell führt dies dazu, dass das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer sinkt und das Arbeitnehmerentgelt je Stunde steigt. Im ersten Quartal 2021 verringerte sich die Differenz zwischen den Wachstumsraten der beiden Indikatoren zwar, blieb jedoch weiterhin signifikant. Während die jährliche Änderungsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im ersten Quartal des laufenden Jahres auf 1,9 % stieg (nach 1,0 % im Schlussquartal 2020), sank die entsprechende Rate beim Arbeitnehmerentgelt je Stunde im selben Zeitraum von 5,2 % auf 3,2 %.

---

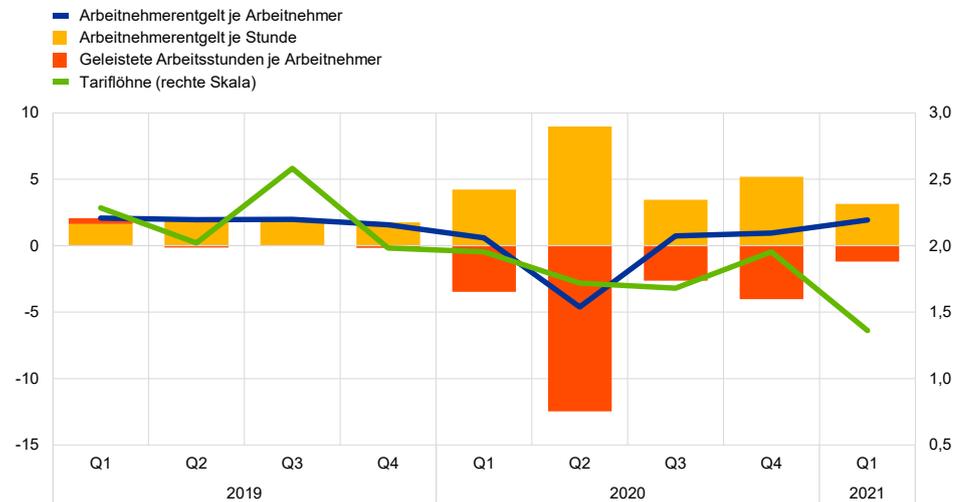
<sup>9</sup> Ein stilisierter Überblick über die Preissetzung in der Wertschöpfungskette von im HVPI erfassten Industrieerzeugnissen ohne Energie findet sich in: EZB, [Welche Aussagen über den Preisdruck lassen sich aus der jüngsten Entwicklung der Erzeugerpreise ableiten?](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 3/2017, Mai 2017.

<sup>10</sup> Eine detaillierte Analyse des Indikators der Tariflöhne, die sich auch mit der jüngsten Entwicklung und der Bedeutung dieses Indikators für die Beurteilung und Prognose der derzeitigen Lohnentwicklung befasst, findet sich in: EZB, [Können Daten zu den Tarifverdiensten zur Messung der Lohndynamik während der Covid-19-Pandemie beitragen?](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 8/2020, Januar 2021.

## Abbildung 16

### Beiträge der Komponenten des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2021.

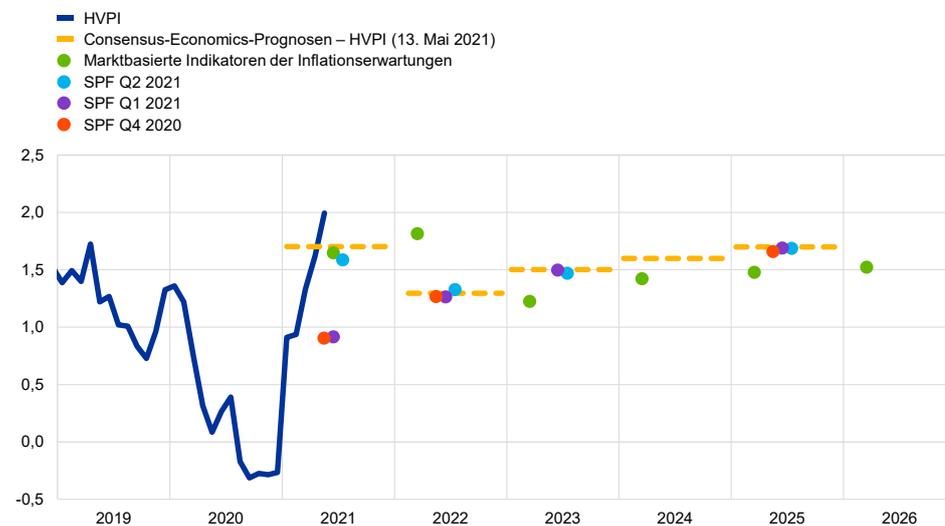
### Die marktbasieren Indikatoren des Inflationsausgleichs sind weiter gestiegen.

Sowohl kürzer- als auch längerfristige marktbasieren Indikatoren des Inflationsausgleichs setzen ihre Aufwärtsbewegung fort. Dies ist vor dem Hintergrund einer verbesserten Risikostimmung, der Erwartungen hinsichtlich eines Abbaus des aufgestauten Konsums sowie der weltweiten fiskalpolitischen Impulse zu sehen. Schätzungen zufolge haben sich die langfristigen Inflationsrisikoprämien in den letzten Monaten deutlich erhöht, sodass sie für den Großteil des allgemeinen Anstiegs des langfristigen Inflationsausgleichs verantwortlich sind. Die Erwartungen haben sich für kürzere Zeithorizonte stärker verbessert, was zu einer Verflachung der Inflationserwartungskurve geführt hat (siehe Abbildung 17). Der am häufigsten herangezogene inflationsindexierte Termin-Swapsatz, d. h. der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren, lag am 9. Juni bei 1,56 % (nach 1,52 % am 20. April). Was umfragebasierte Messgrößen anbelangt, so deuten die Ergebnisse des von der EZB durchgeführten [Survey of Professional Forecasters \(SPF\)](#) und die Prognosen von Consensus Economics darauf hin, dass die durchschnittlichen längerfristigen Inflationserwartungen für 2025 im April weiterhin unverändert bei 1,7 % lagen.

## Abbildung 17

### Umfrage- und marktbasierende Indikatoren der Inflationserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, Thomson Reuters, Consensus Economics, EZB (SPF) 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 des Inflationsausgleichs beziehen sich auf den 9. Juni 2021.

**Den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2021 zufolge wird die Inflation im laufenden Jahr deutlich ansteigen, Anfang 2022 wieder sinken und anschließend bis Ende 2023 weitgehend unverändert bleiben.** Die am HVPI

gemessene jährliche Teuerung wird den Projektionen zufolge im laufenden Jahr bei durchschnittlich 1,9 % liegen und im vierten Quartal mit 2,6 % ihren Höchststand erreichen. In den Jahren 2022 und 2023 dürfte sie sich dann im Schnitt auf 1,5 % bzw. 1,4 % belaufen. Der für 2021 projizierte kräftige Anstieg spiegelt einen Aufwärtsdruck wider, der von einer Reihe temporärer Faktoren ausgeht. Hierzu zählen die Aufhebung der Mehrwertsteuersenkung in Deutschland, eine starke Zunahme des Preisauftriebs bei Energie (aufgrund aufwärtsgerichteter Basiseffekte) und ein durch Angebotsengpässe bedingter Anstieg der Vorleistungskosten. Sobald der Einfluss dieser vorübergehenden Effekte nachgelassen hat, wird die HVPI-Inflation den Erwartungen zufolge 2022 und 2023 weitgehend konstant bleiben. Die projizierte konjunkturelle Erholung und ein Abbau der Unterauslastung dürften zu einem allmählichen Anstieg der Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel von 1,1 % im Jahr 2021 auf 1,4 % im Jahr 2023 führen. Auch bei den im HVPI erfassten Nahrungsmitteln wird sich der Preisauftrieb den Erwartungen zufolge über den Projektionszeitraum hinweg leicht erhöhen. Der Aufwärtsdruck dieser beiden Komponenten auf die Gesamtinflation dürfte jedoch 2022 und 2023 durch den projizierten Rückgang der Energiepreisinflation weitgehend ausgeglichen werden. Dafür spricht das abwärtsgerichtete Profil der Terminpreiskurve für Öl.

### Abbildung 18

#### Teuerung nach dem HVPI im Euroraum (einschließlich Projektionen)

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat sowie EZB, [Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), Juni 2021, veröffentlicht am 10. Juni 2021 auf der Website der EZB.

Anmerkung: Die vertikale Linie markiert den Beginn des Projektionszeitraums. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2021 (Ist-Daten) bzw. das vierte Quartal 2023 (Projektionen). Stichtag für die in den Projektionen enthaltenen Daten war der 26. Mai 2021 (bzw. der 18. Mai 2021 für die Annahmen).

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

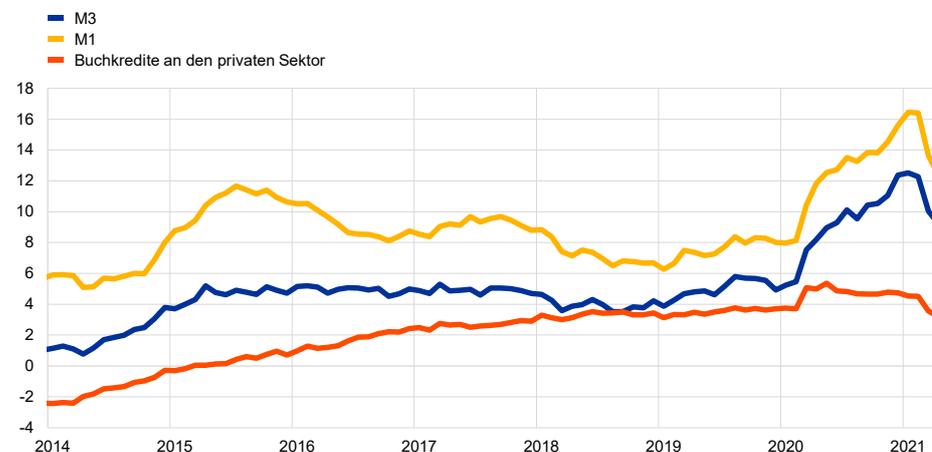
*Die Geldschöpfung im Euro-Währungsgebiet verlangsamte sich im April 2021 und zeigte nach der signifikanten Geldmengenexpansion im Zusammenhang mit der Coronakrise (Covid-19) erste Anzeichen einer Normalisierung. Wichtigste Geldschöpfungsquelle war nach wie vor die inländische Kreditvergabe, die vor allem durch die Anleihekäufe des Eurosystems getragen wurde. Wenngleich die umfangreichen und zeitigen Maßnahmen der Geld- und Finanzpolitik sowie der Aufsichtsbehörden die Kreditgewährung an die Wirtschaft im Euroraum weiterhin stützten, schwächte sich das Wachstum der Buchkredite an den privaten Sektor ab und kehrte aufgrund einer schwächeren Dynamik der Unternehmenskredite auf das Niveau vor der Pandemie zurück. Das Außenfinanzierungsvolumen der Unternehmen nahm im ersten Quartal 2021 insgesamt wieder zu. Dabei stiegen die Gesamtkosten der Außenfinanzierung in den ersten vier Monaten des Jahres geringfügig an. Ausschlaggebend hierfür waren höhere Eigenkapitalkosten sowie leicht gestiegene Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Bankkredite.*

**Das Wachstum des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 verlangsamte sich im April 2021.** Die Jahreswachstumsrate von M3 sank im April auf 9,2 %, nachdem sie im Vormonat noch bei 10,0 % gelegen hatte (siehe Abbildung 19). Ursächlich für diesen Rückgang waren ein relativ geringer monatlicher Zufluss sowie eine schwächere Zunahme der täglich fälligen Einlagen. Im April kam ein stark negativer Basiseffekt zum Tragen, weil die umfangreichen Zuflüsse, die in der Anfangsphase der Pandemie verzeichnet wurden, aus der Berechnung der Jahreswachstumsrate herausfielen. Gleichzeitig verringerten sich die Zuflüsse an Einlagen privater Haushalte, und bei den Unternehmenseinlagen kam es zu Abflüssen. Dass die privaten Haushalte weniger Einlagen tätigten, ging mit einem gestiegenen Verbrauchervertrauen einher und untermauert die Erwartung eines Anstiegs der Konsumausgaben. Obwohl sich die kürzerfristige Dynamik der Geldmenge M3 weiter abschwächte, blieb das Tempo der Geldschöpfung vor dem Hintergrund der geldpolitischen, finanzpolitischen und aufsichtlichen Stützungsmaßnahmen hoch. Betrachtet man die einzelnen Komponenten, so war die Zunahme von M3 im Wesentlichen dem eng gefassten Geldmengenaggregat M1 geschuldet, das die liquidesten Komponenten von M3 umfasst. Die Jahreswachstumsrate von M1 sank im April auf 12,3 % nach 13,6 % im März, wofür vor allem die Entwicklung der Einlagen von Unternehmen und privaten Haushalten maßgeblich war. Die sonstigen kurzfristigen Einlagen und die marktfähigen Finanzinstrumente leisteten aufgrund des niedrigen Zinsniveaus und der Suche der Investoren nach Rendite erneut nur einen kleinen Beitrag zum jährlichen M3-Wachstum.

## Abbildung 19

### M3, M1 und Buchkredite an den privaten Sektor

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



Quelle: EZB.

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

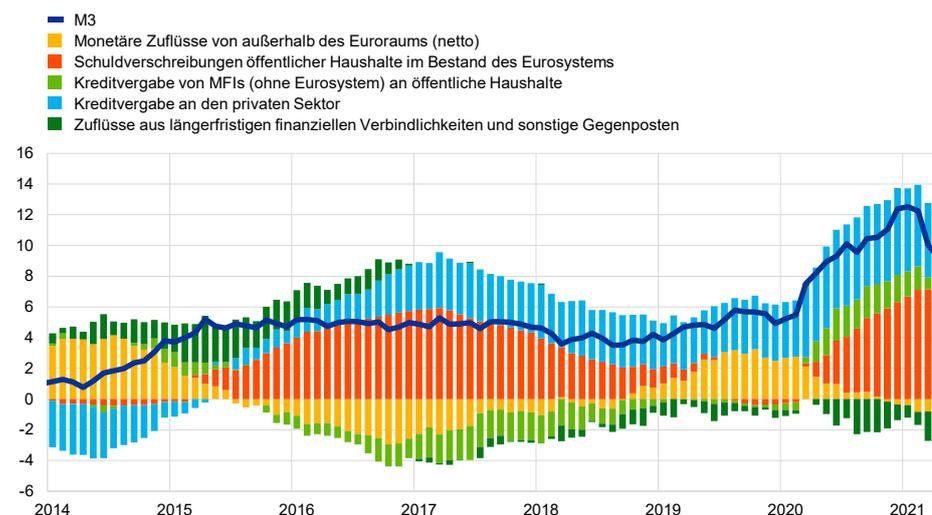
**Das Wachstum der täglich fälligen Einlagen verlangsamte sich erneut.** Ihr jährlicher Zuwachs schwächte sich von 14,2 % im März auf 12,7 % im April ab. Ursächlich hierfür war in erster Linie die Entwicklung der Einlagenbestände der Unternehmen und privaten Haushalte. In den einzelnen Ländern entwickelten sich die Unternehmenseinlagen im Berichtsmonat allerdings uneinheitlich, was sowohl dem unterschiedlichen Liquiditätsbedarf der Unternehmen als auch der Heterogenität der staatlichen Stützungsmaßnahmen geschuldet war. Die Jahreswachstumsrate des Bargeldumlaufs blieb indes mit 9,8 % relativ stabil. Während der Pandemie war eine starke Präferenz des geldhaltenden Sektors für täglich fällige Einlagen zu beobachten. Diese war durch Vorsichtsmotive sowie durch das sehr niedrige Zinsniveau bedingt, das die Opportunitätskosten für das Halten solcher Instrumente verringert.

**Die Geldschöpfung wurde weiterhin von den Ankaufprogrammen des Eurosystems bestimmt.** Im April leistete der Nettoerwerb von Schuldverschreibungen öffentlicher Haushalte durch das Eurosystem, der im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) erfolgte, den größten Beitrag zum M3-Wachstum (siehe die roten Balkenabschnitte in Abbildung 20). Auch die Kredite an den privaten Sektor trugen zur M3-Dynamik bei (siehe die blauen Balkenabschnitte). Die Kreditvergabe der Banken an öffentliche Haushalte leistete hingegen keinen positiven Wachstumsbeitrag mehr, da Staatsanleihen veräußert und zudem weniger neue Staatsschuldtitle emittiert wurden (siehe die hellgrünen Balkenabschnitte). Die monetären Zuflüsse von außerhalb des Euroraums (netto) hatten nach wie vor einen leicht dämpfenden Effekt auf die Geldschöpfung (siehe die gelben Balkenabschnitte). Die längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten – und vor allem die sonstigen Gegenposten – leisteten ebenfalls weiterhin einen negativen Beitrag zum M3-Wachstum (siehe die dunkelgrünen Balkenabschnitte). Zugleich ersetzten die Banken angesichts der günstigen Bedingungen der gezielten längerfristigen

Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) weiterhin bestehende Finanzierungen durch GLRG-Mittel, wodurch ein geringer positiver Beitrag zum jährlichen M3-Wachstum entstand.

**Abbildung 20**  
M3 und Gegenposten

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



Quelle: EZB.

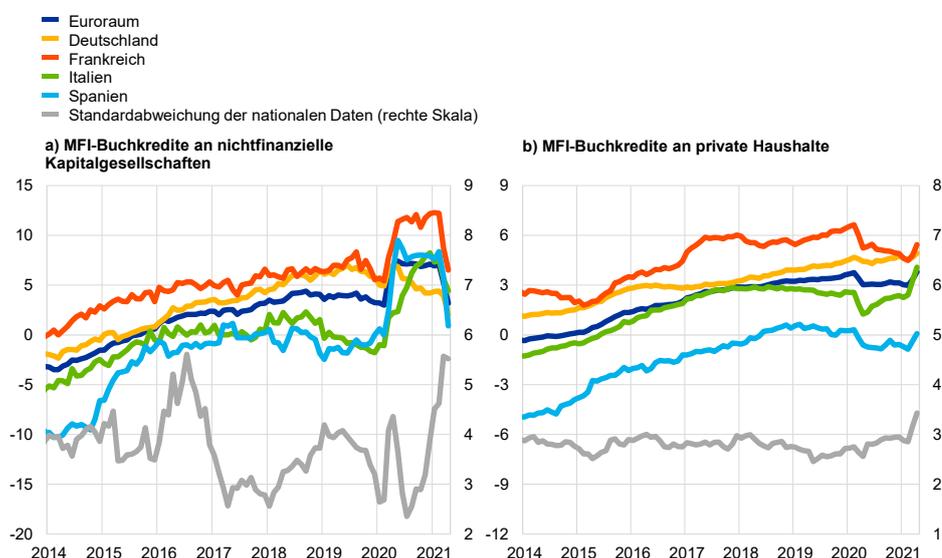
Anmerkung: Die Kreditvergabe an den privaten Sektor umfasst sowohl die Buchkredite von monetären Finanzinstituten (MFIs) an den privaten Sektor als auch die Bestände der MFIs an Schuldverschreibungen des privaten Sektors (ohne MFIs) im Euroraum. Somit schlägt sich darin auch der Erwerb von Schuldverschreibungen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

**Das Wachstum der Kredite an den privaten Sektor sank im April wieder auf das vor der Pandemie verzeichnete Niveau.** Die jährliche Zuwachsrate der Bankkredite an den privaten Sektor verringerte sich von 3,6 % im März auf 3,2 % im April (siehe Abbildung 19). Maßgeblich hierfür war ein schwächerer jährlicher Zuwachs der Unternehmenskredite (3,2 % im April nach 5,3 % im März). Das Jahreswachstum der Kredite an private Haushalte beschleunigte sich indes auf 3,8 %, nachdem es sich zuvor seit Juni 2020 bei Werten um die 3,0 % bewegt hatte (siehe Abbildung 21). Die geringere Ausreichung von Unternehmenskrediten im April dürfte mit mehreren Faktoren zusammenhängen. Zum einen könnte sie Ausdruck eines gesunkenen Liquiditätsbedarfs der Unternehmen sein, nun da sich in den am stärksten von der Pandemie betroffenen Sektoren eine Erholung abzeichnet. Außerdem waren im März umfangreiche Kreditströme verzeichnet worden, unter anderem weil einige Banken Kreditvergaben zeitlich vorzogen, um die Benchmarks für die GLRG-Geschäfte zu erreichen und somit von den attraktiven Konditionen dieser Geschäfte profitieren zu können. Vor dem Hintergrund der Covid-19-Krise verlagerte sich die Nachfrage der Unternehmen weiter von kürzerfristigen hin zu längerfristigen Darlehen.

## Abbildung 21

### MFI-Buchkredite in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Standardabweichung)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Buchkredite sind um Verkäufe und Verbriefungen und bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften auch um fiktives Cash-Pooling bereinigt. Die Standardabweichung wird anhand der Minimal- und Maximalwerte einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2021.

#### Die Gesamtkreditvergabe an private Haushalte beschleunigte sich im April

(siehe Abbildung 21). Dies war vor allem den Wohnungsbaukrediten geschuldet, deren Jahreswachstumsrate auf 5,4 % und damit auf den höchsten Wert seit dem Ausbruch der globalen Finanzkrise kletterte. Gleichzeitig kehrte sich die jährliche Zuwachsrate der Konsumentenkredite vor dem Hintergrund einer Aufhellung des Verbrauchervertrauens und verbesserter Konsummöglichkeiten ins Positive (0,3 % im April nach -1,7 % im März). In erster Linie schienen die Haushalte ihre gestiegenen Konsumausgaben jedoch über die im vergangenen Jahr akkumulierten Einlagen finanziert zu haben. Die Jahresänderungsrate der sonstigen Kredite an private Haushalte blieb im April mit 1,5 % weitgehend unverändert. Damit entwickelte sich diese Kreditkategorie trotz einer leichten Verbesserung in den letzten Monaten weiterhin verhalten, was vor allem durch die Ausleihungen an kleine Unternehmen (Einzelunternehmen und Personengesellschaften ohne Rechtspersönlichkeit) bedingt war. Diese profitierten zwar von den staatlichen Stützungsmaßnahmen zur Deckung ihres Finanzbedarfs, waren aber auch besonders stark vom Konjunkturreinbruch betroffen.

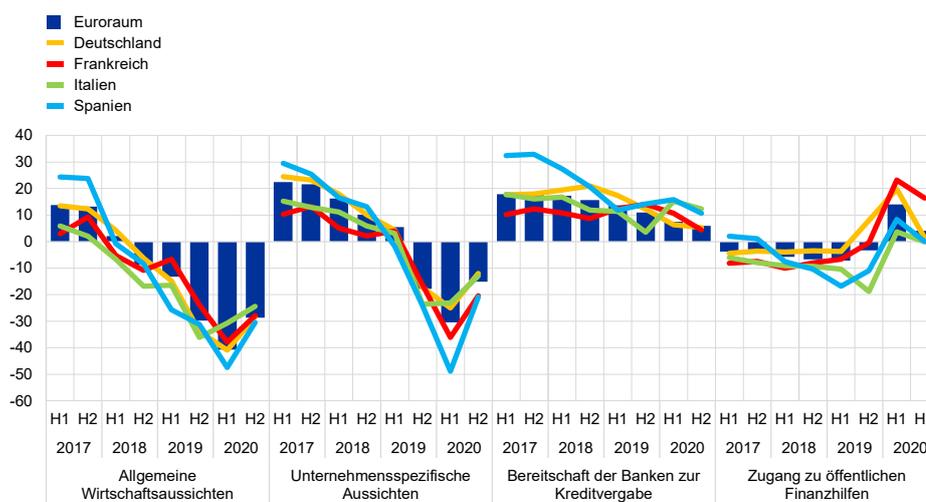
#### Hinter der allgemeinen Abschwächung der Kreditvergabe an Unternehmen verbirgt sich eine gewisse Heterogenität.

In der jüngsten [Umfrage zum Zugang kleiner und mittlerer Unternehmen zu Finanzmitteln](#) (SAFE), die sich auf den Zeitraum von Oktober 2020 bis März 2021 bezieht, vermeldeten unter dem Strich nur noch 3 % der befragten kleinen und mittleren Unternehmen (KMUs) im Euroraum eine Verbesserung der Verfügbarkeit von Bankkrediten, verglichen mit per saldo 6 % in der vorherigen Umfragerunde. Am pessimistischsten wurde die Lage von den Kleinunternehmen eingeschätzt. Diese konstatierten erstmals seit Mitte 2015 eine schlechtere Verfügbarkeit von Bankkrediten, während

Großunternehmen die Kreditverfügbarkeit wieder so hoch einschätzten wie vor der Corona-Pandemie. Indes gaben per saldo weniger KMUs an, dass das gesamtwirtschaftliche Umfeld ihren Zugang zu Finanzmitteln beeinträchtigt habe (siehe Abbildung 22). Hier entsprechen die Ergebnisse weitgehend den kurz vor Pandemieausbruch verzeichneten Werten und spiegeln vermutlich den günstigen Einfluss der anhaltenden politischen Hilfsmaßnahmen wider. Zugleich gaben per saldo etwas weniger KMUs an, dass sich die Kreditvergabebereitschaft der Banken verbessert habe. Außerdem meldeten unter dem Strich auch weniger KMUs einen besseren Zugang zu öffentlichen Finanzhilfen. Dies dürfte auf die geringere Inanspruchnahme staatlicher Garantien gegen Jahresende 2020 zurückzuführen sein. Bei den Fragen, die konkret auf die staatlichen Pandemiehilfsprogramme abzielten, bestätigten die meisten KMUs, dass sie in den letzten zwölf Monaten Zugang zu solchen Programmen hatten und dass diese ihnen halfen, ihre unmittelbaren und kurzfristigen Zahlungsverpflichtungen zu erfüllen (siehe auch Kasten 2 im vorliegenden Monatsbericht).

**Abbildung 22**  
Einflussfaktoren für die Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln für KMUs im Euroraum

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Abbildung bezieht sich auf eine Frage in der SAFE-Umfrage, in der die Unternehmen angeben sollten, ob sich die genannten Faktoren in den vorangegangenen sechs Monaten verbessert oder verschlechtert haben oder unverändert geblieben sind. Der prozentuale Saldo ist die Differenz zwischen dem Anteil der Unternehmen, die eine Verbesserung des betreffenden Faktors meldeten, und dem Anteil der Unternehmen, die eine Verschlechterung angaben. Die Angaben beziehen sich auf die Umfragerunden 17 (April bis September 2017) bis 24 (Oktober 2020 bis März 2021).

**Die Banken profitieren zwar nach wie vor von günstigen Refinanzierungsbedingungen, doch das zunehmende Kreditrisiko beeinträchtigt ihre Intermediationsfähigkeit.**

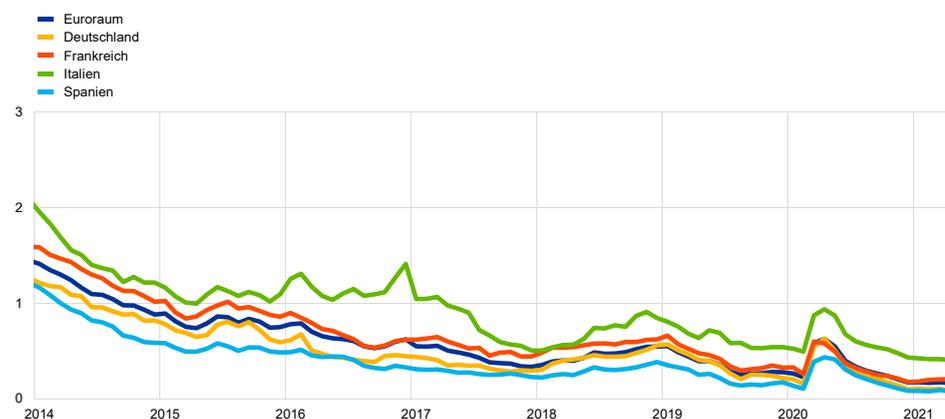
Obwohl die Renditen von Bankanleihen seit Jahresbeginn gestiegen sind, blieb der Indikator für die Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum dank der umfangreichen Unterstützung durch die Geldpolitik und der fortdauernden Hilfsprogramme von Regierungen und Aufsichtsbehörden unter dem vor der Pandemie verzeichneten Niveau (siehe Abbildung 23). Das APP und das PEPP üben einen Abwärtsdruck auf die Renditen aus, und die Banken sind dazu übergegangen, am Markt aufgenommene Mittel zum

Teil durch die zu sehr günstigen Konditionen verfügbaren GLRGs zu ersetzen. Beide Faktoren wirken sich zudem förderlich auf die Bedingungen an den Märkten für Bankanleihen aus. Darüber hinaus werden die Preise für gedeckte Bankanleihen durch das dritte Programm der EZB zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3) direkt gestützt. Die Einlagenzinsen im Euro-Währungsgebiet lagen im April 2021 nach wie vor weitgehend unverändert auf historischen Tiefständen. Angesichts der effektiven Weitergabe der Negativzinsen trugen sie damit zur Wahrung günstiger Fremdfinanzierungsbedingungen bei. Seit Beginn der Pandemie haben die Banken im Euroraum immer häufiger negative Zinsen auf Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften erhoben. Inwieweit sich eine Bank dies erlauben kann, hängt von ihrer Marktmacht ab. Die Zinsen für Einlagen privater Haushalte liegen tendenziell noch immer bei oder über null, wodurch die Nettozinsmarge der Banken schrumpft. Zwar konnten die Banken ihre Verlustabsorptionsfähigkeit im Schlussquartal 2020 weiter stärken, indem sie ihre Kapitalausstattung verbesserten, doch könnten steigende Kreditrisiken und eine geringe Profitabilität ihre Fähigkeit, Kredite auszureichen, beeinträchtigen. Aus der [Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet](#) vom April 2021 geht hervor, dass die Banken ihre Kreditrichtlinien im ersten Quartal 2021 abermals verschärften, wenn auch nur für Unternehmenskredite und nicht so stark wie in den beiden Quartalen zuvor. Grund für die Verschärfung waren eine gestiegene Risikoeinschätzung und eine gesunkene Risikotoleranz der Banken infolge der Pandemie.

### Abbildung 23

#### Indikator für die Fremdfinanzierungskosten der Banken

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



Quellen: EZB, Markt iBoxx und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der in den Indikator eingehende gewichtete Zinssatz für die einlagenbasierte Finanzierung entspricht dem Durchschnitt aus den Neugeschäftszinssätzen für täglich fällige Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist (gewichtet mit den jeweiligen Beständen). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2021.

#### Die Zinsen für Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften stiegen zwar an, waren aber immer noch niedrig.

Nach einem Rückgang im ersten Quartal 2021 erhöhten sich die gewichteten Bankzinsen für Unternehmenskredite im April um 17 Basispunkte auf 1,56 %, während die entsprechenden Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte auf einem Rekordtiefstand von 1,31 % verharrten (siehe Abbildung 24). Die Entwicklung spiegelt den anhaltenden Einfluss

der Hilfsmaßnahmen wider, die von der EZB, den Aufsichtsbehörden und den nationalen Regierungen ergriffen wurden, um die Kreditangebotsbedingungen – insbesondere für die am stärksten von der Pandemie betroffenen Unternehmen – zu stützen. Der Abstand zwischen den Bankkreditzinsen für sehr kleine Kredite und für große Kredite hat sich auf einem Niveau stabilisiert, wie es vor der Pandemie verzeichnet worden war. Zugleich ist die Unsicherheit bezüglich der längerfristigen Folgen der Pandemie für die Wirtschaft – und damit auch für die Bonität der Kreditnehmer und die Bilanzen der Banken – nach wie vor hoch. Um zu vermeiden, dass diese Unsicherheit auf breiter Front zu einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen führt, die die wirtschaftlichen Auswirkungen der Pandemie verstärken würde, sind sämtliche aktuellen Hilfsmaßnahmen auch weiter unerlässlich.

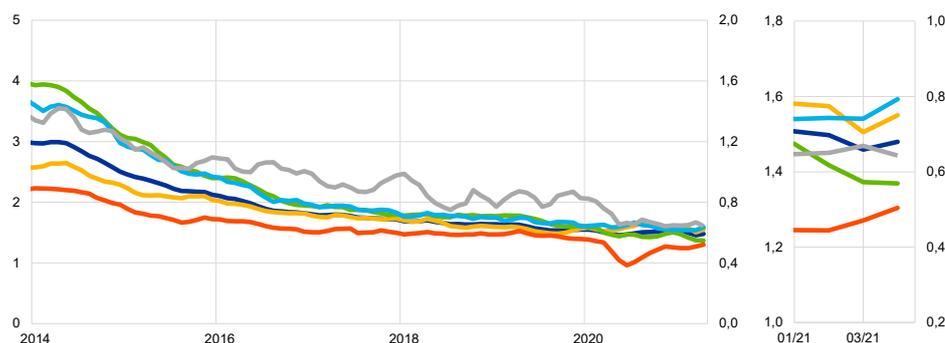
### Abbildung 24

#### Gewichtete Kreditzinsen der Banken in ausgewählten Ländern des Euroraums

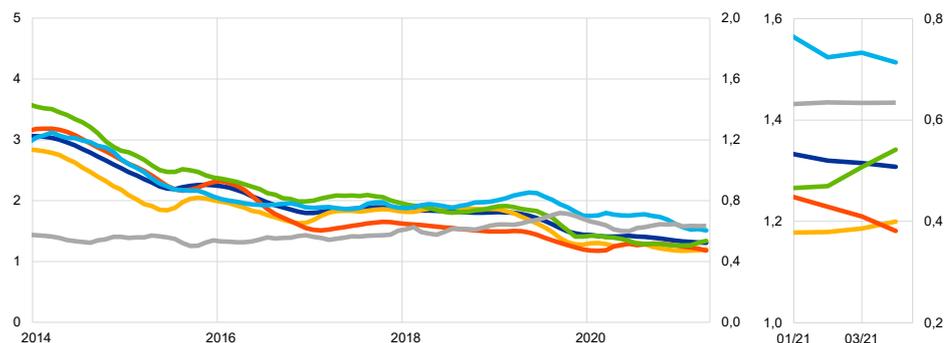
(in % p. a. (gleitender Dreimonatsdurchschnitt); Standardabweichung)

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

a) Zinssätze für Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften



b) Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Indikatoren der Bankkreditkosten insgesamt errechnen sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monats-Durchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die Standardabweichung wird anhand einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2021.

**Das Gesamtaußenfinanzierungsvolumen der Unternehmen nahm im ersten Quartal 2021 geringfügig zu.** Die Jahreswachstumsrate der Außenfinanzierung belief sich im März 2021 auf 4,5 %. Was die kürzerfristige Dynamik anbelangt, so kehrte sich der Abwärtstrend, der sich Ende des letzten Sommers abzeichnete,

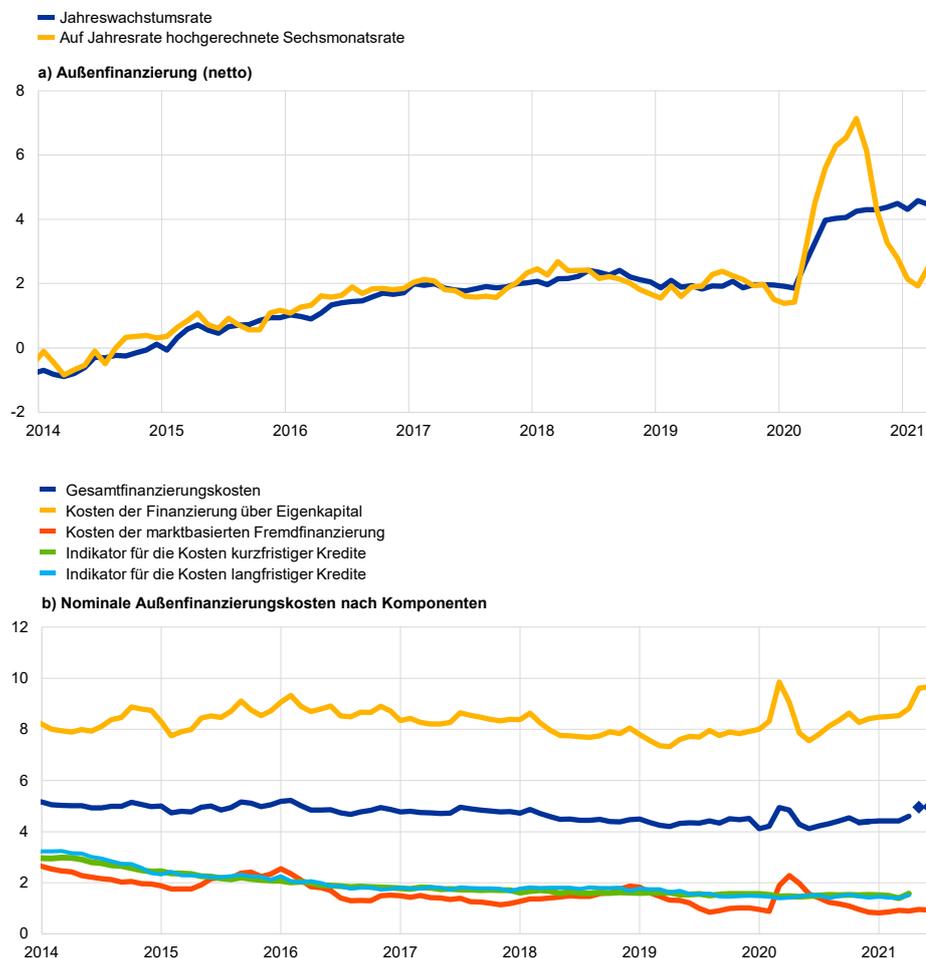
wieder um. Ausschlaggebend für diese Entwicklungen waren die Kreditaufnahme bei Banken und in geringerem Maße die Nettoemission börsennotierter Aktien (siehe Abbildung 25, Grafik a). Die Unternehmen haben ihre marktbasierende Fremdmittelbeschaffung zurückgefahren. Gleichwohl wirkten sich die günstigen Refinanzierungsbedingungen weiterhin positiv auf die Außenfinanzierungsströme aus. Die Motive für die Kreditaufnahme bei Banken waren in den einzelnen Sektoren unterschiedlich: So dürften exportorientierte Sektoren von der Verbesserung der weltweiten Lage profitiert haben. In einigen Ländern herrschte zudem eine rege Bautätigkeit. Andere Sektoren, die stärker unter den Folgen der Pandemie litten, benötigten hingegen mehr Liquidität.

**Die nominalen Gesamtkosten der Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (bestehend aus Bankkrediten, Anleiheemissionen am Markt und der Finanzierung über Eigenkapital) waren trotz eines leichten Anstiegs nach wie vor niedrig.** Ende April betragen sie 4,6 % und lagen damit rund 30 Basispunkte unter dem Höchststand vom März 2020 und 50 Basispunkte über dem historischen Tiefstand vom Juni 2020 (siehe Abbildung 25, Grafik b). Die geringfügige Zunahme der Gesamtfinanzierungskosten in den ersten vier Monaten des laufenden Jahres hing mit höheren Eigenkapitalkosten zusammen, die wiederum auf höhere risikofreie Zinssätze sowie eine gestiegene Aktienrisikoprämie zurückzuführen waren. Allerdings wurde der Anstieg der risikofreien Zinssätze durch eine weitere Verengung der Spreads von Unternehmensanleihen ausgeglichen, sodass die Kosten für die marktbasierende Fremdfinanzierung unter dem Strich praktisch unverändert blieben. Auch Bankkredite – insbesondere langfristige Darlehen – verteuerten sich ein wenig. In der Zeit von Ende April bis zum Ende des Referenzzeitraums am 9. Juni 2021 erhöhten sich die Gesamtfinanzierungskosten Schätzungen zufolge um rund 35 Basispunkte, vor allem aufgrund gestiegener Kosten für die Eigenkapitalfinanzierung. Ursächlich dafür war ein leichter Anstieg der Aktienrisikoprämie, der – wie auch die Ergebnisse von Unternehmensbefragungen nahelegen – auf außergewöhnlich stark steigende langfristigen Gewinnerwartungen der Unternehmen folgte. Die Diskontierungssätze lagen unterdessen weiterhin insgesamt auf niedrigem Niveau. Angesichts des starken Anstiegs der Gewinnerwartungen und der noch immer niedrigen Diskontierungssätze hätten die Aktienkurse Modellschätzungen zufolge etwas stärker anziehen müssen, als sie es tatsächlich taten. Dies schlägt sich mechanisch in einer etwas höheren Aktienrisikoprämie nieder. Die Kosten für die marktbasierende Fremdfinanzierung nahmen im gleichen Zeitraum nur geringfügig zu. So wurden die höheren risikofreien Zinssätze sowohl im Investment-Grade-Bereich als auch in den Hochzinssegmenten durch eine weitere Verengung der Unternehmensanleihespreads fast vollständig ausgeglichen.

## Abbildung 25

### Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum

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



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

Anmerkung: Grafik a: Die Außenfinanzierung (netto) ist die Summe aus MFI-Buchkrediten, der Nettoemission von Schuldverschreibungen und der Nettoemission börsennotierter Aktien. Die MFI-Buchkredite sind um Verkäufe, Verbriefungen und Cash-Pooling bereinigt. Grafik b: Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften entsprechen dem gewichteten Mittel der Kosten von Bankkrediten, der marktbasierter Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital, bezogen auf die entsprechenden Bestandsgrößen. Die dunkelblauen Rauten markieren die Nowcasts der Gesamtfinanzierungskosten für Mai und Juni 2021, die auf der Annahme beruhen, dass die Bankkreditzinsen unverändert auf ihrem Niveau von April 2021 verbleiben. In Grafik a beziehen sich die jüngsten Angaben auf März 2021. In Grafik b beziehen sich die jüngsten Angaben auf den 9. Juni 2021 (Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung; Monatsdurchschnitt der täglichen Daten), den 4. Juni 2021 (Kosten der Finanzierung über Eigenkapital; wöchentliche Daten) bzw. April 2021 (Kreditkosten; monatliche Daten).

*Infolge des sehr starken Konjunkturerinbruchs während der Corona-Pandemie (Covid-19) und der umfassenden finanzpolitischen Reaktion hat sich das gesamtstaatliche Haushaltsdefizit im Euro-Währungsgebiet im Jahr 2020 deutlich erhöht, und zwar auf 7,3 % des BIP nach 0,6 % im Jahr 2019. Vor dem Hintergrund weiterer Pandemiewellen wurden im laufenden Jahr viele der ergriffenen Notmaßnahmen verlängert und zusätzliche Maßnahmen zur Stützung der wirtschaftlichen Erholung eingeleitet. Daher gehen die Expertinnen und Experten des Eurosystems in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2021 davon aus, dass sich der euroraumweite öffentliche Finanzierungssaldo in diesem Jahr nur leicht verbessern und -7,1 % des BIP betragen wird. Sobald jedoch die Pandemie abklingt und sich der Aufschwung festigt, dürfte die Defizitquote in rascherem Tempo sinken, sodass sie 2022 voraussichtlich bei 3,4 % und 2023 – am Ende des Projektionszeitraums – bei 2,6 % liegen wird. Die Staatsverschuldung im Euroraum wird den Projektionen zufolge in diesem Jahr mit knapp 100 % des BIP ihren Höchststand erreichen und danach bis 2023 auf rund 95 % des BIP zurückgehen, womit sie ihr Vorkrisenniveau um 11 Prozentpunkte übersteigen würde. Gleichwohl bleibt ein ambitionierter und koordinierter finanzpolitischer Kurs erforderlich. Wird die fiskalische Unterstützung zu früh zurückgenommen, besteht die Gefahr, dass die Erholung schwächer ausfällt und die längerfristigen negativen Folgen verstärkt werden. Die Unternehmen und privaten Haushalte, die am härtesten von der andauernden Pandemie und den damit verbundenen Eindämmungsmaßnahmen getroffen werden, sollten daher auch künftig die dringend benötigte Unterstützung durch die nationale Finanzpolitik zeitnah erhalten. Zugleich sollten die finanzpolitischen Maßnahmen weiterhin befristet und antizyklisch sein, während sie hinreichend zielgerichtet sein müssen, um Schwachstellen wirksam anzugehen und eine zügige Erholung der Wirtschaft des Euroraums zu begünstigen. Der Aufbauplan „Next Generation EU“ (NGEU) dürfte eine wichtige Ergänzung zum nationalen finanzpolitischen Handeln darstellen, da er zu einer rascheren, stärkeren und einheitlicheren Erholung beiträgt. NGEU sollte die Widerstandskraft und das Wachstumspotenzial in den Volkswirtschaften der EU erhöhen. Dies gilt umso mehr, wenn die Mittel für produktive Staatsausgaben eingesetzt und gleichzeitig produktivitätssteigernde Strukturmaßnahmen ergriffen werden. Der zusätzliche Konjunkturimpuls durch NGEU-Transfers und -Kredite wird sich gemäß den aktuellen Projektionen im Zeitraum von 2021 bis 2023 auf jährlich rund 0,5 % des BIP belaufen.*

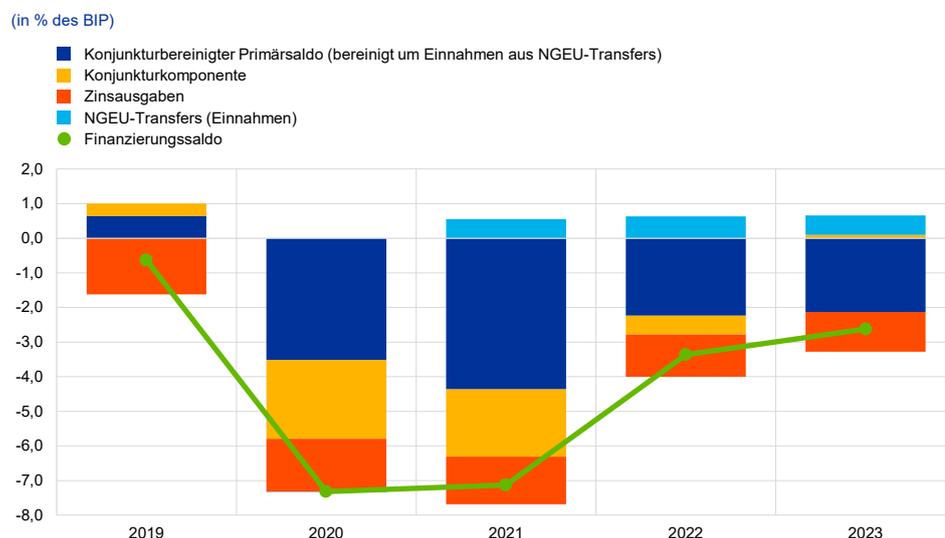
**Den gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2021 zufolge wird sich der öffentliche Finanzierungssaldo im Euroraum in diesem Jahr nur geringfügig, ab 2022 jedoch deutlich verbessern.**<sup>11</sup> Die gesamtstaatliche Defizitquote im Eurogebiet stieg 2020 auf 7,3 %<sup>12</sup>, verglichen mit 0,6 % im Jahr 2019. Damit erreichte sie den höchsten Stand seit Einführung des Euro. Sie wird laut

<sup>11</sup> Siehe EZB, [Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), Juni 2021.

<sup>12</sup> Aufgrund aktualisierter Daten zu Deutschland wurde der Haushaltssaldo im Euroraum für 2020 gegenüber der ersten Datenveröffentlichung von Eurostat vom 22. April 2021 (-7,2 % des BIP) korrigiert.

Projektionen in diesem Jahr nur geringfügig auf 7,1 % zurückgehen. Danach dürfte sie stärker sinken – auf 3,4 % im Jahr 2022 und 2,6 % im Jahr 2023 (siehe Abbildung 26). Die Ausweitung des Haushaltsdefizits im vergangenen Jahr war größtenteils einer Verschlechterung des konjunkturbereinigten Primärsaldos geschuldet. Diese war wiederum die Folge der pandemiebedingten wirtschaftlichen Stützungsmaßnahmen im Umfang von rund 4 % des BIP. In den aktuellen Projektionen wird davon ausgegangen, dass sich die Maßnahmen zur Eindämmung der Krise und Unterstützung des Aufschwungs in diesem Jahr auf rund 4 ½ % des BIP belaufen werden. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Regierungen ihre Notmaßnahmen entweder verlängert oder nach und nach ausgeweitet bzw. zusätzliche – zum Teil mit NGEU-Mitteln finanzierte – Maßnahmen ergriffen haben, um die wirtschaftliche Erholung zu stützen. Eine weitere Ursache des Defizitanstiegs im Jahr 2020 ist die stark negative Konjunkturkomponente. Sie dürfte sich ab 2021 verbessern, wenn auch zunächst nur geringfügig. Als Grund für die gegenüber 2021 deutlichere Verbesserung des öffentlichen Finanzierungssaldos ab dem Jahr 2022 wird in den Projektionen ein höherer konjunkturbereinigter Primärsaldo genannt. Dieser ergibt sich daraus, dass ein Großteil der pandemiebedingten Notmaßnahmen (die nicht mit NGEU-Transfers finanziert wurden) auslaufen werden. Darüber hinaus dürfte der Beitrag der Konjunkturkomponente ab 2022 rasch zunehmen. Die allmählich sinkenden Zinsausgaben dürften sich – zwar in geringerem Maße, aber im gesamten Projektionszeitraum – ebenfalls positiv auf den Finanzierungssaldo auswirken.

**Abbildung 26**  
**Öffentlicher Finanzierungssaldo und seine Zusammensetzung**



Quellen: EZB und EZB, Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen, Juni 2021.  
 Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf das Aggregat des Sektors Staat der Euro-Länder.

**In den aktuellen Projektionen für den Euroraum sind für den Zeitraum 2021-2023 NGEU-Transfers in Höhe von jährlich rund 0,6 % des BIP berücksichtigt. Es wird angenommen, dass sie im Verbund mit dem begrenzten Umfang an Krediten einen zusätzlichen Konjunkturimpuls in Höhe von jährlich 0,5 % des BIP finanzieren.** In den Projektionen des Eurosystems

werden für den Zeitraum 2021-2023 NGEU-Transfers von rund 1 ¼ % des BIP unterstellt. Hinzu kommen Kredite im Umfang von rund 0,3 % des BIP, sodass mit NGEU-Mitteln insgesamt Ausgaben in Höhe von knapp 1,9 % des BIP finanziert werden. Gut 1,5 % hiervon werden laut Projektionen für zusätzliche Stimulierungsmaßnahmen verwendet, während die verbleibenden Mittel in bestehende Programme fließen.

**Der fiskalische Kurs im Eurogebiet war 2020 sehr expansiv und dürfte auch 2021 expansiv bleiben.**<sup>13</sup> Es wird erwartet, dass der fiskalische Kurs nach den sehr umfangreichen Stützungsmaßnahmen ab dem Jahr 2022 wieder gestrafft wird, wenn die fiskalische Unterstützung mit dem Auslaufen der pandemiebedingten, befristeten Hilfsmaßnahmen nach und nach geringer wird. Im Jahr 2023 dürfte der fiskalische Kurs weitgehend neutral ausfallen.<sup>14</sup> Dessen ungeachtet bleibt das Ausmaß der Fiskalmaßnahmen zur Unterstützung der wirtschaftlichen Erholung während des gesamten Projektionszeitraums hoch. Dies zeigt sich in einem weiterhin deutlich negativen Primärsaldo, der sich – ausgehend von -5,8 % des BIP im laufenden Jahr – bis 2023 nur schrittweise auf -1,5 % des BIP verbessern wird.

**Die Länder des Eurogebiets haben nicht nur fiskalpolitische Maßnahmen zur Stützung ihrer Volkswirtschaften ergriffen, sondern auch umfangreiche Kreditgarantien übernommen bzw. Ermächtigungen dafür vorgesehen, um die Liquiditätsposition der Unternehmen zu stärken.** Insgesamt belaufen sich diese Garantien und Ermächtigungen auf rund 19 % des euroraumweiten BIP 2021. Allerdings ist der Umfang der Ermächtigungsrahmen und der Inanspruchnahme in den Mitgliedstaaten sehr unterschiedlich. Die Kreditgarantien stellen Eventualverbindlichkeiten der Staaten dar; bei Inanspruchnahme führen sie zu öffentlichen Mehrausgaben und damit zu einem Anstieg der Staatsverschuldung.

**Den jüngsten Projektionen zufolge wird der Finanzierungssaldo im laufenden Jahr deutlich niedriger ausfallen, als dies noch in den Stabsprojektionen der EZB vom März 2021 erwartet worden war. Auch die Projektion für 2022 und 2023 wurde etwas nach unten revidiert.** So wurde die gesamtstaatliche Defizitquote für 2021 um 1,0 Prozentpunkte und für die beiden Folgejahre um 0,2 Prozentpunkte bzw. 0,3 Prozentpunkte nach unten korrigiert. Diese Korrekturen ergeben sich im Jahr 2021 vor allem aus den umfangreicheren diskretionären Maßnahmen, die die Finanzpolitik als Reaktion auf die Pandemie ergreift und die nur teilweise durch einen stärkeren Beitrag des Konjunkturzyklus kompensiert werden.

---

<sup>13</sup> Der fiskalische Kurs spiegelt Richtung und Ausmaß des Impulses der diskretionären Fiskalpolitik auf die Volkswirtschaft – ohne die automatische Reaktion der öffentlichen Finanzen auf den Konjunkturzyklus – wider. Er wird hier anhand der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos ohne Anrechnung der staatlichen Unterstützungsleistungen für den Finanzsektor gemessen. Da die Einnahmen aus den NGEU-Transfers aus dem EU-Haushalt keine dämpfende Wirkung auf die Nachfrage haben, werden sie aus dem konjunkturbereinigten Primärsaldo herausgerechnet. Ferner ist zu beachten, dass die Fiskalprojektionen zum Eurogebiet, auf die in diesem Abschnitt Bezug genommenen wird, nicht die Auswirkung der NGEU-Transfers auf die europäische, supranationale Defizit- bzw. Schuldenquote berücksichtigen. Zum Konzept des Fiskalkurses im Euroraum siehe EZB, [Der fiskalische Kurs im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2016, Juni 2016.

<sup>14</sup> Der fiskalische Kurs belief sich den Schätzungen zufolge im Jahr 2020 auf -4,2 Prozentpunkte des BIP. Bereinigt um Einnahmen aus NGEU-Transfers dürfte er 2021 bei -1 Prozentpunkt, 2022 bei +2,1 Prozentpunkten und 2023 bei +0,1 Prozentpunkten des BIP liegen.

Die projizierten Zinsausgaben entsprechen weitgehend den Vorausberechnungen vom März.

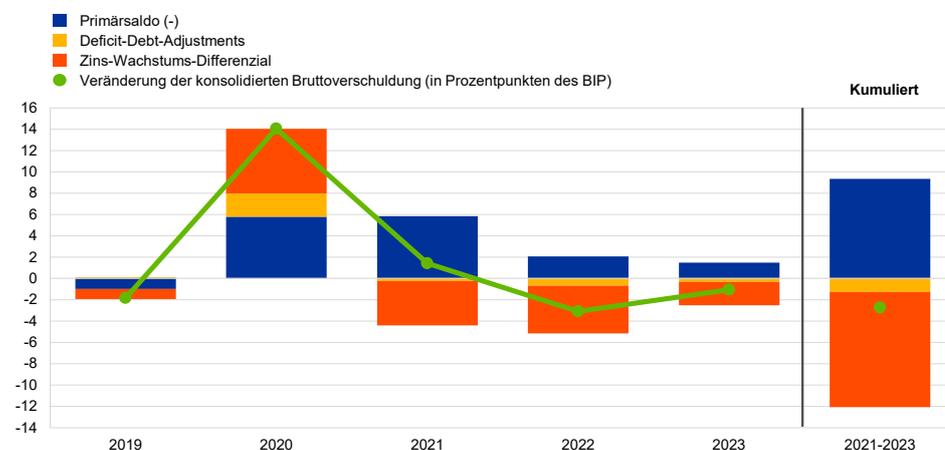
**Nach einem starken Anstieg im Jahr 2020 dürfte die gesamtstaatliche Schuldenquote im Eurogebiet im laufenden Jahr einen Höchststand von knapp 100 % erreichen und danach bis 2023 allmählich auf rund 95 % zurückgehen.**

Die Erhöhung der Schuldenquote um 14 Prozentpunkte im Jahr 2020 spiegelt die Kombination aus einem hohen Primärdefizit und einem sehr ungünstigen Zins-Wachstums-Differenzial, aber auch signifikante Deficit-Debt-Adjustments – welche unter anderem pandemiebedingten Liquiditätshilfen geschuldet sind – wider. Im laufenden Jahr wird der noch immer stark defizitäre Primärsaldo nur teilweise durch einen deutlich schuldensenkenden Beitrag des Zins-Wachstums-Differenzials ausgeglichen. In den beiden Folgejahren wird die Schuldenquote indes zu sinken beginnen, da niedrigere Primärdefizite durch günstige Beiträge des Zins-Wachstums-Differenzials und in geringerem Umfang auch durch negative Deficit-Debt-Adjustments überwogen werden (siehe Abbildung 27). Im Ergebnis dürfte die öffentliche Schuldenquote am Ende des Projektionszeitraums im Jahr 2023 rund 11 Prozentpunkte über ihrem Vorkrisenstand liegen. Gleichwohl hat die Coronakrise die Entwicklung der öffentlichen Schuldenstände etwas weniger belastet, als in ihrer Anfangsphase allgemein erwartet worden war.

**Abbildung 27**

**Veränderung der Staatsverschuldung und Bestimmungsfaktoren**

(soweit nicht anders angegeben, in % des BIP)



Quellen: EZB und EZB, Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen, Juni 2021.  
Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf das Aggregat des Sektors Staat der Euro-Länder.

**Die Unternehmen und privaten Haushalte, die am härtesten von der andauernden Pandemie und den damit verbundenen Eindämmungsmaßnahmen getroffen werden, sollten auch künftig die dringend benötigte Unterstützung durch die nationale Finanzpolitik zeitnah erhalten.** Wird die fiskalische Unterstützung zu früh zurückgenommen, besteht die Gefahr, dass die Erholung schwächer ausfällt und die längerfristigen negativen Folgen verstärkt werden. Zugleich sollten die finanzpolitischen Maßnahmen weiterhin befristet und antizyklisch sein, während sie hinreichend zielgerichtet sein müssen, um Schwachstellen wirksam anzugehen und eine zügige Erholung der Wirtschaft des

Euroraums zu begünstigen. Der erwartete Konjunkturaufschwung und insbesondere auch die Finanzierungsbedingungen, von denen weiterhin eine stützende Wirkung ausgehen dürfte, werden der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zugutekommen. Es ist freilich nach wie vor unerlässlich, dass die Mitgliedstaaten ihre Haushaltsungleichgewichte schrittweise abbauen, sobald sich die Konjunktur hinreichend erholt hat. Eine entschieden wachstumsfreundlichere Ausgestaltung der Staatsfinanzen sowie Strukturreformen, die das Wachstumspotenzial der Volkswirtschaften im Eurogebiet erhöhen, können die Länder hier einen großen Schritt voranbringen. In diese Richtung zielen auch die finanzpolitischen Kommissionsempfehlungen vom 2. Juni (siehe hierzu Kasten 7). Die Aufbau- und Resilienzfazilität von NGEU kann diesbezüglich wertvolle Unterstützung leisten, indem sie nicht zuletzt den ökologischen und digitalen Wandel beschleunigt.

# Kästen

## 1 Entwicklung der Leistungsbilanz im Euro-Währungsgebiet während der Pandemie

**Michael Fidora, Fausto Pastoris und Martin Schmitz**

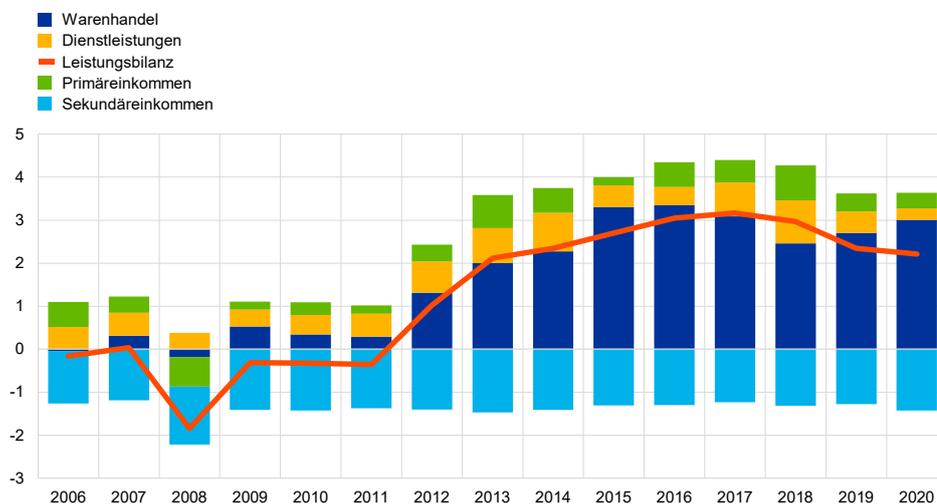
**Trotz der verstärkt volatilen Entwicklung der Konjunktur und des Welthandels wegen der Corona-Pandemie (Covid-19) verringerte sich der Leistungsbilanzüberschuss des Euroraums 2020 gegenüber dem Vorjahr nur leicht, und zwar von 2,3 % des BIP auf 2,2 % des BIP** (siehe Abbildung A, Grafik a). Allerdings verbirgt sich hinter dem moderaten Rückgang des am BIP gemessenen Überschusses eine deutliche wertmäßige Verringerung auf 250 Mrd € im Jahr 2020, verglichen mit einem Überschuss von 280 Mrd € im Jahr zuvor. Grund hierfür war eine drastische Abnahme des BIP in diesem Zeitraum. Überdies kam es zu erheblichen Veränderungen der Handelsstruktur und der geografischen Aufschlüsselung des Überschusses sowie der jeweils zugrunde liegenden außenwirtschaftlichen Transaktionen (Einnahmen und Ausgaben, brutto). Im vorliegenden Kasten wird aufgezeigt, welche Entwicklungen die Leistungsbilanz des Eurogebiets im Jahr 2020 maßgeblich geprägt haben. Dabei liegt der Schwerpunkt auf der Frage, wie die Pandemie die verschiedenen Komponenten der Leistungsbilanz beeinflusst hat.

## Abbildung A

### Entwicklung der Leistungsbilanz des Euroraums

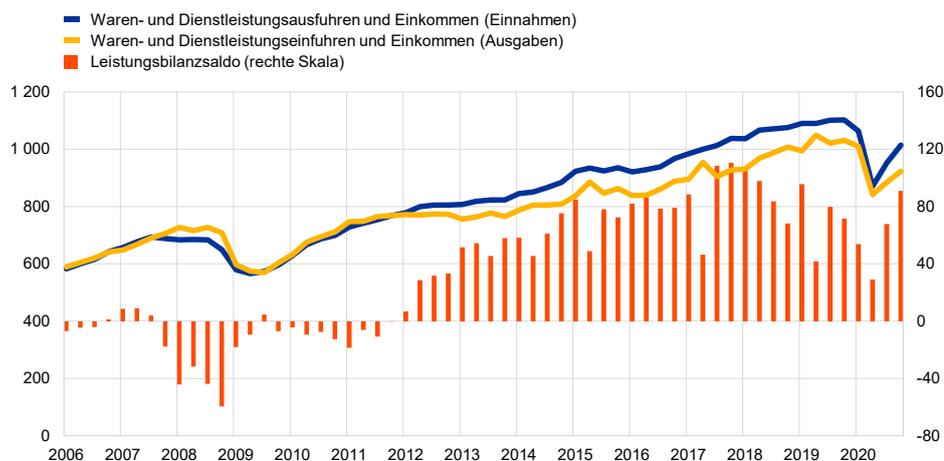
#### a) Leistungsbilanzsaldo des Euroraums

(in % des BIP)



#### b) Vierteljährliche Leistungsbilanztransaktionen im Euroraum

(in Mrd €; saison- und arbeitstäglich bereinigt)



Quellen: EZB und Eurostat.

**Nach dem Beginn der Corona-Pandemie und der Einführung von Maßnahmen zur Eindämmung der Virusausbreitung brachen die außenwirtschaftlichen Transaktionen in der Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets in der ersten Jahreshälfte 2020 ein** (siehe Abbildung A, Grafik b). In nominaler Rechnung fiel der Leistungsbilanzüberschuss im Euroraum im ersten Halbjahr 2020 um 55 Mrd € niedriger aus als im entsprechenden Vorjahreszeitraum.<sup>1</sup> Dies war die Folge eines drastischen Rückgangs der Brutto-Einnahmen, d. h. der Ausfuhren von Waren und Dienstleistungen und der aus dem Ausland erhaltenen Einkommen. Dadurch wurde die Verringerung der Brutto-Ausgaben, d. h. der Einfuhren von Waren und Dienstleistungen und der an Gebietsfremde gezahlten Einkommen, mehr als ausgeglichen. Da sich die Auslandsnachfrage in der zweiten Jahreshälfte erholte

<sup>1</sup> Die Daten zur unterjährigen Entwicklung sind saison- und arbeitstäglich bereinigt.

und die Exporte des Euroraums stärker anstiegen als die Importe, war der Leistungsbilanzüberschuss im zweiten Halbjahr 2020 um 7 Mrd € höher als im entsprechenden Vorjahreszeitraum.<sup>2</sup> In nominaler Rechnung blieb der Leistungsbilanzüberschuss im Jahr 2020 insgesamt um mehr als 10 % hinter dem Wert von 2019 zurück.

**Der Überschuss im Warenhandel erhöhte sich im vergangenen Jahr auf 3,0 % des BIP, da die Einfuhren des Eurogebiets noch stärker sanken als die Ausfuhren.** Im Jahr 2020 stieg der Warenhandelsüberschuss um 17 Mrd € (bzw. gemessen am BIP um 0,3 Prozentpunkte). Dahinter stand ein deutlicher wertmäßiger Rückgang der Warenexporte von 216 Mrd € (bzw. 0,8 Prozentpunkten gemessen am BIP), der durch eine noch massivere Abnahme der Importe (234 Mrd € bzw. 1,1 Prozentpunkte gemessen am BIP) mehr als kompensiert wurde. Die Statistiken zum Warenhandel des Euroraums weisen für den Bereich Energie eine merkliche Minderung des Defizits aus. Dies hängt zum einen mit einer günstigen Entwicklung der Energiepreise zusammen und zum anderen mit niedrigeren Importvolumina aufgrund der schwächeren Wirtschaftstätigkeit. Dagegen schrumpfte der Überschuss des Eurogebiets im Handel mit gewerblichen Erzeugnissen erheblich, was von den Störungen der globalen Wertschöpfungsketten herrührte. Diese schlugen sich auch in einer spürbaren Verringerung des Defizits im Handel mit Vorleistungsgütern nieder.<sup>3</sup>

**Die wirtschaftlichen Folgen der Pandemie lassen sich vor allem in der Dienstleistungsbilanz erkennen, wo Reisebeschränkungen zu einem drastischen Rückgang des euroraumweiten Überschusses bei den Reisedienstleistungen führten** (siehe Abbildung B). So sank der Überschuss im Dienstleistungsverkehr 2020 um 29 Mrd € (bzw. 0,2 Prozentpunkte in Relation zum BIP). Bedingt war diese Entwicklung in erster Linie durch niedrigere Überschüsse im Handel mit Reisedienstleistungen (0,1 % des BIP im Jahr 2020 nach 0,3 % des BIP im Vorjahr) und bei den Verkehrsdienstleistungen (0,1 % des BIP nach 0,2 % des BIP im Jahr 2019). Im Reiseverkehr spiegelte sich darin in nominaler Rechnung ein durch die pandemiebedingten Reisebeschränkungen hervorgerufener Einbruch der Exporte um rund 65 % gegenüber 2019 wider.<sup>4</sup> Bei den Telekommunikations-, EDV- und Informationsdienstleistungen stieg der Überschuss indessen aufgrund höherer Exporte von 0,8 % des BIP auf 0,9 % des BIP an. Deutlich verändert hat sich das Defizit im Bereich des Handels mit geistigem Eigentum sowie mit Forschungs- und Entwicklungsdienstleistungen: Während sich Ersteres gemessen am BIP um

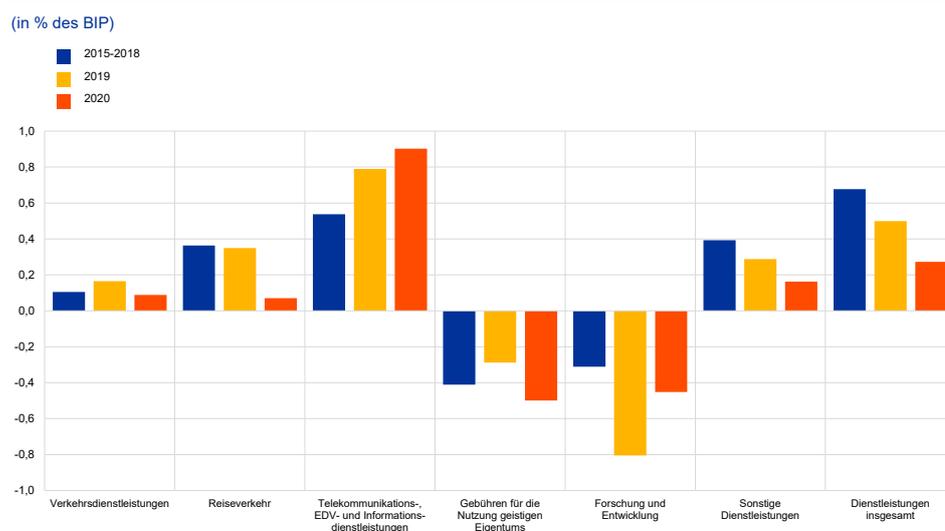
<sup>2</sup> Während sich der Handelsbilanzsaldo in der zweiten Jahreshälfte verbesserte, verschlechterte sich die Einkommensbilanz weiter. Die 2020 verzeichnete Verringerung des Einkommenssaldos im Eurogebiet war auf eine Ausweitung des Defizits beim Sekundäreinkommen und einen niedrigeren Überschuss beim Vermögenseinkommen zurückzuführen. Das Vermögenseinkommen gibt Aufschluss über die Erträge des Eurogebiets aus dem Netto-Auslandsvermögen. Die Entwicklung des Netto-Auslandsvermögens des Euroraums (d. h. des Auslandsvermögensstatus) wurde in den vergangenen Jahren nicht nur durch den Leistungsbilanzsaldo bestimmt, sondern auch durch den Bewertungskanal (d. h. durch schwankende Bewertungen der Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten aufgrund von Wechselkurs- und sonstigen Vermögenspreisänderungen). Siehe hierzu EZB, [Bestimmungsfaktoren der jüngsten Verbesserung der Auslandsposition des Euro-Währungsgebiets](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 3/2018, Mai 2018.

<sup>3</sup> Siehe hierzu auch EZB, [Der drastische Handelseinbruch im Jahr 2020 und der verstärkende Einfluss globaler Wertschöpfungsketten](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 5/2020, Juli 2020.

<sup>4</sup> Siehe auch EZB, [Entwicklung der Tourismusbranche während der Covid-19-Pandemie](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 8/2020, Januar 2021.

0,2 Prozentpunkte ausweitete, nahm Letzteres in Relation zum BIP um 0,4 Prozentpunkte ab. Diese Entwicklungen waren Ausdruck einer hohen Volatilität der euraumweiten Einfuhren solcher Dienstleistungen in den vergangenen Jahren, die wiederum mit der Geschäftstätigkeit großer multinationaler Unternehmen zusammenhing.<sup>5</sup>

**Abbildung B**  
Entwicklung der Dienstleistungsbilanz des Euroraums nach wichtigsten Dienstleistungskategorien



Quelle: EZB.  
Anmerkung: In der Kategorie „sonstige Dienstleistungen“ sind alle in der Abbildung nicht gesondert ausgewiesenen Dienstleistungen erfasst.

**Die geografische Aufschlüsselung der Leistungsbilanz des Eurogebiets nach Partnerländern verdeutlicht, dass die höchsten bilateralen Überschüsse des Euroraums im Jahr 2020 rückläufig waren** (siehe Abbildung C, Grafik a). Wie schon in den Vorjahren bestanden die größten bilateralen Überschüsse im vergangenen Jahr gegenüber dem Vereinigten Königreich, den Vereinigten Staaten und der Schweiz (mit 1,3 % des BIP, 0,7 % des BIP bzw. 0,5 % des BIP). Die Gruppe der „anderen Länder“, zu der auch wichtige ölproduzierende Staaten gehören, leistete mit einem Überschuss von etwa 1,6 % des BIP ebenfalls einen positiven Beitrag zum Außenhandelsüberschuss des Eurogebiets. Dagegen verzeichnete der Euroraum gegenüber China (0,6 % des BIP) und der Gruppe der Offshore-Finanzzentren (0,7 % des BIP) ein Leistungsbilanzdefizit.

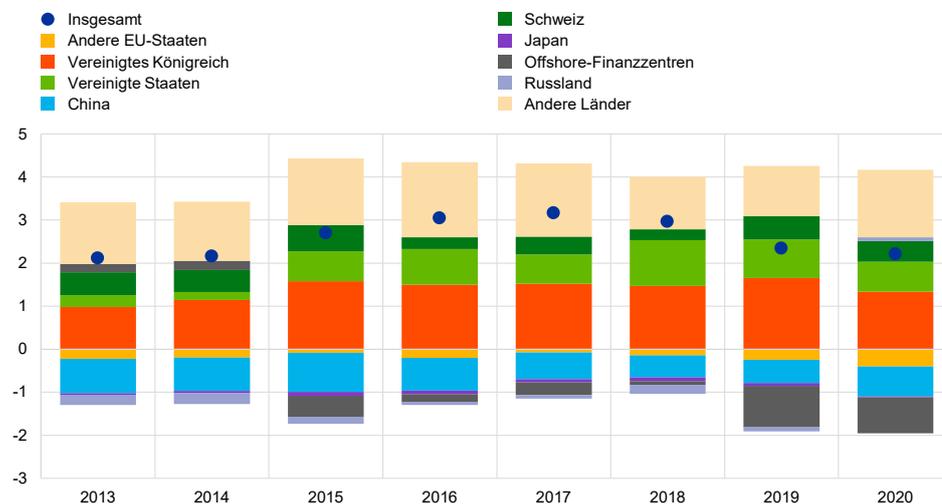
<sup>5</sup> Weitere Informationen zu den Auswirkungen der Geschäftstätigkeit multinationaler Unternehmen auf die Außenwirtschaftsstatistik des Euroraums finden sich in: EZB, [Multinationale Unternehmen, Finanzzentren und ihre Auswirkungen auf außenwirtschaftliche Ungleichgewichte aus Sicht des Euro-Währungsgebiets](#), Wirtschaftsbericht 2/2020, März 2020; P. R. Lane, [Maximising the user value of statistics: lessons from globalisation and the pandemic](#), Rede anlässlich des European Statistical Forum (virtuell), 26. April 2021.

## Abbildung C

### Geografische Aufschlüsselung der Leistungsbilanz des Euroraums

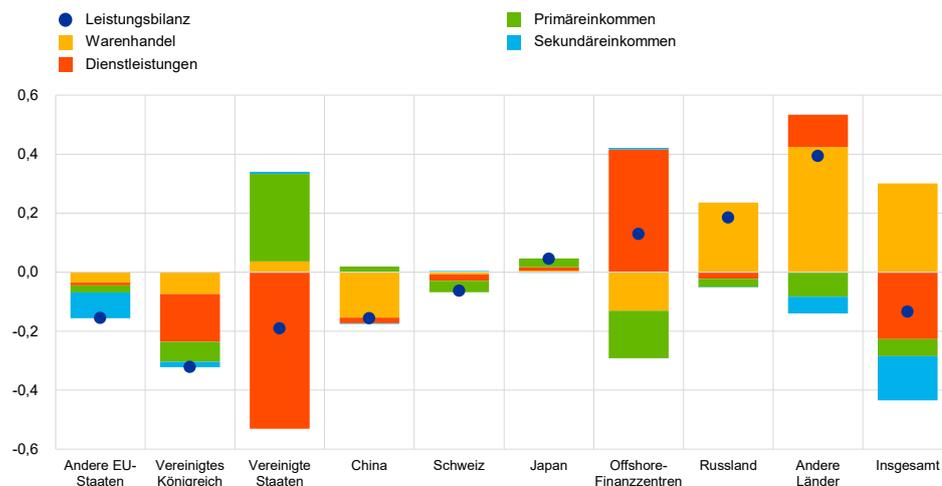
#### a) Leistungsbilanz des Euroraums nach wichtigsten Partnerländern

(in % des BIP)



#### b) Veränderung der bilateralen Leistungsbilanzsalden von 2019 bis 2020

(in Prozentpunkten des BIP)



Quellen: EZB und Eurostat.

Anmerkung: Zu den „anderen EU-Staaten“ zählen die EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums sowie Organe und Einrichtungen der EU, die für statistische Zwecke den Ländern außerhalb des Euroraums zugerechnet werden (z. B. die Europäische Kommission oder die Europäische Investitionsbank). „Offshore-Finanzzentren“ sind Länder oder Jurisdiktionen außerhalb der EU, die Finanzdienstleistungen für Gebietsfremde in einer Größenordnung erbringen, die nicht im Verhältnis zur Größe ihrer Volkswirtschaft steht (z. B. Hongkong (SVZ) oder die Kaimaninseln). „Andere Länder“ umfasst alle Länder und Ländergruppen, die in der Abbildung nicht gesondert aufgeführt sind, sowie nicht zugeordnete Transaktionen.

**Die rückläufigen Überschüsse gegenüber dem Vereinigten Königreich und den Vereinigten Staaten sowie ein höherer Überschuss gegenüber den „anderen Ländern“ stellten 2020 die gravierendsten Veränderungen in der geografischen Aufschlüsselung der Leistungsbilanz des Euroraums dar** (siehe Abbildung C, Grafik b). Der Rückgang der Überschüsse gegenüber dem Vereinigten Königreich und den Vereinigten Staaten betraf vor allem den Dienstleistungsverkehr. So gingen im Fall des Vereinigten Königreichs vor allem die Ausfuhr des Euroraums bei Reisedienstleistungen deutlich zurück, was den Reisebeschränkungen in der Pandemie geschuldet war. Mit Blick auf die Vereinigten Staaten war auch ein

markanter Anstieg der Zahlungen für die Nutzung geistigen Eigentums zu verzeichnen, der mit der Geschäftstätigkeit multinationaler Unternehmen zusammenhing.<sup>6</sup> Der Überschuss im Warenhandel mit der Gruppe „anderer Länder“ weitete sich aufgrund der bereits erwähnten Verringerung der Energieimporte stark aus. Dies war auch der Grund dafür, dass sich die bilaterale Leistungsbilanz gegenüber Russland von einem Defizit in einen Überschuss umkehrte. Das Warenhandelsdefizit gegenüber China stieg 2020 weiter an, was unter anderem durch höhere Einfuhren von medizinischer Ausrüstung im Kontext der Pandemie zu erklären war.

**Mit Blick auf die Ersparnisbildung und die Investitionen verbarg sich hinter dem stabilen Finanzierungsüberschuss des Euroraums gegenüber der übrigen Welt im Jahr 2020 ein beispielloser Anstieg des Finanzierungsüberschusses der privaten Haushalte und des Finanzierungsdefizits des öffentlichen Sektors** (siehe Abbildung D). Durch die erforderlichen Maßnahmen zur Begrenzung der wirtschaftlichen Folgen der Pandemie kam der in den Vorjahren beobachtete kontinuierliche Rückgang des Finanzierungsdefizits im Staatssektor abrupt zum Erliegen. Infolgedessen weitete sich das Finanzierungsdefizit der Euro-Länder im Jahr 2020 auf 7,3 % des BIP aus. Diese Entwicklung wurde jedoch nahezu vollständig durch eine kräftige Zunahme des Finanzierungsüberschusses der privaten Haushalte im Eurogebiet (auf 7,3 % des BIP) ausgeglichen. Darin spiegelte sich sowohl eine von Vorsicht getriebene als auch eine unfreiwillige Ersparnisbildung wider.<sup>7</sup> Der Finanzierungsüberschuss der nichtfinanziellen und der finanziellen Kapitalgesellschaften stieg 2020 in geringerem Umfang ebenfalls an, weshalb der Finanzierungsüberschuss des Euroraums gegenüber der übrigen Welt insgesamt stabil bei rund 2,2 % des BIP lag.

---

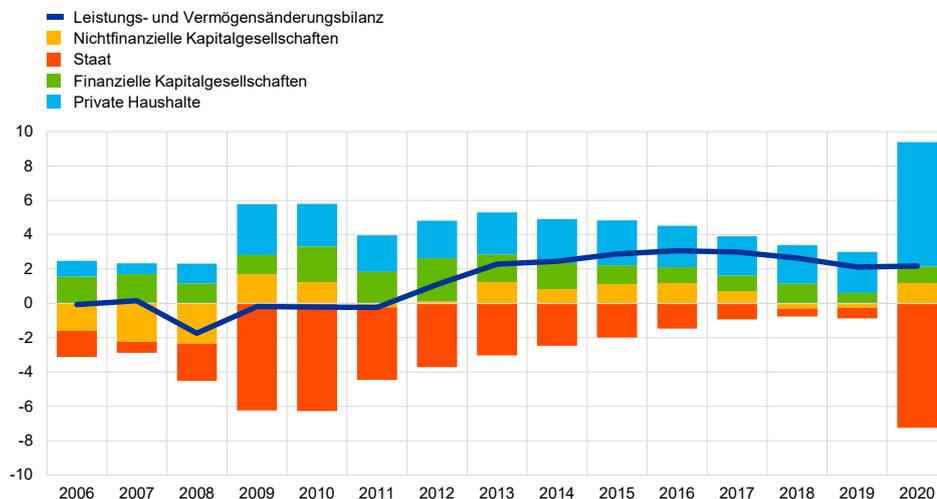
<sup>6</sup> Diese Tätigkeiten machen sich auch in einem entsprechenden Rückgang des Dienstleistungsdefizits des Euroraums gegenüber den Offshore-Finanzzentren bemerkbar.

<sup>7</sup> Siehe auch EZB, [Höhere Ersparnisbildung der privaten Haushalte infolge von Covid-19 – aus Vorsorge oder Zwang?](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 6/2020, September 2020.

## Abbildung D

### Finanzierungssaldo des Euroraums nach Sektoren sowie Leistungs- und Vermögensänderungsbilanz

(in % des BIP)



Quellen: EZB und Eurostat.

Anmerkung: Die sektorale Aufschlüsselung des Finanzierungssaldos im Euroraum bildet die Finanzierungssalden der inländischen Sektoren ab. Sie stammen aus den nichtfinanziellen Sektorkonten. Die Leistungs- und Vermögensänderungsbilanz des Eurogebiets gibt den Finanzierungsüberschuss bzw. das Finanzierungsdefizit des Euroraums gegenüber der übrigen Welt auf Basis der Zahlungsbilanzdaten an. Aufgrund von Abweichungen zwischen den Datenquellen können die beiden Indikatoren geringfügige Differenzen aufweisen.

### Die Leistungsbilanzen der einzelnen Euro-Länder verzeichneten 2020 eine uneinheitliche Entwicklung, wobei sich die Handelsbilanzen der stark vom Tourismus abhängigen Mitgliedstaaten signifikant verschlechterten (siehe

Abbildung E). Diese einschneidenden Veränderungen, die in erster Linie aus einem starken Rückgang der Exporte von Reisedienstleistungen resultierten, führten in Spanien zu einer deutlichen Verschlechterung des Leistungsbilanzsaldos von 2,1 % des BIP auf 0,7 % des BIP, in Portugal von 0,4 % des BIP auf -1,2 % des BIP und in Griechenland von -1,5 % des BIP auf -6,7 % des BIP. In Malta und Zypern verschlechterte sich die Leistungsbilanz vor allem aufgrund rückläufiger Nettoexporte im Reiseverkehr und bei den sonstigen Dienstleistungen ebenfalls erheblich. Unterdessen verzeichnete Irland eine merkliche Verbesserung, die auf Veränderungen im Dienstleistungsverkehr und in geringerem Umfang auch im Warenhandel zurückzuführen war. Hinter dieser Entwicklung stand vor allem die Geschäftstätigkeit großer multinationaler Unternehmen.<sup>8</sup>

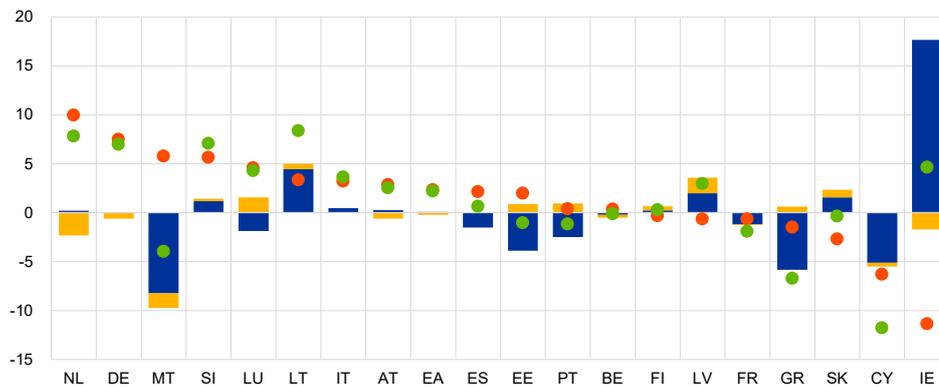
<sup>8</sup> Dass sich die Dienstleistungsbilanz in Irland 2020 so deutlich verbesserte, war einem kräftigen Rückgang bei der Einfuhr von Forschungs- und Entwicklungsdienstleistungen zuzuschreiben. Hierzu kam es vor dem Hintergrund einer hohen Volatilität der irischen Außenhandelsbilanz, die durch die gravierenden Auswirkungen der Geschäftsaktivitäten multinationaler Unternehmen bedingt war.

## Abbildung E

### Leistungsbilanzveränderungen in den Ländern des Euroraums von 2019 bis 2020

(in % des BIP; in Prozentpunkten)

- Leistungsbilanz 2019
- Leistungsbilanz 2020
- Veränderung der Handelsbilanz
- Veränderung der Einkommensbilanz



Quellen: EZB und Eurostat.

Anmerkung: Die Handelsbilanz umfasst den Warenhandel und den Dienstleistungsverkehr. In der Einkommensbilanz sind die Primär- und die Sekundäreinkommen erfasst. EA steht für „Euro-Währungsgebiet“.

## Auswirkung finanzpolitischer Stützungsmaßnahmen auf den Liquiditätsbedarf von Unternehmen während der Corona-Pandemie

Roberto A. De Santis, Annalisa Ferrando und Elena Sofia Gabbani

**Die Regierungen in Europa haben nach dem Ausbruch der Corona-Pandemie (Covid-19) umfangreiche finanzpolitische Maßnahmenpakete geschnürt, um private Haushalte, Arbeitnehmer und Unternehmen zu entlasten.** Seit

Verabschiedung der ersten Maßnahmen ist nun knapp ein Jahr vergangen. Wie die Unterstützungen von Firmen zur Deckung des kurz- und mittelfristigen Liquiditätsbedarfs genutzt wurde, zeigen Daten, die im Rahmen der Umfrage über den Zugang von Unternehmen im Euro-Währungsgebiet zu Finanzmitteln (SAFE)<sup>1</sup> erhoben wurden. Die Maßnahmen lassen sich in drei Kategorien unterteilen: a) Lohnhilfen<sup>2</sup>, b) Steuersenkungen und -stundungen sowie c) sonstige Unterstützungsleistungen<sup>3</sup>. Der vorliegende Kasten enthält eine Zusammenfassung der Umfrageergebnisse. Die Daten zu den einzelnen Ländern werden nach vier Sektoren aufgeschlüsselt (Industrie, Baugewerbe, Groß- und Einzelhandel sowie sonstige unternehmensbezogene Dienstleistungen).<sup>4</sup>

**Zwei Drittel der befragten Unternehmen nahmen mindestens eine der staatlichen Stützungsmaßnahmen in Anspruch, die zur Eindämmung der Pandemiefolgen ergriffen wurden.** Rund 55 % der Großunternehmen und 48 % der KMUs im Euroraum, die sich an der Umfrage beteiligten, haben staatliche Hilfen

<sup>1</sup> Die jüngste Erhebung der halbjährlichen SAFE-Umfrage fand vom 8. März bis zum 22. April 2021 statt. Die befragten Unternehmen aus dem Euroraum gaben Auskunft über die Veränderung ihrer Finanzlage von Oktober 2020 bis März 2021 sowie über ihren Bedarf an und Zugang zu Außenfinanzierungsmitteln während dieses Zeitraums. Die Stichprobe umfasste insgesamt 11 007 Teilnehmer, darunter 10 054 bzw. 91 % kleine und mittlere Unternehmen (KMUs). Sämtliche Zahlen in diesem Kasten sind nach Größenkategorie, Sektor und Land gewichtet, um die ökonomische Struktur der Stichprobe widerzuspiegeln. Siehe den [Bericht zur SAFE-Umfrage](#).

<sup>2</sup> Lohnhilfen sind staatliche Leistungen in Form von Lohnsubventionen, die gewährt werden, wenn Erwerbstätige vorübergehend von einer Reduzierung ihrer Arbeitszeit auf bis zu null Stunden betroffen sind (Kurzarbeitsregelungen).

<sup>3</sup> Diese dritte Kategorie ist in im SAFE-Fragebogen nicht genauer spezifiziert. Darunter dürften jedoch verschiedene staatliche Unterstützungsprogramme fallen, z. B. Bankkreditgarantien, die nicht für Lohnzahlungen eingesetzt werden, direkte Finanzhilfen sowie Finanzmittel, die der Rekapitalisierung und Restrukturierung dienen. Zu den in die SAFE-Umfrage aufgenommenen Ad-hoc-Fragen siehe auch EZB, [Special Questions: Government support policies during the COVID-19 pandemic](#), Kasten 1 im Bericht zur SAFE-Umfrage, Juni 2021.

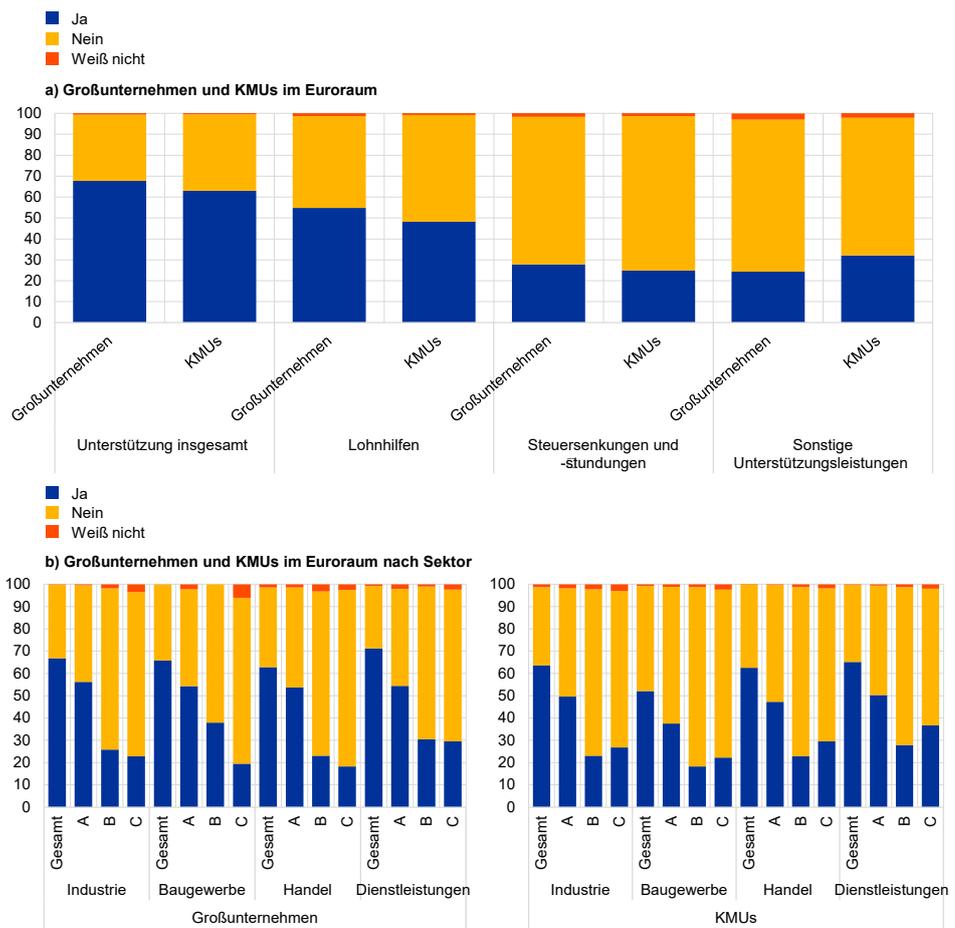
<sup>4</sup> Die Untersuchung in diesem Kasten steht in Ergänzung zu ähnlichen Betrachtungen, die in Bezug auf staatliche Unterstützungsprogramme angestellt wurden. So befassen sich [Albertazzi et al.](#) mit der Frage, wie die angekündigten staatlichen Kreditgarantien die Höhe der potenziellen Verluste von Banken beeinflussen könnten. [Falagiarda et al.](#) erörtern die Merkmale dieser staatlichen Kreditgarantieprogramme und ihre Inanspruchnahme in den größeren Ländern des Euroraums. [Anderson et al.](#) geben einen Überblick über die Maßnahmen zur Unterstützung der Kreditvergabe in den fünf größten Volkswirtschaften Europas. Eine in diesem Jahr veröffentlichte [OECD-Studie](#) fasst die weltweit ergriffenen Liquiditäts- und Strukturmaßnahmen zusammen. Siehe U. Albertazzi, M. Bijsterbosch, M. Grodzicki, J. Metzler und A. Ponte Marques, Potential impact of government loan guarantee schemes on bank losses, in: EZB, Financial Stability Review, Mai 2020; EZB, Staatliche Kreditgarantien und Bankkreditvergabe während der Covid-19-Pandemie, Kasten 7, Wirtschaftsbericht 6/2020, September 2020; J. Anderson, F. Papadia und N. Véron, COVID-19 credit-support programmes in Europe's five largest economies, Working Paper, 03/2021, Bruegel, 2021; OECD, One year of SME and entrepreneurship policy responses to COVID-19: Lessons learned to "build back better", April 2021.

für die Lohnzahlung genutzt. Etwa 28 % der Großunternehmen und 25 % der KMUs profitierten von Steuersenkungen und -stundungen. Rund 24 % der Großunternehmen und 32 % der KMUs erhielten sonstige staatliche Unterstützungsleistungen (siehe Abbildung A, Grafik a).

### Abbildung A

Anteil der Unternehmen im Euroraum, die aufgrund der Corona-Pandemie staatliche Unterstützung in Anspruch nahmen, nach Größe und Sektor

(in % der Umfrageteilnehmer)



Quelle: Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE).  
 Anmerkung: „A“ bezieht sich auf staatliche Lohnhilfen, „B“ auf Steuersenkungen und -stundungen, „C“ auf sonstige Unterstützungsleistungen. „Gesamt“ bezeichnet das Aggregat sämtlicher Hilfsmaßnahmen (d. h. der Fälle, in denen mindestens eine Form von Unterstützung in Anspruch genommen wurde).

**In der Industrie und im Sektor der unternehmensbezogenen Dienstleistungen nutzten mehr KMUs staatliche Hilfen als im Baugewerbe.** Die besonders hart von den Kontaktbeschränkungen betroffenen Bereiche (z. B. Gastgewerbe, Reisebranche, Kultur und Unterhaltung) sind in der Regel durch einen hohen Anteil kleiner und mittlerer Unternehmen (mit bis zu 249 Beschäftigten) gekennzeichnet. Diese Gruppe ist auch in der SAFE-Umfrage am stärksten vertreten. In den genannten Bereichen war der Anteil der KMUs, die sonstige Unterstützungsleistungen erhielten, größer als in der Gruppe der großen Unternehmen. Dies hängt zum Teil mit der länderspezifischen Ausgestaltung der Maßnahmen zusammen, die vor allem kleineren Firmen zugutekommen sollten. KMUs aus der Industrie und dem

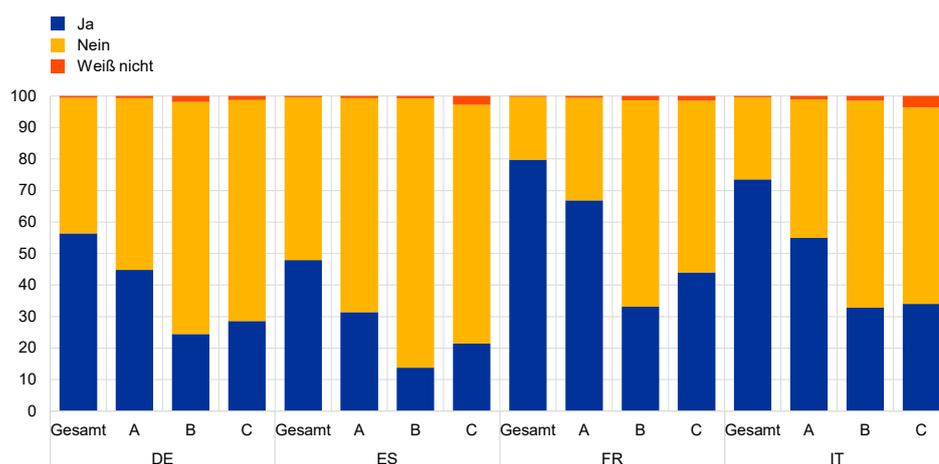
Sektor der unternehmensbezogenen Dienstleistungen nahmen mehr staatliche Hilfen in Anspruch als KMUs des Baugewerbes, und zwar vor allem für Lohnzahlungen. Von den Lohnhilfen machten dagegen Großunternehmen aus allen Sektoren Gebrauch (siehe Abbildung A, Grafik b). Rund die Hälfte der befragten KMUs aus den Sektoren Industrie, Groß- und Einzelhandel (in den Abbildungen als „Handel“ bezeichnet) und sonstige unternehmensbezogene Dienstleistungen (in den Abbildungen als „Dienstleistungen“ bezeichnet) sowie 37 % der KMUs im Baugewerbe erhielten staatliche Hilfen, um ihre Lohnzahlungen leisten zu können. Bei Steuersenkungen und -stundungen waren die entsprechenden Anteile niedriger und beliefen sich auf etwa ein Viertel bzw. 18 %. Im Falle der sonstigen Unterstützungsleistungen sind die Unterschiede zwischen den Sektoren größer (siehe Abbildung A, Grafik b).

**Die Nutzung staatlicher Hilfsmaßnahmen variiert von Land zu Land.** In Spanien und Deutschland war der relative Anteil der KMUs, die staatliche Unterstützung in Anspruch nahmen, geringer als in Frankreich und Italien (siehe Abbildung B). Dies galt für alle Maßnahmenkategorien. Bei der Aufschlüsselung der Umfrageergebnisse nach Art der staatlichen Unterstützung zeigt sich, dass in Frankreich etwa zwei Drittel der Unternehmen Liquiditätshilfen für Lohnzahlungen nutzten, während dieser Anteil in Spanien bei einem Drittel lag. In Italien gab ein Drittel der Unternehmen an, von Steuersenkungen und -stundungen Gebrauch gemacht zu haben, während es in Spanien nur 14 % waren. 44 % der in Frankreich und etwa 21 % der in Spanien ansässigen Unternehmen profitierten von sonstigen Unterstützungsleistungen.

### Abbildung B

Anteil der KMUs, die während der Pandemie staatliche Unterstützung in Anspruch nahmen, nach Ländern

(in % der Umfrageteilnehmer)



Quelle: Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE). Anmerkung: „A“ bezieht sich auf staatliche Lohnhilfen, „B“ auf Steuersenkungen und -stundungen, „C“ auf sonstige Unterstützungsleistungen. „Gesamt“ bezeichnet das Aggregat der Hilfsmaßnahmen (d. h. der Fälle, in denen mindestens eine Form von Unterstützung in Anspruch genommen wurde).

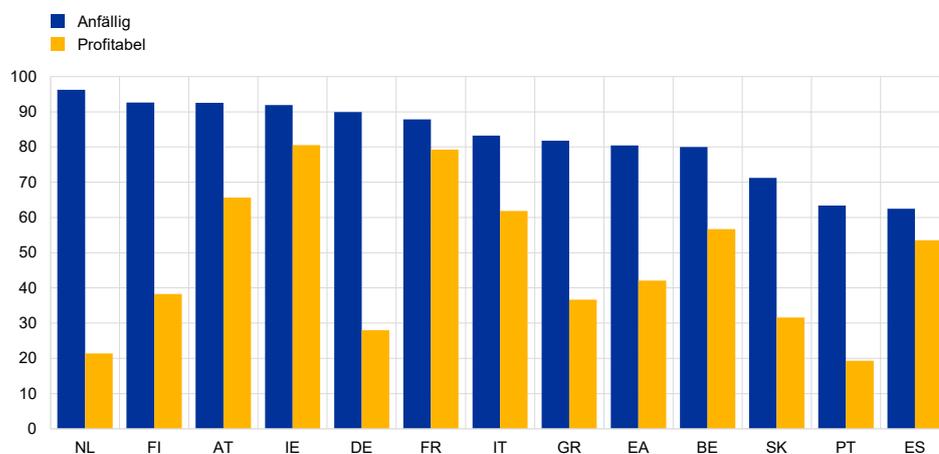
**Werden die Antworten auf Firmenebene analysiert, zeigt sich, dass stärker von der Pandemie beeinträchtigte Unternehmen mehr auf staatliche Unterstützung zurückgriffen.** Dabei wird entsprechend der Finanzlage zwischen „anfälligen“ und „profitablen“ Firmen unterschieden. Als anfällig gelten Unternehmen, die in der

jüngsten Umfragerunde (Oktober 2020 bis März 2021) angaben, dass ihr Umsatz und Gewinn im Vergleich zu den vorangegangenen sechs Monaten gesunken und ihre Zinsaufwendungen und die an der Bilanzsumme gemessene Verschuldung gestiegen seien. Als profitabel werden hingegen Unternehmen eingestuft, die im selben Zeitraum einen Anstieg von Umsatz und Gewinn sowie einen Rückgang der Zinsaufwendungen und Verschuldung meldeten.<sup>5</sup> Abbildung C zeigt für die betrachteten Euro-Länder den Anteil der anfälligen und der profitablen Unternehmen, die mindestens eine Form von staatlicher Unterstützung in Anspruch genommen haben. Dabei wird deutlich, dass die Anteile der beiden Gruppen in Irland und Frankreich sehr groß und in Portugal vergleichsweise klein sind. Im Euroraum nahmen im Schnitt 80 % der anfälligeren Unternehmen und etwa 40 % der profitablen Unternehmen – stets gemessen als Anteil an der betreffenden Gruppe – im Verlauf der Pandemie staatliche Hilfen in Anspruch. Ein Vergleich mit Daten aus der Zeit vor der Pandemie zeigt, dass recht viele der anfälligen Unternehmen vorher nicht als solche eingestuft waren. Dies lässt vermuten, dass die Firmen, die am stärksten von der Pandemie getroffen wurden und unmittelbar Liquidität benötigten, umfangreichere staatliche Unterstützung erhielten.

### Abbildung C

Anteil der anfälligen und profitablen Unternehmen, die staatliche Unterstützung in Anspruch nahmen

(in % der Umfrageteilnehmer innerhalb der jeweiligen Gruppe)



Quelle: Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE).

Anmerkung: Als anfällig gelten Unternehmen, wenn sie in der jüngsten SAFE-Umfrage (Oktober 2020 bis März 2021) im Vergleich zur vorangegangenen Erhebungsrunde (April bis September 2020) einen niedrigeren Umsatz und Gewinn und zugleich gestiegene Zinsausgaben und eine höhere oder unveränderte Verschuldung (gemessen an der Bilanzsumme) angaben. Als profitabel werden Unternehmen eingestuft, die in der jüngsten SAFE-Umfrage im Vergleich zur vorangegangenen Erhebungswelle einen höheren Umsatz und Gewinn und gleichzeitig niedrigere oder keine Zinsausgaben sowie eine niedrigere oder keine Verschuldung meldeten.

### Die meisten Unternehmen, die von staatlicher Unterstützung Gebrauch machten, erfüllten damit ihre unmittelbaren und kurzfristigen

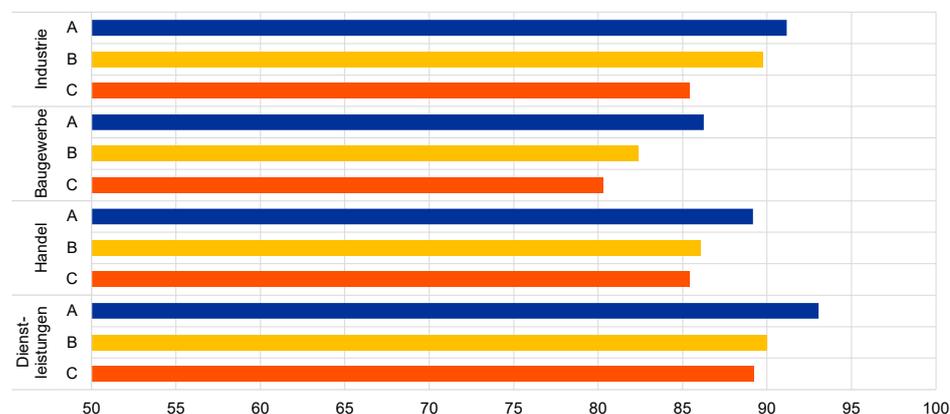
**Zahlungsverpflichtungen.** Firmen, die Coronahilfen in Anspruch nahmen, wurden danach befragt, wie wichtig die einzelnen Maßnahmen für die Deckung ihres Liquiditätsbedarfs waren. Unter Liquidität sind hier die zur Erfüllung der

<sup>5</sup> Zur Entwicklung der anfälligen und profitablen Unternehmen vor der Pandemie siehe die [Umfrage über den Zugang von Unternehmen des Euro-Währungsgebiets zu Finanzmitteln](#) für den Zeitraum Oktober 2017 bis März 2018.

unmittelbaren und kurzfristigen Verbindlichkeiten benötigten Zahlungsmittel zu verstehen. Unter dem Strich leisteten die Hilfsprogramme einen wesentlichen Beitrag zur Minderung des Liquiditätsrisikos, wobei je nach Sektor und Art der Maßnahme gewisse Unterschiede bestanden. Durchschnittlich rund 90 % der KMUs im Euroraum, die staatliche Hilfen für Lohnzahlungen nutzten, gaben an, dass diese Maßnahme für sie wichtig gewesen sei, um ihren kurzfristigen Zahlungsverpflichtungen nachkommen zu können. Am höchsten war dieser Anteil im Dienstleistungssektor (siehe Abbildung D). Ähnlich hoch (mit im Schnitt 87 %) war der Anteil der KMUs, die Steuersenkungen und -stundungen als wichtige Hilfen erachteten, wobei diese Aussage am häufigsten in der Industrie und im Dienstleistungsgewerbe getroffen wurde. Sonstige Unterstützungsleistungen wurden von mehr als zwei Dritteln aller KMUs als wichtig erachtet, insbesondere im Dienstleistungssektor. In der Länderbetrachtung zeigt sich beispielsweise für Deutschland, dass die vergleichsweise wenigen KMUs, die von staatlichen Hilfen Gebrauch machten (siehe Abbildung B), mehrheitlich angaben, auf breiter Basis alle Arten von Unterstützungsleistungen in Anspruch genommen zu haben, um ihre Liquiditätslage zu verbessern. Für KMUs in Italien waren indessen die staatlichen Maßnahmen zur Finanzierung der Lohnkosten sowie Steuersenkungen und -stundungen wichtiger. In Frankreich waren für einen größeren Anteil der KMUs die sonstigen Unterstützungsleistungen und die Lohnhilfen von Bedeutung.

**Abbildung D**  
 Bedeutung staatlicher Unterstützung für KMUs im Euroraum im Hinblick auf die Erfüllung kurzfristiger Zahlungsverpflichtungen nach Art der Maßnahmen

(in % der Umfrageteilnehmer, die die betreffende Unterstützung als sehr wichtig oder relativ wichtig einschätzten)



Quelle: Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE).  
 Anmerkung: „A“ bezieht sich auf staatliche Lohnhilfen, „B“ auf Steuersenkungen und -stundungen, „C“ auf sonstige Unterstützungsleistungen.

**Mehr als zwei Drittel aller Firmen, die im Zusammenhang mit der Pandemie staatliche Hilfe in Anspruch genommen haben, gaben an, dass die gegenwärtigen oder geplanten Maßnahmen es ihnen erleichtern würden, ihre Verbindlichkeiten während der nächsten zwei Jahre zu erfüllen.** Die Unternehmen sollten einschätzen, ob die Hilfsmaßnahmen, die bereits als Reaktion auf die Pandemie ergriffen wurden oder voraussichtlich in naher Zukunft eingeführt werden, ausreichen würden, um das Risiko einer Insolvenz ihres Unternehmens in

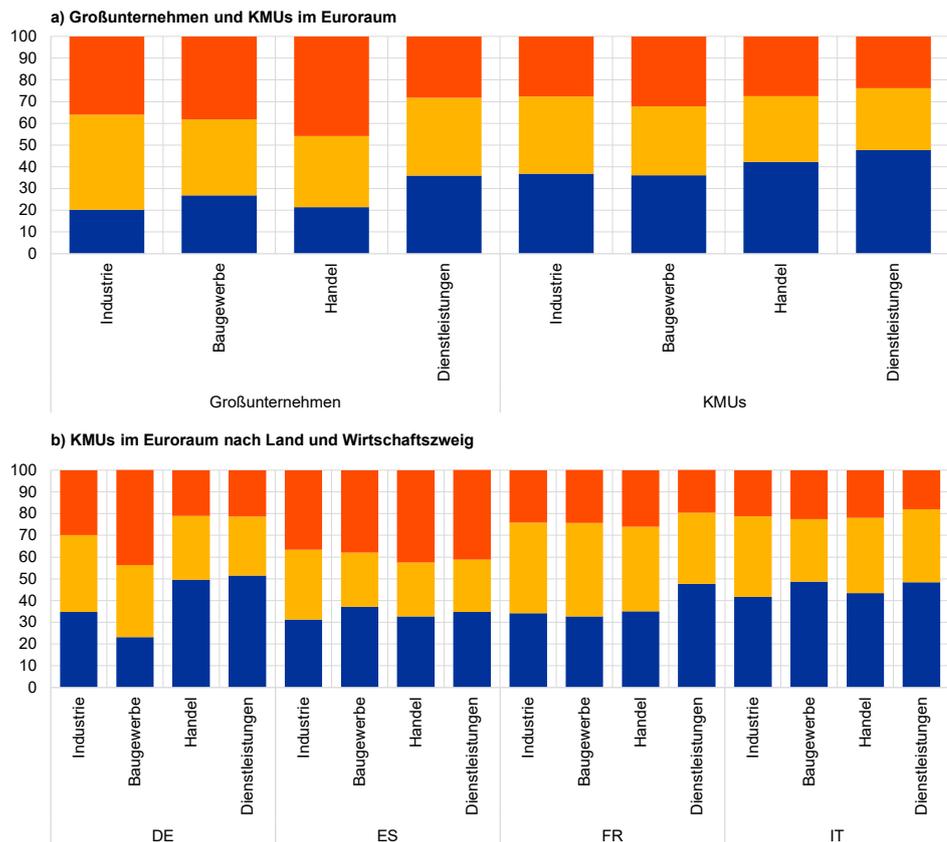
den kommenden zwei Jahren (d. h. die Wahrscheinlichkeit, mittel- und langfristigen Verbindlichkeiten nicht nachkommen zu können) zu verringern. 74 % der KMUs und 65 % der Großunternehmen, die Pandemiehilfen in Anspruch genommen haben, gaben an, dass sich ihre mittelfristige Liquiditätslage durch die Maßnahmen entspannen werde (siehe Abbildung E, Grafik a). Vor allem Firmen im Bereich der sonstigen unternehmensbezogenen Dienstleistungen rechneten damit, dass ihr Insolvenzrisiko dank der staatlichen Hilfen in den kommenden zwei Jahren sinken werde. In allen Ländern stellten die Unternehmen fest, dass die staatlichen Liquiditätshilfen einen entscheidenden Beitrag zur Verringerung des Insolvenzrisikos leisteten.

### Abbildung E

Bedeutung staatlicher Unterstützung für Unternehmen im Euroraum im Hinblick auf die Erfüllung längerfristiger Zahlungsverpflichtungen

(in % der Umfrageteilnehmer)

- Sehr wichtig
- Relativ wichtig
- Nicht wichtig



Quelle: Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE).

### Insgesamt trugen die staatlichen Stützungsmaßnahmen nach dem Ausbruch der Pandemie wirksam zu einer Entspannung der Liquiditätslage der Unternehmen bei.

Etwa zwei Drittel der befragten Großunternehmen und KMUs gaben an, staatliche Hilfen in Anspruch genommen zu haben. Die meisten Unternehmen nutzten die Pandemiehilfen zur Erfüllung ihrer unmittelbaren und

kurzfristigen Zahlungsverpflichtungen, vor allem für Lohn- und Steuerzahlungen. Außerdem ließen die Umfrageteilnehmer erkennen, dass die gegenwärtigen oder geplanten Maßnahmen es ihnen erleichtern würden, ihren Zahlungsverpflichtungen in den nächsten zwei Jahren nachzukommen.

### 3 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 27. Januar bis zum 27. April 2021

**Guido Della Valle und Nikolaus Solonar**

Dieser Kasten befasst sich mit den geldpolitischen Geschäften der EZB und der Liquiditätsentwicklung im Euro-Währungsgebiet in der ersten und zweiten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres 2021. Die beiden Erfüllungsperioden erstreckten sich insgesamt über den Zeitraum vom 27. Januar bis zum 27. April 2021 („Berichtszeitraum“).

Die Zentralbankliquidität im Bankensystem nahm im Berichtszeitraum weiter zu. Ausschlaggebend hierfür waren vor allem die Wertpapierkäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) sowie die Abwicklung des siebten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts der dritten Reihe (GLRG III.7). Am 11. März erklärte der EZB-Rat, dass er davon ausgehe, dass die Ankäufe im Rahmen des PEPP während des zweiten Quartals deutlich umfangreicher ausfallen würden als in den ersten Monaten dieses Jahres. Die autonomen Liquiditätsfaktoren (netto) lagen im Berichtszeitraum auf einem ähnlichen Niveau wie im vorherigen Berichtszeitraum (4. November 2020 bis 26. Januar 2021).

#### Liquiditätsbedarf

**Der tagesdurchschnittliche Liquiditätsbedarf des Bankensystems – d. h. die Summe aus autonomen Faktoren (netto) und Mindestreserve-Soll – erhöhte sich im Berichtszeitraum geringfügig, und zwar um 4,4 Mrd € auf 2 030,6 Mrd €.**

Hinter diesem leichten Anstieg gegenüber dem vorherigen Betrachtungszeitraum verbarg sich ein Zusammenspiel zweier Aspekte: Zum einen nahmen die autonomen Faktoren (netto) etwas zu und stiegen um 2,2 Mrd € auf 1 883,7 Mrd €, zum anderen erhöhte sich das Mindestreserve-Soll um 2,2 Mrd € auf 146,9 Mrd € (siehe Tabelle A unter „Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung“ sowie unter „Passiva“).

**Der Anstieg der autonomen Faktoren (netto) war in erster Linie durch höhere Einlagen öffentlicher Haushalte bedingt, die im Berichtszeitraum um 29,6 Mrd € (bzw. 5 %) auf 618,3 Mrd € zunahmen.** Durch diese Zunahme wurde der im Schlussquartal 2020 verzeichnete Rückgang der öffentlichen Einlagen gegenüber dem Rekordhoch im früheren Jahresverlauf 2020 teilweise umgekehrt. Damals hatten die Regierungen ihre Anleiheemissionen erhöht, um die politischen Maßnahmen im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie (Covid-19) zu finanzieren, und als Reaktion auf die herrschende Unsicherheit ihre Risikorücklagen aufgestockt. Trotz des Anstiegs lagen die Einlagen der öffentlichen Haushalte im Berichtszeitraum nach wie vor unter dem Rekordhoch von 729,8 Mrd €, das in der sechsten Erfüllungsperiode 2020 zu Buche gestanden hatte. Allerdings befanden sie sich damit noch deutlich über ihrem historischen Durchschnittswert von 246,8 Mrd €, der sich bei Betrachtung der entsprechenden Vorjahreszeiträume ergibt (also bei

Bildung des Durchschnitts für den Zeitraum vom 27. Januar bis 27. April 2020, 2019 und 2018). Ausgeglichen wurde die Zunahme der öffentlichen Einlagen zum Teil durch einen Rückgang der sonstigen autonomen Faktoren um 24,5 Mrd € auf 891,1 Mrd €. Der Banknotenumlauf erhöhte sich um 23,4 Mrd € auf 1 440,0 Mrd €. Insgesamt stiegen die liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren um 28,4 Mrd € auf 2 949,4 Mrd €. Dieser Anstieg wurde durch eine Zunahme der liquiditätszuführenden autonomen Faktoren um 26,2 Mrd € auf 1 066,0 Mrd € teilweise kompensiert. Grund für diese Zunahme war ein Anstieg der Nettoforderungen in Euro (um 56,5 Mrd €) im Zusammenwirken mit einem Rückgang der Nettoforderungen in Fremdwährung (um 30,3 Mrd €). Tabelle A gibt einen Überblick über die autonomen Faktoren und ihre Veränderung im Berichtszeitraum.

**Tabelle A**  
Liquiditätsbedingungen im Eurosystem

Passiva (Durchschnittswerte; in Mrd €)	Aktueller Berichtszeitraum: 27. Januar bis 27. April 2021						Vorheriger Berichtszeitraum: 4. November 2020 bis 26. Januar 2021	
	Erste und zweite Erfüllungsperiode		Erste Erfüllungsperiode: 27. Januar bis 16. März		Zweite Erfüllungsperiode: 17. März bis 27. April		Siebte und achte Erfüllungsperiode	
<b>Autonome Liquiditätsfaktoren</b>	<b>2 949,4</b>	<b>(+28,4)</b>	<b>2 930,2</b>	<b>(+54,4)</b>	<b>2 971,8</b>	<b>(+41,5)</b>	<b>2 921,0</b>	<b>(-77,4)</b>
Banknotenumlauf	1 440,0	(+23,4)	1 433,4	(+4,0)	1 447,7	(+14,3)	1 416,7	(+31,8)
Einlagen öffentlicher Haushalte	618,3	(+29,6)	595,8	(+65,4)	644,5	(+48,8)	588,7	(-141,1)
Sonstige autonome Faktoren (netto) <sup>1</sup>	891,1	(-24,5)	901,1	(-15,1)	879,6	(-21,5)	915,7	(+32,0)
<b>Über das Mindestreserve-Soll hinausgehende Giro Guthaben</b>	<b>3 132,3</b>	<b>(+282,0)</b>	<b>3 011,2</b>	<b>(+127,4)</b>	<b>3 273,6</b>	<b>(+262,4)</b>	<b>2 850,3</b>	<b>(+287,6)</b>
darunter: im Rahmen des zweistufigen Verzinsungssystems befreit <sup>2</sup>	874,1	(+14,9)	871,4	(+8,4)	876,8	(+5,4)	859,2	(+12,0)
darunter: nicht im Rahmen des zweistufigen Verzinsungssystems befreit <sup>2</sup>	2 268,4	(+277,2)	2 139,9	(+118,9)	2 396,9	(+257,1)	1 991,2	(+269,9)
<b>Mindestreserve-Soll<sup>3</sup></b>	<b>146,9</b>	<b>(+2,2)</b>	<b>146,5</b>	<b>(+1,0)</b>	<b>147,5</b>	<b>(+1,0)</b>	<b>144,8</b>	<b>(+1,8)</b>
<b>Freibetrag<sup>3</sup></b>	<b>881,6</b>	<b>(+13,0)</b>	<b>878,8</b>	<b>(+5,8)</b>	<b>884,8</b>	<b>(+5,9)</b>	<b>868,5</b>	<b>(+10,9)</b>
<b>Einlagefazilität</b>	<b>634,2</b>	<b>(+73,0)</b>	<b>598,0</b>	<b>(+11,1)</b>	<b>676,4</b>	<b>(+78,4)</b>	<b>561,2</b>	<b>(+125,8)</b>
<b>Liquiditätsabschöpfende Feinsteuerooperationen</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>

Quelle: EZB.

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

1) Berechnet als Summe aus Ausgleichsposten aus Neubewertungen, sonstigen Forderungen und Verbindlichkeiten Ansässiger im Euroraum sowie Kapital und Rücklagen.

2) Erläuterungen hierzu finden sich auf der [Website der EZB](#).

3) Nachrichtlicher Posten, der nicht in der Bilanz des Eurosystems ausgewiesen wird und somit auch nicht in die Berechnung der Gesamtpassiva einfließt.

## Aktiva

(Durchschnittswerte; in Mrd €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 27. Januar bis 27. April 2021						Vorheriger Berichtszeitraum: 4. November 2020 bis 26. Januar 2021	
	Erste und zweite Erfüllungsperiode		Erste Erfüllungsperiode: 27. Januar bis 16. März		Zweite Erfüllungsperiode: 17. März bis 27. April		Siebte und achte Erfüllungsperiode	
<b>Autonome Liquiditätsfaktoren</b>	<b>1 066,0</b>	<b>(+26,2)</b>	<b>1 068,3</b>	<b>(+81,6)</b>	<b>1 063,3</b>	<b>(-4,9)</b>	<b>1 039,8</b>	<b>(-57,2)</b>
Nettoforderungen in Fremdwährung	826,5	(-30,3)	834,9	(-13,6)	816,7	(-18,2)	856,8	(-8,4)
Nettoforderungen in Euro	239,5	(+56,5)	233,3	(+95,2)	246,6	(+13,3)	183,0	(-48,8)
<b>Geldpolitische Instrumente</b>	<b>5 797,2</b>	<b>(+359,5)</b>	<b>5 617,9</b>	<b>(+112,1)</b>	<b>6 006,3</b>	<b>(+388,4)</b>	<b>5 437,7</b>	<b>(+395,1)</b>
Offenmarktgeschäfte	5 797,2	(+359,5)	5 617,9	(+112,1)	6 006,3	(+388,4)	5 437,7	(+395,1)
Tendergeschäfte	1 913,8	(+139,9)	1 792,8	(-0,1)	2 054,9	(+262,1)	1 773,9	(+125,9)
Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs)	0,4	(-0,0)	0,4	(+0,1)	0,3	(-0,1)	0,4	(-0,9)
Dreimonatige längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs)	0,5	(-0,4)	0,7	(-0,2)	0,3	(-0,4)	0,9	(-0,7)
Zweite Reihe gezielter LRGs (GLRG II)	9,7	(-12,8)	15,7	(+0,0)	2,6	(-13,1)	22,5	(-17,9)
Dritte Reihe gezielter LRGs (GLRG III)	1 876,5	(+152,3)	1 749,4	(-0,0)	2 024,8	(+275,4)	1 724,2	(+141,5)
Längerfristige Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäfte (PELTROs)	26,7	(+0,8)	26,6	(+0,0)	26,9	(+0,3)	25,9	(+3,9)
Outright-Geschäfte	3 883,4	(+219,6)	3 825,1	(+112,2)	3 951,4	(+126,3)	3 663,8	(+269,2)
Erstes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP)	0,5	(-0,0)	0,5	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,5	(-0,0)
Zweites Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP2)	2,6	(-0,2)	2,6	(-0,1)	2,5	(-0,1)	2,8	(-0,1)
Drittes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3)	289,5	(+2,2)	289,3	(+1,5)	289,7	(+0,4)	287,3	(+1,5)
Programm für die Wertpapiermärkte (SMP)	25,6	(-3,0)	27,1	(-1,5)	23,8	(-3,3)	28,6	(-4,5)
Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP)	28,7	(-1,0)	28,8	(-0,8)	28,7	(-0,1)	29,7	(+0,1)
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP)	2 374,3	(+37,2)	2 366,1	(+20,9)	2 383,9	(+17,8)	2 337,1	(+53,9)
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP)	263,4	(+13,5)	259,4	(+7,4)	268,1	(+8,7)	249,9	(+17,6)
Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP)	898,8	(+170,9)	851,3	(+84,8)	954,2	(+102,9)	727,9	(+200,6)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)

Quelle: EZB.

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

## Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung

(Durchschnittswerte; in Mrd €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 27. Januar bis 27. April 2021						Vorheriger Berichtszeitraum: 4. November 2020 bis 26. Januar 2021	
	Erste und zweite Erfüllungsperiode		Erste Erfüllungsperiode: 27. Januar bis 16. März		Zweite Erfüllungsperiode: 17. März bis 27. April		Siebte und achte Erfüllungsperiode	
Aggregierter Liquiditätsbedarf <sup>1</sup>	2 030,6	(+4,4)	2 008,7	(-26,4)	2 056,3	(+47,7)	2 026,3	(-18,2)
Autonome Faktoren (netto) <sup>2</sup>	1 883,7	(+2,2)	1 862,2	(-27,3)	1 908,9	(+46,7)	1 881,5	(-20,1)
Überschussliquidität <sup>3</sup>	3 766,5	(+355,1)	3 609,3	(+138,5)	3 950,0	(+340,7)	3 411,4	(+413,4)

Quelle: EZB.

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

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

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

3) Berechnet als Summe aus den Giroguthaben, die über das Mindestreserve-Soll hinausgehen, und der Inanspruchnahme der Einlagefazilität (abzüglich der Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität).

## Zinsentwicklung

(Durchschnittswerte; in %)

	Aktueller Berichtszeitraum: 27. Januar bis 27. April 2021						Vorheriger Berichtszeitraum: 4. November 2020 bis 26. Januar 2021	
	Erste und zweite Erfüllungsperiode		Erste Erfüllungsperiode: 27. Januar bis 16. März		Zweite Erfüllungsperiode: 17. März bis 27. April		Siebte und achte Erfüllungsperiode	
HRGs	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Einlagefazilität	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
EONIA <sup>1</sup>	-0,480	(-0,005)	-0,478	(-0,001)	-0,481	(-0,003)	-0,475	(-0,006)
€STR	-0,565	(-0,005)	-0,563	(-0,001)	-0,567	(-0,003)	-0,560	(-0,006)

Quelle: EZB.

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

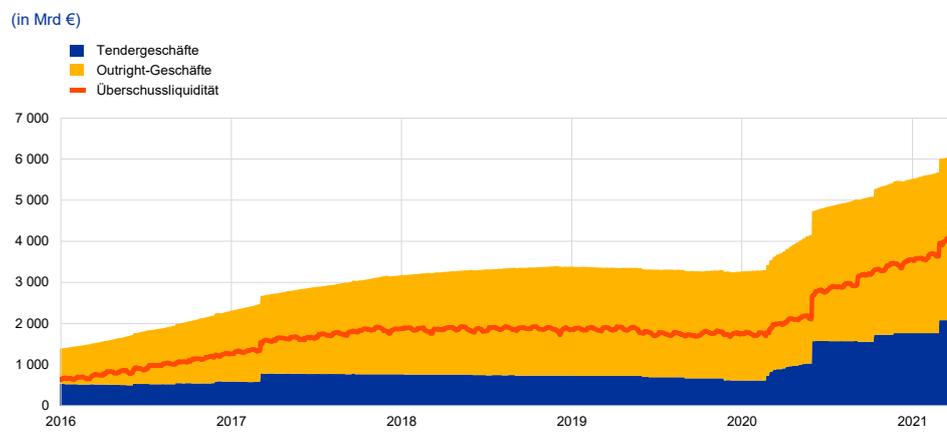
1) Seit dem 1. Oktober 2019 wird der Euro Overnight Index Average (EONIA) berechnet als Euro Short-Term Rate (€STR) zuzüglich 8,5 Basispunkten. Differenzen in den angegebenen Veränderungen des EONIA und des €STR sind rundungsbedingt.

## Liquiditätsbereitstellung über geldpolitische Instrumente

**Die durchschnittliche über geldpolitische Instrumente bereitgestellte Liquidität erhöhte sich im Berichtszeitraum um 359,5 Mrd € auf 5 797,2 Mrd €** (siehe Abbildung A). Dieser Anstieg war zu etwa 61 % auf den anhaltenden Nettoerwerb von Vermögenswerten im Rahmen der Ankaufprogramme (vor allem des PEPP) zurückzuführen; die restlichen 39 % entfielen auf Tendergeschäfte, allen voran das GLRG III.7 im März.

## Abbildung A

### Entwicklung der über Offenmarktgeschäfte bereitgestellten Liquidität und der Überschussliquidität



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 27. April 2021.

**Die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung über Tendergeschäfte nahm im Berichtszeitraum um 139,9 Mrd € zu.** Zurückzuführen war dies hauptsächlich auf die Abwicklung des siebten GLRG-III-Geschäfts, über das am 24. März Liquidität in Höhe von 330,5 Mrd € bereitgestellt wurde. Dem standen Rückzahlungen von 9,7 Mrd € gegenüber, die aufgrund der endgültigen Fälligkeit der GLRG-II-Reihe geleistet wurden. Durch das erste der im Dezember 2020 angekündigten vier zusätzlichen längerfristigen Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäfte (PELTROs) wurde am 25. März 2021 zusätzliche Liquidität im Umfang von 0,8 Mrd € bereitgestellt. Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) und die dreimonatigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) spielten weiterhin nur eine untergeordnete Rolle. Die durchschnittliche Inanspruchnahme dieser beiden regulären Instrumente zusammengenommen verringerte sich gegenüber dem vorangegangenen Berichtszeitraum um 0,4 Mrd € auf ein neues Rekordtief von 0,9 Mrd €.

**Unterdessen nahmen die Outright-Portfolios um 219,6 Mrd € auf 3 883,4 Mrd € zu, was den Netto-Wertpapierankäufen im Rahmen des APP und des PEPP zuzuschreiben war.** Der durchschnittliche Bestand des PEPP-Portfolios erhöhte sich gegenüber dem Durchschnitt des vorangegangenen Berichtszeitraums um 170,9 Mrd € auf 898,8 Mrd €. Somit verzeichnete das PEPP von allen Ankaufprogrammen mit Abstand den stärksten Anstieg. An zweiter Stelle stand das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) mit einer durchschnittlichen Zunahme um 37,2 Mrd € auf 2 374,3 Mrd €. Danach folgte das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) mit einem durchschnittlichen Zuwachs um 13,5 Mrd € auf 263,4 Mrd €.

## Überschussliquidität

**Die durchschnittliche Überschussliquidität stieg um 355,1 Mrd € auf ein neues Rekordhoch von 3766,5 Mrd €** (siehe Abbildung A). Die Überschussliquidität entspricht der Summe aus den Giroguthaben der Banken, die über das Mindestreserve-Soll hinausgehen, und der Inanspruchnahme der Einlagefazilität (abzüglich der Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität). Es handelt sich dabei also um die Differenz zwischen bereitgestellter Liquidität und Liquiditätsbedarf. Die über das Mindestreserve-Soll hinausgehenden Giroguthaben der Banken erhöhten sich um 282,0 Mrd € auf 3 132,3 Mrd €. Unterdessen stieg die durchschnittliche Inanspruchnahme der Einlagefazilität um 73 Mrd € auf 634,2 Mrd €.

**Die im Rahmen des zweistufigen Verzinsungssystems<sup>1</sup> von der negativen Verzinsung zum Einlagesatz befreiten Überschussreserven erhöhten sich um 14,9 Mrd € auf 874,1 Mrd €, während die nicht befreiten Überschussreserven um 277,2 Mrd € auf 2 268,4 Mrd € zunahmen.** Der Anstieg der befreiten Überschussreserven war im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass sich der Freibetrag, der als Funktion des Mindestreserve-Solls berechnet wird, um 13 Mrd € auf 881,6 Mrd € erhöhte. Der Anstieg spiegelte somit eine Zunahme des Mindestreserve-Solls während des Berichtszeitraums wider. Der Anstieg der nicht befreiten Überschussreserven war der allgemeinen Zunahme der Überschussliquidität zuzuschreiben, die durch die Nettowertpapierankäufe und eine stärkere Inanspruchnahme der Tendergeschäfte bedingt war. Die Nutzungsquote des Freibetrags (also der Quotient aus tatsächlich befreiten Überschussreserven und dem maximal möglichen Freibetrag) erhöhte sich leicht von 98,9 % auf 99,1 %. Die konstant hohe Nutzungsquote zeigt, dass noch immer auf breiter Front Überschussliquidität vorhanden ist und die große Mehrheit der Banken Guthaben hält, die deutlich über das Mindestreserve-Soll hinausgehen. Die Nutzungsquote liegt seit der dritten Erfüllungsperiode des Jahres 2020 durchgängig bei über 98 %. Im aktuellen Berichtszeitraum machten die befreiten Überschussreserven 23,3 % der gesamten Überschussliquidität aus, verglichen mit 25,2 % im vorangegangenen Berichtszeitraum.

## Zinsentwicklung

**Der durchschnittliche €STR ging im Berichtszeitraum im Vergleich zum vorangegangenen Berichtszeitraum marginal zurück.** Er lag im Schnitt bei -56,5 Basispunkten und entsprach damit nahezu dem Durchschnitt des vorherigen Berichtszeitraums (-56,0 Basispunkte), denn aufgrund der hohen Überschussliquidität reagiert der €STR selbst auf große Liquiditätsveränderungen relativ unelastisch. Seit Oktober 2019 wird der EONIA als €STR zuzüglich eines fixen Aufschlags von 8,5 Basispunkten berechnet. Folglich entwickelte er sich parallel zum €STR und wird dies auch künftig tun. Die Leitzinsen der EZB, d. h. die

<sup>1</sup> Erläuterungen zum zweistufigen System für die Verzinsung von Überschussreserven finden sich auf der [Website der EZB](#).

Zinssätze für die Einlagefazilität, die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und die Spitzenrefinanzierungsfazilität, blieben im Berichtszeitraum unverändert.

## Auswirkungen der Covid-19-Krise auf den Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet: Männer und Frauen im Vergleich

Vasco Botelho und Pedro Neves

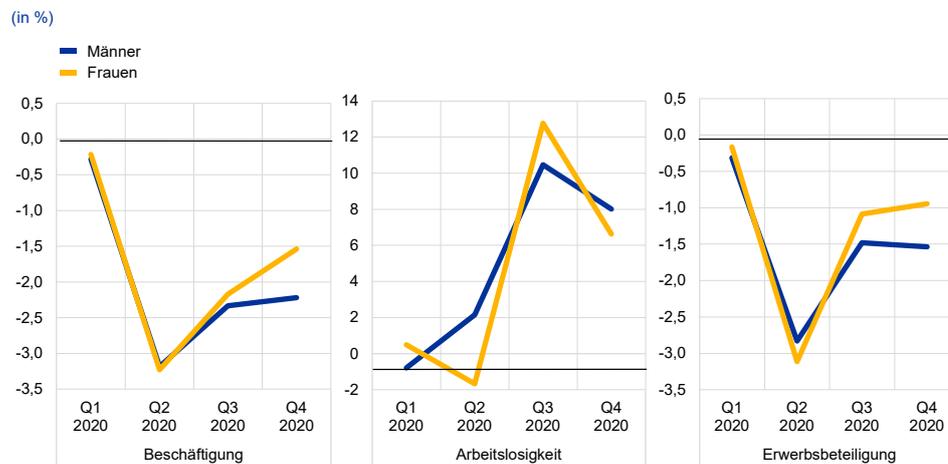
**Gemäß den bis zum vierten Quartal 2020 vorliegenden Daten kam es im Euro-Währungsgebiet infolge der Coronakrise (Covid-19) zu sinkenden Erwerbspersonenzahlen, einer rückläufigen Beschäftigung und einer steigenden Arbeitslosigkeit, wobei die Entwicklung bei Männern und Frauen im Zeitverlauf unterschiedlich war.**<sup>1</sup> Zwischen dem vierten Quartal 2019 und dem vierten Quartal 2020 sank die Zahl der Beschäftigten im Euroraum um rund 3,1 Millionen (siehe Abbildung A). Davon waren Schätzungen zufolge etwa 1,9 Millionen Männer und rund 1,2 Millionen Frauen. Dementsprechend verringerte sich die Beschäftigung in diesem Zeitraum bei den Männern um 2,2 % und bei den Frauen um 1,5 %.<sup>2</sup> Zugleich erhöhte sich die Zahl der Arbeitslosen um 0,9 Millionen, wobei 495 000 Männer und 388 000 Frauen ihren Arbeitsplatz verloren. Insgesamt nahm die Arbeitslosigkeit im Zeitraum vom vierten Quartal 2019 bis zum vierten Quartal 2020 bei den Männern um 8,0 % und bei den Frauen um 6,6 % zu. Prozentual gesehen wurde im dritten Jahresviertel 2020 der größte Anstieg verzeichnet (10,5 % bei den Männern und 12,8 % bei den Frauen). Im vierten Quartal 2020 war die Zahl der Arbeitslosen bei den Frauen stärker rückläufig als bei den Männern. Dem hohen Beschäftigungsabbau stand bei beiden Geschlechtern keine entsprechende Zunahme der Arbeitslosigkeit gegenüber. Die Zahl der Erwerbspersonen sank zwischen dem vierten Quartal 2019 und dem vierten Jahresviertel 2020 um insgesamt 2,2 Millionen, wobei 1,4 Millionen Männer und 0,8 Millionen Frauen inaktiv wurden. Zwar wurde die Erwerbsbeteiligung von Frauen während der ersten Pandemiewelle bis zum zweiten Quartal 2020 stärker beeinträchtigt, doch kam es hier in der zweiten Jahreshälfte auch zu einer rascheren Erholung.

<sup>1</sup> Die aggregierten Daten zur Beschäftigung und zu den geleisteten Gesamtarbeitsstunden basieren auf den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen von Eurostat. Die Angaben zur Arbeitslosigkeit sowie zur Zusammensetzung von Beschäftigung und geleisteten Gesamtarbeitsstunden nach Geschlecht stammen aus der vierteljährlichen EU-Arbeitskräfteerhebung von Eurostat. Die Angaben zu den geschlechtsspezifischen Auswirkungen auf die Beschäftigung und die geleisteten Arbeitsstunden werden auf sektoraler und aggregierter Ebene aus der Arbeitskräfteerhebung in die Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen konvertiert. Damit wird implizit unterstellt, dass die auf Basis der Arbeitskräfteerhebung berechnete Geschlechterverteilung im Euroraum auch weitgehend auf die Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zutrifft. Die Begriffe „üblicherweise geleistete Arbeitsstunden“ und „vertragliche Arbeitsstunden“ werden hier synonym verwendet.

<sup>2</sup> Der ab dem vierten Quartal 2019 kumulierte Rückgang der Beschäftigung bei Männern und Frauen war bis zum dritten Quartal 2020 mit rund 2,3 % bei Männern und 2,2 % bei Frauen nahezu gleich.

## Abbildung A

### Entwicklung der Beschäftigung, der Arbeitslosigkeit und der Erwerbsbeteiligung während der Coronakrise im Euroraum nach Geschlecht



Quellen: Eurostat, EU-Arbeitskräfteerhebung und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die prozentuale Veränderung der Zahl der Beschäftigten und der Arbeitslosen bei beiden Geschlechtern zwischen dem vierten Quartal 2019 und den jeweiligen Quartalen des Jahres 2020. Die Veränderung der Erwerbsbeteiligung wird analog hierzu berechnet. Die Zahl der Erwerbspersonen stellt die Summe aus Erwerbstätigen und Arbeitslosen dar.

**Die Arbeitslosenquote ist bei den Frauen höher als bei den Männern, wobei hinsichtlich der genauen Differenz eine gewisse Unsicherheit besteht** (siehe Abbildung B). Bei den Frauen belief sich die Quote im vierten Quartal 2020 auf 8,3 %, bei den Männern auf 7,7 %. Diese Entwicklung war schon vor der Coronakrise zu beobachten: Im vierten Quartal 2019 betrug die Arbeitslosenquote bei den Frauen 7,7 % und bei den Männern 7,1 %. Somit ergibt sich bei der Arbeitslosigkeit zwischen Frauen und Männern eine Differenz von 0,6 Prozentpunkten im Schlussquartal 2019 und von 0,5 Prozentpunkten im letzten Jahresviertel 2020.<sup>3</sup> Der Unterschied zwischen den Arbeitslosenquoten von Frauen und Männern verringerte sich im zweiten Quartal 2020 und weitete sich im dritten Quartal wieder aus. Über die anschließende Entwicklung herrscht indes eine gewisse Unsicherheit. Ursächlich hierfür sind die Verwendung unterschiedlicher statistischer Indikatoren aus der EU-Arbeitskräfteerhebung (monatliche bzw. vierteljährliche Zeitreihen) sowie die laufende statistische Umgruppierung von Arbeitnehmern, die an Programmen zur Arbeitsplatzsicherung teilnehmen.<sup>4</sup> Nach Angaben von Eurostat sind vierteljährliche Zeitreihen im Vergleich zu monatlichen robuster, aber weniger zeitnah. Auf Basis der monatlichen Zeitreihen blieb der Unterschied zwischen den Arbeitslosenquoten von Frauen und Männern im vierten Quartal 2020 weitgehend unverändert. Dabei war die Arbeitslosenquote bei den Frauen um 1 Prozentpunkt höher als bei den Männern. Die vierteljährlichen

<sup>3</sup> Auf zwei Dezimalstellen berechnet belief sich der Unterschied zwischen den Arbeitslosenquoten von Frauen und Männern im vierten Quartal 2020 auf 0,53 Prozentpunkte, da die Quote bei den Frauen 8,25 % und bei den Männern 7,72 % betrug.

<sup>4</sup> Die Covid-19-Krise hat zu großen Veränderungen der Erwerbsbeteiligung geführt. Die nach Geschlecht aufgeschlüsselten Arbeitsmarktindikatoren bilden diese Veränderungen nicht vollständig ab und unterliegen nachträglichen Revisionen. Die sich aus der Periodizität der Datenerhebung ergebende Unsicherheit hinsichtlich der Differenz zwischen den Arbeitslosenquoten von Frauen und Männern ist ein temporäres Problem, das in naher Zukunft mit der Umsetzung der Methodik der integrierten europäischen Sozialstatistik gelöst werden dürfte.

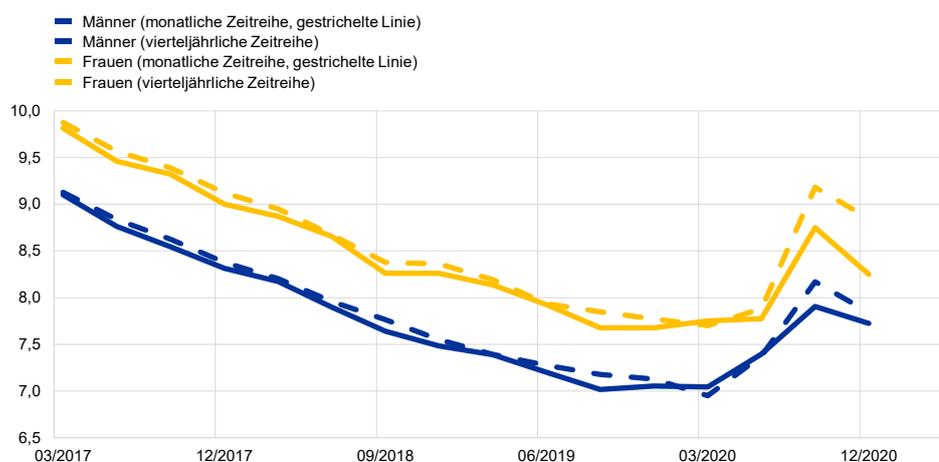
Zeitreihen lassen hingegen darauf schließen, dass sich der Unterschied zwischen den Arbeitslosenquoten von Frauen und Männern im Schlussquartal 2020 verringerte, wobei die Quote bei den Frauen um 0,5 Prozentpunkte höher war als bei den Männern.

### Abbildung B

Differenz zwischen den Arbeitslosenquoten von Frauen und Männern: vierteljährliche und monatliche Zeitreihen im Vergleich

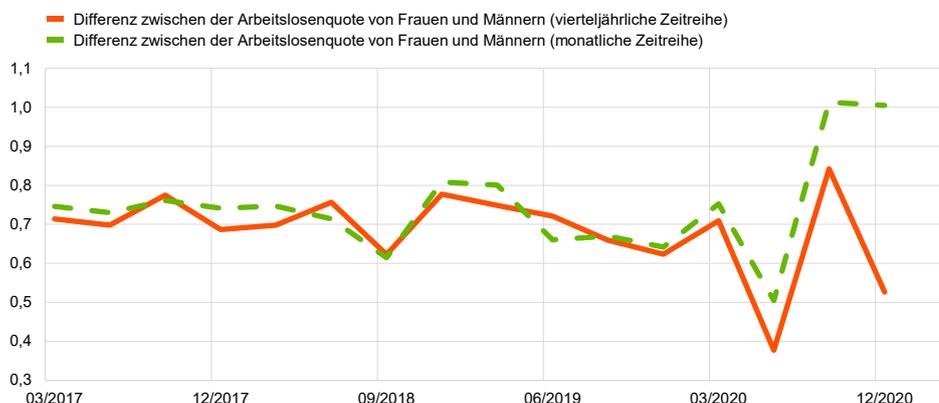
#### a) Arbeitslosenquote

(in %)



#### b) Differenz zwischen der Arbeitslosenquote von Frauen und Männern

(in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, EU-Arbeitskräfteerhebung und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Daten mit verschiedenen Erhebungsintervallen vermitteln einen unterschiedlichen Eindruck hinsichtlich der Differenz zwischen den Arbeitslosenquoten von Frauen und Männern. Die höhere Arbeitsmarktvolatilität während der Pandemie, die auf die Anzahl der aus der Erwerbsbevölkerung ausscheidenden Personen und die umfassende Inanspruchnahme von Programmen zur Arbeitsplatzsicherung zurückgeführt werden kann, dürfte sich auf diese Unterschiede bei der Arbeitslosigkeit auswirken. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2021 (monatliche Zeitreihen) bzw. auf das vierte Quartal 2020 (vierteljährliche Zeitreihen).

**Die vorläufige Evidenz deutet darauf hin, dass sowohl Männer als auch Frauen in erheblichem Maße von der weit verbreiteten Inanspruchnahme von Programmen zur Arbeitsplatzsicherung profitierten.** Die Zahl der Arbeitnehmerinnen bzw. Arbeitnehmer, die als Grund für ihre Abwesenheit vom Arbeitsplatz in einer bestimmten Woche eine befristete Freistellung angaben, ist bei beiden Geschlechtern nahezu gleich. Im vierten Quartal 2020 waren 49,4 % der in EU-Mitgliedstaaten freigestellten Arbeitskräfte Frauen. Dieser Indikator kann als

Näherungswert für die Zahl der an Programmen zur Arbeitsplatzsicherung teilnehmenden Arbeitskräfte, die keinerlei Arbeitsstunden leisten, angesehen werden.<sup>5</sup> Durch die hohe Inanspruchnahme dieser Programme konnten die Beschäftigung gestützt und Arbeitsplätze während der Pandemie weitgehend gesichert werden. Die Zahl der vorübergehenden Freistellungen erreichte im zweiten Quartal 2020 mit 38,9 % der gesamten Fehlzeiten am Arbeitsplatz ihren Höchststand und pendelte sich im vierten Quartal 2020 bei 14,1 % ein.<sup>6</sup> Der Anteil von Frauen an den vorübergehend freigestellten Arbeitskräften stieg von durchschnittlich 34,7 % im Zeitraum von 2006 bis 2019 auf 45,7 % im ersten Quartal 2020 und erhöhte sich weiter auf 49,4 % im letzten Jahresviertel 2020.<sup>7</sup>

### **Eine Analyse der geleisteten Gesamtarbeitsstunden kann Aufschluss über die unterschiedlichen geschlechtsspezifischen Einflussfaktoren der Arbeitsmarktentwicklung während der Coronakrise geben.**

Die geleisteten Gesamtarbeitsstunden verringerten sich zwischen dem vierten Quartal 2019 und dem vierten Quartal 2020 um 6,4 %. Davon entfielen 4,4 Prozentpunkte auf Männer und 2,0 Prozentpunkte auf Frauen. Bei den Männern trug der Beschäftigungsabbau hierzu 1,3 Prozentpunkte bei, die restlichen 3,1 Prozentpunkte waren dem Rückgang der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden zuzuschreiben. Bei den Frauen belief sich der Beitrag dieser Faktoren auf 0,6 bzw. 1,4 Prozentpunkte. Die deutliche Abnahme der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden nach Geschlecht lässt sich anhand einer Aufschlüsselung der Veränderungen nach üblicherweise geleisteten (im Sinne der vertraglichen) und tatsächlich geleisteten Arbeitsstunden näher analysieren.<sup>8</sup> Die Differenz zwischen den tatsächlich geleisteten und den vertraglichen Arbeitsstunden kann somit zusätzliche Erkenntnisse über Ad-hoc-Faktoren liefern, die für den Rückgang der geleisteten Gesamtarbeitsstunden von Männern und Frauen während der Covid-19-Pandemie maßgeblich waren.

---

<sup>5</sup> Siehe A. L. Gómez und J. M. Montero, [Impact of lockdown on the euro area labour market in 2020 H1](#), Banco de España, Economic Bulletin 4/2020. Eine umfassende Bewertung der Auswirkungen und der weit verbreiteten Inanspruchnahme von Arbeitsplatzsicherungsprogrammen findet sich in: EZB, [Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 8/2020, Januar 2021.

<sup>6</sup> Infolge der Covid-19-Krise nahm die Zahl der befristeten Freistellungen in der EU spürbar zu. Zwischen 2006 und 2019 waren im Durchschnitt lediglich 2,7 % der gesamten Fehlzeiten am Arbeitsplatz auf diese Maßnahme zurückzuführen.

<sup>7</sup> In Deutschland stellt die Bundesagentur für Arbeit eine Aufschlüsselung der Anzahl der in Kurzarbeit befindlichen Arbeitskräfte nach Geschlecht bereit. Diese Daten sind bis Oktober 2020 verfügbar und bestätigen, dass sowohl Männer als auch Frauen in Deutschland stark von Programmen zur Arbeitsplatzsicherung profitierten. Daraus geht jedoch auch hervor, dass Männer häufiger in Kurzarbeit sind als Frauen. Der Anteil der Kurzarbeiterinnen erreichte im März 2020 mit 46,1 % seinen Höchststand und ging danach schrittweise auf 37,4 % im Oktober 2020 zurück. Dementsprechend könnten sich Arbeitsplatzsicherungsprogramme in den einzelnen Ländern je nach Geschlecht unterschiedlich stark auswirken.

<sup>8</sup> Die tatsächlich geleisteten Arbeitsstunden umfassen a) die vertraglichen Arbeitsstunden und b) die bezahlten und unbezahlten Überstunden sowie die im Rahmen zusätzlicher Tätigkeiten geleisteten Arbeitsstunden. Nicht berücksichtigt werden hier u. a. gesetzliche Feiertage, bezahlter Jahresurlaub, Fehlzeiten wegen Krankheit, Unfalls und vorübergehender Arbeitsunfähigkeit, Mutterschutz, Elternzeit, Teilnahme an Schulungs- oder Ausbildungsveranstaltungen, Kurzarbeit aus technischen oder wirtschaftlichen Gründen, Streiks oder Arbeitskämpfe, witterungsbedingte Ausfallzeiten und Ausgleichsurlaub.

**Bei den Männern ist der Rückgang der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden zu einem Drittel der Verringerung der durchschnittlichen vertraglichen Arbeitszeit geschuldet; bei den Frauen blieben die vertraglichen Arbeitsstunden hingegen weitgehend unverändert** (siehe Abbildung C).

Zwischen dem vierten Quartal 2019 und dem vierten Quartal 2020 trug die Verringerung der vertraglichen Arbeitszeit bei den Männern 1,2 Prozentpunkte zum Rückgang der geleisteten Gesamtarbeitsstunden bei. Bei den Frauen blieben die vertraglichen Arbeitsstunden im selben Zeitraum hingegen nahezu gleich.<sup>9</sup> Veränderungen der vertraglichen Arbeitszeit sind überwiegend auf Kompositionseffekte zurückzuführen, die sich je nach Geschlecht unterscheiden. Vorläufige Daten aus der vierteljährlichen EU-Arbeitskräfteerhebung lassen darauf schließen, dass bei den Frauen eine stärkere Abnahme der Teilzeitbeschäftigung wie auch der unbefristeten Arbeitsverhältnisse verzeichnet wurde als bei den Männern. Demgegenüber wurde bei den Männern ein deutlicherer Rückgang der Vollzeitbeschäftigung und der befristeten Arbeitsverträge beobachtet. Zugleich erhöhte sich hier in stärkerem Maße die Zahl der unterbeschäftigten Teilzeitkräfte. Dass sich die üblicherweise geleisteten Arbeitsstunden bei den Frauen kaum veränderten, ist auf Kompositionseffekte wie etwa die rückläufige Teilzeitbeschäftigung zurückzuführen, von der Frauen stärker als Männer betroffen waren.<sup>10</sup> Da Teilzeitbeschäftigte weniger Arbeitsstunden leisten als Vollzeitbeschäftigte, kam es zu einem Kompositionseffekt, durch den sich die Zahl der vertraglichen Arbeitsstunden erhöht hat. Bei den Männern war die Verringerung der üblicherweise geleisteten Arbeitsstunden dagegen einer vergleichsweise kräftigeren Abnahme der Zahl der Vollzeitbeschäftigten und einem Anstieg der unterbeschäftigten Teilzeitkräfte zuzuschreiben.<sup>11</sup>

---

<sup>9</sup> Die zwischen dem vierten Quartal 2019 und dem vierten Quartal 2020 von Frauen im Durchschnitt üblicherweise geleisteten Arbeitsstunden beliefen sich unverändert auf 32,9 Stunden pro Woche.

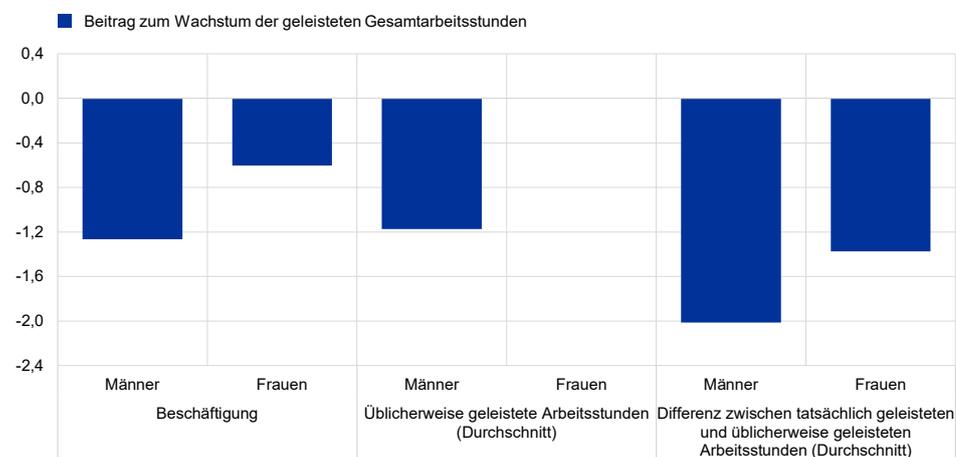
<sup>10</sup> Der geschlechtsspezifische Rückgang der Teilzeitbeschäftigung während der Covid-19-Krise entspricht weitgehend dem Geschlechterverhältnis bei der Teilzeitbeschäftigung im vierten Quartal 2019.

<sup>11</sup> Der Rückgang der Selbstständigkeit bei den Männern trug – wenngleich in deutlich geringerem Maße – ebenfalls zur Abnahme der vertraglichen Arbeitsstunden bei. Der Anteil der Selbstständigen an der Gesamtbeschäftigung beträgt rund 14 %, ihr Anteil an den geleisteten Gesamtarbeitsstunden 18,5 %. Daraus lässt sich schließen, dass Selbstständige im Schnitt mehr Arbeitsstunden leisten als abhängig Beschäftigte. Bei den Männern liegt der Anteil der Selbstständigen an der Gesamtbeschäftigung bei rund 17 %, bei den Frauen bei etwa 10 %. Trotz des bei Männern wie Frauen geringen Anteils der selbstständigen Erwerbstätigkeit an der Gesamtbeschäftigung können Arbeitsplatzverluste bei Männern in selbstständiger Erwerbstätigkeit für den Rückgang der vertraglichen Arbeitsstunden maßgeblich sein, da sie a) im Schnitt mehr Arbeitsstunden leisten als abhängig Beschäftigte und b) im Schnitt auch mehr Arbeitsstunden leisten als selbstständige Frauen. Folglich ist hier der Kompositionseffekt bei den Männern stärker ausgeprägt. Nähere Einzelheiten hierzu finden sich in: Eurostat, [Hours of work – annual statistics](#), Mai 2020.

## Abbildung C

### Beitrag der Beschäftigung, der üblicherweise geleisteten und der tatsächlich geleisteten Arbeitsstunden zur Veränderung der geleisteten Gesamtarbeitsstunden

(in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, EU-Arbeitskräfteerhebung und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jeweiligen Beiträge beziehen sich auf den Zeitraum zwischen dem vierten Quartal 2019 und dem vierten Quartal 2020.

**Die Differenz zwischen den tatsächlich geleisteten und den üblicherweise geleisteten Arbeitsstunden trug überproportional zum Rückgang der geleisteten Gesamtarbeitsstunden bei Männern und Frauen bei und gibt Aufschluss über die Arbeitsangebotsentscheidungen auf Ebene der privaten Haushalte.** Rund zwei Drittel des zwischen dem vierten Quartal 2019 und dem vierten Quartal 2020 verzeichneten Rückgangs der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden bei den Männern und der gesamte Rückgang bei den Frauen lassen sich durch diese Differenz erklären. Die Veränderungen in der Differenz zwischen den tatsächlich geleisteten und den üblicherweise geleisteten Arbeitsstunden trugen bei den Männern 2,0 Prozentpunkte und bei den Frauen 1,4 Prozentpunkte zur Abnahme der geleisteten Gesamtarbeitsstunden bei.<sup>12</sup> Programme zur Arbeitsplatzsicherung schufen Anreize für die Hortung von Arbeitskräften und gewährten Flexibilität mittels Anpassung der geleisteten Arbeitsstunden, wodurch sich die Differenz zwischen den tatsächlich geleisteten und den vertraglichen

<sup>12</sup> Diese Beiträge in Prozentpunkten berücksichtigen geschlechtsspezifische Basiseffekte wie beispielsweise die Tatsache, dass Frauen zu den insgesamt geleisteten Arbeitsstunden im Euroraum etwa 40 % beisteuern. Zur Überprüfung der Robustheit wurde die Berechnung nochmals mit einem Bottom-up-Ansatz durchgeführt, mit dem die Veränderungsrate der Beschäftigung und der geleisteten Arbeitsstunden auf Sektorebene, die der EU-Arbeitskräfteerhebung entnommen wurde, in die Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen konvertiert wird. Interessanterweise fallen die geschlechtsspezifischen Unterschiede in den Beiträgen der Beschäftigung und der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden nach diesen alternativen Berechnungen geringer aus. In diesem Fall belaufen sich die Beiträge zum Rückgang der geleisteten Gesamtarbeitsstunden nach Geschlecht a) für die Beschäftigung auf -1,0 Prozentpunkte bei den Männern und -0,9 Prozentpunkte bei den Frauen und b) für die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden auf -2,7 Prozentpunkte bei den Männern und -1,9 Prozentpunkte bei den Frauen. Dies würde sich dann bei Männern und Frauen auf den quantitativen Beitrag der Veränderungen in der Differenz zwischen tatsächlich geleisteten und üblicherweise geleisteten Arbeitsstunden auswirken. Bei den Männern wäre er demnach geringer und bei den Frauen höher. Deshalb könnten sektorale Kompositionseffekte berücksichtigt werden, um den je nach Geschlecht unterschiedlichen Effekt der Coronakrise auf den Arbeitsmarkt genauer bestimmen zu können.

Arbeitsstunden bei beiden Geschlechtern vergrößerte.<sup>13</sup> Dies deutet darauf hin, dass die überproportionale Verringerung der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden zum Teil auch auf Ad-hoc-Verkürzungen der Arbeitszeit von Beschäftigten zurückzuführen ist. Hiervon können Frauen stärker betroffen sein als Männer.<sup>14</sup> Dieses Ergebnis kann auch Aufschluss über die Arbeitsangebotsentscheidungen auf Ebene der privaten Haushalte geben. Fuchs-Schündeln et al.<sup>15</sup> haben dies näher untersucht. Sie zeigen, dass bis zu 35 % der Arbeitskräfte (und bis zu 12 % der üblicherweise geleisteten Arbeitsstunden) in Europa davon betroffen sein könnten, dass nach der pandemiebedingten Schließung von Schulen und Betreuungseinrichtungen zunehmend Bedarf an einer persönlichen Kinderbetreuung entstanden ist.

**Der Rückgang der geleisteten Gesamtarbeitsstunden war mit einer sektoral unterschiedlichen Entwicklung bei Männern und Frauen verbunden** (siehe Abbildung D).<sup>16</sup> Die Pandemie wirkte sich sowohl auf Frauen als auch auf Männer in erheblichem Maße aus, wie ein Blick auf die Veränderungen der geleisteten Gesamtarbeitsstunden in den einzelnen Sektoren zwischen dem vierten Quartal 2019 und dem vierten Quartal 2020 zeigt. Die pandemiebedingten Effekte waren für Männer in den Bereichen Handel, Verkehr und freiberufliche Dienstleistungen vergleichsweise deutlicher ausgeprägt, wenn man sie mit dem Anteil der von Männern im jeweiligen Sektor geleisteten Gesamtarbeitsstunden im vierten Quartal 2019 vergleicht. Bei den Frauen trugen hingegen die Sektoren Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie, sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen sowie Freizeitdienstleistungen und persönliche Dienstleistungen stärker zum Rückgang der geleisteten Gesamtarbeitsstunden bei. In den meisten Sektoren war dieser Rückgang einer Verringerung der Beschäftigung wie auch der durchschnittlichen Arbeitszeit geschuldet. Der zwischen dem vierten Quartal 2019 und dem vierten Quartal 2020 verzeichnete Beschäftigungsabbau konzentrierte sich bei den Männern vornehmlich auf die Bereiche Handel und Verkehr und bei den Frauen auf die Bereiche Freizeitdienstleistungen und persönliche Dienstleistungen. Umgekehrt profitierten die Frauen etwas mehr vom Beschäftigungsaufbau in der öffentlichen Verwaltung und im Bereich Erziehung und Unterricht. Zu der sektoralen Asymmetrie und der innerhalb der Sektoren bestehenden geschlechtsspezifischen Heterogenität beim Beschäftigungsabbau kam noch die Verringerung der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden hinzu. Auf sie entfiel der Großteil des Rückgangs der geleisteten Gesamtarbeitsstunden.

---

<sup>13</sup> Als Hortung von Arbeitskräften wird der Teil des Arbeitseinsatzes bezeichnet, der von einem Unternehmen während des Produktionsprozesses zu jedem gegebenen Zeitpunkt nicht vollumfänglich genutzt wird. Sie kann potenziell dazu beitragen, dass Unternehmen Wiedereinstellungs- sowie Aus- und Weiterbildungskosten vermeiden können, wenn sich das wirtschaftliche Umfeld nach einer Rezession verbessert.

<sup>14</sup> Der Beitrag, den die Differenz zwischen den im Durchschnitt tatsächlich und den vertraglich geleisteten Arbeitsstunden von Männern zum Rückgang der geleisteten Gesamtarbeitsstunden leistet, wird auch durch den stärkeren Anstieg der Zahl der unterbeschäftigten männlichen Teilzeitkräfte zwischen dem vierten Quartal 2019 und dem vierten Quartal 2020 beeinflusst.

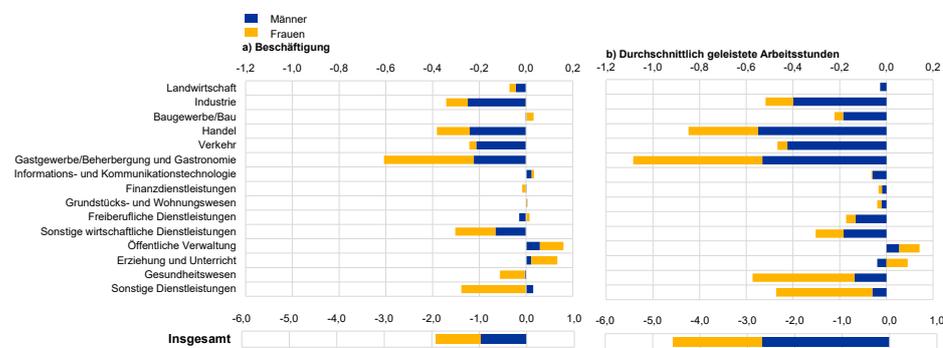
<sup>15</sup> Siehe N. Fuchs-Schündeln, M. Kuhn und M. Tertilt, [The short-run macro implications of school and child-care closures](#), Discussion Paper Series des IZA, Nr. 13353, 2020.

<sup>16</sup> Die in Abbildung D dargestellten sektor- und geschlechtsspezifischen Auswirkungen der Covid-19-Krise auf die Beschäftigung und die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden wurden unter Verwendung des zuvor beschriebenen Bottom-up-Ansatzes ermittelt.

## Abbildung D

### Beitrag der einzelnen Sektoren zur Entwicklung der Beschäftigung und der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden nach Geschlecht

(in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, EU-Arbeitskräfteerhebung und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Beiträge der einzelnen Sektoren zu Beschäftigung und durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden beziehen sich auf den Zeitraum zwischen dem vierten Quartal 2019 und dem vierten Quartal 2020. Sie werden anhand des zuvor beschriebenen Bottom-up-Ansatzes ermittelt, der die in der EU-Arbeitskräfteerhebung vorgegebene geschlechtsspezifische und sektorale Zusammensetzung auf die sektorale Zusammensetzung der Beschäftigung und der geleisteten Arbeitsstunden in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen überträgt. Der Sektor "sonstige Dienstleistungen" umfasst die Bereiche Freizeidienstleistungen und persönliche Dienstleistungen.

### Der vorliegende Kasten dokumentiert anhand der bis zum vierten Quartal 2020 verfügbaren Daten die Auswirkungen der Covid-19-Krise auf den Arbeitsmarkt im Euroraum, wobei veranschaulicht wird, dass sowohl Männer als auch Frauen massiv betroffen waren.

Während der Krise verloren mehr Männer als Frauen ihren Arbeitsplatz und wurden inaktiv. Indes konnte die Beschäftigung durch Programme zur Arbeitsplatzsicherung, von denen sowohl Männer als auch Frauen deutlich profitierten, anscheinend weitgehend gesichert werden. Der Rückgang der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden war bei den Männern etwas stärker ausgeprägt als bei den Frauen. Allerdings spielten hier je nach Geschlecht unterschiedliche Faktoren eine Rolle. Bei den Männern war die Abnahme der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden zum Teil auf die Verringerung der vertraglichen Arbeitszeit zurückzuführen. Dagegen trugen Ad-hoc-Arbeitszeitverkürzungen, durch die sich die Differenz zwischen den tatsächlich geleisteten und den vertraglichen Arbeitsstunden vergrößert, sowohl bei den Männern als auch bei den Frauen zum Rückgang der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden bei. Diese Entwicklungen lassen sich mit den asymmetrischen Auswirkungen der Covid-19-Krise in den einzelnen Sektoren erklären.<sup>17</sup> Die hier dargelegten Auswirkungen beziehen sich lediglich auf den aggregierten Einfluss auf Beschäftigung, Arbeitslosigkeit, Erwerbsbeteiligung und geleistete Arbeitsstunden bei Männern und Frauen. Wohlfahrtseinbußen infolge des Arbeitsplatzverlusts eines anderen Haushaltsmitglieds wurden nicht berücksichtigt. Bluedorn et al.<sup>18</sup>

<sup>17</sup> Siehe EZB, [Arbeitsmarktentwicklung im Euro-Währungsgebiet auf Basis von Hochfrequenzdaten](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 5/2020, Juli 2020. Darin wird ein erster Überblick über den sektoral unterschiedlichen Einfluss der Covid-19-Krise auf den Arbeitsmarkt anhand von Hochfrequenzdaten gegeben. Eine umfassende Bewertung der Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Arbeitsmarkt im Euroraum, einschließlich der weit verbreiteten Inanspruchnahme von Arbeitsplatzsicherungsprogrammen, findet sich in: EZB, [Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 8/2020, Januar 2021.

<sup>18</sup> Siehe J. Bluedorn, F. Caselli, N.-J. Hansen und M. Mendes Tavares, [Gender and Employment in the COVID-19 Recession: Evidence on 'She-cessions'](#), Working Paper Series des IWF, Nr. 2021/095, 2021.

argumentieren zudem, dass je nach Land erhebliche Unterschiede darin bestehen, wie umfangreich und wie dauerhaft die Anpassung der Beschäftigung bei Frauen während der Coronakrise ist. Geschlechtsspezifische Beschäftigungsunterschiede sind den Autoren zufolge in der Regel von kurzer Dauer.

## Entwicklung der Wohnimmobilienpreise im Euro-Währungsgebiet während der Covid-19-Pandemie

Moreno Roma

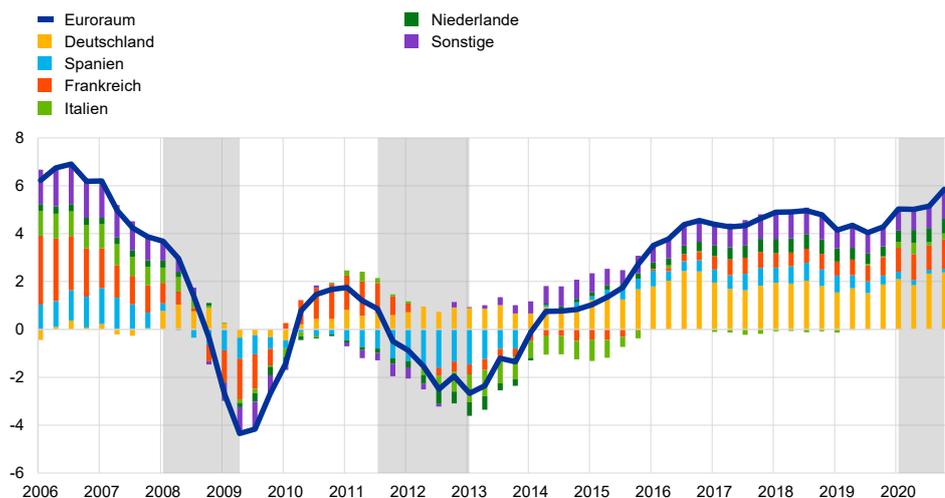
**Die aggregierten Preise für Wohnimmobilien im Euro-Währungsgebiet wiesen auch während der Corona-Pandemie (Covid-19) eine robuste Dynamik auf.** Das jährliche Wachstum der Wohnimmobilienpreise erhöhte sich von 4,3 % Ende 2019 auf 5,8 % im Schlussquartal 2020. Dies ist die höchste Zuwachsrate seit Mitte 2007. Im vorliegenden Kasten wird die jüngste Entwicklung der Preise für Wohneigentum im Euroraum und ihre Beziehung zu den gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen aus unterschiedlichen Blickwinkeln betrachtet (Gegebenheiten in den einzelnen Ländern, die Art der Wohnimmobilien und deren Lage).

**Die durch die Pandemie ausgelöste Krise unterscheidet sich von vorangegangenen Krisen.** Die globale Finanzkrise im Jahr 2008 ging vom Wohnimmobilienmarkt in den Vereinigten Staaten aus, und die 2010 einsetzende Staatsschuldenkrise hatte negative Auswirkungen auf die Finanzierungsbedingungen in mehreren Euro-Ländern. In beiden Fällen sanken die Wohnimmobilienpreise im Eurogebiet recht schnell (siehe Abbildung A, schattierte Bereiche). Die Coronakrise traf die privaten Haushalte zu einer Zeit, als Einkommen und Beschäftigung auf relativ hohem Niveau lagen. Während das Wirtschaftswachstum einbrach, blieben die Preise für Wohneigentum indes stabil und haben sich seit dem Ausbruch der Pandemie sogar erhöht.

### Abbildung A

#### Wohnimmobilienpreise im Euroraum und Beiträge nach Ländern

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: EZB, eigene Berechnungen und Eurostat. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2020. Anmerkung: Die schattierten Bereiche markieren Rezessionsphasen im Euroraum.

**Zunächst wird die Entwicklung der aggregierten Wohnimmobilienpreise im Eurogebiet unter dem Aspekt beleuchtet, welchen Beitrag die einzelnen Länder**

**hierzu leisteten.** Im Jahr 2020 erwiesen sich die Preise für Wohneigentum auf breiter Front als widerstandsfähig. Alle großen Euro-Länder trugen positiv zum jährlichen Anstieg dieser Preise auf Euroraumebene bei. Etwa 73 % des im Schlussquartal 2020 insgesamt verzeichneten Preisanstiegs entfielen auf Deutschland, Frankreich und die Niederlande (siehe Abbildung A). Dieser Anteil ist höher als das Gewicht dieser Länder im Häuserpreisindex insgesamt. Deutschland leistete ab Mitte 2010 einen positiven Beitrag zum Anstieg der Wohnimmobilienpreise im Eurogebiet, in dem sich auch ein gewisser Aufholeffekt nach einer Phase verhaltener Preisentwicklung widerspiegelte.

**Die Widerstandsfähigkeit der Preise für Wohneigentum im Euroraum ist auf eine Kombination unterschiedlicher Faktoren zurückzuführen.** Erstens ging der negative Einfluss des pandemiebedingten Schocks mit einem Einbruch des Transaktionsvolumens bei Wohneigentum im zweiten Quartal 2020 einher, der den Lockdown-Maßnahmen zuzuschreiben war.<sup>1</sup> Diese Entwicklung setzte sich zum Teil noch im dritten Jahresviertel 2020 fort und führte unter dem Strich eher zu einer quantitativen als zu einer preislichen Anpassung. Zweitens wurde der Rückgang von Einkommen und Beschäftigung der privaten Haushalte ein Stück weit durch Moratorien für Darlehensrückzahlungen und Programme zur Arbeitsplatzsicherung abgefedert. Drittens war auch 2020 eine Zunahme der Wohnungsbaukredite zu verzeichnen, und die Finanzierungsbedingungen blieben günstig. So lagen die gewichteten Zinssätze für Wohnungsbaukredite Ende 2020 auf einem historischen Tiefstand von 1,3 %. Darüber hinaus könnten sich infolge der pandemiebedingten Phase unfreiwilliger Ersparnisbildung bei einigen privaten Haushalten die Liquiditätsgpässe verringert haben, vor allem in Ländern, in denen hohe Anzahlungen gefordert werden. Abschließend trugen private und institutionelle Investoren angesichts der erheblichen wirtschaftlichen Unsicherheit und des Niedrigzinsumfelds aus Anlagemotiven zu einer höheren Nachfrage nach Wohnimmobilien bei.

**Ein weiterer Ansatz für die Beurteilung der aggregierten Preisentwicklung von Wohnimmobilien im Euroraum besteht darin, die Preise für Neubauten und Bestandsimmobilien getrennt voneinander zu untersuchen.** Bei einer regen Aktivität am Wohnungsmarkt wäre zu erwarten, dass die Preise für bestehenden Wohnraum stärker steigen als für Neubauten, da die Nachfrage zum Teil auf Bestandsimmobilien umgeleitet wird, um das knappe Angebot an neuen Immobilien auszugleichen. Tatsächlich entwickelten sich die Preise für bestehende Objekte während der Pandemie besonders dynamisch. Angesichts ihres hohen Gewichts in den Häuserpreisindizes trugen sie erheblich zum Anstieg der Wohnimmobilienpreise bei (siehe Abbildung B).<sup>2</sup> Den Angaben von Eurostat zufolge erhöhten sich die Preise von Bestandsimmobilien im Euroraum im Jahresverlauf 2020 stärker als jene

---

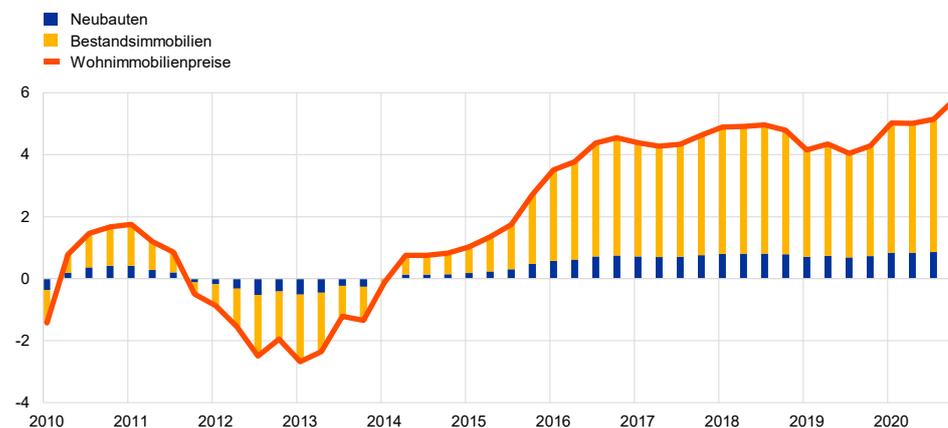
<sup>1</sup> Daten zu Immobilientransaktionen liegen nur für bestimmte Euro-Länder vor (siehe Eurostat und nationale Quellen). Aggregierte Daten für den Euroraum sind nicht verfügbar. Dennoch lassen die verfügbaren Daten insgesamt darauf schließen, dass die Jahresänderungsrate der Transaktionen im zweiten Quartal 2020 drastisch zurückgegangen ist, wobei die Spanne von mehr als -40 % in Spanien und Irland bis knapp +7 % in den Niederlanden reicht. Im dritten Jahresviertel 2020 war eine allmähliche Normalisierung zu beobachten.

<sup>2</sup> Bestandsimmobilien haben im Index für den Euroraum ein Gewicht von etwa 83 %.

von Neubauten. Auf Jahresbasis lag die entsprechende Differenz bei 0,8 Prozentpunkten.

### Abbildung B Wohnimmobilienpreise im Euroraum und Beiträge nach Art der Wohnimmobilie

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



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

Anmerkung: Die Gewichte für den Euroraum für Neubauten und Bestandsimmobilien stellen einen gewichteten Durchschnitt der auf BIP-Gewichten basierenden Ländergewichte dar. Für Griechenland wurden die Gewichte der Neubauten und Bestandsimmobilien anhand des Durchschnittswerts für den Euroraum ohne Griechenland approximiert. Die Wohnimmobilienpreise für den Euroraum beziehen sich auf den von der EZB erstellten Preisindikator für Wohnimmobilien.

Die Entwicklung verlief in den einzelnen Euro-Ländern höchst unterschiedlich, wobei die Länder, in denen eine sehr dynamische Entwicklung der Wohnimmobilienpreise beobachtet wurde (also Deutschland, Frankreich und Österreich), im Allgemeinen stärkere Preisanstiege für Bestandsimmobilien verzeichneten. Das könnte den Schluss zulassen, dass sich der 2020 beobachtete Rückgang der Wohnungsbauinvestitionen im Eurogebiet, der mehr als 5 % gegenüber dem Vorjahr betrug, nachteilig auf das Angebot an Neubauten ausgewirkt und die Preise für Bestandsimmobilien dadurch zusätzlich unter Aufwärtsdruck gesetzt hat. Da im Jahresverlauf 2020 weniger Baugenehmigungen erteilt wurden, könnte dieses Phänomen noch fortauern und die Entwicklung der Wohnimmobilienpreise weiter antreiben.

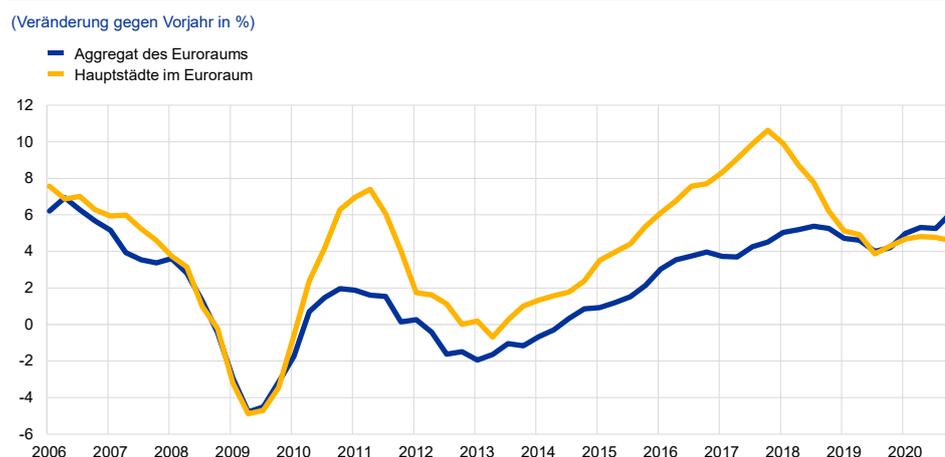
**Die euroraumweite Preisdynamik bei Wohneigentum kann auch aus einer weiteren Perspektive heraus untersucht werden. Hierzu wird die Entwicklung in den Hauptstädten mit jener im restlichen Land verglichen.<sup>3</sup> Die regional unterschiedliche Dynamik der Wohnimmobilienpreise lässt sich möglicherweise mit Fundamentalfaktoren begründen, beispielsweise regionalen Unterschieden bei Einkommen, Beschäftigung, Bevölkerungsentwicklung und öffentlichen Einrichtungen. Sie könnte aber auch ein Überschießen der Preise in bestimmten Gebieten anzeigen.<sup>4</sup> Die jüngst beobachtete Resilienz des Wohnungsmarktes**

<sup>3</sup> Die Preise für Wohneigentum im Euroraum lassen sich in die Entwicklung in ausgewählten Hauptstädten im Eurogebiet aufgliedern und auf dieser Basis mit einem synthetischen Aggregat des Euroraums vergleichen. Das synthetische Aggregat umfasst die Euro-Länder, für die Wohnimmobilienpreise in Hauptstädten verfügbar sind, und deckt rund 95 % des Euroraums ab (siehe die Anmerkung zu Abbildung C). Im Betrachtungszeitraum wiesen die amtlichen und synthetischen Wohnimmobilienpreise im Euroraum eine jeweils ähnliche Entwicklung auf.

<sup>4</sup> Siehe auch EZB, [Residential real estate prices in capital cities: a review of trends](#), Kasten 3, Financial Stability Review, Mai 2017.

scheint breit angelegt und nicht auf die Hauptstädte begrenzt zu sein (siehe Abbildung C). Laut Schätzungen der EZB lag der Anstieg der Wohnimmobilienpreise im Jahr 2020 in ausgewählten Hauptstädten des Euroraums im Vorjahresvergleich 0,7 Prozentpunkte unter dem Aggregat des Euroraums. Dies kann eine gewisse natürliche Verlangsamung der Preisdynamik widerspiegeln, nachdem die Preise in den Hauptstädten in den Vorjahren drastisch angestiegen waren. Möglicherweise hat auch das in einigen Ländern beobachtete erhöhte Preisniveau zu Ausstrahlungseffekten auf die Preise anderer Länder oder zu Nachfrageschiebungen zugunsten von Regionen außerhalb der Hauptstädte geführt. Der im Umland der Hauptstädte verzeichnete Preisanstieg könnte auch von einer Präferenzverschiebung herrühren, da es inzwischen mehr Möglichkeiten gibt, von zu Hause aus zu arbeiten. Ob und inwieweit eine derartige Verlagerung zugunsten weniger zentraler Lagen von Dauer ist, muss nach Ende der Pandemie noch mit weiterer Evidenz untermauert werden.

**Abbildung C**  
 Wohnimmobilienpreise für ein synthetisches Aggregat des Euroraums und für ausgewählte Hauptstädte im Euroraum



Quellen: EZB, eigene Berechnungen, Eurostat und nationale Quellen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2020.

Anmerkung: Die Zeitreihe für das synthetische Aggregat des Euroraums stellt einen gewichteten Durchschnitt auf Grundlage der BIP-Gewichte für 2019 dar. Das Aggregat umfasst Belgien, Deutschland, Estland, Irland, Spanien, Frankreich, Italien, die Niederlande, Österreich, Slowenien und Finnland. Im aggregierten Wert für das vierte Quartal 2020 sind Belgien und Slowenien nicht enthalten.

**Alles in allem hat die Betrachtung der jüngsten Entwicklung der Wohnimmobilienpreise unter verschiedenen Gesichtspunkten gezeigt, dass die Preise länderübergreifend für alle Arten von Wohneigentum und unabhängig von der Lage auf breiter Front stabil gestiegen sind.** Im aktuellen Umfeld, in dem einerseits günstige Finanzierungsbedingungen, andererseits aber pandemiebedingte Unsicherheiten herrschen, hängt die Entwicklung der Preise für Wohnimmobilien weiterhin stark vom Verlauf der wirtschaftlichen Erholung ab.

## Folgen des Engpasses bei Halbleitern für Handel, Produktion und Preise im Euro-Währungsgebiet

Maria Grazia Attinasi, Roberta De Stefani, Erik Frohm, Vanessa Gunnella, Gerrit Koester, Alexandros Melemenidis und Máté Tóth

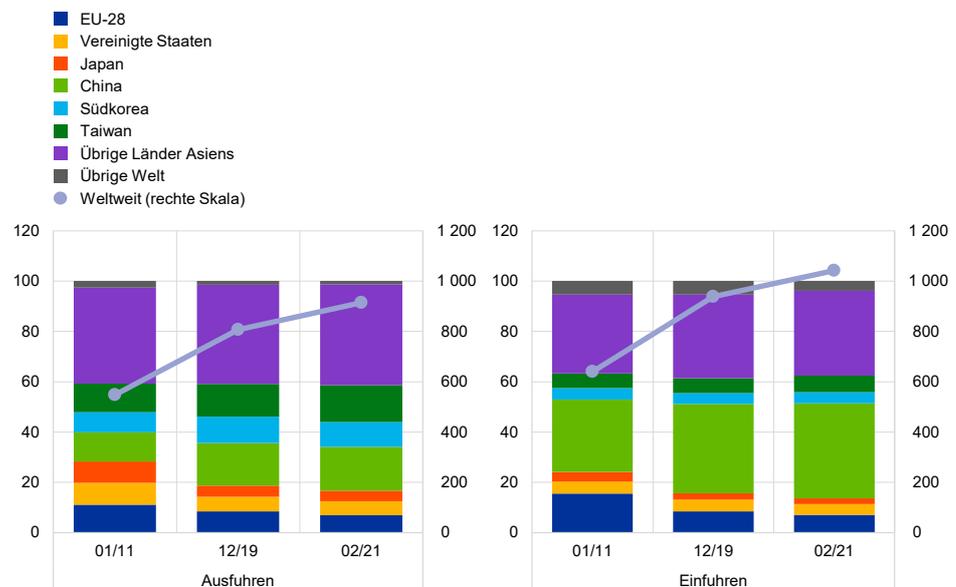
### In der Halbleiterindustrie war zuletzt ein kräftiger Nachfrageschub zu verzeichnen.

Die Erlöse aus dem weltweiten Absatz von Halbleitern haben sich im letzten Jahrzehnt nahezu verdoppelt. Im Zuge dessen konnten die asiatischen Volkswirtschaften ihre marktbeherrschende Stellung in diesem Bereich festigen (siehe Abbildung A). Was die Halbleiterimporte angeht, so scheint sich der Anteil Chinas im Vergleich zu jenem der EU und der Vereinigten Staaten zu erhöhen. Im zweiten Quartal 2020, d. h. in der Anfangsphase der Corona-Pandemie (Covid-19), brach der Verkauf von Halbleitern an die Automobilindustrie weltweit ein. Dieser Rückgang wurde jedoch durch eine kräftige Nachfrage nach Datenverarbeitungsgeräten und elektronischer Ausrüstung im Zusammenhang mit dem Wechsel zu Telearbeit und Distanzunterricht mehr als ausgeglichen. Als die weltwirtschaftliche Erholung einsetzte, konnte die Halbleiterproduktion nicht mit der sprunghaft steigenden Nachfrage der Automobilindustrie Schritt halten. Die weltweiten Lieferengpässe wurden zudem durch negative Ereignisse wie Brände und Dürren verschärft, von denen große Halbleiterfabriken betroffen waren.

### Abbildung A

#### Internationaler Handel mit Halbleitern nach Region

(linke Skala: Anteil in %; rechte Skala: in Mrd USD)



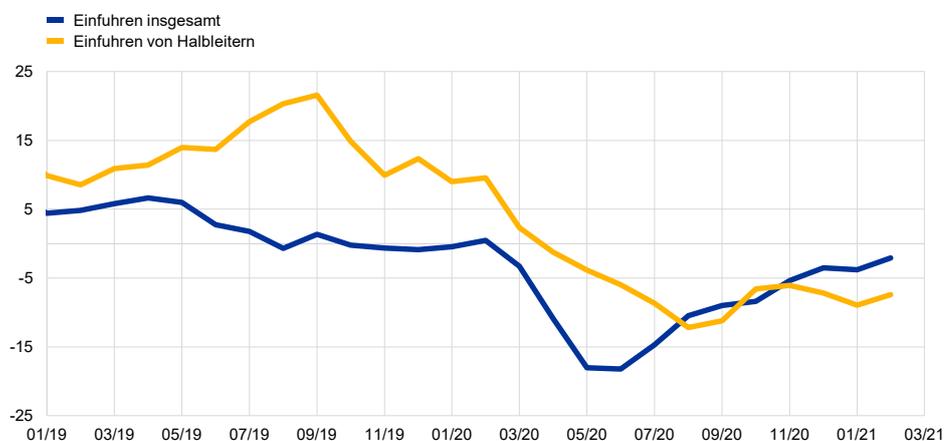
Quellen: Trade Data Monitor und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Halbleiterbauelemente gemäß Code 8541 und 8542 des Harmonisierten Systems zur Bezeichnung und Codierung von Waren (HS). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2021.

**Während sich die Nachfrage nach gewerblichen Erzeugnissen erholte, hatten deren Hersteller im Euroraum Probleme, Halbleiter zu beschaffen.** Da das Angebot mittlerweile in andere Regionen geflossen war, gingen die Einfuhren von Halbleitern im Eurogebiet nach dem Ausbruch der Pandemie deutlich zurück, auch wenn sie sich robuster entwickelten als die Gesamteinfuhren. In der Erholungsphase blieb ihre Zuwachsrate allerdings hinter jener der Gesamteinfuhren zurück (siehe Abbildung B). Zwar ist der Anteil der in der Produktion verwendeten Vorleistungsgüter aus dem IT- und Elektroniksektor nicht sehr hoch, doch kommt diesem Sektor auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette große Bedeutung zu. Störungen jeglicher Art dürften daher im weiteren Verlauf auf zahlreiche andere Wirtschaftsbereiche übergreifen. Zusammen mit Engpässen bei anderen Vorleistungsgütern (wie chemischen Erzeugnissen, Kunststoffen, Metallen und Holz) sowie Störungen beim Seetransport führte der Mangel an Halbleiterchips zu einer drastischen Verlängerung der Lieferzeiten. Infolgedessen stieg das Verhältnis zwischen dem Auftragseingang und den Lieferzeiten im verarbeitenden Gewerbe des Euroraums im Einkaufsmanagerindex (EMI)<sup>1</sup> so stark an wie nie zuvor. Dies betraf vor allem Industriezweige, die Halbleiter in der Produktion verwenden, z. B. Kraftwagen und Kraftwagenteile sowie technologische Ausrüstungen (siehe Abbildung C).

**Abbildung B**  
Einfuhren von Halbleitern im Euroraum

(Veränderung des gleitenden Dreimonatsdurchschnitts des Importwerts gegen Vorjahr in %)

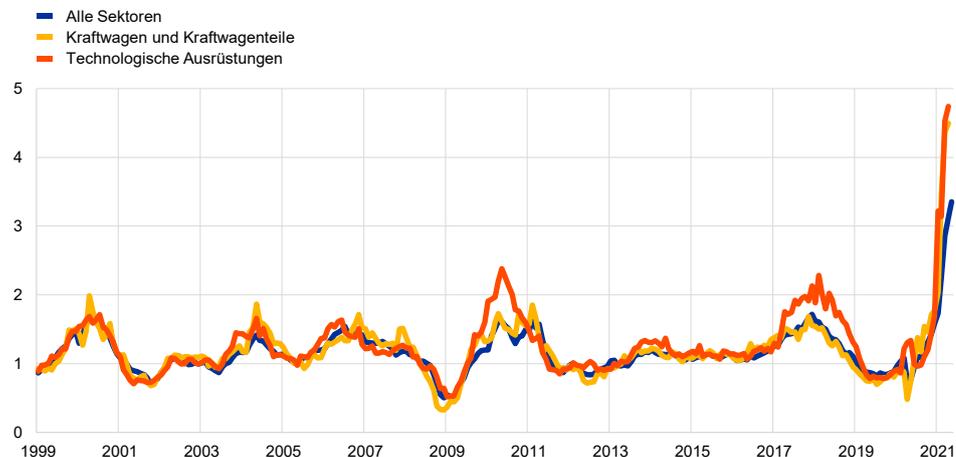


Quellen: Trade Data Monitor und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2021.

<sup>1</sup> Ein Anstieg (Rückgang) des EMI-Teilindex für die Lieferzeiten deutet auf kürzere (längere) Lieferzeiten hin.

## Abbildung C Lieferzeiten im Euroraum

(Verhältnis des EMI-Teilindex für den Auftragseingang zum EMI-Teilindex für die Lieferzeiten)



Quellen: Markt und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2021 (sektorspezifischer EMI) bzw. Mai 2021 (EMI-Gesamtindex).

### Aktuelle Umfragedaten lassen auf gravierende Engpässe in einigen der wichtigsten Segmente des verarbeitenden Gewerbes – vor allem in Deutschland – schließen.

Der jüngsten vierteljährlichen Branchenumfrage der Europäischen Kommission zufolge gaben 23 % der befragten Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe im Eurogebiet einen Material- und/oder Ausrüstungsmangel als wesentlichen produktionshemmenden Faktor an (siehe Abbildung D). Damit liegt der aktuelle Umfragewert deutlich über seinem historischen Durchschnitt von rund 6 %. Abbildung D zeigt, dass die Auswirkungen der Engpässe bei Halbleitern am stärksten in Branchen zum Tragen kommen, die einen höheren Anteil an Vorleistungsgütern aus dem Bereich der elektronischen Ausrüstungen aufweisen. Dies gilt zum Beispiel für Datenverarbeitungsgeräte, Elektronik, elektrische Ausrüstungen und Automobile. Im Ländervergleich ist diese Knappheit besonders bei deutschen Unternehmen erkennbar.

## Abbildung D Material- und/oder Ausrüstungsmangel als produktionshemmender Faktor

(Anteil der Umfrageteilnehmer in % nach Branche)

	Euroraum	Deutschland	Frankreich	Italien	Spanien	Niederlande
Verarbeitendes Gewerbe	23	42	6	7	14	20
Datenverarbeitungsgeräte/ Elektronik	34	70	-1	14	19	11
Elektrische Ausrüstungen	36	56	23	12	32	37
Kraftwagen und Kraftwagenteile	35	58	2	7	50	35

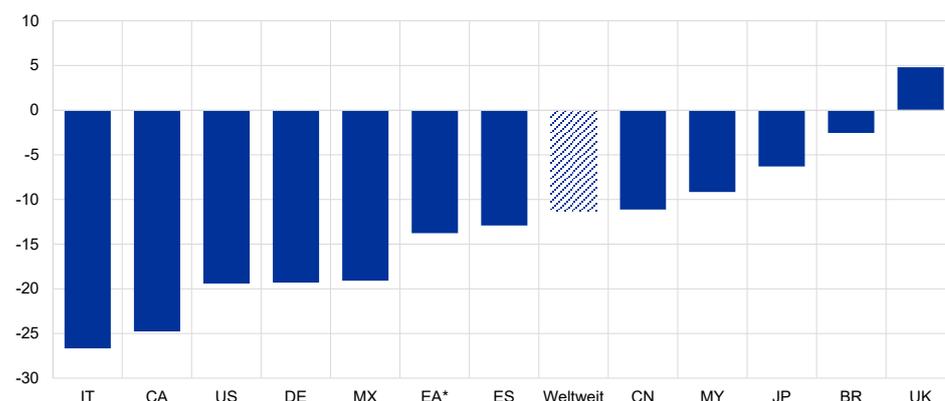
Quelle: Branchenumfrage der Europäischen Kommission vom April 2021.

Anmerkung: Die Zeitreihen für die Umfrageergebnisse sind saisonbereinigt, wodurch sich negative Werte in einigen Branchen erklären lassen dürften.

**Die Inkongruenz zwischen Produktion und Aufträgen, die in einigen der Schlüsselindustrien des verarbeitenden Gewerbes zu beobachten ist, deutet ebenfalls auf Lieferengpässe hin.** Bislang scheint die Automobilindustrie am stärksten vom Chipmangel betroffen zu sein. Im ersten Quartal 2021 sank die weltweite Pkw-Produktion um knapp 1,3 Millionen Fahrzeuge. Dies entspricht einer Abnahme von 11,3 % gegenüber dem Schlussquartal 2020 und von rund 2,8 % gegenüber dem Produktionsniveau des Jahres 2019 (siehe Abbildung E). Im Euroraum ging die Kfz-Produktion bis zum März 2021 vier Monate in Folge zurück und lag 18,2 % unter ihrem Niveau vom November 2020. In Deutschland war der monatliche Anstieg des Auftragsüberhangs im verarbeitenden Gewerbe von Januar bis März 2021 durchweg höher als das Produktionswachstum. Dies war insbesondere in der Automobilindustrie sowie in den Sektoren Datenverarbeitungsgeräte und Elektronik der Fall. Bestätigt wird dies auch durch den jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen.<sup>2</sup> Die befragten Kontaktpersonen erwarteten für das zweite Quartal 2021 eine Verschärfung und für das zweite Halbjahr einen allmählichen Rückgang der Angebotsengpässe.

**Abbildung E**  
Weltweite Kfz-Produktion

(Pkw-Produktion; Veränderung vom 4. Quartal 2020 bis zum 1. Quartal 2021)



Quellen: Haver Analytics, Eurostat und EZB-Berechnungen

Anmerkung: Die Auswahl der Länder erfolgte anhand der Datenverfügbarkeit; zusammengenommen decken sie 70 % der weltweiten Kfz-Produktion ab. Die Zeitreihen sind saisonbereinigt. \*Die EA-Daten beziehen sich auf die Daten zur Industrieproduktion im Euroraum (NACE Rev. 2, Gruppe 29.1).

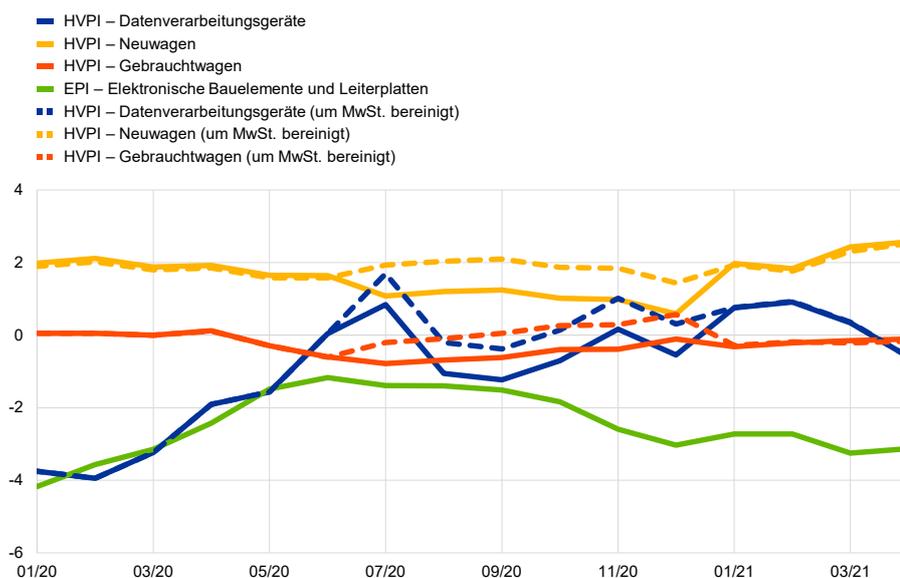
**Bislang ist kaum belegt, wie sich die Engpässe bei Halbleitern auf die Preisentwicklung entlang der Preissetzungskette auswirken.** Ein Aufwärtsdruck auf die Preise könnte beispielsweise von einem knappen Warenangebot ausgehen, das die Preissetzungsmacht auf den verschiedenen Stufen der Lieferkette erhöht. Er könnte aber auch daraus resultieren, dass Unternehmen versuchen, die aus der erzwungenen Unterauslastung ihrer Produktion erwachsenden Kosten weiterzugeben. Die Änderungsrate der Erzeugerpreise im Eurogebiet für elektronische Bauelemente und Leiterplatten, für deren Herstellung Halbleiter sehr wichtig sind, ist weiterhin negativ (siehe Abbildung F). Auf den nachgelagerten Stufen der Preissetzungskette lassen die Verbraucherpreise für Datenverarbeitungsgeräte und Kraftfahrzeuge (die beiden größten Komponenten der elektronischen

<sup>2</sup> Siehe EZB, [Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 3/2021, Mai 2021.

Konsumgüter) eine gewisse Verteuerung von Kraftfahrzeugen erkennen.<sup>3</sup> Die Preise für Datenverarbeitungsgeräte begannen indes wieder zu sinken. Dabei ist allerdings zu bedenken, dass von Halbleiterengpässen ein Aufwärtsdruck auf die Preise ausgehen kann, der aber erst mit einer deutlichen Verzögerung entlang der Preissetzungskette sichtbar werden dürfte.

**Abbildung F**  
Erzeuger- und Verbraucherpreise für von Halbleitern abhängige Produkte

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die gestrichelten Linien stellen Datenreihen zu konstanten Steuersätzen dar (unter der Annahme einer vollständigen Weitergabe der Änderungen indirekter Steuern, u. a. der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2021.

**Halbleiter dürften auf kurze Sicht Mangelware bleiben.** Die führenden globalen Chiphersteller planen, ihre Kapazitäten auszuweiten und ihre Investitionsausgaben um annähernd 74 % zu erhöhen. Der Großteil dieser Vorhaben soll bis Ende 2021 umgesetzt werden. Der Bau neuer Produktionsanlagen ist jedoch so komplex und zeitaufwendig, dass die Probleme in diesem Sektor noch das ganze Jahr hindurch bestehen bleiben dürften.

<sup>3</sup> In den Vereinigten Staaten stiegen während der Pandemie insbesondere die Gebrauchtwagenpreise massiv an, was zum Teil auf die jüngste, durch die Halbleiterengpässe ausgelöste Produktionsverlangsamung bei Neuwagen zurückzuführen ist. Die Gebrauchtwagenpreise im Euroraum ließen hingegen keine deutliche Aufwärtsbewegung erkennen.

## Zur Bedeutung der Stabilitätsprogramme 2021 für die Finanzpolitik im Euro-Währungsgebiet

Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier und Steffen Osterloh

**In den Stabilitätsprogrammen für den Zeitraum 2021-2024 sind erstmals auch umfassende Details zu den mittelfristigen Haushaltsplänen enthalten, die von den Euro-Ländern als Reaktion auf die Corona-Pandemie (Covid-19) ausgearbeitet wurden.** Im vergangenen Jahr hatten die meisten Regierungen im Euroraum aufgrund des neuartigen Charakters der tiefgreifenden Gesundheitskrise und der extremen Unsicherheit, die mit ihr verbunden war, von der Vorlage detaillierter Fiskalpläne abgesehen. Die Ende April 2021 eingereichten Stabilitätsprogramme wurden von den Regierungen in dem Wissen erstellt, dass die allgemeine Ausweichklausel des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) mindestens bis Ende 2021 aktiviert bleibt und somit eine Abweichung von den Konsolidierungsanforderungen des SWP möglich ist.<sup>1</sup> Des Weiteren sollten die Programme den länderspezifischen Empfehlungen Rechnung tragen, die der Europäische Rat am 20. Juli 2020 für den Zeitraum 2020-2021 angenommen hatte. Statt numerischer Vorgaben für die Haushaltskonsolidierung enthielten diese Empfehlungen Forderungen nach einer Finanzpolitik, die auf umsichtige mittelfristige Haushaltspositionen abzielt und die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung gewährleistet, „wenn die wirtschaftlichen Bedingungen dies zulassen“. Mit Blick auf die kurze Frist sollten die Regierungen „alle erforderlichen Maßnahmen [treffen], um die Pandemie wirksam zu bekämpfen, die Wirtschaft zu stützen und ihre Erholung zu fördern“. Außerdem spiegeln die diesjährigen Stabilitätsprogramme erstmals die Aufbau- und Resilienzpläne der Länder wider, die bis zum 30. April vorzulegen waren und die vorgesehenen, mit Mitteln aus dem Aufbaupaket Next Generation EU (NGEU) zu finanzierenden Reformen und Projekte aufzeigen sollten. Vor diesem Hintergrund befasst sich der vorliegende Kasten mit den mittelfristigen, auf die Überwindung der aktuellen Krise ausgerichteten Haushaltsplänen der Euro-Länder und zeigt auf, welche weiteren Herausforderungen sich aus den haushaltspolitischen Empfehlungen ergeben. Diese wurden am 2. Juni von der Europäischen Kommission im Rahmen des Europäischen Semesters mit dem Frühjahrspaket 2021 veröffentlicht.

**Die in den Stabilitätsprogrammen 2021 enthaltenen Haushaltsprognosen der Mitgliedstaaten treffen auf eine Zeit, in der die Finanzpolitik eine Schlüsselrolle bei der politischen Reaktion auf die Pandemie innehat.** Zu Krisenbeginn war es das Ziel der Finanzpolitik, die Verfügbarkeit aller notwendigen Ressourcen im Gesundheitswesen sicherzustellen und die Unternehmen und Beschäftigten der betroffenen Branchen zu schützen.<sup>2</sup> Mit dem Voranschreiten der Impfkampagnen

<sup>1</sup> Die im März 2020 aktivierte allgemeine Ausweichklausel wurde im September 2020 bis 2021 verlängert. Sie gestattet es den Mitgliedstaaten, in besonderen Situationen, z. B. während eines schwerwiegenden Wirtschaftsabschwungs im gesamten Euroraum oder Unionsgebiet, von den Konsolidierungsanforderungen des SWP abzuweichen. Siehe hierzu Europäische Kommission, [Jährliche Strategie für nachhaltiges Wachstum 2021](#), 2020.

<sup>2</sup> Siehe hierzu EZB, [Die finanzpolitischen Reaktionen der Länder des Euro-Währungsgebiets in den Anfangsphasen der Covid-19-Krise](#), Wirtschaftsbericht 1/2021, Februar 2021.

und der allmählichen Rücknahme der Lockdown-Maßnahmen verlagert sich der finanzpolitische Fokus von befristeten, zielgerichteten Notmaßnahmen auf die Unterstützung der wirtschaftlichen Erholung. Im Vordergrund stehen hierbei öffentliche Investitionen, die durch NGEU ergänzt und von adäquaten Strukturmaßnahmen begleitet werden.

**Den Stabilitätsprogrammen zufolge werden die Haushaltsungleichgewichte im Laufe des Prognosezeitraums von ihrem hohen Stand aus schrittweise zurückgehen.**

Auf Euroraumebene hat sich die öffentliche Defizitquote von 0,6 % im Jahr 2019 auf 7,2 % im Jahr 2020 erhöht und wird laut Prognose im laufenden Jahr weiter auf 8,7 % steigen (siehe Abbildung A). In den einzelnen Ländern dürften 2021 Haushaltsdefizite von 2 % des BIP bis 12 % des BIP zu verzeichnen sein. Das öffentliche Defizit dürfte euroraumweit bis zum Ende des Prognosezeitraums 2024 zwar weiterhin das Vorkrisenniveau (um 1,5 Prozentpunkte) übersteigen, doch das Gefälle zwischen den Haushaltsergebnissen der einzelnen Länder wird sich wohl verringern. Einige Euro-Staaten planen im Prognosezeitraum keine Rückführung ihres Haushaltsdefizits auf einen Stand unterhalb des Referenzwerts von 3 % des BIP (siehe Abbildung B); dies gilt vor allem für einige hoch verschuldete Länder (insbesondere Italien, Spanien, Belgien und Frankreich). Mehrere andere Staaten, darunter die ehemaligen Programmländer Griechenland, Zypern und Portugal, sehen dagegen vergleichsweise niedrigere Haushaltsdefizite vor. Wie aus den Stabilitätsprogrammen hervorgeht, wird die durchschnittliche gesamtstaatliche Schuldenquote im Eurogebiet im laufenden Jahr bei über 103 % liegen, womit sie sich gegenüber dem Vorkrisenstand von 2019 um rund 17 Prozentpunkte erhöhen würde. Ab 2022 dürfte sie leicht zurückgehen, was hauptsächlich der erwarteten Einstellung der Stützungsmaßnahmen und einem erhöhten nominalen Wirtschaftswachstum zuzuschreiben sein sollte. Dennoch wird der für das Jahr 2024 prognostizierte öffentliche Schuldenstand weiterhin rund 100 % des BIP betragen. Darüber hinaus wird es auf EU-Ebene ab 2021 zum Aufbau einer – wenngleich begrenzten – zusätzlichen Verschuldung im Rahmen von NGEU kommen. Diese wird sich den Schätzungen zufolge im Zeitraum 2021-2022 auf rund 1 % des BIP belaufen.<sup>3</sup> Es sei darauf hingewiesen, dass sich die in den nationalen Stabilitätsprogrammen dargelegte Haushaltsentwicklung von der Fiskalprognose im Rahmen der gesamtwirtschaftlichen Stabsprojektionen des Eurosystems vom Juni 2021 unterscheidet, auf die in Abschnitt 6 des vorliegenden Wirtschaftsberichts näher eingegangen wird. Die genannte Fiskalprognose berücksichtigt ausschließlich Maßnahmen, die bereits von den nationalen Parlamenten gebilligt oder von den Regierungen hinreichend detailliert ausformuliert wurden und im Rahmen des Gesetzgebungsprozesses aller Wahrscheinlichkeit nach verabschiedet werden.

<sup>3</sup> Siehe hierzu Seite 2 der [Frühjahrsprognose 2021](#) der Europäischen Kommission. Dort wird ausgeführt, dass sich auf EU-Ebene die gesamten durch Transfers aus der Aufbau- und Resilienzfazilität (RRF) gegenfinanzierten Ausgaben im Prognosezeitraum 2021-2022 auf 140 Mrd € belaufen werden, was knapp 1 % des 2019 verzeichneten BIP entspricht. Der wirtschaftliche Effekt der Aufbau- und Resilienzfazilität soll in diesem Zeitraum insgesamt rund 1,2 % des EU-weiten realen BIP 2019 betragen.

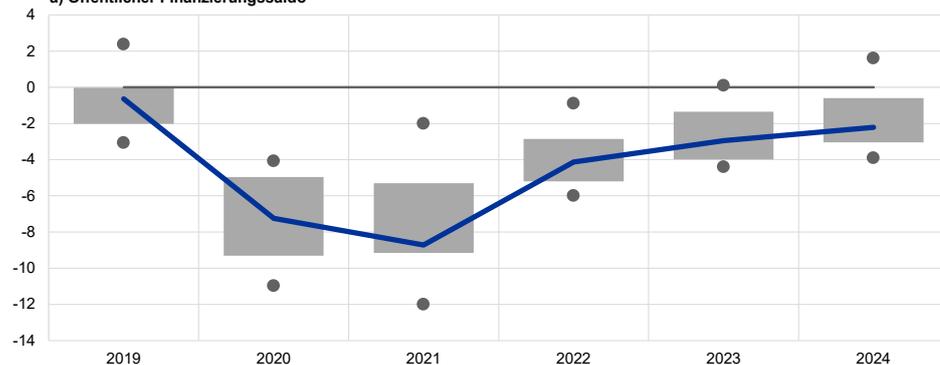
## Abbildung A

### Prognostizierte öffentliche Finanzierungssalden und Schuldenstände gemäß Stabilitätsprogrammen 2021

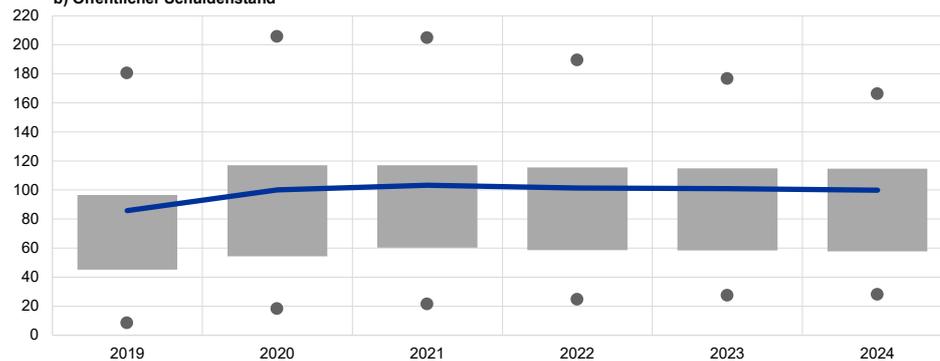
(in % des BIP)

- Interquartilsspanne
- Euroraum
- Minimum/Maximum

a) Öffentlicher Finanzierungssaldo



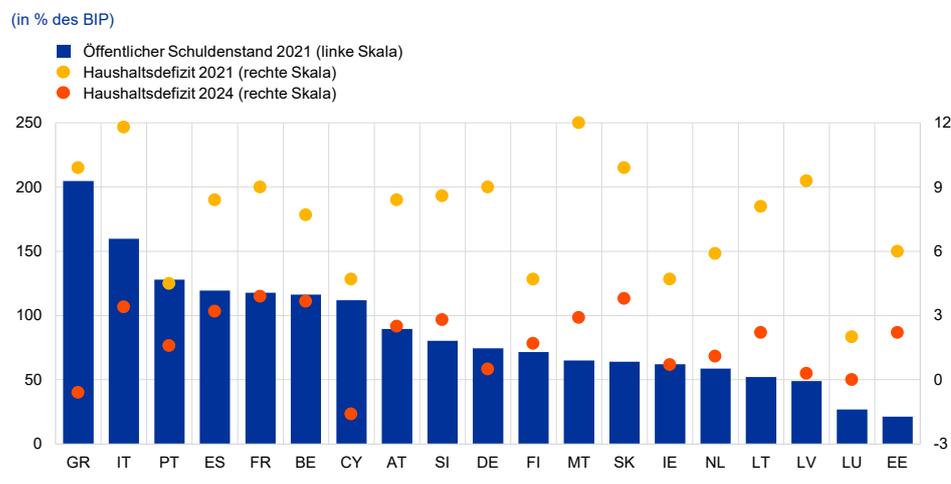
b) Öffentlicher Schuldenstand



Quellen: Europäische Kommission (AMECO-Datenbank für 2019-2020) und eigene Berechnungen anhand der Stabilitätsprogramme 2021 für den Zeitraum 2021-2024.  
Anmerkung: Die Daten zum Euroraum beziehen sich auf das Aggregat des Sektors Staat der Euro-Länder.

## Abbildung B

### Prognostizierte öffentliche Schuldenstände und Haushaltsdefizite gemäß Stabilitätsprogrammen 2021



Quellen: Stabilitätsprogramme 2021.

**Anders als im Fall der Weltfinanzkrise dürfte die wirtschaftliche Erholung nach der Covid-19-Pandemie durch zunehmende öffentliche Investitionen gestützt werden.** In ihren Stabilitätsprogrammen 2021 planen die meisten Euro-Länder eine Ausweitung der staatlichen Investitionsausgaben und damit einer Ausgabenkategorie, die in der einschlägigen Literatur meist als besonders wachstumsfreundlich eingestuft wird.<sup>4</sup> Der Anteil öffentlicher Investitionen am BIP dürfte bis 2023 auf 3,3 % ansteigen, verglichen mit dem Vorkrisenniveau von 2,8 % im Jahr 2019. Damit unterscheidet sich die Lage deutlich von der Situation nach der Weltfinanzkrise, als sich viele Euro-Staaten bei der Haushaltskonsolidierung auf die Kürzung öffentlicher Investitionsausgaben konzentrierten. So sanken die Ausgaben für Bruttoanlageinvestitionen im Zeitraum 2009-2013 auf Euroraumebene von 3,7 % auf 2,9 % des BIP. Besonders starke Kürzungen waren in den Ländern mit dem höchsten Haushaltskonsolidierungsbedarf zu beobachten. Die in den kommenden Jahren geplante Steigerung der Investitionsausgaben ist im Wesentlichen NGEU und hier vor allem der Aufbau- und Resilienzfazilität (RRF) zuzuschreiben; diese bietet den Ländern des Eurogebiets eine ideale Gelegenheit, die Konjunkturerholung durch Maßnahmen zu unterstützen, die das Wachstumspotenzial ihrer Volkswirtschaften erhöhen.<sup>5</sup>

**Die länderspezifischen Empfehlungen, die die Europäische Kommission im Rahmen des Europäischen Semesters mit ihrem Frühjahrspaket 2021 vorschlug, sehen vor, dass die allgemeine Ausweichklausel des SWP auch 2022 aktiv bleibt; gleichzeitig werden die Mitgliedstaaten aufgefordert, eine qualitativ hochwertige und stärker ausdifferenzierte Finanzpolitik zu betreiben.**

Die allgemeine Ausweichklausel des SWP „wird auch 2022 weiter angewandt und voraussichtlich 2023 außer Kraft gesetzt.“ Hatten die länderspezifischen

<sup>4</sup> Siehe hierzu EZB, [Die Zusammensetzung der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 5/2017, August 2017.

<sup>5</sup> Siehe hierzu im Einzelnen Abschnitt 6 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Empfehlungen 2020 noch einen homogenen Charakter, besagen jene vom Frühjahr 2021, dass die Finanzpolitik 2022 „dem Stand der Erholung, der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen und der Notwendigkeit, wirtschaftliche, soziale und territoriale Unterschiede zu verringern, Rechnung [tragen sollte]“. Ländern mit einem niedrigen öffentlichen Schuldenstand wird empfohlen, einen stützenden (besonders bemessenen) fiskalischen Kurs<sup>6</sup> einzuschlagen, der auch den mit den RRF-Mitteln verbundenen Impuls beinhaltet. Hoch verschuldete Staaten hingegen sollen die RRF-Mittel zur Finanzierung zusätzlicher, konjunkturstützender Investitionen nutzen und dabei eine umsichtige Finanzpolitik betreiben; diese Empfehlung richtet sich an Belgien, Frankreich, Griechenland, Spanien, Italien und Portugal. Des Weiteren wird allen Mitgliedstaaten empfohlen, Investitionen auch weiterhin auf nationaler Ebene zu finanzieren. Gleichzeitig jedoch „sollte das Wachstum der national finanzierten laufenden Ausgaben unter Kontrolle gehalten werden und in Mitgliedstaaten mit hohem Schuldenstand begrenzt ausfallen“. In einer Empfehlung wird betont, dass die Qualität der Haushaltsmaßnahmen entscheidend für die Gewährleistung einer nachhaltigen und inklusiven Erholung ist. Zugleich werden die Länder aufgefordert, zur Förderung des Potenzialwachstums ihre Investitionen vor allem mit Blick auf den ökologischen und digitalen Wandel zu erhöhen. In ihrer Beurteilung der Einhaltung von Defizit- und Schuldenstandskriterium durch die Mitgliedstaaten befindet die Europäische Kommission, dass 23 Länder dem Defizitkriterium und 13 dem Schuldenstandskriterium nicht genügen. Dennoch ist die Kommission der Auffassung, dass „unter Berücksichtigung der hohen Unsicherheit, der vereinbarten fiskalpolitischen Reaktion auf die COVID-19-Krise und der Ratsempfehlungen vom 20. Juli 2020“ zum jetzigen Zeitpunkt kein Beschluss zur Einleitung von Defizitverfahren gegen Mitgliedstaaten gefasst werden sollte.

**Die in den Stabilitätsprogrammen 2021 aufgezeigten mittelfristigen Haushaltspläne sind mit einem hohen Maß an Unsicherheit behaftet.** Diese hängt unter anderem mit dem weiteren Verlauf der Covid-19-Pandemie zusammen, aber auch mit dem möglicherweise fundamentalen Wandel, den die RRF für den Euroraum mit sich bringen wird. Daher ist es mit Blick auf das Euro-Währungsgebiet in seiner Gesamtheit wichtig, dass von der Finanzpolitik zunächst auch weiterhin eine stützende Wirkung ausgeht. Zugleich gilt es, die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen auf einzelstaatlicher Ebene durch hinreichend zielgerichtete und graduell differenzierte Maßnahmen zu stärken.

---

<sup>6</sup> Die Europäische Kommission weicht von den üblichen Messgrößen des fiskalischen Kurses, wie sie beispielsweise in Abschnitt 6 des vorliegenden Wirtschaftsberichts zur Anwendung kommen, ab und zieht stattdessen die Veränderung der Primärausgaben (ohne diskretionäre einnahmenseitige Maßnahmen und bereinigt um krisenbedingte temporäre Notmaßnahmen), einschließlich der durch RRF-Transfers und andere EU-Mittel finanzierten Ausgaben, heran. Diese Messgröße berücksichtigt u. a. die Tatsache, dass die RRF-Transfers zwar nicht defizitwirksam sind, den Volkswirtschaften aber einen Impuls geben.

# Aufsatz

## 1 Die Globalisierung und ihre Auswirkungen auf die Inflationsentwicklung in den Industrieländern

Maria Grazia Attinasi und Mirco Balatti

### 1 Einleitung

**Die Hypothese der Globalisierung der Inflation besagt, dass die Bestimmungsfaktoren der Inflationsentwicklung zunehmend globaler Natur sind.** Seit einigen Jahren wird die Vorhersagekraft herkömmlicher Inflationsmodelle (z. B. der Phillips-Kurve) von Wirtschaftsfachleuten neu bewertet. Dabei nehmen sie verstärkt globale Faktoren (also auch die Globalisierung) als mögliche Erklärung dafür in den Blick, dass die Teuerung in geringerem Maße auf binnenwirtschaftliche Determinanten reagiert („Globalisierung der Inflation“).<sup>1</sup> Neben binnenwirtschaftlichen Messgrößen der Unterauslastung sollten Standard-Inflationsmodelle daher auch den über die Importpreise hinausreichenden Einfluss globaler Faktoren berücksichtigen.

**Das Interesse an den globalen Bestimmungsgrößen der Inflation erwächst daraus, dass vor dem Hintergrund einer zunehmenden Internationalisierung der Güter-, Dienstleistungs- und Finanzmärkte in den Industrieländern ein Gleichlauf der Inflationsraten zu beobachten ist.** Im Schnitt sind die Gesamtinflationen in diesen Ländern von rund 10 % in den 1970er-Jahren seit 2014 auf einen Wert von unter 2 % zurückgegangen. Das Globalisierungstempo hingegen hat sich seit Anfang der Neunzigerjahre deutlich beschleunigt (siehe Abbildung 1), was die Struktur der Weltwirtschaft massiv beeinflusst hat. Die Bedeutung externer Faktoren (z. B. der Rohstoffpreise) für die Inflationsergebnisse wurde bereits hinlänglich dokumentiert. Allerdings könnte auch angeführt werden, dass sich infolge der Globalisierung und der sich damit weltweit verstärkenden wirtschaftlichen Verflechtungen Schocks von einer Volkswirtschaft auf andere ausbreiten und so die gesamtwirtschaftliche Entwicklung im Inland beeinflussen. Diesbezüglich haben Forscherinnen und Forscher untersucht, ob die Globalisierung möglicherweise einen grundlegenden Einfluss auf die Teuerung ausübt und nicht nur zu vorübergehenden Veränderungen des Inflationsniveaus führt.<sup>2</sup> Beispielsweise könnte die Globalisierung durch Modifikation des weltwirtschaftlichen Gefüges den Inflationsbildungsprozess verändern, indem sie auf die persistenteren Komponente der Teuerung in den Industrieländern einwirkt.

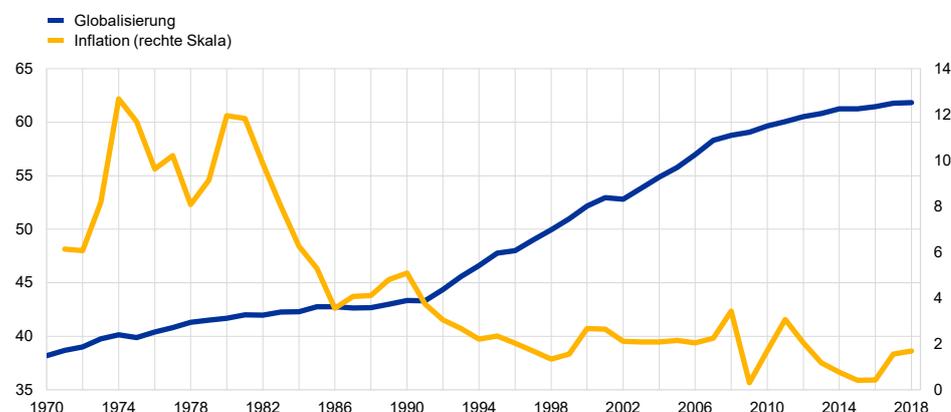
<sup>1</sup> Siehe R. Auer, C. Borio und A. Filardo, The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains, Working Paper der BIZ, Nr. 602, 2017.

<sup>2</sup> Siehe K. Forbes, Has globalization changed the inflation process?, Working Paper der BIZ, Nr. 791, 2019.

## Abbildung 1

### Median der Inflationsraten in Industrieländern und KOF Globalisierungsindex

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



Quellen: EZB-Berechnungen, KOF Konjunkturforschungsstelle an der ETH Zürich und nationale Quellen.  
Anmerkung: Median der Gesamtinflation für 22 OECD-Länder und KOF Globalisierungsindex.

**Der vorliegende Aufsatz beschäftigt sich mit der jüngsten Inflationsentwicklung in Industrieländern und den möglichen Kanälen, über die die Globalisierung auf die persistenterere Inflationskomponente durchwirken kann.** Geldpolitisch betrachtet ist diese Frage aus folgenden Gründen relevant: Erweist sich der Einfluss der Globalisierung auf die Teuerung als lediglich vorübergehend, sollte die Währungsbehörde diesen außer Acht lassen. Führt die Globalisierung hingegen zu einer Veränderung des Preis- und Lohnsetzungsverhaltens, schlägt sie auf die persistenterere Inflationskomponente durch, was unmittelbare Implikationen für die Durchführung der Geldpolitik hat. Im Blickpunkt dieses Beitrags steht die mittelfristige Inflationsentwicklung, die als geglätteter Durchschnitt der Kerninflationen gemessen wird, um die volatileren Teilkomponenten (z. B. die Preise für Öl und Nahrungsmittel) auszuschließen. Sie wird hier als persistenterere Inflationskomponente bezeichnet. Im Folgenden wird herausgearbeitet, dass drei Elemente der Globalisierung offenbar mit einer geringeren persistenten Inflation verbunden sind: die Handelsintegration, die Globalisierung des Informationsaustauschs und die Beteiligung an internationalen Wertschöpfungsketten. Vorläufigen Schätzungen zufolge ist dieser Effekt jedoch wirtschaftlich gesehen nur von geringer Bedeutung. Der Artikel kommt zu dem Ergebnis, dass die Globalisierung nicht für den in den Industrieländern beobachteten Gleichlauf und Rückgang der Inflationsraten verantwortlich zu sein scheint. Mit Blick auf die Zukunft könnte eine Umkehr (oder weitere Verlangsamung) der Globalisierungstendenzen der Inflationsentwicklung wohl nur in begrenztem Maße Auftrieb verleihen.

## 2 Inflation in Industrieländern: historische Entwicklung und gemeinsame Triebkräfte

**Konjunkturschocks können zu temporären Abweichungen der Teuerung vom Inflationsziel der Zentralbank führen.** Im Rahmen der Erfüllung ihres

Preisstabilitätsmandats streben die Zentralbanken auf mittlere bis lange Sicht eine niedrige und stabile Inflationsrate an. Sie legen daher ein quantitatives Inflationsziel (Zielwert oder Zielkorridor) für die jährliche Veränderungsrate des Preisniveaus fest, das üblicherweise bei 2 % liegt.<sup>3</sup> Da sich die Gesamtinflation aus einem breit gefächerten Waren- und Dienstleistungskorb errechnet, wird die Teuerungsrate durch Schwankungen der volatileren Komponenten wie etwa der Rohstoff- und Nahrungsmittelpreise zeitweise beeinflusst. Diese kurzfristigen Veränderungen lässt die Währungsbehörde in der Regel außer Acht.<sup>4</sup> Sie stützt sich vielmehr auf Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation, um ein genaueres Signal des mittelfristigen Inflationsdrucks zu erhalten.<sup>5</sup>

**Die Inflationsergebnisse können auch durch strukturelle Faktoren beeinflusst werden, in denen sich beispielsweise sowohl binnen- als auch außenwirtschaftlich bedingte Veränderungen der Wirtschaftsstruktur (wie etwa eine zunehmende Handelsintegration) widerspiegeln.** Da sich diese Veränderungen schrittweise vollziehen, aber von Dauer sind, könnten sie sich in der persistenteren Inflationskomponente niederschlagen und damit potenziell dem mittelfristigen Preisstabilitätsziel entgegenstehen. Die Zentralbanken würden daraufhin tendenziell reagieren, um die Inflationsergebnisse gegen diese Störeinflüsse abzusichern. Da sich die Zinssätze in den letzten Jahren in vielen Ländern ihrer Untergrenze angenähert haben, stellt sich jedoch die grundsätzliche Frage (die hier nicht weiter erörtert werden soll), ob sich der vorhandene geldpolitische Spielraum zur Neutralisierung des dauerhaften Einflusses struktureller Faktoren auf die Inflation verringert hat.

**In den vergangenen 50 Jahren wiesen die durchschnittlichen Teuerungsraten in den Industrieländern einen zunehmenden Gleichlauf bei abnehmender Volatilität auf.** Von Anfang der 1970er-Jahre bis Mitte der 1980er-Jahre stiegen die Inflationsraten in einer Reihe fortgeschrittener Volkswirtschaften auf über 10 % (siehe Abbildung 2); hiervon ausgenommen waren Deutschland und die

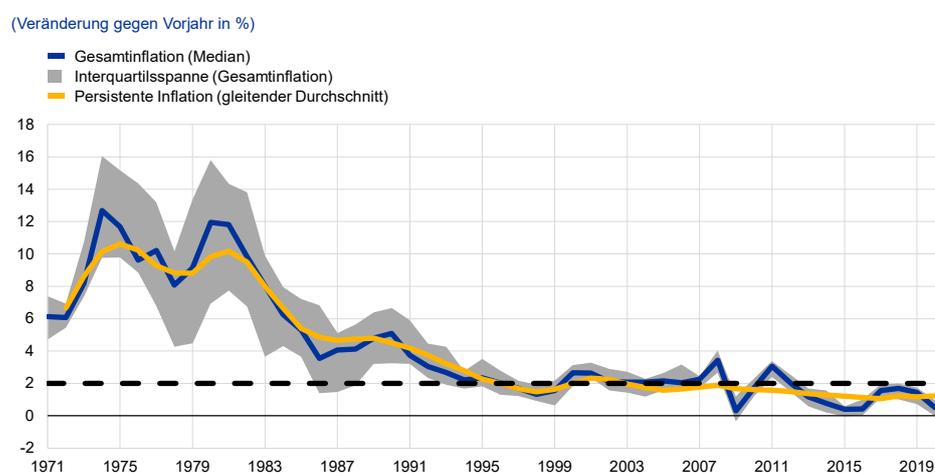
<sup>3</sup> Der EZB-Rat hat eine quantitative Definition von Preisstabilität beschlossen, der zufolge eine Teuerungsrate von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht gewährleistet werden soll. Gemessen wird die Inflationsrate anhand der jährlichen Veränderung des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI). In den Vereinigten Staaten wird dem Preisstabilitätsmandat der US-amerikanischen Notenbank nach Auffassung des dortigen Offenmarktausschusses am besten durch eine Teuerungsrate von längerfristig 2 % entsprochen, die anhand der jährlichen Veränderung des Preisindex für private Konsumausgaben (PCE-Index) gemessen wird.

<sup>4</sup> Schwankungen der Öl- und Rohstoffpreise können jedoch einen länger anhaltenden Einfluss auf die Inflation ausüben und damit auch für die Geldpolitik relevant werden, wenn sie auf mittlere Sicht auf die Kerninflation durchschlagen. Daher bedarf es stets einer sorgfältigen Analyse der zugrunde liegenden Bestimmungsfaktoren der Rohstoffpreisentwicklung, um die Auswirkungen auf die mittelfristige Preisstabilität zu beurteilen und die angemessene geldpolitische Reaktion auf Veränderungen der Rohstoffpreise festzulegen. Siehe auch EZB, [Rohstoffpreise und ihre Bedeutung für die Bewertung des Wachstums und der Teuerung im Euro-Währungsgebiet](#), Monatsbericht Oktober 2013.

<sup>5</sup> Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation dienen dazu, das „Rauschen“ zu beseitigen und die (nicht beobachtbare) persistente Komponente der Teuerung zu erfassen. Siehe EZB, [Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2018, Juni 2018. In dem Aufsatz werden drei Kategorien von Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation erörtert: a) auf permanentem Ausschluss basierende Messgrößen, bei denen bestimmte volatile Teilkomponenten (z. B. die Ölpreise) dauerhaft ausgeschlossen werden, da sie aufgrund ihrer geringeren Persistenz für die mittelfristige Teuerung wenig relevant sind, b) auf temporärem Ausschluss basierende Messgrößen, die sich auf getrimmte Mittelwerte oder den gewichteten Median der Inflation stützen, sowie c) auf Frequenzausschluss basierende Messgrößen, mit denen die transitorische Komponente sämtlicher HVPI-Unterpositionen herausgefiltert und nur die persistenten Komponenten beibehalten werden sollen. Das hier verwendete Maß für die persistente Inflation ist eine Mischung aus der ersten und der dritten Kategorie.

Schweiz.<sup>6</sup> Ende der 1980er-Jahre begann sich der Preisauftrieb wieder abzuschwächen und auf niedrigerem Niveau zu stabilisieren. Hintergrund war das Umschwenken mehrerer Zentralbanken auf einen aggressiveren geldpolitischen Kurs. Anfang der 1990er-Jahre gingen sowohl die Gesamtinflation als auch die persistenter Komponente der Teuerung sukzessive zurück, und die Inflationsunterschiede zwischen den einzelnen Industrieländern verringerten sich (siehe Abbildung 2). In der Dekade nach der globalen Finanzkrise tendierten die Preissteigerungsraten bei deutlich rückläufiger Volatilität weiter nach unten. In dieser Zeit, die von geringem Preisauftrieb und niedrigen Zinssätzen geprägt war, standen Ökonomen und Geldpolitiker vor dem Rätsel der „ausbleibenden Inflation“.

**Abbildung 2**  
Gesamtinflation und persistente Inflation in Industrieländern



Quellen: Nationale Quellen und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Abbildung umfasst Daten für eine Gruppe von 22 OECD-Ländern. Die persistente Inflation wird berechnet als zentrierter gleitender Dreijahresdurchschnitt des Medians der Kerninflationsraten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2020.

**Der zunehmende Gleichlauf der Teuerungsraten in den einzelnen Ländern spiegelt den Einfluss gemeinsamer Faktoren wider, wie in der Fachliteratur umfassend dargelegt wird.** Ciccarelli und Mojon<sup>7</sup> dokumentieren den engen Gleichlauf der Gesamtteuerungsraten in OECD-Staaten und zeigen, dass rund 70 % der Inflationsunterschiede zwischen den Ländern auf die globale Teuerung zurückzuführen sind. Die Autoren stellen fest, dass sich die Prognosen zur inländischen Inflation bei Berücksichtigung der weltweiten Preisentwicklung durchweg verbessern. In ähnlicher Weise kommen Mumtaz und Surico<sup>8</sup> zu dem

<sup>6</sup> Siehe EZB, [Die „Große Inflation“: Lehren für die Geldpolitik](#), Monatsbericht Mai 2010.

<sup>7</sup> Siehe M. Ciccarelli und B. Mojon, *Global Inflation*, *The Review of Economics and Statistics*, Bd. 92, Nr. 3, August 2010, S. 524-535. Darin erstellen die Autoren drei alternative Messgrößen der weltweiten Inflation: einen länderübergreifenden Durchschnitt der Teuerungsraten, die OECD-Gesamtinflation und eine Messgröße auf Basis einer statischen Faktorenanalyse.

<sup>8</sup> Siehe H. Mumtaz und P. Surico, *Evolving International Inflation Dynamics: World and Country-Specific Factors*, *Journal of the European Economic Association*, Bd. 10, Nr. 4, 2012, S. 716-734.

Ergebnis, dass der globale Faktor bis Mitte der 1970er-Jahre stärker ins Gewicht fiel und anschließend an Bedeutung verlor.<sup>9</sup>

**Der Gleichlauf der internationalen Teuerung lässt sich durch Einflussgrößen wie allgemeine Schocks, die Veränderung des geldpolitischen Regimes sowie strukturelle Veränderungen erklären.** Diese Faktoren beeinflussen die Inflationsergebnisse auf unterschiedliche Art und Weise und mit unterschiedlichen Implikationen aus geldpolitischer Sicht.

**Erstens sind allgemeine Schocks – typisches Beispiel hierfür sind Schwankungen der Öl- und sonstigen Rohstoffpreise – eine globale Ursache für die Volatilität der Gesamtinflation.** In diesem Zusammenhang argumentiert Lane<sup>10</sup> wie folgt: Da Zentralbanken in der Regel die mittelfristige Preisentwicklung stabilisieren, ohne die Inflationsergebnisse vollständig gegen den Einfluss der (weitgehend temporären) Schocks abzuschirmen, könnten diese Schocks für den starken Gleichlauf der Abweichungen der nationalen Teuerungsraten von ihrem mittelfristigen Inflationsziel verantwortlich sein. In Abbildung 3 sind die Entwicklung des geschätzten (unbeobachteten) gemeinsamen Faktors der länderübergreifenden Gesamtinflation sowie der geschätzte Beitrag der Ölpreise seit Anfang der 1970er-Jahre dargestellt. Daraus wird ersichtlich, dass Ölpreisschwankungen als Erklärungsfaktor für den internationalen Gleichlauf der Teuerung während der 1970er-Jahre eine maßgebliche Rolle gespielt haben. Seit Ende der 1980er-Jahre haben sie jedoch an Bedeutung verloren, was darauf schließen lässt, dass hier auch andere Faktoren zum Tragen kamen.<sup>11</sup>

---

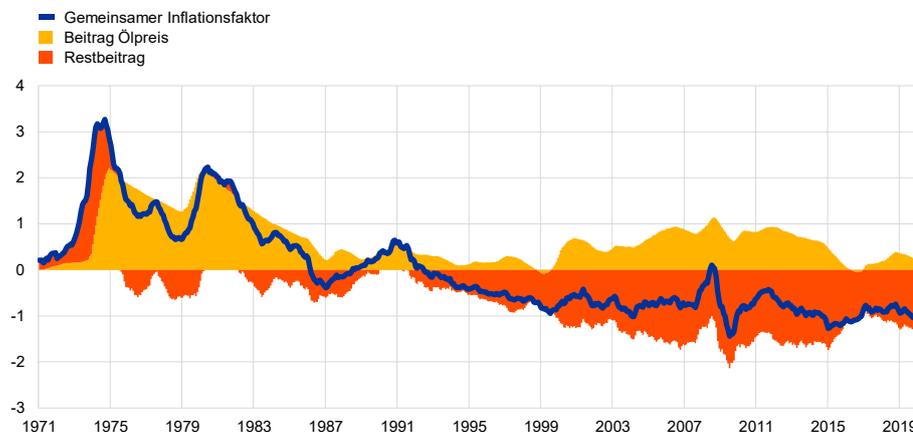
<sup>9</sup> Im Rahmen einer längerfristigen historischen Betrachtung analysieren Gerlach und Stuart Daten ab den 1850er-Jahren und führen an, dass der Einfluss der globalen Inflation auf die inländischen Preise, abgesehen vom Zeitraum der „Großen Inflation“, im Zeitverlauf bemerkenswert stabil geblieben ist. Siehe S. Gerlach und R. Stuart, *International Co-Movements of Inflation, 1851-1913*, Discussion Paper des CEPR, Nr. DP15914, 2021.

<sup>10</sup> Siehe P. R. Lane, [International inflation co-movements](#), Rede anlässlich der Online-Konferenz „Inflation: Drivers and Dynamics 2020“, Federal Reserve Bank of Cleveland/Europäische Zentralbank, 22. Mai 2020.

<sup>11</sup> Der vergleichsweise geringere Beitrag der Ölpreise zur gemeinsamen Inflationskomponente bestätigt sich auch bei einer Schätzung des Zusammenhangs ab Anfang der 1990er-Jahre, bei Berücksichtigung der Nahrungsmittelpreise oder bei Betrachtung der Veränderungen gegenüber dem Vormonat. Lane (ebd.) weist darauf hin, dass die Übertragung der Rohstoffpreisschwankungen auf die inländische Teuerung jedoch weder automatisch noch länderübergreifend einheitlich erfolgt. Bei einem unabhängigen geldpolitischen Regime, also bei flexiblen Wechselkursen, besteht kein deterministischer Zusammenhang zwischen weltweiten Veränderungen der relativen Preise und den Gesamtinflationen. So wird zwar beispielsweise der Ölpreis weltweit in US-Dollar angegeben, doch weist der in Euro gerechnete Ölpreis wegen der Entwicklung des USD/EUR-Wechselkurses deutlich geringere Schwankungen auf als sein in US-Dollar gerechnetes Pendant.

### Abbildung 3 Globale Inflation und Rohstoffpreise

(standardisierte Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Nationale Quellen und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der gemeinsame Faktor ist mittelwertbereinigt. Der Schätzzeitraum erstreckt sich von Januar 1971 bis Dezember 2019. Die blaue Linie zeigt den gemeinsamen Faktor der globalen Inflation mit einem Mittelwert von null, der durch Replikation des Hauptkomponentenansatzes nach Ciccarelli und Mojon (a. a. O.) für eine Stichprobe von 34 Industrie- und Schwellenländern ermittelt wird. Der gelbe Bereich zeigt den Beitrag der Ölpreise, abgeleitet von dem Ansatz bei J. L. Yellen, Inflation Dynamics and Monetary Policy, Rede anlässlich der Philip Gamble Memorial Lecture, University of Massachusetts, Amherst, 24. September 2015. Die Koeffizienten sind mittels einer linearen Regression des gemeinsamen Faktors auf die Ölpreise geschätzt. Der rote Bereich stellt den Restbeitrag dar.

**Zweitens spielte die Umstellung auf ein Regime mit direkter Inflationssteuerung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften eine wichtige Rolle bei der Konvergenz der Inflationsergebnisse hin zu niedrigen und stabilen Werten.** Anfang der 1990er-Jahre vollzogen die Zentralbanken mehrerer Industrieländer eine geldpolitische Kehrtwende und stellten auf ein System mit direkter Inflationssteuerung um (siehe Tabelle 1).<sup>12</sup> Ziel war die Eindämmung der anhaltend hohen Teuerungsraten und die Verankerung von Inflationserwartungen. Als vorteilhaft für das Streben nach niedrigen und stabilen Preissteigerungsraten erwies sich der aufkommende Konsens über eine Verringerung des politischen Drucks auf die Durchführung der Geldpolitik, der zu einer größeren Zentralbankunabhängigkeit führte.<sup>13</sup> Die bis 2007 von Erfolg gekrönte Begrenzung der Inflation mittels eines Regimes mit direkter Inflationssteuerung wurde durch die globale Finanzkrise auf die Probe gestellt.<sup>14</sup> Die Teuerungsraten blieben gedämpft, und die Zinssätze näherten sich ihrer effektiven Untergrenze an (siehe Abbildung 4). Dadurch wurde der geldpolitische Spielraum, der zur Verfügung stand, um die Inflation wieder auf Zielkurs zu bringen, eingeengt.

<sup>12</sup> Während dieses Zeitraums gingen zahlreiche Währungsbehörden explizit oder implizit zu einem System mit direkter Inflationssteuerung über. Dieser Trend wird auch als die „Globalisierung des Notenbankwesens“ bezeichnet. Siehe S. Arrigoni, R. Beck, M. Ca' Zorzi und L. Stracca, [Globalisation What's at stake for central banks](#), VoxEU, 2020.

<sup>13</sup> Dabei stärkte die Verfolgung eines direkten Inflationsziels die Rechenschaftspflicht und beschränkte diskretionäre Maßnahmen, sodass sich ein Gegengewicht zu der aus einer größeren Unabhängigkeit erwachsenden Flexibilität bildete. Siehe R. Dall'Orto Mas et al., [The case for central bank independence](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 248, 2020.

<sup>14</sup> Siehe K. Rogoff, Globalization and global disinflation, *Economic Review*, Bd. 88, Ausgabe Q IV, 2003, S. 45-78; J. C. Williams, Inflation Targeting and the Global Financial Crisis: Successes and Challenges, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2014.

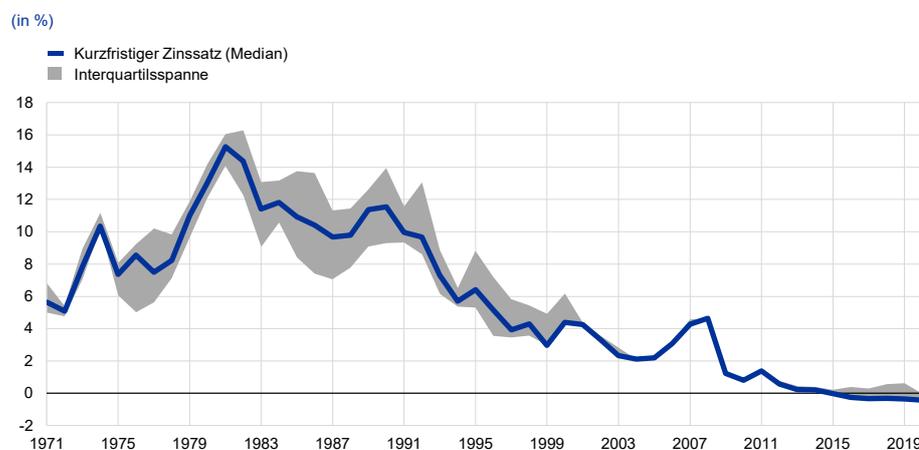
**Tabelle 1****Geldpolitische Strategie in Industrieländern**

Land	Zentralbank	Geldpolitische Strategie	Definition des Inflationsziels	Zielwert/ Zielkorridor	Referenz-Preisindex	Rohstoff-exporteur
<b>Australien</b>	Reserve Bank of Australia	Direkte Inflationssteuerung	1996	2-3	VPI	Ja
<b>Kanada</b>	Bank of Canada	Direkte Inflationssteuerung	1991	2 (1-3)	VPI	Ja
<b>Schweiz</b>	Schweizerische Nationalbank	Sonstiges	1999	0-2	VPI	
<b>Euroraum</b>	Europäische Zentralbank	Preisstabilität	1998	Unter, aber nahe 2 %	HVPI	
<b>Vereinigtes Königreich</b>	Bank of England	Direkte Inflationssteuerung	1992	2 (1-3)	VPI	
<b>Japan</b>	Bank von Japan	Direkte Inflationssteuerung	2013	2	VPI	
<b>Südkorea</b>	Bank of Korea	Direkte Inflationssteuerung	1998	2	VPI	
<b>Norwegen</b>	Norges Bank	Direkte Inflationssteuerung	2001	2	VPI	Ja
<b>Neuseeland</b>	Reserve Bank of New Zealand	Direkte Inflationssteuerung	1989	2 (1-3)	VPI	Ja
<b>Schweden</b>	Sveriges riksbank	Direkte Inflationssteuerung	1993	2	VPI	
<b>Vereinigte Staaten</b>	Federal Reserve System	Sonstiges	2012	2	PCE	

Quellen: M. Balatti, *Inflation volatility in small and large advanced open economies*, Working Paper Series der EZB, Nr. 2448, 2020; IWF, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2019, 2020.

Anmerkung: In Anlehnung an Balatti und den IWF sind in der Tabelle elf Industrieländer mit einem direkten Inflations- oder Preisstabilitätsziel ausgewiesen. VPI steht für den Verbraucherpreisindex, HVPI für den Harmonisierten Verbraucherpreisindex und PCE für den Preisindex für private Konsumausgaben (Personal Consumption Expenditures Price Index).

**Abbildung 4**  
Zinssätze in Industrieländern



Quellen: Nationale Quellen und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Die Abbildung umfasst Daten für eine Gruppe von 22 OECD-Ländern. Als Näherungsgröße für die kurzfristigen Zinssätze dienen die Zinsen auf Kontrakte mit einer Laufzeit von drei Monaten. Im Zeitraum nach der Entstehung des Euroraums wird die Interquartilsspanne der Zinssätze mechanisch davon beeinflusst, dass einige in der Stichprobe enthaltene Länder eine gemeinsame Geldpolitik verfolgen.

**Drittens können strukturelle Veränderungen in der Volkswirtschaft die Inflationsdynamik beeinflussen, indem sie Eingang in die persistenterer Inflationskomponente finden.** Die Wirtschaftsstruktur ist für die

Inflationsergebnisse insofern von Belang, als sie die Preis- und Lohnsetzungsdynamik bestimmt. Veränderungen in der Struktur der Volkswirtschaft lassen sich grob in zwei Hauptkategorien unterteilen:<sup>15</sup> Zum einen sind hier binnenwirtschaftlich bedingte Veränderungen zu nennen, die sich aber auf die einzelnen Volkswirtschaften ähnlich auswirken und somit zu einem länderübergreifend einheitlichen Verlaufsmuster der Teuerung führen. Ein Beispiel für diese Art von struktureller Veränderung ist der demografische Wandel, der die Preisentwicklung über zahlreiche Kanäle beeinflussen kann.<sup>16</sup> Zum anderen gibt es Veränderungen globaler Natur, durch die sich die wechselseitige Abhängigkeit der Volkswirtschaften weltweit verstärkt. Das bekannteste Beispiel hierfür ist sicherlich die wirtschaftliche und finanzielle Globalisierung seit den 1990er-Jahren.

<sup>15</sup> Siehe Lane, a. a. O.

<sup>16</sup> Siehe E. Lis, C. Nickel und A. Papetti, [Demographics and inflation in the euro area: a two-sector new Keynesian perspective](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2382, 2020. Die Bevölkerungsalterung kann sich über eine sinkende Erwerbsbeteiligung und Produktivität, aber auch durch ihren Beitrag zum trendmäßigen Rückgang des Gleichgewichtszinssatzes auf die Teuerung auswirken. Die vollständige Bewertung der Kanäle, über die binnenwirtschaftlich bedingte Veränderungen der Wirtschaftsstruktur zum Tragen kommen, ist jedoch nicht Gegenstand dieses Aufsatzes.

### **Der Einfluss der Globalisierung auf die Inflationsergebnisse ist Gegenstand einer umfassenden Debatte in Politik und Wissenschaft.**

In einem herkömmlichen Phillips-Kurven-Modell<sup>17</sup> schlagen außenwirtschaftliche Faktoren (z. B. Auslandsnachfrage, Auslandspreise) über den von ihnen ausgehenden Druck auf die binnenwirtschaftliche Unterauslastung und/oder die Einfuhrpreise von Endprodukten oder Vorleistungsgütern auf die Inflation durch. Da sich die Handelsintegration vor allem auf den Preis handelbarer Güter gegenüber nicht handelbaren Gütern auswirkt, wird der Einfluss auf die durchschnittlichen Teuerungsraten auf mittlere Sicht hingegen als begrenzt angesehen. Die Argumente, die für eine direktere Rolle außenwirtschaftlicher Faktoren bei der Erklärung von Inflationsschwankungen sprechen, mehren sich.<sup>18</sup> Daraus erwächst die Forderung nach einer Ergänzung des traditionellen Phillips-Kurven-Modells um Messgrößen der weltwirtschaftlichen Unterauslastung. Zugleich wird auch die transformative Bedeutung der Globalisierung für die Weltwirtschaft zunehmend anerkannt. Die weltwirtschaftliche Integration in ihren vielfältigen Dimensionen (z. B. Arbeitskräfte, Handel mit Endprodukten und Vorleistungen) kann als ein dauerhafter und positiver Angebotsschock wirken, der zu einem anhaltenden Disinflationsdruck und somit zu einer Verschiebung der Phillips-Kurve nach unten führt. Sie kann aber auch durch Verstärkung des Wettbewerbs an vielen Märkten die Marktstruktur beeinflussen und auf diese Weise strukturelle Veränderungen herbeiführen, die sich auf den Inflationsprozess auswirken und möglicherweise eine Abflachung der Phillips-Kurve zur Folge haben.<sup>19</sup>

## **3 Globalisierung: Hauptmerkmale und Wege der Übertragung auf die Inflation**

**In ihrer Vielschichtigkeit hat die Globalisierung die Weltwirtschaft fundamental geprägt.** Die Globalisierung hat seit den 1970er-Jahren stetig zugenommen, erlebte in den Neunzigerjahren dann jedoch einen regelrechten Schub. So wurden in der Phase der „Hyperglobalisierung“<sup>20</sup> die Reibungsverluste bei der grenzüberschreitenden Mobilität von Menschen, Kapital, Waren, Dienstleistungen,

---

<sup>17</sup> Die Inflationsdynamik wird üblicherweise in Form einer Phillips-Kurve modelliert, die als eine auf kurze bis mittlere Sicht inverse Beziehung zwischen der Inflationsrate und der konjunkturellen Lage einer Volkswirtschaft formuliert ist. In konjunkturellen Aufschwungphasen übt die abklingende wirtschaftliche Unterauslastung (z. B. eine niedrige Arbeitslosigkeit) über steigende Löhne einen Aufwärtsdruck auf die Preise aus, da die Unternehmen ihre höheren Kosten an die Verbraucher weitergeben. Empirische Schätzungen der Phillips-Kurve stützen sich auf Messgrößen der Unterauslastung am Arbeitsmarkt und berücksichtigen neben anderen Variablen auch die Rolle der Inflationserwartungen, der Ölpreise und des Wechselkurses. Angesichts ihrer guten empirischen Eigenschaften hat sich die Phillips-Kurve zum bevorzugten Modell vieler Zentralbanken für die Analyse und Prognose sowohl der Gesamt- als auch der Kerninflation entwickelt.

<sup>18</sup> Siehe C. Borio und A. Filardo, Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation, Working Paper der BIZ, Nr. 227, 2017. Eine aktuellere Analyse findet sich bei Auer, Borio und Filardo, a. a. O., die sich ebenfalls mit den globalen und binnenwirtschaftlichen Bestimmungsfaktoren der Preisentwicklung befasst haben. Zu einer eingehenderen Analyse siehe Abschnitt 4 des vorliegenden Aufsatzes.

<sup>19</sup> Siehe M. Carney, Inflation in a globalised world, Redebeitrag anlässlich des Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 29. August 2015; M. Carney, [De]Globalisation and inflation, Rede anlässlich der Michel Camdessus Central Banking Lecture des IWF, September 2017.

<sup>20</sup> D. Rodrik, The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy, WW Norton, 2011.

Informationen und Wissen kontinuierlich abgebaut. Nach der globalen Finanzkrise kam die Entwicklung ins Stocken, weil das Tempo der Wirtschaftsintegration abnahm. Hinter dieser Verlangsamung verbargen sich Kompositionseffekte infolge der wachsenden Bedeutung der Schwellenländer (die eine geringere Handelsintensität aufweisen) für die Weltwirtschaft, eine langsamere Ausweitung der globalen Wertschöpfungsketten (die zum Teil schon vor der Finanzkrise eingesetzt hatte) und eine geringere Unterstützung durch die Handelsfinanzierung.<sup>21</sup>

**Die Handelsintegration und die zunehmende Fragmentierung der Produktion in vertikal integrierte Lieferketten sind sichtbare Zeichen der Globalisierung.** Die Handelsintensität, die als Anteil der weltweiten Waren- und Dienstleistungsimporte am BIP gemessen wird, hat sich von 30 % im Jahr 1980 auf über 50 % im Jahr 2008 erhöht und liegt seither weitgehend stabil auf diesem Niveau. Die Handelsintegration wurde durch entsprechende Liberalisierungsbemühungen (z. B. bilaterale und multilaterale Freihandelsabkommen) beschleunigt, die wiederum einen beispiellosen Rückgang der durchschnittlichen Zölle (siehe Abbildung 5, Grafik a) sowie geringere Steuern und Regulierungen zur Folge hatten. Zugleich kam es durch die Weiterentwicklung der Informations- und Transporttechnologien sowie den Abbau von Handelshemmnissen zu einer Fragmentierung der Produktionsprozesse entlang der Lieferketten in unterschiedlichen Ländern (globale Wertschöpfungsketten). Die Integration in globale Wertschöpfungsketten bewirkte, dass der Handel mit Vorleistungsgütern stark zunahm. Von 1995 bis 2007 weitete sich der Handel über globale Wertschöpfungsketten von rund 25 % auf 40 % der weltweiten Exporte aus. Seit der globalen Finanzkrise stagniert er (siehe die rote Linie in Abbildung 5, Grafik b).<sup>22</sup> Der Anstieg der Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten steht in einem engen Zusammenhang mit der zunehmenden Integration der Schwellenländer in die weltweiten Produktionsprozesse. Besonders augenfällig ist der beispiellose Aufstieg Chinas, dessen Anteil am weltweiten BIP sich von 5 % im Jahr 1993 auf 19 % im Jahr 2019 erhöht hat.

---

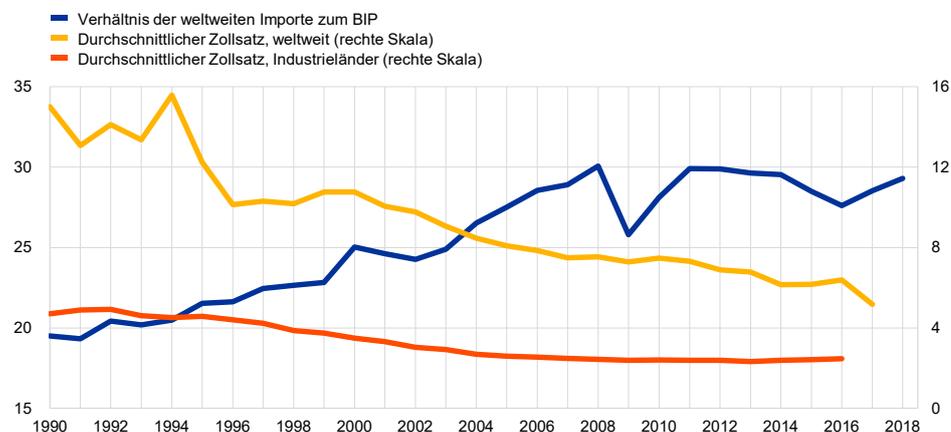
<sup>21</sup> Siehe IRC Trade Task Force, [Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 178, 2016.

<sup>22</sup> Der Handel über globale Wertschöpfungsketten wird gemessen als Anteil der gehandelten, mindestens zwei Ländergrenzen überschreitenden Vorleistungsgüter an den weltweiten Exporten insgesamt (siehe A. Borin und M. Mancini, [Follow the value added: tracking bilateral relations in global value chains](#), MPRA Paper, Nr. 82692, Universitätsbibliothek München, 2017).

**Abbildung 5**  
Globalisierung des Handels

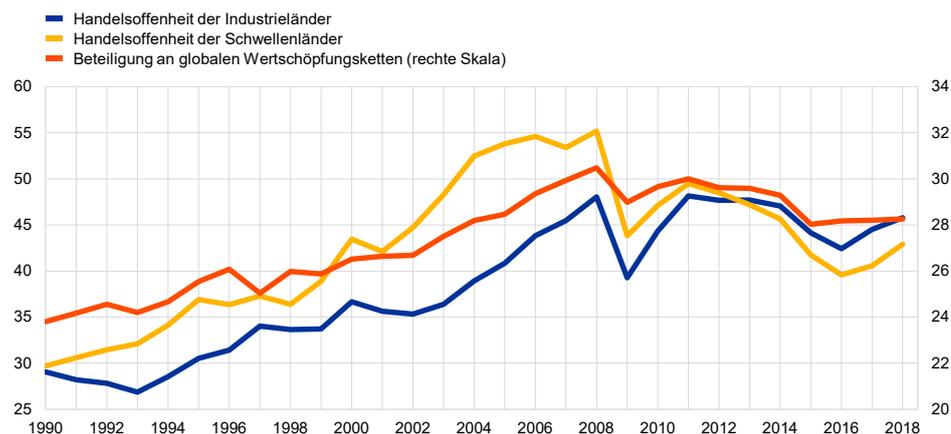
**a) Handelsintensität und Zölle**

(linke Skala: Verhältnis in %; rechte Skala: Zollsatz in %)



**b) Handelsoffenheit und Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten**

(Verhältnis in %)



Quellen: OECD (TIVA-Datenbank), IWF, Weltbank (World Development Indicators) und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Verhältnis der nominalen Einfuhren zum BIP. Beim durchschnittlichen Zollsatz handelt es sich um den prozentualen ungewichteten Durchschnitt der tatsächlich angewendeten Sätze für sämtliche Produkte, auf die der für alle gehandelten Güter geltende Zolltarif anzuwenden ist. Die Handelsoffenheit wird gemessen als Summe der Importe und Exporte in Relation zum BIP. Die Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten wird berechnet als Anteil des über globale Wertschöpfungsketten laufenden Handels an den Bruttoexporten. Der Handel über globale Wertschöpfungsketten wird als die mindestens zwei Ländergrenzen überschreitende Wertschöpfung definiert (siehe Borin und Mancini, a. a. O.). Die für den Zeitraum von 2016 bis 2018 angegebenen Werte basieren auf EZB-Schätzungen.

**Die Globalisierung des Handels kann sich über die Beeinflussung des Lohn- und Preissetzungsmechanismus auf die Inflationsraten der Industrieländer auswirken.** Ein direkter disinflationärer Effekt geht von der zunehmenden Handelsintegration und der stärkeren Beteiligung von Billigerstellern an der weltweiten Produktion aus. Dieser Effekt wirkt nicht nur über eine niedrigere

importierte Inflation,<sup>23</sup> sondern auch über eine Verringerung der durchschnittlichen Gewinnaufschläge inländischer Firmen angesichts des schärferen internationalen Wettbewerbs.<sup>24</sup> Dies könnte zu einem Marktaustritt von weniger produktiven Firmen führen, wodurch der Kostendruck weiter nachließe.<sup>25</sup> Die Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten kann zudem die disinflationären Effekte noch verstärken und wird mit einer stärker synchronisierten Inflationsdynamik in den Industrieländern in Verbindung gebracht.<sup>26</sup> Andrews et al.<sup>27</sup> zufolge hat die wachsende Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten dazu geführt, dass die am Erzeugerpreisindex gemessene Inflation in den Industriestaaten um durchschnittlich 0,15 Prozentpunkte gesunken ist. Die Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten wirkt im Importland inflationsdämpfend, da durch Produktivitätssteigerungen und verringertes Lohnwachstum ein Abwärtsdruck auf die Lohnstückkosten entsteht. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn Niedriglohnländer Teil der Wertschöpfungskette sind.

**Die Globalisierung hat auch die Arbeitsmärkte tiefgreifend verändert: Die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer in den Industrieländern wurde unterhöhlt, und die Produktionskosten wurden weiter verringert.** Einerseits hat die stärkere Handelsintegration zu einer geografischen Verlagerung der Produktionszentren hin zu großen Schwellenländern geführt, in denen ein hohes Angebot niedrig entlohnter Arbeitskräfte für die Warenproduktion verfügbar ist. Wichtige Beispiele in diesem Zusammenhang sind die Wiedereingliederung der Länder Mittel-, Ost- und Südosteuropas in die Marktwirtschaft nach 1990 und die zu Beginn der 2000er-Jahre beobachtete Integration Chinas in die Weltwirtschaft. Beide Entwicklungen bewirkten einen beispiellosen Anstieg des globalen Arbeitskräfteangebots. Viele Arbeitskräfte zogen innerhalb eines Landes aus ländlichen Gebieten in die Stadt. In China beispielsweise hängt dieser Trend zur Landflucht eng mit der weltwirtschaftlichen Integration zusammen und führt seit Jahrzehnten dazu, dass sich die Exportkapazität ausweitet, ohne dass damit eine Steigerung der Produktionskosten einhergeht.<sup>28</sup> Andererseits hat die Globalisierung – indem sie die internationalen Migrationsströme in Richtung der Industrieländer begünstigt – die Beziehung zwischen Arbeitslosigkeit und

<sup>23</sup> Dieser direkte Effekt kommt in der Regel über die Importpreise zum Tragen und kann nur dann dauerhaft disinflationär wirken, wenn die ausländischen Preise systematisch unter den inländischen Preisen liegen. In Bezug auf Frankreich zeigen Carluccio et al., dass zwischen den französischen Exportpreisen (einem Näherungswert für das Preisniveau der im Inland produzierten Güter) und den Importpreisen von Niedriglohnländern (wie China und den der EU ab 2004 beigetretenen Ländern) im Zeitraum von 1994 bis 2014 ein großes Gefälle vorherrschte, das sich seitdem nur leicht verringert hat. Siehe J. Carluccio, E. Gautier und S. Guilloux-Nefussi, *Dissecting the Impact of Imports from Low-Wage Countries on French Consumer Prices*, Working Paper der Banque de France, Nr. 672, 2018.

<sup>24</sup> Siehe M. Melitz und G. Ottaviano, *Market size, Trade, and Productivity*, *Review of Economic Studies*, Bd. 75, Ausgabe 1, 2008, S. 295-316.

<sup>25</sup> Siehe L. Guerrieri, C. Gust und J. D. López-Salido, *International competition and inflation: a New Keynesian perspective*, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Bd. 2, Nr. 4, 2010, S. 247-280; M. Amiti, O. Itskhoki und J. Konings, *International Shocks, Variable Markups and Domestic Prices*, *Review of Economic Studies*, Bd. 86(6), 2019, S. 2356-2402.

<sup>26</sup> Siehe F. de Soyres und S. Franco, *Inflation Dynamics and Global Value Chains*, Policy Research Working Paper der Weltbank, Nr. 9090, 2019.

<sup>27</sup> Siehe D. Andrews, P. Gal und W. Witheridge, *A genie in a bottle? Globalisation, Competition and Inflation?*, Working Paper des OECD Economics Department, Nr. 1462, 2018.

<sup>28</sup> Die Bedeutung Chinas für die Inflationsentwicklung in den Schwellenländern wird ausführlich analysiert in: K.-J. Gern et al., *Higher inflation in China: Risks for Inflation and Output in Advanced Economies*, Kiel Policy Briefs, Nr. 36, Kieler Institut für Weltwirtschaft, 2011.

Lohnsetzungsverhalten des Aufnahmelandes beeinflusst. Angesichts eines starken Zustroms an Migranten führt die heterogene Elastizität des Arbeitskräfteangebots zwischen einheimischen und zugezogenen Arbeitskräften dazu, dass die marginalen Arbeitskosten sinken und es zu einem Abwärtsdruck auf die Inflation kommt.<sup>29</sup>

**Zwei weitere Bestandteile der globalen Integration, die seit 1990 in den Industrieländern an Bedeutung gewinnen, sind die Globalisierung des Informationsaustauschs und die Digitalisierung.** Durch den technologischen Fortschritt der vergangenen Jahrzehnte haben die Informations- und Kommunikationsflüsse in den Industrieländern rasant zugenommen. Diese sind zwar sehr schwer messbar, doch liefert die Schweizer Konjunkturforschungsstelle KOF hierzu einige Indikatoren.<sup>30</sup> Im Rahmen des KOF Globalisierungsindex<sup>31</sup> bezieht sich der „Informational Globalisation (de jure) Index“ auf die Fähigkeit, grenzüberschreitend Informationen auszutauschen. Die Messung erfolgt anhand des Internetzugangs und der Pressefreiheit. Diese Messgröße tendiert seit 1970 nach oben. Die de-facto-Messgröße des „Informational Globalisation Index“ der KOF hingegen, die anhand der genutzten Netzbandbreite, der internationalen Patentanmeldungen und der Technologieexporte gemessen wird, hat sich nach der globalen Finanzkrise auffallend stark erhöht. Beide haben sich in den vergangenen Jahren auf einem hohen Niveau eingependelt.

**Die durch die Digitalisierung getriebene Integration hat dazu geführt, dass sich das Preissetzungsverhalten der großen Einzelhändler auf globaler Ebene verändert hat.** Durch das Aufkommen algorithmenbasierter Bepreisungstechnologien, die auf einfache Weise länder- und firmenübergreifend übertragen werden können, und die Transparenz im Internet hat sich der geografische Horizont der Verbraucherinnen und Verbraucher erweitert. Überdies haben der geringere Suchaufwand auf Verbraucherseite sowie die höhere Effizienz und Produktivität auf Erzeugerseite die Globalisierungstrends noch intensiviert. Das stärker auf Wettbewerb ausgerichtete Verhalten der Unternehmen führt zu einer geografischen Korrelation von Preisänderungen und zu tendenziell geringeren Preissteigerungen.<sup>32</sup> In einigen Branchen passen Unternehmen inzwischen häufiger ihre Preise an als in früheren Jahrzehnten. Allerdings ist nach wie vor unklar, inwieweit ein dynamisches Preissetzungsverhalten die Flexibilität der Referenzpreise (und damit den Verlauf der Phillips-Kurve) beeinflusst. In den Vereinigten Staaten hat der Einzelhandel seine Warenpreise nachweislich stark vereinheitlicht, was auf stärkere strategische Komplementärfaktoren beim Preissetzungsverhalten der Unternehmen (d. h. eine starke Reagibilität gegenüber Konkurrenzpreisen)<sup>33</sup> schließen lässt. Bei einigen

---

<sup>29</sup> Siehe S. Bentolila, J. J. Dolado und J. F. Jimeno, Does immigration affect the Phillips curve? Some evidence for Spain, *European Economic Review*, Bd. 52, Nr. 8, 2008, S. 1398-1423.

<sup>30</sup> Siehe S. Gygli, F. Haelg, N. Potrafke und J.-E. Sturm, The KOF Globalisation Index – revisited, *The Review of International Organizations*, Bd. 14(3), 2019, S. 543-574.

<sup>31</sup> Siehe A. Dreher, [Does Globalization Affect Growth? Evidence from a new Index of Globalization](#), *Applied Economics*, Bd. 38(10), 2006, S. 1091-1110.

<sup>32</sup> Siehe A. Cavallo, Scraped Data and Sticky Prices, *The Review of Economics and Statistics*, Bd. 100, Nr. 1, 2018, S. 105-119.

<sup>33</sup> Siehe S. Belz, D. Wessel und J. Yellen, What's (Not) Up With Inflation?, *The Brookings Institution*, Januar 2020.

Euro-Ländern lassen erste Hinweise dagegen eine weniger einheitliche Bepreisung erkennen als in den Vereinigten Staaten.

**Der Aufstieg sogenannter „Superstar“-Firmen, die vor allem im Technologiesektor beheimatet sind, hat unklare Auswirkungen auf die Preisbildung.** Die hochproduktiven Superstar-Firmen haben ihren Marktanteil rasch ausgebaut, sodass Unternehmen mit hochwertigen Produkten, geringeren Grenzkosten oder einer besseren Innovationsfähigkeit nun überproportional stark profitieren können.<sup>34</sup> Dieser Trend dürfte sich im Laufe der Zeit auf die Preisentwicklung ausgewirkt haben, aber die Richtung dieses Effekts ist nach wie vor unklar. Einerseits können Superstar-Firmen die höhere Produktivität für Preissenkungen und zur Maximierung ihres Marktanteils nutzen. Solange dadurch die Wettbewerbsintensität ansteigt, kommt es zu einer weiteren Dämpfung der Gewinnaufschläge und Preise und damit auch zu einer Abflachung der zugrunde liegenden Inflation. Werden andererseits aber die Umsätze in einer Branche durch die Globalisierung zu den produktivsten Firmen gelenkt, nimmt die Konzentration an den Produktmärkten zu, und die Wettbewerbsintensität verringert sich. Je nach Bestreitbarkeit des Marktes wäre es Unternehmen im monopolistischen und oligopolistischen Wettbewerb möglich, ihre Gewinnaufschläge zu erhöhen, was schließlich auch auf die Preissetzung durchschlagen würde.

#### 4 Einfluss der Globalisierung auf die Inflation in den Industrieländern

**Die empirische Evidenz zeichnet ein gemischtes Bild davon, wie die weltwirtschaftliche Unterauslastung die Reaktion der Inflation auf die Binnenkonjunktur beeinflusst.** Frühe Studien zu disinflationären Effekten der Globalisierung konzentrierten sich zumeist auf Messgrößen der weltwirtschaftlichen Unterauslastung. Borio und Filardo<sup>35</sup> kommen zu dem Schluss, dass die Einbeziehung der globalen Unterauslastung (d. h. eines gewichteten Durchschnitts der internationalen Produktionslücken) einen erheblichen zusätzlichen Erklärungsgehalt für herkömmliche Benchmark-Inflationsgleichungen bietet und sich Schwankungen der Inflation im Konjunkturverlauf in den Industrieländern dadurch erklären lassen. Mikolajun und Lodge<sup>36</sup>, die für ein Panel von Industrieländern eine Phillips-Kurve um Messgrößen der weltwirtschaftlichen Unterauslastung und der globalen Inflation ergänzten, finden kaum Belege dafür, dass die weltwirtschaftliche Unterauslastung die inländische Inflation maßgeblich beeinflusst.<sup>37</sup> Die globale Inflation spielte nachweislich in den 1970er- und 1980er-Jahren, also während der

<sup>34</sup> Siehe D. Autor, D. Dorn, L. F. Katz, C. Patterson und J. Van Reenen, *The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms*, *The Quarterly Journal of Economics*, Bd. 135, Ausgabe 2, 2020, S. 645-709.

<sup>35</sup> Siehe C. Borio und A. Filardo, a. a. O.

<sup>36</sup> Siehe I. Mikolajun und D. Lodge, *Advanced economy inflation: the role of global factors*, Working Paper Series der EZB, Nr. 1948, 2016.

<sup>37</sup> Siehe EZB, *Binnenwirtschaftliche und globale Antriebskräfte der Teuerung im Euro-Währungsgebiet*, Wirtschaftsbericht 4/2017, Juni 2017. Hierin finden sich nur begrenzt Belege, die dafür sprechen, dass bei Untersuchungen der Inflationsentwicklung im Euroraum anhand von Phillips-Kurven auch Messgrößen der globalen Unterauslastung und der Integration in globale Wertschöpfungsketten mit einbezogen werden sollten.

„Großen Inflation“, eine wichtigere Rolle. In Zeiten stabilerer Teuerungsraten verlor sie indes an Bedeutung. Bianchi und Civelli<sup>38</sup> zufolge wirkt sich die globale Unterauslastung auf die Inflationsentwicklung aus. Sie gelangen zu der Erkenntnis, dass die Globalisierung – gemessen am Offenheitsgrad bei Handel und Finanzen – mit den Auswirkungen der weltwirtschaftlichen Unterauslastung auf die Inflation positiv korreliert. Allerdings sind laut den Autoren nennenswert große Veränderungen beim Offenheitsgrad erforderlich, damit die Auswirkungen der Globalisierung ökonomisch signifikant sind. Die Analyse in Kasten 1 bestätigt, dass die seit Anfang der 2000er-Jahre zunehmende Integration der mittel- und osteuropäischen EU-Länder in die Weltwirtschaft dazu geführt hat, dass der Anstieg der Verbraucherpreise nicht mehr so stark auf die Binnenwirtschaft reagiert, wenngleich dieser Effekt quantitativ gering ist. Im verarbeitenden Gewerbe ist dieser Einfluss angesichts der stärkeren Verflechtung über globale Wertschöpfungsketten deutlicher, da der internationale Wettbewerb und strategische Komplementärfaktoren eine größere Rolle spielen. Auch einige Bereiche der Digitalisierung (z. B. die Nutzung des Internets für E-Commerce) führen erwiesenermaßen zu einer schwächeren Korrelation zwischen Inflation und Binnenkonjunktur.

**Die Evidenz zum Einfluss der Globalisierung auf die persistente Inflation ist begrenzt und deutet allenfalls auf einen ökonomisch geringen Einfluss hin.**

In ihrer Analyse des Einflusses globaler Variablen auf die Inflationsentwicklung stellt Forbes<sup>39</sup> fest, dass die Messgrößen der globalen Unterauslastung und der konjunkturellen Inflation zwar eine positive Korrelation aufweisen, aber der Einfluss auf die persistenteren Inflationskomponente nicht signifikant ist. Auch Kamber und Wong<sup>40</sup> haben untersucht, inwieweit sich ausländische Schocks auf die Teuerungsraten auswirken und finden Belege für einen erheblichen Einfluss auf Inflationslücken, während die Wirkung auf die permanente Komponente gering ist. Die Analyse in Kasten 2 bestätigt die negative, aber relativ geringe Korrelation zwischen der Globalisierung und der persistenten Inflationskomponente.

**Drei Elemente der Globalisierung weisen einen inversen Zusammenhang zur persistenten Inflationskomponente in den Industrieländern auf: die Handelsintegration, die Globalisierung des Informationsaustauschs und die Beteiligung an internationalen Wertschöpfungsketten.**

Anhand der weit gefassten Definition von Globalisierung, welcher der vorliegende Aufsatz wie auch die empirische Analyse in Kasten 2 folgen, lassen sich deren potenzielle Auswirkungen auf die Entwicklung der Inflation umfassend untersuchen. Die Ergebnisse deuten auf Kompositionseffekte hin, da die Globalisierung – in ihren verschiedenen Dimensionen – auf die Preisentwicklung von Waren, nicht aber von Dienstleistungen disinflationär zu wirken scheint. Daraus lässt sich schließen, dass die größten Schwankungen der Gesamtinflation, die in den 1990er-Jahren und nach der globalen Finanzkrise beobachtet wurden, möglicherweise mit anderen Faktoren – etwa mit Veränderungen geldpolitischer Systeme, sinkenden

<sup>38</sup> Siehe F. Bianchi und A. Civelli, Globalization and inflation: Evidence from a time-varying VAR, *Review of Economic Dynamics*, Bd. 18, Ausgabe 2, 2015, S. 406-433.

<sup>39</sup> Siehe K. Forbes, Has globalization changed the inflation process?, a. a. O.

<sup>40</sup> Siehe G. Kamber und B. Wong, Global factors and trend inflation, *Journal of International Economics*, Bd. 122, 2020.

Inflationserwartungen und einer geringeren Lohnindexierung – zusammenhängen. Diese Erkenntnisse decken sich mit der Literatur und treffen sowohl auf den betrachteten Querschnitt der Industrieländer als auch auf den Euroraum zu. Daher stimmt der vorliegende Beitrag mit der Schlussfolgerung von Forbes<sup>41</sup> überein, dass globale Variablen nur in begrenztem Umfang das Verständnis der Entwicklung der zugrunde liegenden langsamen Trendentwicklung der Inflation verbessern können. Zudem – so ein weiteres Ergebnis ihrer Studie – scheinen globale Variablen in den vergangenen zehn Jahren nicht an Bedeutung gewonnen zu haben. Daraus folgt unmittelbar, dass herkömmliche Inflationsansätze zwar um die Rolle globaler Faktoren ergänzt werden können, jedoch nicht vollständig ersetzt werden sollten. Dies entspricht der Evidenz, dass der kräftige Rückgang der Teuerungsraten in den Industrieländern und der persistenten Inflationskomponente in den 1980er-Jahren einsetzte, als die Globalisierung noch keine erkennbare Rolle spielte und der Digitalisierungsgrad gering war; etwa Mitte der 1990er-Jahre, als China noch kein Mitglied der Welthandelsorganisation war, kam sie zum Stillstand (siehe Abbildung 2). Aus der Analyse in Kasten 2 geht ferner hervor, dass der Rückgang der Teuerungsraten in den 1990er-Jahren über Waren und Dienstleistungen hinweg synchron verlief. Da Dienstleistungen von der grenzüberschreitenden Integration kaum betroffen gewesen sein dürften, lässt sich schlussfolgern, dass die Globalisierung die persistente Inflationskomponente zwar leicht negativ beeinflusst haben dürfte, aber es unwahrscheinlich erscheint, dass sie der wesentliche Einflussfaktor für deren Rückgang war.

## Kasten 1

### Die Globalisierung und die Phillips-Kurve in mittel- und osteuropäischen EU-Mitgliedstaaten

---

Tina Zumer und Francesco Chiacchio

Im vorliegenden Kasten wird untersucht, wie die Verbraucherpreise in mittel- und osteuropäischen Mitgliedstaaten der EU auf die binnenwirtschaftlichen Bedingungen reagieren und ob die entsprechende Korrelation durch zwei Messgrößen der Globalisierung (nämlich die Handelsoffenheit und die Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten) beeinflusst wird. Untersucht wurde eine homogene Gruppe bestehend aus elf EU-Mitgliedstaaten Mittel- und Osteuropas, nämlich fünf Euro-Ländern (Estland, Lettland, Litauen, Slowenien, Slowakei) sowie sechs weiteren EU-Staaten (Bulgarien, Tschechische Republik, Kroatien, Ungarn, Polen, Rumänien). Für die Gruppe wird ein Standardmodell einer hybriden neukeynesianischen Phillips-Kurve geschätzt, bei dem die wirtschaftliche Unterauslastung als Näherungsgröße für die Grenzkosten und Quartalswerte für die Zeit von 2001 bis 2019 herangezogen werden. Im genannten Zeitraum herrschte in den mittel- und osteuropäischen EU-Ländern ein hohes Maß an wirtschaftlicher Offenheit. Überdies waren diese Länder vergleichsweise stärker in globale Produktionsketten eingebunden als das Eurogebiet und die meisten Industrieländer.<sup>42</sup> Die Schätzungen erfolgen mittels Regression der vierteljährlichen Änderungsrate des HVPI ohne

<sup>41</sup> Siehe K. Forbes, *Inflation Dynamics: Dead, Dormant, or Determined Abroad?*, Brookings Papers on Economic Activity, Herbst 2019, S. 257-338.

<sup>42</sup> Siehe EZB, *Auswirkungen globaler Wertschöpfungsketten auf die makroökonomische Analyse des Euro-Währungsgebiets*, Wirtschaftsbericht 8/2017, Dezember 2017.

Energie und Nahrungsmittel auf die Arbeitslosigkeitslücke, die zurückliegende Inflation und die zwei Verzögerungen des Importdeflators.<sup>43</sup> Um zu untersuchen, ob die Globalisierung den Verlauf der Phillips-Kurve beeinflusst, wird der Koeffizient der Arbeitslosigkeitslücke mit den Messgrößen der Handelsoffenheit und der Einbindung in grenzüberschreitende Lieferketten interagiert.<sup>44</sup>

Die Globalisierung wirkt sich möglicherweise nicht nur auf das Inflationsniveau aus, sondern kann auch das Preissetzungsverhalten der Unternehmen und somit die Reaktion der Teuerung auf die binnenwirtschaftlichen Bedingungen verändern. Insgesamt ist ihr Effekt allerdings a priori uneindeutig. Für Unternehmen, die in zunehmendem Maße dem globalen Wettbewerb ausgesetzt sind, kann sich der Spielraum einengen, der ihnen zur Weitergabe inländischer Kosten an die Verbraucher zur Verfügung steht, um nicht an Wettbewerbsfähigkeit einzubüßen oder Marktanteile zu verlieren. Eine stärkere Integration und größere Handelsoffenheit kann jedoch die Marktkonzentration beeinflussen und größere sowie produktivere Akteure begünstigen, die ihre Preisaufschläge vergleichsweise besser schützen. Anhand der Ergebnisse der vorliegenden Arbeit lassen sich zwar keine kausalen Aussagen treffen, sie stützen aber die These, dass eine zunehmende Abhängigkeit vom weltweiten Wettbewerb den Spielraum der Unternehmen zur Weitergabe ihrer Kosten an die Verbraucher insgesamt begrenzen kann.

Für das Panel der mittel- und osteuropäischen EU-Mitgliedstaaten gilt, dass eine starke Abhängigkeit von Exportmärkten und eine enge Einbindung in globale Wertschöpfungsketten die Korrelation der Inflation mit dem inländischen Konjunkturzyklus verringern (siehe Abbildung A, linke und mittlere Grafik). Bei vergleichsweise höherer Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten und größerer Handelsoffenheit fallen die geschätzten Koeffizienten deutlich niedriger aus (siehe Abbildung A, gelbe Balken). Die länderspezifischen zeitlichen Schwankungen bei der Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten sind niedriger als die entsprechenden länderübergreifenden Abweichungen (die für die in Abbildung A ausgewiesenen geschätzten Koeffizienten maßgeblich sind). Daher erscheint es nachvollziehbar, dass der Beitrag der Beteiligung an internationalen Wertschöpfungsketten zur Verminderung der Korrelation zwischen Konjunktur und Preisentwicklung für einzelne Länder gering ist.<sup>45</sup>

---

<sup>43</sup> Die abhängige Variable ist das annualisierte Quartalswachstum der zugrunde liegenden Inflation. Beim Importdeflator hingegen werden jährliche Wachstumsraten herangezogen. Die Regressionen umfassen auch eine Vielzahl fixer Effekte, die dem Konjunkturzyklus eines Landes und den alle Länder betreffenden idiosynkratischen Schocks Rechnung tragen.

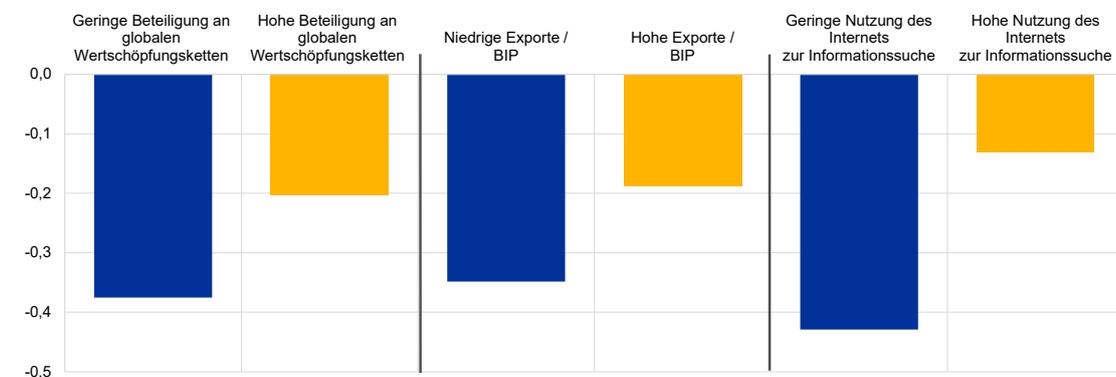
<sup>44</sup> Die Handelsoffenheit wird berechnet anhand der Bruttoexporte von Waren und Dienstleistungen in % des BIP. Die Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten wird gemessen als Anteil des über globale Wertschöpfungsketten laufenden Handels an den Bruttoexporten insgesamt (vgl. Borin und Mancini, a. a. O.). Der Handel über globale Wertschöpfungsketten wiederum wird definiert als Summe aus der exportierten inländischen Wertschöpfung, die durch einen Direktimporteur reexportiert wird (Vorwärtsverflechtung), und dem ausländischen Wertschöpfungsgehalt der eigenen Exporte (Rückwärtsverflechtung). Zur Erleichterung der Interpretation der Interaktionsterme werden die Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten und der Offenheitsgrad als Dummies mit einem Wert von 1 ausgedrückt, sofern der zugrunde liegende Wert höher ist als der langfristige Median des Panels.

<sup>45</sup> Dies steht im Einklang mit der Querschnittsanalyse von Bianchi und Civelli, a. a. O.

## Abbildung A

### Globale Bestimmungsfaktoren des Verlaufs der Preis-Phillips-Kurven in mittel- und osteuropäischen EU-Mitgliedstaaten

(geschätzte Koeffizienten der Arbeitslosigkeitslücke)



Quellen: Eurostat, EZB, World Input-Output Database und Berechnungen der Autoren.

Anmerkung: Die Ergebnisse entstammen einer Schätzung in reduzierter Form zu einer Phillips-Kurve für ein Panel von elf Ländern über den Zeitraum von 2001 bis 2019. Dabei wird die verzögerte Arbeitslosigkeitslücke mit einer Dummy-Variablen mit einem Wert von 1 interagiert, sofern der zugrunde liegende Wert für die Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten, die Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen in % des BIP oder der prozentuale Anteil der Privathaushalte, die Informationen zu Waren und Dienstleistungen im Internet abrufen, höher sind als der langfristige Median des Panels. Die abhängige Variable ist das annualisierte Quartalswachstum der zugrunde liegenden Inflation. Zu den anderen Kontrollvariablen zählen die verzögerte Inflation, zwei Verzögerungen des Importdeflators sowie länder-/periodenfixe und jahresfixe Effekte. Die Koeffizienten der Interaktionsterme sind statistisch signifikant. Die Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten wird gemessen als Anteil des über globale Wertschöpfungsketten laufenden Handels an den Bruttoexporten insgesamt (vgl. Borin und Mancini, a. a. O.). Der Handel über globale Wertschöpfungsketten wiederum wird definiert als Summe aus der exportierten inländischen Wertschöpfung, die durch einen Direktimporte reexportiert wird (Vorwärtsverflechtung), und dem ausländischen Wertschöpfungsgehalt der eigenen Exporte (Rückwärtsverflechtung). Der Stichprobenzeitraum für die Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten endet im Jahr 2016. Die Werte für 2015 und 2016 basieren auf Schätzungen der Autoren. Daten zur Digitalisierung liegen weitgehend ab 2004 vor.

Bestimmte, die weltwirtschaftliche Integration stärkende Aspekte der Digitalisierung verringern den Erkenntnissen zufolge auch die Korrelation zwischen zugrunde liegender Inflation und binnenwirtschaftlichen Bedingungen in den mittel- und osteuropäischen EU-Mitgliedstaaten. Eine Anpassung der vorangegangenen Analyse unter Berücksichtigung von Messgrößen der informationellen Globalisierung (z. B. Nutzung des Internets für E-Commerce oder für die Informationssuche nach Waren und Dienstleistungen; siehe Abbildung A, rechte Grafik) führt zu ähnlichen Ergebnissen. Diese Variablen erfassen technologische Entwicklungen, durch die grenzüberschreitende Informationsflüsse gefördert oder die Eintrittskosten in globale Märkte gesenkt werden, welche die Geschäftsentwicklung, den Wettbewerb und die Preistransparenz beeinflussen können.<sup>46</sup>

Eine ähnliche Analyse auf Sektorebene lässt darauf schließen, dass Kanäle, die über die Einbindung in globale Wertschöpfungsketten wirken, für das verarbeitende Gewerbe besonders bedeutsam sind. Der oben beschriebene aggregierte Ansatz wird durch die Schätzung einer Philipps-Kurve auf der Basis von sektoralen Paneldaten ergänzt, bei denen die sektoralen Arbeitskosten für den Anstieg der Erzeugerpreise maßgeblich sind.<sup>47</sup> Die Interaktion der sektoralen Arbeitskosten mit der veränderten Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten auf Sektorebene ergibt, dass durch die Abhängigkeit vom weltweiten Wettbewerb die Korrelation zwischen Branchenlöhnen und Erzeugerpreisen verringert wird. Im Vergleich zur übrigen gewerblichen

<sup>46</sup> Siehe EZB, [Wie digital ist die Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet?](#), Wirtschaftsbericht 8/2020, Januar 2021.

<sup>47</sup> Dabei erfolgt eine Regression der Steigerungsrate des sektoralen Deflators der Bruttoproduktion auf das Wachstum der sektoralen Arbeitskosten je Arbeitnehmer, den Anstieg des sektoralen Deflators der Einfuhr von Vorleistungsgütern sowie das Wachstum der sektoralen mittleren Arbeitsproduktivität. Die Daten stammen von CompNet (7th Vintage dataset). Dort sind für den Zeitraum von 2005 bis 2015 jährliche Angaben zu sieben mittel- und osteuropäischen Ländern sowie 56 Sektoren mit zweistelliger Klassifizierung gemäß NACE Rev. 2 für die gewerbliche Wirtschaft verfügbar.

Wirtschaft gilt dies in besonderem Maße für das verarbeitende Gewerbe, das am stärksten in internationale Wertschöpfungsketten eingebunden ist, im Allgemeinen gut handelbare Waren vertreibt und weniger lokal ausgerichtet ist. Dadurch verstärken sich strategische Komplementärfaktoren und erhöht sich die Abhängigkeit des Preisauftriebs auf der Erzeugerebene von der weltwirtschaftlichen Entwicklung. Infolgedessen ist im Rahmen der Beurteilung, wie globale Faktoren die Reagibilität der Teuerung auf den Konjunkturzyklus beeinflussen können, die sektorspezifische Zusammensetzung einer Volkswirtschaft von großer Bedeutung, da globale Wertschöpfungsketten ein sektorales Phänomen sind.

Insgesamt liegen für ein Panel mittel- und osteuropäischer EU-Mitgliedstaaten Belege dafür vor, dass die wachsende weltwirtschaftliche Integration die Reagibilität der Inflation gegenüber der binnenwirtschaftlichen Unterauslastung verringert hat, was den Verlauf der Phillips-Kurve in den letzten beiden Jahrzehnten erklärt. Die weltwirtschaftliche Integration scheint das Preissetzungsverhalten der Unternehmen beeinflusst zu haben. Allerdings deuten die wenig umfangreichen quantitativen Schätzungen auch darauf hin, dass selbst dann, wenn künftige strukturelle Veränderungen (beispielsweise hinsichtlich der Organisation von Produktionsprozessen) weiterhin die Preissetzung prägen, sie nur begrenzte Auswirkungen auf die aggregierte Inflation in den einzelnen Ländern haben dürften.

## Kasten 2

### Empirische Evidenz zum Einfluss der Globalisierung auf die Inflation und ihre Komponenten in Industrieländern

---

Maria Grazia Attinasi und Mirco Balatti

Im vorliegenden Kasten wird empirisch untersucht, inwieweit die Globalisierung die Inflation beeinflusst. Dabei ergeben sich kaum Belege für diese Hypothese. Für die Durchführung der Geldpolitik ist es wichtig, die Wirkung des außenwirtschaftlichen Umfelds auf die Binnenkonjunktur zu verstehen. Eine ökonometrische Analyse für ein Panel von Industrieländern zeigt, dass die persistente Komponente der Inflation – gemessen am gleitenden Zwölfquartalsdurchschnitt der Kerninflation – in den vergangenen drei Dekaden auf einige Messgrößen der Globalisierung reagiert hat. Allerdings ist die ökonomische Relevanz dieser Faktoren begrenzt. Es können daher auch binnenwirtschaftliche Einflussgrößen zum Tragen gekommen sein.

Anders als in den meisten Studien zur Globalisierung verfolgt die nachfolgende Analyse einen umfassenderen Ansatz, d. h., es werden nicht nur die Handelsbeziehungen und Preise für gehandelte Güter betrachtet. Angesichts der Zunahme der Finanzmarktintegration und des weltweiten Informationsaustauschs hat sich die Handelbarkeit von Dienstleistungen erhöht. Auch ihr Anteil am Warenkorb ist gestiegen. Eine Beurteilung, wie stark sich die Globalisierung auf die Preise für Dienstleistungen auswirkt, kann Aufschluss darüber geben, welche Rolle ausländischen und inländischen Faktoren künftig bei der Inflationsentwicklung zukommt. Im Zuge der wachsenden Bedeutung von Dienstleistungen in Ländern mit hohem Einkommensniveau stellt sich auch die Frage, ob diese Entwicklung den Zusammenhang zwischen persistenter Inflation und binnenwirtschaftlicher Entwicklung stärken wird, da Preisänderungen bei Dienstleistungen eher inländischen als ausländischen Faktoren zugeschrieben werden.<sup>48</sup> Mittels einer Aufschlüsselung

---

<sup>48</sup> Siehe Philip R. Lane, Mitglied des Direktoriums der EZB, [Interview with Financial Times](#), veröffentlicht am 2. Februar 2020.

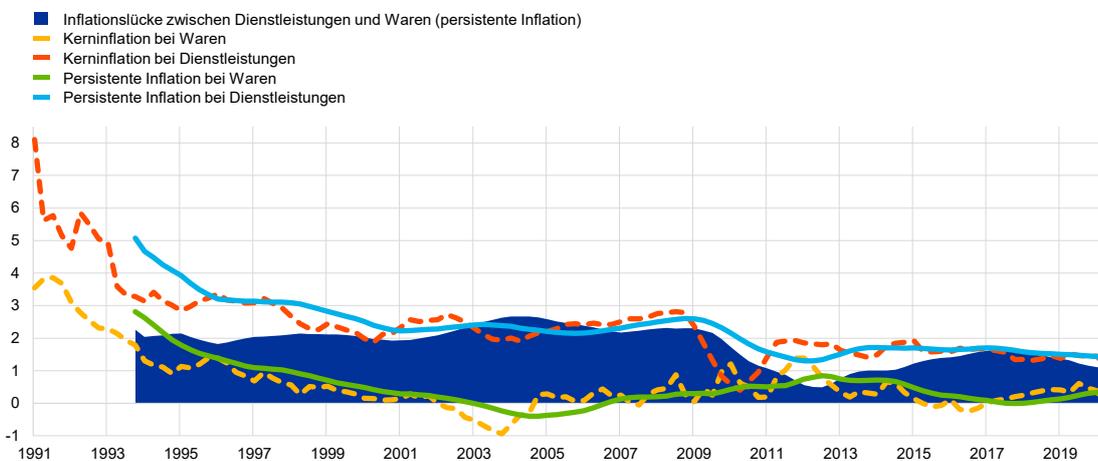
nach Waren und Dienstleistungen lässt sich die Entwicklung der Gesamtinflation besser nachvollziehen.<sup>49</sup> Die spezifischen Merkmale von Waren und Dienstleistungen implizieren auch eine unterschiedlich starke Beeinflussung durch Globalisierungsfaktoren (etwa eine stärkere Handelsintegration aufgrund einer höheren Handelbarkeit). Im Rahmen der Analyse werden diese Merkmale untersucht, um die Treffsicherheit der in der Hypothese der Globalisierung der Inflation getroffenen Vorhersagen zu prüfen.

Die persistente Inflation bei Waren und Dienstleistungen ist in den Industrieländern seit Anfang der 1990er-Jahre deutlich zurückgegangen (siehe Abbildung A). Während bei Waren ein Rückgang von etwa 3 % auf rund 0,5 % im Jahr 2019 verzeichnet wurde, verringerte sich die Komponente bei den Dienstleistungen von etwa 5 % auf rund 1,5 %. Infolgedessen ist die Differenz zwischen der persistenten Inflation bei Dienstleistungen und jener bei Waren in den vergangenen 25 Jahren positiv geblieben, wenngleich sie sich nach der globalen Finanzkrise deutlich verringert hat.<sup>50</sup> Ein Grundsatz der Hypothese der Globalisierung der Inflation lautet, dass die Preise von Produkten, deren Handelbarkeit zugenommen hat, von der Wirtschaftsintegration stärker betroffen sind. Allerdings lässt die Tatsache, dass zu Beginn der 1990er-Jahre, als die Globalisierung noch am Anfang stand, die Inflationsschwankungen am stärksten waren und sowohl Waren als auch Dienstleistungen betrafen, Zweifel daran aufkommen, dass die Globalisierung die Teuerungsraten nennenswert beeinflusst.<sup>51</sup>

## Abbildung A

### Inflation bei Waren und Dienstleistungen in Industrieländern

(in %; in Prozentpunkten)



Quellen: Nationale Quellen und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die persistente Inflation wird auf Basis eines gleitenden Zwölfquartalsdurchschnitts der Kerninflation von Waren und Dienstleistungen berechnet, wobei es sich um einen gewichteten Durchschnitt (nach Kaufkraftparitäten gewichtetes BIP) von sechs Industrieländern (Australien, Kanada, Euroraum, Japan, Vereinigtes Königreich, Vereinigte Staaten) handelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2020.

<sup>49</sup> Siehe R. Peach, R. W. Rich und M. Linder, The parts are more than the whole: separating goods and services to predict core inflation, Current Issues in Economics and Finance, Federal Reserve Bank of New York, Bd. 19, Nr. 7, 2013.

<sup>50</sup> Siehe EZB, Welche Faktoren sind für die Veränderung der Inflationslücke zwischen Dienstleistungen und Waren verantwortlich?, Kasten 5, Wirtschaftsbericht 5/2019, August 2019. Der Kasten enthält eine Analyse der Inflationslücke zwischen Waren und Dienstleistungen im Euroraum.

<sup>51</sup> Zudem kann der Gleichlauf der Teuerungsraten von Waren und Dienstleistungen nach Reis und Watson als „reine Inflation“ („pure inflation“) bezeichnet werden, während unterschiedliche Entwicklungen als relative Preisänderungen gedeutet werden können. Siehe R. Reis und M. W. Watson, Relative Goods' Prices, Pure Inflation, and the Phillips Correlation, American Economic Journal: Macroeconomics, Bd. 2, Nr. 3, 2010, S. 128-157.

Anhand von Schätzungen eines dynamischen Panel-Modells wird empirisch belegt, welche Rolle die Globalisierung bei der Preisentwicklung spielt. Die Spezifikation der Schätzgleichung erfolgt in Anlehnung an Forbes<sup>52</sup>, wo die persistente Inflation als gleitender Zwölfquartalsdurchschnitt der Kerninflation berechnet und von der Entwicklung des realen Wechselkurses bestimmt wird, ergänzt durch verschiedene Indikatoren der Globalisierung (etwa die Handelsintegration, die finanzielle Globalisierung und Globalisierung des Informationsaustauschs). Wenngleich eine kausale Interpretation nicht Ziel der Analyse ist, lassen sich Zusammenhänge zwischen den verschiedenen Dimensionen der Integration und der persistenten Inflation aufzeigen und mögliche Unterschiede zwischen Waren und Dienstleistungen erklären. Mittels einer generalisierten Momentenmethode (GMM) lässt sich eine Schätzung vornehmen, welche die Einbeziehung einer verzögerten abhängigen Variable und eine zeitliche Verzögerung der unabhängigen Variablen in der Gleichung ermöglicht. Es handelt sich um eine Arellano-Bond-Schätzung, bei der auch Verzögerungen in der Differenzgleichung verwendet werden. Ergänzt wird die Schätzung um die Konsensprognose zu Inflationserwartungen in der linearen Gleichung für die instrumentierte Variable. Die Schätzung erfolgt für den Zeitraum vom vierten Quartal 1996 bis zum ersten Quartal 2018 auf Basis von Quartalswerten von sechs Industrieländern (Australien, Kanada, Euro-Währungsgebiet, Japan, Vereinigtes Königreich, Vereinigte Staaten), wobei das Panel sehr ausgewogen ist. Schätzungen der persistenten Inflation werden als unabhängige Variablen verwendet.<sup>53</sup>

#### Tabelle A

Panelschätzungen – Zusammenfassung des Einflusses der Globalisierungsindikatoren auf die persistente Inflation

Variable	Insgesamt	Waren	Dienstleistungen
Handelsintegration	-	-	-
Globalisierung des Informationsaustauschs	Nicht signifikant	-	+
Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten	-	-	+

Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Dargestellt ist das Vorzeichen des mittels GMM geschätzten Koeffizienten der dynamischen Panel-Gleichung. Als Näherungsgröße für die Handelsintegration wurde der KOF Trade Globalisation Index (de jure) und als Messgröße für die Globalisierung des Informationsaustauschs der KOF Information Globalisation Index (de facto) verwendet. Die Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten wird berechnet als Anteil des über globale Wertschöpfungsketten laufenden Handels an den Bruttoexporten. Der Handel über globale Wertschöpfungsketten wird (gemäß Borin und Mancini, a. a. O.) als die mindestens zwei Ländergrenzen überschreitende Wertschöpfung definiert, wobei die Werte von 2016 bis 2018 auf internen Schätzungen der EZB basieren.

Indikatoren der Globalisierung weisen vor allem über die Warenkomponente eine signifikante Korrelation mit der persistenten Inflation insgesamt auf. Tabelle A zeigt, dass drei Elemente der Globalisierung zum Rückgang der persistenten Inflationskomponente in den Industrieländern beigetragen haben dürften, und zwar sowohl in Bezug auf die Gesamtinflation als auch in Bezug auf die Teuerungsraten bei Waren: die Handelsintegration (geringere Handelshemmnisse), die Globalisierung des Informationsaustauschs (digitalisierungsbedingte Integration) und die Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten. Die Ergebnisse legen jedoch auch nahe, dass verschiedene Globalisierungsmessgrößen einen ausgleichenden Einfluss auf die Teuerungsraten

<sup>52</sup> Siehe K. Forbes, Has globalization changed the inflation process?, a. a. O.

<sup>53</sup> Da der Fokus auf der langsamen Entwicklung der Inflation liegt, erfolgt die Berechnung anhand des gleitenden Zwölfquartalsdurchschnitts der Kerninflation. Die Schätzung wird separat für jedes Land und für jeden der drei Verbraucherpreisindizes (VPI) – d. h. für den VPI insgesamt, den VPI für Waren und den VPI für Dienstleistungen, auf Basis nationaler Quellen – vorgenommen. Zur Verringerung des Einflusses sehr volatiler Komponenten wie Öl, dessen Preis auch von den internationalen Märkten bestimmt wird, werden Kernmessgrößen verwendet.

bei Dienstleistungen hatten, wodurch sich der Gesamteffekt verringerte.<sup>54</sup> Zugleich lassen die Schätzungen der Spezifikationen einschließlich der inländischen Variablen (wie etwa der Produktionslücke und der Arbeitskosten) darauf schließen, dass diese Indikatoren robust signifikant sind und inländische Faktoren weiterhin eine wichtige Rolle bei der Preisdynamik spielen.

Die Panelschätzungen lassen keine großen Unterschiede zwischen den Globalisierungseffekten vor und nach der Finanzkrise erkennen. Auch zwischen den Euro-Ländern und den anderen Industrieländern gibt es keine größeren Abweichungen. Die wichtigsten Ergebnisse wurden einer Reihe von Robustheitstests unterzogen, wobei insbesondere geprüft wurde, ob der Einfluss der Globalisierungsindikatoren in einzelnen Zeiträumen oder zwischen Volkswirtschaften merklich variiert. Die Testergebnisse deuten darauf hin, dass nach der globalen Finanzkrise qualitativ ähnliche Ergebnisse erzielt wurden, und liefern keine Hinweise darauf, dass der Einfluss für die Länder des Euroraums unterschiedlich ist. Die Schlussfolgerungen sind ebenfalls robust in Bezug auf zusätzliche Tests, die verschiedene Spezifikationen umfassen. Dabei werden alternative Näherungsgrößen für Erklärungsvariablen, zusätzliche Kontrollgrößen und eine andere Anzahl an Instrumentenvariablen herangezogen.

Eine Quantifizierung des Gesamteinflusses zeigt, dass sich die Globalisierung auf die persistente Inflation nur geringfügig auswirkt. Mithilfe der geschätzten Koeffizienten und der Entwicklung der genannten Globalisierungsmessgrößen lässt sich ermitteln, wie stark eine engere Verflechtung zu Veränderungen der persistenten Inflation beiträgt. Zwar sind die Ergebnisse mit Unsicherheit behaftet, doch weisen sie für die betrachteten Volkswirtschaften darauf hin, dass sich der Einfluss der Globalisierung auf die Gesamtinflation und die Teuerungsraten für Waren in den vergangenen drei Jahrzehnten in Grenzen gehalten hat. Die Erkenntnisse stehen mit den empirischen Ergebnissen aus anderen Studien im Einklang.<sup>55</sup>

---

## 5 Schlussbemerkungen

**Im vorliegenden Aufsatz wird die disinflationäre Wirkung der Globalisierung in Industrieländern beleuchtet, wobei der Fokus auf der persistenteren Inflationskomponente liegt.** Auf der Grundlage der verfügbaren Literatur wurden in diesem Beitrag drei Kategorien von Faktoren untersucht, mit denen sich der internationale Gleichlauf der Inflation und deren rückläufige Entwicklung in den

---

<sup>54</sup> Um die Einflussgrößen der Unterschiede zwischen einigen Waren- und Dienstleistungsparametern besser verstehen zu können, bedarf es weiterer Forschungsarbeiten. Gleichwohl könnte die unterschiedliche Reaktion der Preise für Waren und Dienstleistungen in Bezug auf die stärkere Globalisierung des Informationsaustauschs auf unterschiedliche Gründe zurückzuführen sein. So führt beispielsweise eine höhere Internettransparenz zu niedrigeren Kosten für die Suche sowie zu einem schärferen Wettbewerb bei Waren, die im Gegensatz zu Dienstleistungen vergleichbarer und homogener sind. Wenngleich eine Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten schwer definierbar und somit schwieriger zu messen ist, gelten Dienstleistungen laut Low als Bindeglied und Katalysator komplexer Lieferketten. Daher ist es plausibel, dass die Wertschöpfung und Preisaufschläge im Dienstleistungssektor mit einer stärkeren Nutzung globaler Wertschöpfungsketten positiv korrelieren. Siehe P. Low, The role of services in global value chains, in: D. Elms und P. Low (Hrsg.), Global value chains in a changing world, 2013, S. 61-81.

<sup>55</sup> Siehe F. Bianchi und A. Civelli, a. a. O.; K. Forbes, Has globalization changed the inflation process?, a. a. O.; Y. Eo, L. Uzeda und B. Wong, Understanding Trend Inflation Through the Lens of the Goods and Services Sectors, Staff Working Paper der Bank of Canada, Nr. 2020-45, 2020.

letzten Jahrzehnten erklären lässt: Erstens allgemeine Schocks (z. B. Schwankungen der Rohstoffpreise), die die volatilste Komponente der Gesamtinflation betreffen. Zweitens die geldpolitische Kehrtwende verschiedener Industrieländer hin zu einem System mit direkter Inflationssteuerung und der Verankerung von Inflationserwartungen, wodurch es gelang, die Teuerung in den zurückliegenden 30 Jahren und bis zur globalen Finanzkrise durchweg in der Nähe des Inflationsziels zu halten. Drittens strukturelle Veränderungen der Volkswirtschaft, die sich auf die Lohn- und Preissetzungsmechanismen und damit auf die persistenteren Inflationskomponente auswirken.

**Die hier vorgelegte Evidenz zeigt, dass die disinflationäre Wirkung der Globalisierung aus ökonomischer Sicht gering war.** In der Literatur wird meist ein ansonsten herkömmliches Philipps-Kurven-Modell um Messgrößen der weltwirtschaftlichen Unterauslastung erweitert. Dabei zeigt sich, dass sich die Reagibilität der inländischen Inflation auf die binnenwirtschaftliche Unterauslastung bei Berücksichtigung dieser Faktoren verringert. Belege für einen Einfluss auf die persistente Inflationskomponente liegen zwar nur in begrenztem Maße vor, aber den Erkenntnissen zufolge ist dieser Effekt üblicherweise eher gering. Der vorliegende Beitrag kommt zu dem Schluss, dass die Globalisierung anscheinend kein Treiber der in den letzten Jahrzehnten beobachteten Disinflationstendenzen ist. Die von der Globalisierung ausgehenden negativen Einflüsse waren zu gering, um wirtschaftlich bedeutsam zu sein. Diese Schlussfolgerung fußt auf drei wesentlichen Überlegungen. Erstens setzte der kräftige Rückgang der Teuerung und ihrer persistenten Komponente in den 1980er-Jahren ein, als die Globalisierung noch keine erkennbare Rolle spielte. Mitte der Neunzigerjahre kam er zum Stillstand. Damals war China noch kein Mitglied der Welthandelsorganisation. Überdies verlief der Inflationsrückgang über Waren und Dienstleistungen hinweg synchron. Diese dürften jedoch aufgrund ihrer unterschiedlichen Handelbarkeit nicht homogen auf die grenzüberschreitende Integration reagieren. Zweitens – und dies steht im Zusammenhang mit dem letztgenannten Punkt – lässt die hier vorgelegte Evidenz darauf schließen, dass sich die Globalisierung unterschiedlich auf die einzelnen Wirtschaftssektoren auswirkt. Dabei dürfte das verarbeitende Gewerbe disinflationären Kräften stärker ausgesetzt sein als der Dienstleistungsbereich. Dies stützt die Ansicht, dass die Globalisierung zwar zu Veränderungen der relativen Preise, aber nicht unbedingt zu einem Rückgang der Gesamtinflation führt. Selbst wenn die Globalisierung disinflationäre Kräfte entfaltet, ist dieser geschätzte Effekt aus ökonomischer Sicht doch gering. Vor diesem Hintergrund und angesichts der Tatsache, dass sich die Zinssätze in den letzten Jahren in vielen Ländern ihrer Untergrenze angenähert haben, könnte ein möglicher Grund für die seit Jahrzehnten anhaltend niedrigen Inflationsraten darin liegen, dass die Geldpolitik nur über einen begrenzten Spielraum verfügt, um den (binnen- oder außenwirtschaftlich bedingten) Einfluss struktureller Kräfte auf die Inflation zu neutralisieren.

**Die Globalisierung steht am Scheideweg.** Einerseits scheint der zunehmende Protektionismus die Globalisierung zu gefährden, andererseits gehen von der fortschreitenden Digitalisierung und dem wachsenden Dienstleistungsverkehr neue Impulse aus, die die künftige Entwicklung der Globalisierung verändern und umgestalten. Darüber hinaus mag sich zwar das Wachstum der globalen Integration

abschwächen, aber die regionale Handelsintegration scheint sich sowohl aus wirtschaftlichen als auch aus geopolitischen Gründen zu vertiefen. Durch das Coronavirus (Covid-19) könnten sich diese Tendenzen zum Teil beschleunigen, aber eindeutige Schlüsse über die Folgen für die Globalisierung und die Teuerung lassen sich zum jetzigen Zeitpunkt wohl noch nicht ziehen.

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

# 1 Außenwirtschaftliches Umfeld

## 1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP <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	3,7	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	0,0	6,0	1,3	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2	
2020	-3,3	-3,3	-9,8	-4,7	2,3	-6,5	1,4	1,8	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3	
2020 Q2	-6,6	-9,0	-19,5	-8,1	11,6	-11,5	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	12,6	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	-0,6	1,2	1,6	1,2	0,2	-0,8	0,1	-0,3	
2021 Q1	.	1,6	-1,5	-1,0	0,6	-0,3	1,9	1,7	1,9	.	-0,4	.	1,1	
2020 Dez.	-	-	-	-	-	-	1,2	1,6	1,4	0,6	-1,2	0,2	-0,3	
2021 Jan.	-	-	-	-	-	-	1,6	1,7	1,4	0,7	-0,6	-0,3	0,9	
Febr.	-	-	-	-	-	-	1,7	1,7	1,7	0,4	-0,4	-0,2	0,9	
März	-	-	-	-	-	-	2,4	1,8	2,6	0,7	-0,2	.	1,3	
April	-	-	-	-	-	-	.	.	4,2	1,5	-0,4	.	1,6	
Mai <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	2,0	

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

## 1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes; saisonbereinigt)									Wareneinfuhr <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	4,3	3,2	5,5
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,4	-0,3	-0,5
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,5	-4,7	-4,3
2020 Q2	37,9	37,3	30,5	31,5	52,6	31,3	40,6	36,9	35,0	-8,6	-8,6	-8,6
Q3	51,9	53,1	57,5	45,6	54,7	52,4	52,6	51,7	49,0	8,1	8,9	7,2
Q4	54,2	56,8	50,5	48,2	56,3	48,1	54,6	54,0	50,8	4,5	4,9	4,1
2021 Q1	54,3	59,3	49,1	48,4	52,3	49,9	53,8	54,5	50,3	4,8	1,8	8,1
2020 Dez.	53,5	55,3	50,5	48,5	55,8	49,1	54,7	53,1	50,5	4,5	4,9	4,1
2021 Jan.	53,3	58,7	41,2	47,1	52,2	47,8	54,0	53,0	49,3	4,7	4,3	5,1
Febr.	54,3	59,5	49,6	48,2	51,7	48,8	53,7	54,4	49,8	3,8	2,2	5,6
März	55,3	59,7	56,4	49,9	53,1	53,2	53,6	55,9	51,7	4,8	1,8	8,1
April	57,5	63,5	60,7	51,0	54,7	53,8	54,4	58,6	53,3	.	.	.
Mai	58,8	68,7	62,9	48,8	53,8	57,1	54,5	60,4	53,6	.	.	.

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 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
April	-0,57	-0,48	-0,56	-0,54	-0,52	-0,48	0,19	-0,07
Mai	-0,56	-0,48	-0,56	-0,54	-0,51	-0,48	0,15	-0,09

Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

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

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

### 2.2 Zinsstrukturkurven

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

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euroraum <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 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
April	-0,63	-0,68	-0,70	-0,57	-0,18	0,50	1,57	0,80	-0,73	-0,70	-0,21	0,53
Mai	-0,63	-0,68	-0,69	-0,54	-0,15	0,53	1,54	0,75	-0,72	-0,67	-0,16	0,57

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 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
April	440,1	3 987,3	952,7	286,0	177,2	93,2	161,5	807,2	835,4	387,5	267,3	874,0	4 141,2	29 426,8
Mai	443,8	4 003,6	959,5	290,0	183,0	94,8	167,8	808,7	811,7	384,1	278,3	870,2	4 169,6	28 517,1

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- ziehungs- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite				Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten	
	Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz <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 Mai	0,02	0,36	0,24	0,69	5,26	16,07	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	5,01	15,81	4,84	5,32	5,87	1,91	1,35	1,50	1,29	1,35	1,60	1,33
Febr.	0,01	0,35	0,23	0,66	5,02	15,74	5,05	5,24	5,86	1,98	1,30	1,49	1,27	1,32	1,58	1,31
März	0,01	0,35	0,20	0,61	4,99	15,77	4,88	5,12	5,72	1,93	1,32	1,44	1,24	1,32	1,58	1,31
April <sup>(p)</sup>	0,01	0,35	0,21	0,62	4,89	15,75	5,13	5,17	5,78	1,98	1,32	1,48	1,27	1,31	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- ziehungs- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Gewichteter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio €			Mehr als 1 Mio €			
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2020 Mai	0,00	-0,10	0,39	1,89	1,84	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	1,86	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	1,95	1,86	1,87	1,60	1,30	1,51	1,24	1,17	1,38	1,51
Aug.	0,00	-0,20	0,39	1,83	1,84	1,90	1,94	1,56	1,39	1,49	1,29	1,31	1,20	1,51
Sept.	0,00	-0,20	0,26	1,88	1,91	2,10	1,94	1,54	1,43	1,49	1,22	1,31	1,31	1,51
Okt.	0,00	-0,21	0,26	1,82	1,91	2,20	1,96	1,55	1,46	1,50	1,22	1,42	1,40	1,53
Nov.	-0,01	-0,20	0,42	1,83	1,97	2,00	1,98	1,57	1,41	1,47	1,22	1,29	1,30	1,51
Dez.	-0,01	-0,18	0,25	1,83	2,01	1,94	1,94	1,61	1,42	1,44	1,34	1,23	1,27	1,51
2021 Jan.	-0,01	-0,14	0,39	1,84	2,14	2,00	1,92	1,61	1,44	1,41	1,17	1,18	1,29	1,50
Febr.	-0,01	-0,21	0,25	1,84	1,96	2,01	1,95	1,58	1,44	1,43	1,15	1,22	1,23	1,48
März	-0,01	-0,11	0,22	1,82	1,91	1,97	2,01	1,56	1,45	1,40	1,09	0,71	1,23	1,39
April <sup>(p)</sup>	-0,01	-0,18	0,25	1,80	2,04	1,96	1,99	1,57	1,44	1,38	1,32	1,33	1,38	1,56

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	458	181	70	.	45	114	49
2020 Okt.	1 662	504	161	.	114	742	141	417	202	46	.	36	93	40
Nov.	1 630	493	158	.	116	731	132	419	217	40	.	37	83	41
Dez.	1 527	454	144	.	97	714	118	339	168	60	.	30	51	31
2021 Jan.	1 582	495	139	.	99	718	131	464	217	45	.	37	121	43
Febr.	1 539	475	139	.	102	702	121	373	168	42	.	32	103	27
März	1 579	485	145	.	94	726	130	449	208	50	.	30	118	43
<b>Langfristig</b>														
2018	15 745	3 687	3 162	.	1 247	7 022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16 312	3 816	3 398	.	1 321	7 151	626	247	69	74	.	20	78	7
2020	17 242	3 892	3 172	.	1 450	8 003	725	295	68	71	.	27	114	16
2020 Okt.	17 286	3 936	3 203	.	1 456	7 977	713	275	47	78	.	27	91	32
Nov.	17 266	3 915	3 187	.	1 456	7 986	722	219	42	63	.	18	79	17
Dez.	17 242	3 892	3 172	.	1 450	8 003	725	204	40	104	.	17	36	7
2021 Jan.	17 358	3 897	3 177	.	1 458	8 090	736	318	90	55	.	21	133	19
Febr.	17 492	3 904	3 173	.	1 458	8 206	751	307	57	66	.	20	144	19
März	17 694	3 969	3 213	.	1 479	8 271	763	358	106	82	.	27	125	17

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	16 959,9	4 189,8	3 332,3	.	1 318,5	7 445,8	673,5	7 024,3	465,0	1 099,2	5 460,1
2019	17 595,0	4 366,8	3 578,6	.	1 405,9	7 557,2	686,5	8 587,9	538,4	1 410,6	6 638,9
2020	18 769,0	4 345,8	3 315,9	.	1 546,7	8 717,5	843,1	8 448,8	469,3	1 321,5	6 658,0
2020 Okt.	18 947,5	4 440,1	3 364,3	.	1 570,0	8 719,0	854,1	7 225,5	348,2	1 077,5	5 799,7
Nov.	18 896,0	4 407,8	3 344,6	.	1 572,7	8 716,8	854,2	8 235,9	448,2	1 296,9	6 490,8
Dez.	18 769,0	4 345,8	3 315,9	.	1 546,7	8 717,5	843,1	8 448,8	469,3	1 321,5	6 658,0
2021 Jan.	18 940,3	4 391,9	3 316,3	.	1 557,3	8 808,1	866,7	8 331,9	446,6	1 317,5	6 567,8
Febr.	19 031,9	4 379,1	3 312,1	.	1 560,1	8 908,5	872,1	8 649,1	520,6	1 407,7	6 720,8
März	19 272,9	4 453,5	3 358,4	.	1 572,5	8 996,2	892,3	9 238,8	542,9	1 468,9	7 227,1
<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 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	11,2	25,4	1,5	-0,1	4,5	1,0
Febr.	7,5	-0,3	3,4	.	10,8	11,8	25,1	1,7	-0,1	4,7	1,2
März	8,4	2,2	3,8	.	11,9	11,9	24,5	2,0	1,4	5,0	1,4

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	80,8	89,1	117,3	95,1
2019	98,2	93,3	92,9	88,7	79,0	86,6	115,5	92,4
2020	99,7	93,7	94,1	89,1	78,8	87,4	119,4	94,0
2020 Q2	98,8	93,1	93,2	88,5	82,0	87,4	118,1	93,3
Q3	101,2	94,9	95,3	89,9	79,0	87,8	121,7	95,6
Q4	101,3	94,9	95,3	90,2	75,8	87,8	122,3	95,7
2021 Q1	100,9	94,9	95,3	.	.	.	121,7	95,5
2020 Dez.	101,9	95,4	95,9	-	-	-	123,0	96,1
2021 Jan.	101,4	95,6	95,7	-	-	-	122,4	96,2
Febr.	100,8	94,8	95,3	-	-	-	121,5	95,3
März	100,4	94,3	94,8	-	-	-	121,3	94,9
April	100,7	94,4	94,9	-	-	-	121,9	95,2
Mai	100,9	94,5	95,0	-	-	-	122,3	95,3
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>							
2021 Mai	0,2	0,1	0,1	-	-	-	0,3	0,1
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2021 Mai	2,6	1,9	2,4	-	-	-	4,0	2,5

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)

	Chinesischer Renminbi ¥uan 1	Kroatische Kuna 2	Tschechi- sche Krone 3	Dänische Krone 4	Ungarischer Forint 5	Japani- scher Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumäni- scher Leu 9	Schwedische Krone 10	Schweizer Franken 11	US-Dollar 12
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2020	7,875	7,538	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2020 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 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
April	7,805	7,568	25,924	7,437	360,583	130,489	4,561	0,865	4,9231	10,162	1,103	1,198
Mai	7,811	7,523	25,558	7,436	353,647	132,569	4,528	0,863	4,9250	10,147	1,097	1,215
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2021 Mai	0,1	-0,6	-1,4	0,0	-1,9	1,6	-0,7	-0,3	0,0	-0,1	-0,6	1,4
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2021 Mai	0,8	-0,7	-6,3	-0,3	0,8	13,4	0,1	-2,7	1,8	-4,2	3,7	11,4

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	250,7	249,9	0,8	97,7	82,0	94,3	108,5	-0,8	51,7	59,4	7,8	131,1
<b>Transaktionen</b>												
2020 Q1	140,1	113,0	27,1	68,9	178,3	380,5	200,4	40,8	-353,3	-265,7	3,2	-
Q2	182,1	83,1	98,9	23,8	-0,7	96,2	74,7	-31,8	90,5	9,1	3,4	-
Q3	-7,2	-129,9	122,7	-119,2	3,8	342,5	-259,6	-19,2	-213,4	125,9	2,1	-
Q4	468,9	372,1	96,8	39,7	30,4	283,0	107,6	12,9	136,4	234,2	-3,0	-
2020 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.	304,0	294,4	9,6	50,9	37,6	107,2	78,8	5,1	141,7	178,1	-0,9	-
Febr.	112,0	67,0	45,0	13,6	7,0	81,4	-16,0	4,7	13,8	76,0	-1,6	-
März	53,0	10,7	42,3	-24,8	-14,2	94,4	44,8	3,0	-19,1	-19,9	-0,5	-
<b>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</b>												
2021 März	783,9	438,4	345,5	13,2	211,8	1 102,3	123,1	2,8	-339,8	103,5	5,6	-
<b>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</b>												
2021 März	6,9	3,9	3,0	0,1	1,9	9,7	1,1	0,0	-3,0	0,9	0,0	-

Quelle: EZB.

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

## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung								Außenbeitrag <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	11 588,1	11 120,1	6 222,8	2 369,1	2 431,4	1 178,1	746,0	500,6	96,8	468,0	5 575,9	5 107,9
2019	11 937,3	11 489,6	6 376,5	2 454,4	2 622,9	1 258,2	771,0	586,9	35,8	447,7	5 759,1	5 311,3
2020	11 328,8	10 878,8	5 900,0	2 560,0	2 439,3	1 210,5	679,8	541,9	-20,6	450,0	5 159,9	4 709,9
2020 Q2	2 603,4	2 522,1	1 344,6	631,2	541,5	273,0	142,2	124,6	4,7	81,3	1 109,4	1 028,2
Q3	2 897,9	2 760,8	1 527,4	645,3	614,4	308,4	179,4	124,8	-26,3	137,2	1 297,5	1 160,4
Q4	2 906,1	2 766,8	1 487,4	656,1	630,6	314,8	181,8	132,2	-7,4	139,4	1 358,6	1 219,2
2021 Q1	2 916,4	2 779,5	1 469,6	661,5	638,6	322,6	184,3	130,0	9,8	136,9	1 396,9	1 260,1
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 Q2	-11,5	-11,2	-12,7	-2,6	-16,1	-12,4	-18,7	-20,6	-	-	-18,6	-18,5
Q3	12,6	10,4	14,2	5,3	13,7	13,2	26,0	0,8	-	-	16,8	11,9
Q4	-0,6	-0,5	-2,9	0,4	2,5	1,7	1,5	5,8	-	-	3,8	4,5
2021 Q1	-0,3	-0,5	-2,3	0,0	0,2	0,9	1,2	-2,6	-	-	1,0	0,9
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	3,5	2,1	16,4	-	-	2,5	3,9
2020	-6,5	-6,3	-7,9	1,4	-8,2	-5,4	-12,7	-8,3	-	-	-9,3	-9,0
2020 Q2	-14,6	-14,1	-16,2	-1,6	-20,9	-14,5	-27,3	-25,6	-	-	-21,4	-20,6
Q3	-4,1	-4,0	-4,6	3,0	-4,7	-4,0	-8,2	-1,6	-	-	-8,7	-9,1
Q4	-4,7	-5,7	-7,4	3,0	-7,9	-1,6	-5,9	-21,8	-	-	-5,1	-7,1
2021 Q1	-1,3	-2,9	-5,4	3,0	-2,0	1,7	5,3	-17,5	-	-	-0,3	-3,8
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2020 Q2	-11,5	-10,9	-6,7	-0,6	-3,6	-1,3	-1,1	-1,1	-0,1	-0,6	-	-
Q3	12,6	10,2	7,4	1,3	2,9	1,4	1,4	0,0	-1,4	2,4	-	-
Q4	-0,6	-0,5	-1,6	0,1	0,5	0,2	0,1	0,3	0,4	-0,1	-	-
2021 Q1	-0,3	-0,4	-1,2	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,7	0,1	-	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2018	1,9	1,8	0,8	0,2	0,6	0,4	0,2	0,0	0,1	-	-	-
2019	1,3	1,8	0,7	0,4	1,2	0,4	0,1	0,7	-0,5	-0,5	-	-
2020	-6,5	-6,0	-4,2	0,3	-1,8	-0,6	-0,8	-0,4	-0,3	-0,5	-	-
2020 Q2	-14,6	-13,6	-8,6	-0,3	-4,7	-1,5	-1,8	-1,4	0,0	-1,0	-	-
Q3	-4,1	-3,9	-2,4	0,6	-1,0	-0,4	-0,5	-0,1	-1,0	-0,2	-	-
Q4	-4,7	-5,5	-4,0	0,6	-1,8	-0,2	-0,4	-1,2	-0,3	0,7	-	-
2021 Q1	-1,3	-2,8	-2,8	0,6	-0,4	0,2	0,3	-0,9	-0,2	1,5	-	-

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	10 384,0	174,5	2 052,2	528,1	1 963,9	500,5	477,0	1 167,2	1 207,0	1 957,5	356,2	1 204,0
2019	10 695,5	178,8	2 064,2	569,7	2 028,4	530,7	481,8	1 204,7	1 252,5	2 020,0	364,8	1 241,9
2020	10 197,6	177,6	1 931,6	561,5	1 784,1	535,9	473,5	1 215,0	1 158,9	2 046,2	313,2	1 131,2
2020 Q2	2 344,8	45,5	427,3	125,8	380,6	127,5	115,1	295,6	262,5	495,0	70,0	258,6
Q3	2 605,7	44,3	494,8	144,0	470,2	137,2	118,5	305,9	292,0	517,7	81,1	292,2
Q4	2 615,2	43,9	512,7	148,5	453,8	136,8	118,2	307,4	298,5	520,6	74,8	290,9
2021 Q1	2 630,5	43,6	523,3	148,0	447,1	139,6	122,9	309,3	299,4	522,9	74,4	285,9
<b>In % der Wertschöpfung</b>												
2020	100,0	1,7	18,9	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 Q2	-11,7	0,3	-15,0	-12,4	-20,8	-3,9	-2,7	-2,4	-14,9	-6,3	-24,2	-9,5
Q3	12,4	0,3	16,5	13,9	22,9	7,5	3,8	3,0	11,6	9,2	23,1	14,2
Q4	-0,5	0,2	2,9	2,2	-3,8	-0,7	-0,5	0,0	1,5	-1,3	-11,6	-1,6
2021 Q1	0,0	-0,8	1,3	-1,1	-1,6	2,1	0,8	0,0	0,2	0,0	-0,9	-3,6
<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	-6,4	-0,5	-7,6	-5,2	-12,9	0,3	-1,2	-0,8	-8,8	-2,4	-17,9	-7,5
2020 Q2	-14,6	-0,4	-19,1	-14,8	-25,6	-4,7	-3,7	-2,6	-17,6	-7,8	-29,3	-15,1
Q3	-4,1	0,0	-5,6	-3,5	-8,7	2,3	-0,3	-0,1	-8,2	0,5	-12,8	-3,7
Q4	-4,7	-0,9	-2,3	-1,3	-12,2	0,9	-0,6	-0,8	-6,9	-1,1	-23,1	-5,1
2021 Q1	-1,2	-0,1	3,2	0,8	-7,9	4,7	1,4	0,5	-3,3	1,1	-18,2	-1,8
<b>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</b>												
2020 Q2	-11,7	0,0	-2,9	-0,7	-3,8	-0,2	-0,1	-0,3	-1,8	-1,2	-0,8	-
Q3	12,4	0,0	3,0	0,7	3,8	0,4	0,2	0,4	1,3	1,9	0,7	-
Q4	-0,5	0,0	0,6	0,1	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	-0,4	-
2021 Q1	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<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	-6,4	0,0	-1,5	-0,3	-2,4	0,0	-0,1	-0,1	-1,0	-0,4	-0,6	-
2020 Q2	-14,6	0,0	-3,7	-0,8	-4,9	-0,2	-0,2	-0,3	-2,1	-1,5	-1,0	-
Q3	-4,1	0,0	-1,1	-0,2	-1,7	0,1	0,0	0,0	-1,0	0,1	-0,4	-
Q4	-4,7	0,0	-0,4	-0,1	-2,3	0,0	0,0	-0,1	-0,8	-0,2	-0,8	-
2021 Q1	-1,2	0,0	0,6	0,0	-1,4	0,2	0,1	0,1	-0,4	0,2	-0,6	-

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	86,0	14,0	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	-1,5	-2,0	-3,1	-1,9	0,4	-3,6	1,4	-0,7	-0,2	-2,4	0,7	-3,4
2020 Q2	-2,9	-3,0	-2,6	-3,8	-2,2	-0,9	-5,7	0,7	-1,1	-1,5	-4,6	0,1	-5,9
Q3	-2,1	-2,0	-2,3	-2,9	-2,7	0,8	-4,2	1,0	-0,9	0,3	-3,5	0,6	-3,7
Q4	-1,8	-1,8	-1,8	-2,4	-2,3	0,7	-4,6	1,4	-0,7	0,9	-2,1	0,9	-3,8
2021 Q1	-1,9	-1,9	-1,6	-0,4	-2,2	1,3	-5,6	1,9	-0,5	0,2	-1,8	1,2	-5,0
<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	7,0	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	-7,6	-5,9	-13,5	-1,6	-3,2	-6,5	-7,7	-2,0	-13,4
2020 Q2	-17,0	-15,8	-22,2	-6,7	-16,4	-18,0	-27,3	-6,0	-6,8	-17,0	-17,1	-6,5	-28,0
Q3	-4,8	-4,6	-5,6	-1,9	-5,8	-0,9	-8,8	-1,9	-2,4	-3,2	-6,6	-0,2	-6,5
Q4	-6,2	-5,8	-8,3	-2,4	-5,5	-2,4	-13,2	-0,5	-2,1	-2,5	-5,3	-0,7	-12,5
2021 Q1	-3,2	-3,1	-3,5	1,3	-1,5	4,7	-11,5	1,7	0,6	1,9	-2,2	1,6	-9,8
<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	-5,6	-8,8	-0,4	-5,8	-6,3	-10,3	-3,0	-2,5	-6,3	-5,4	-2,7	-10,3
2020 Q2	-14,5	-13,2	-20,2	-3,0	-14,5	-17,2	-23,0	-6,7	-5,7	-15,7	-13,1	-6,7	-23,5
Q3	-2,8	-2,6	-3,5	1,1	-3,2	-1,7	-4,8	-2,9	-1,6	-3,5	-3,3	-0,8	-2,9
Q4	-4,5	-4,0	-6,6	0,0	-3,3	-3,0	-9,0	-1,8	-1,4	-3,4	-3,3	-1,6	-9,1
2021 Q1	-1,3	-1,2	-2,0	1,8	0,7	3,3	-6,2	-0,3	1,1	1,7	-0,4	0,4	-5,0

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVO 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- per- sonen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (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 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
2021 Q1	.	.	13,314	8,2	.	10,925	7,3	2,388	17,3	6,765	7,8	6,549	8,6	2,0
2020 Nov.	-	-	13,512	8,3	-	11,110	7,4	2,402	17,4	6,823	7,8	6,689	8,8	-
Dez.	-	-	13,413	8,2	-	11,008	7,4	2,405	17,5	6,789	7,8	6,624	8,7	-
2021 Jan.	-	-	13,406	8,2	-	11,003	7,4	2,403	17,4	6,810	7,8	6,596	8,7	-
Febr.	-	-	13,371	8,2	-	10,974	7,3	2,396	17,4	6,796	7,8	6,575	8,7	-
März	-	-	13,164	8,1	-	10,799	7,2	2,366	17,2	6,689	7,7	6,476	8,5	-
April	-	-	13,030	8,0	-	10,682	7,2	2,348	17,2	6,685	7,7	6,345	8,4	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Wurden noch keine Daten aus der jährlichen und vierteljährlichen Arbeitskräfteerhebung veröffentlicht, werden die Jahres- und Quartalswerte als einfacher Durchschnitt der Monatswerte ermittelt. 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	2,7	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	0,9	1,8
2020	-8,6	-9,1	-7,4	-13,2	-4,6	-5,3	-5,7	-10,7	-0,9	3,6	-2,5	-14,4	-25,0
2020 Q2	-20,1	-21,2	-19,4	-28,2	-13,2	-10,5	-15,3	-26,7	-6,5	2,9	-10,6	-29,1	-50,8
Q3	-6,8	-7,2	-5,7	-11,8	-2,0	-4,1	-2,2	-7,7	2,4	2,5	3,4	-4,9	-6,9
Q4	-1,6	-1,7	1,4	-3,3	-2,6	-1,8	-0,9	-1,7	1,4	4,5	1,2	-13,8	-9,2
2021 Q1	3,1	3,1	4,8	4,6	-0,8	0,8	3,1	6,7	2,1	2,5	2,8	-5,5	3,4
2020 Nov.	-0,6	-0,4	1,4	-0,1	-2,5	-4,4	-0,7	-1,6	-1,5	2,5	-2,0	-18,4	-14,9
Dez.	-0,1	-0,2	4,4	-1,3	-3,5	-0,9	-0,1	-0,8	1,3	5,6	0,1	-14,6	-8,0
2021 Jan.	0,3	0,0	1,6	1,5	-3,3	0,8	-2,4	-1,8	-4,8	6,1	-10,8	-17,0	-18,8
Febr.	-1,8	-2,2	-0,5	-2,9	-3,5	-1,6	-5,4	1,3	-1,4	2,6	-3,4	-12,0	-20,8
März	10,9	11,6	13,3	16,1	4,1	3,3	18,3	23,3	13,1	-0,6	26,9	17,7	88,2
April	.	.	.	.	.	.	.	69,2	23,9	3,3	42,6	65,5	262,5
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2020 Nov.	2,2	2,8	1,8	7,5	-1,2	-3,3	2,5	0,8	-5,2	-2,0	-6,9	-11,2	-7,2
Dez.	-0,1	-0,2	1,4	-1,2	-0,6	1,7	-1,1	0,2	1,9	2,0	1,4	4,4	10,4
2021 Jan.	0,9	0,8	0,2	1,1	0,2	0,5	0,7	2,0	-5,1	1,0	-9,7	-0,8	-22,5
Febr.	-1,2	-1,2	-0,9	-2,5	0,1	-1,6	-2,0	1,3	4,2	-0,4	8,6	4,6	-1,1
März	0,1	0,0	0,6	-1,0	1,6	1,2	2,7	3,6	3,3	1,4	5,5	-1,9	0,2
April	.	.	.	.	.	.	.	3,2	-3,1	-2,0	-5,1	0,4	-0,4

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	-15,4	85,7	54,6	56,7	45,0	48,1
2021 Q1	95,3	-2,4	80,0	-13,7	-5,9	-16,6	-14,8	85,8	58,4	58,5	46,9	49,9
2020 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	85,2	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	2,1	-	-10,8	-2,3	-12,2	-9,6	-	62,5	63,3	49,6	53,2
April	110,5	10,9	82,5	-8,1	3,0	-3,0	2,2	86,4	62,9	63,2	50,5	53,8
Mai	114,5	11,5	-	-5,1	4,9	0,4	11,3	-	63,1	62,2	55,2	57,1

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

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto)	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen <sup>2)</sup>	Immobilienvermögen	Gewinnquote <sup>3)</sup>	Sparquote (netto)	Schuldenquote <sup>4)</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	4,0	9,4	2,6
2018	12,5	93,3	1,8	2,0	6,0	2,7	4,7	35,4	5,8	77,0	2,1	7,1	1,6
2019	12,9	93,8	1,8	2,6	4,8	6,1	3,8	34,5	5,7	76,8	2,3	3,3	1,9
2020 Q1	13,9	93,6	0,6	2,5	-1,5	3,1	4,5	33,6	4,7	77,8	2,3	0,1	2,1
Q2	16,7	94,9	-3,3	3,2	-15,2	4,2	4,5	31,2	4,2	82,5	2,5	-27,5	1,8
Q3	17,9	95,6	1,2	3,6	-3,4	3,9	4,6	30,8	3,7	83,4	2,9	-13,9	1,9
Q4	19,7	96,3	0,6	4,1	0,2	5,3	5,1	30,4	3,4	84,0	3,1	-13,0	1,9

Quellen: EZB und Eurostat.

- 1) Auf Basis der über vier Quartale kumulierten Summen aus Ersparnis, Verschuldung und verfügbarem Bruttoeinkommen (bereinigt um die Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche).
- 2) Geldvermögen (nach Abzug der Verbindlichkeiten) und Sachvermögen. Letzteres besteht vor allem aus Immobilienvermögen (Wohnimmobilien sowie Grund und Boden). Ferner zählt hierzu auch das Sachvermögen von Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit, die dem Sektor der privaten Haushalte zugerechnet werden.
- 3) Die Gewinnquote 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 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
2021 Q1	1 035,3	955,7	79,7	596,1	502,1	235,0	201,5	173,3	178,6	30,8	73,5	14,4	11,0
2020 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.	346,4	310,4	36,0	196,7	158,9	79,3	65,6	60,6	61,4	9,8	24,5	3,4	3,4
Febr.	343,9	318,1	25,9	197,9	165,4	78,4	66,9	57,5	59,8	10,1	26,0	3,8	3,5
März	345,0	327,2	17,8	201,5	177,7	77,3	69,0	55,3	57,4	10,9	23,1	7,2	4,1
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2021 März	3 871,5	3 604,2	267,3	2 192,1	1 848,6	840,1	765,1	724,2	706,7	115,1	283,8	60,5	61,7
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2021 März	34,2	31,8	2,4	19,4	16,3	7,4	6,8	6,4	6,2	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: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2020 Q2	-23,6	-21,6	446,7	217,7	87,6	132,9	370,2	421,2	219,0	77,3	119,0	319,9	26,1
Q3	-8,8	-11,5	531,3	248,4	108,3	164,7	447,9	469,2	242,9	84,6	133,7	359,3	34,1
Q4	-2,8	-6,0	567,7	264,9	113,9	177,9	477,5	491,5	261,1	86,5	134,9	377,7	35,3
2021 Q1	-0,6	0,3	575,0	.	.	.	464,1	510,9	.	.	.	369,6	.
2020 Okt.	-9,0	-11,8	186,2	86,0	37,7	58,9	157,3	160,9	85,7	27,3	44,9	122,1	11,0
Nov.	-1,1	-4,1	189,6	89,1	37,2	59,8	160,1	165,5	87,5	29,6	45,5	127,8	11,2
Dez.	2,5	-1,2	191,9	89,8	39,0	59,2	160,2	165,1	87,8	29,6	44,5	127,9	13,0
2021 Jan.	-9,0	-14,1	191,2	92,0	37,4	57,7	155,1	163,3	89,2	29,2	41,8	118,7	13,9
Febr.	-2,3	-2,5	192,2	91,8	39,1	57,5	161,8	169,1	92,8	30,6	42,8	126,1	15,7
März	9,0	19,1	191,6	.	.	.	147,3	178,6	.	.	.	124,8	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2020 Q2	-23,6	-16,3	81,6	86,4	76,1	78,9	79,3	91,9	89,7	94,5	97,0	91,2	81,9
Q3	-7,2	-7,0	98,4	100,1	95,4	99,3	97,8	101,8	97,1	105,8	110,3	104,1	81,0
Q4	-1,5	-1,2	104,2	105,7	99,4	106,3	103,3	105,3	102,3	107,4	110,9	108,7	84,6
2021 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020 Sept.	-1,1	-1,0	102,0	104,6	98,8	101,2	101,9	104,5	100,2	107,7	113,1	107,0	81,8
Okt.	-7,6	-6,8	103,1	103,3	99,8	106,4	102,9	104,7	102,1	103,7	111,1	106,3	83,6
Nov.	0,2	0,8	104,6	107,3	97,2	107,1	104,0	106,5	103,6	109,6	112,2	110,3	83,8
Dez.	3,8	3,4	104,8	106,4	101,1	105,3	103,0	104,7	101,3	108,9	109,3	109,4	86,4
2021 Jan.	-8,0	-10,9	103,3	106,8	97,9	101,9	99,1	102,0	100,1	106,8	103,1	101,3	83,9
Febr.	-2,0	-3,1	103,9	107,1	103,3	100,7	103,9	103,7	100,9	112,7	104,2	106,7	85,7

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			Dienst- leistungen	Insgesamt	Ver- arbeitete Nahrungs- mittel	Unver- arbeitete Nahrungs- mittel	Industrie- erzeugnis- se ohne Energie	Energie (nicht saison- bereinigt)	Dienst- leistungen	HVPI insgesamt ohne ad- ministrierte Preise	Admini- strierte Preise	
		Insgesamt ohne Energie und Nahrungs- mittel	Waren											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
Gewichte in % (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	0,7	3,3	-0,2	-7,9	0,4	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	0,1	0,1	0,6	-0,6	0,5	0,3	-0,4	0,5	
2021 Q1	105,8	1,1	1,2	0,8	1,3	1,3	0,6	-0,3	1,3	6,5	0,6	1,0	1,4	
2020 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	0,3	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	0,2	-0,5	0,9	0,0	0,8	1,5	
März	106,5	1,3	0,9	1,3	1,3	0,2	0,0	0,2	-0,5	2,6	0,1	1,3	1,4	
April	107,1	1,6	0,7	2,1	0,9	0,1	0,1	1,2	-0,2	0,7	0,0	1,5	2,2	
Mai <sup>3)</sup>	107,4	2,0	0,9	.	1,1	0,2	0,2	0,0	0,3	0,7	0,1	.	.	

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungs- dienstleistungen	Verkehr	Nachrichten- übermittlung	Freizeitdienst- leistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige	
	Zusammen	Ver- arbeitete Nahrungs- mittel	Unver- arbeitete Nahrungs- mittel	Zusammen	Industrie- erzeugnisse ohne Energie	Energie						Wohnungs- mieten
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
Gewichte in % (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 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
April	0,6	0,9	-0,3	3,0	0,4	10,4	1,4	1,3	0,5	0,1	0,6	1,4
Mai <sup>3)</sup>	0,6	0,8	0,0	.	0,7	13,1	.	.	.	.	.	.

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Die Schätzung basiert auf vorläufigen nationalen Daten sowie auf Frühdaten zu den Energiepreisen.

## 4 Preise und Kosten

### 4.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe <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)	Insge- samt	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	5,3	2,5
2020 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	4,8
Q3	101,4	-2,7	-2,0	-0,3	-1,8	0,8	0,5	0,3	0,6	-9,3	0,9	5,2	1,5
Q4	102,6	-1,7	-1,7	0,0	-0,6	0,8	0,0	-0,5	0,7	-6,7	1,6	5,9	-0,1
2021 Q1	105,8	2,1	1,3	1,4	2,6	0,9	0,0	-0,7	0,7	3,8	.	.	.
2020 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	0,2	-0,1	0,8	-0,3	-1,0	0,6	-4,8	-	-	-
2021 Jan.	105,1	0,4	-0,6	0,7	1,1	0,8	-0,4	-1,0	0,7	-0,7	-	-	-
Febr.	105,6	1,5	1,0	1,2	2,5	0,9	-0,2	-0,9	0,6	2,3	-	-	-
März	106,8	4,3	3,5	2,3	4,4	1,1	0,5	-0,1	0,9	10,3	-	-	-
April	107,9	7,6	5,7	3,5	6,9	1,3	1,0	0,8	1,0	20,4	-	-	-

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- tigt; 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	2,9	1,2	-1,3	-2,6	37,0	1,5	3,4	-0,3	-0,9	-0,2	-1,8
2020 Q2	107,5	2,4	1,5	0,8	5,1	1,2	-2,0	-4,3	28,5	-2,4	3,9	-8,1	-4,4	0,0	-9,2
Q3	106,3	0,8	0,6	0,0	1,6	0,6	-2,0	-2,9	36,5	1,9	1,5	2,4	-0,7	-2,2	1,0
Q4	107,2	1,3	1,0	0,0	2,5	1,3	-1,3	-2,2	37,4	4,1	0,1	7,9	-0,5	-6,0	6,2
2021 Q1	108,0	1,5	1,6	1,0	2,3	0,8	0,9	0,9	50,4	18,3	9,1	27,3	14,0	5,2	24,6
2020 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	16,7	7,8	25,5	12,7	4,0	22,9
März	-	-	-	-	-	-	-	-	54,8	28,3	16,2	40,4	24,4	13,9	36,9
April	-	-	-	-	-	-	-	-	54,1	35,4	17,4	54,0	33,8	19,4	51,4
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	56,0	41,2	20,8	61,9	37,2	19,3	59,5

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 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	17,5	8,2	1,0	0,3	11,8	79,7	55,6	60,9	50,5	
April	24,2	14,1	5,2	8,4	17,2	82,2	57,6	64,3	50,9	
Mai	29,9	17,6	9,4	16,7	19,2	87,1	59,6	69,1	52,6	

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

### 4.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2016 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste <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 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
2021 Q1	.	.	.	.	.	.	1,4

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 Versorgungswirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaftliche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, 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	1,9	-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	2,4	1,1	2,6	1,9
2020	110,2	4,6	-2,3	3,5	4,1	5,9	1,4	0,4	0,5	6,4	5,8	15,6
2020 Q2	113,8	8,4	-3,9	11,4	7,1	11,3	3,6	2,0	-4,5	9,4	10,4	21,4
Q3	108,6	2,9	-2,0	1,4	5,5	3,8	-1,0	-0,8	2,5	6,2	2,7	12,3
Q4	110,1	4,0	-1,0	-0,3	3,4	4,7	1,8	0,9	2,8	6,4	5,8	25,4
2021 Q1	110,4	1,3	1,5	-3,3	4,0	1,2	-1,1	0,6	3,0	3,7	2,3	18,1
<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	2,4	1,4	2,1	2,6
2020	106,7	-0,6	0,5	-2,5	-1,8	-4,4	0,3	0,0	-0,1	-0,6	2,6	-1,7
2020 Q2	102,0	-4,7	-0,4	-7,8	-8,0	-12,2	-1,9	-0,6	-5,6	-5,6	1,7	-8,9
Q3	108,6	0,7	0,9	-1,7	1,0	-1,1	0,2	-0,2	2,1	1,0	2,7	1,6
Q4	109,0	1,0	0,5	-0,2	1,4	-3,6	1,3	1,0	1,0	1,2	3,7	0,2
2021 Q1	109,2	1,9	1,9	2,0	3,4	-1,3	1,6	2,5	3,3	2,1	2,2	1,7
<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	0,9	0,7	1,0	1,7	0,0	0,3	-0,5	0,7
2020	96,8	-5,0	2,8	-5,8	-5,6	-9,7	-1,1	-0,5	-0,6	-6,5	-3,1	-15,0
2020 Q2	89,7	-12,0	3,6	-17,2	-14,1	-21,1	-5,4	-2,6	-1,1	-13,7	-7,9	-24,9
Q3	100,0	-2,1	3,0	-3,0	-4,3	-4,7	1,3	0,5	-0,4	-4,9	-0,1	-9,5
Q4	99,0	-3,0	1,6	0,1	-1,9	-7,9	-0,5	0,0	-1,7	-4,9	-2,0	-20,1
2021 Q1	98,9	0,6	0,4	5,5	-0,5	-2,4	2,7	1,9	0,3	-1,6	-0,1	-13,9
<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	2,8
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	112,9	5,3	2,6	3,0	3,8	6,1	3,0	2,1	5,1	4,6	5,0	7,4
2020 Q2	117,3	9,9	4,1	6,9	8,9	12,8	4,4	4,7	6,5	7,3	7,8	13,7
Q3	111,4	3,5	0,9	1,4	2,2	4,2	3,3	1,0	5,0	4,4	3,1	4,0
Q4	113,5	5,2	2,2	2,9	3,5	5,6	2,6	2,2	5,2	4,2	5,2	7,7
2021 Q1	114,4	3,2	0,2	1,0	-0,4	5,7	2,0	1,4	3,8	2,9	1,7	4,3
<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	1,1	1,1	0,9	1,5	0,1	0,5	-0,3	0,9
2020	103,7	1,3	3,1	0,0	0,7	0,7	2,0	2,1	6,1	-1,2	-0,3	-5,2
2020 Q2	105,3	2,9	6,7	-3,2	3,8	2,4	1,4	3,3	17,3	-0,6	-1,4	-1,9
Q3	103,3	0,7	1,9	0,2	-2,6	0,1	4,4	2,1	3,1	-1,7	0,8	-6,8
Q4	104,3	1,6	1,5	3,4	1,1	1,2	1,4	1,5	1,8	-1,6	-0,4	-12,1
2021 Q1	104,8	2,0	-1,4	4,7	-3,7	4,1	3,0	0,7	-1,4	-1,2	-0,5	-9,3

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												
	M1			M2		M3-M2							
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen		M2-M1					Repoge- schäfte	Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren		
				Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
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	8 898,3	10 257,4	1 039,9	2 447,2	3 487,2	13 744,6	100,6	647,0	32,5	780,2	14 524,7	
2020 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	1 330,6	8 617,0	9 947,6	1 076,9	2 423,3	3 500,3	13 447,9	100,3	610,3	7,1	717,7	14 165,5	
Q4	1 359,2	8 898,3	10 257,4	1 039,9	2 447,2	3 487,2	13 744,6	100,6	647,0	32,5	780,2	14 524,7	
2021 Q1	1 391,8	9 144,6	10 536,4	985,1	2 483,7	3 468,8	14 005,2	109,8	612,4	16,8	738,9	14 744,1	
2020 Nov.	1 351,2	8 781,6	10 132,7	1 029,5	2 446,3	3 475,8	13 608,5	101,2	611,9	19,7	732,8	14 341,4	
Dez.	1 359,2	8 898,3	10 257,4	1 039,9	2 447,2	3 487,2	13 744,6	100,6	647,0	32,5	780,2	14 524,7	
2021 Jan.	1 380,4	8 995,2	10 375,6	1 004,0	2 456,8	3 460,7	13 836,3	111,3	630,0	29,1	770,5	14 606,8	
Febr.	1 390,5	9 068,2	10 458,7	984,3	2 472,3	3 456,6	13 915,3	108,8	608,8	34,2	751,8	14 667,1	
März	1 391,8	9 144,6	10 536,4	985,1	2 483,7	3 468,8	14 005,2	109,8	612,4	16,8	738,9	14 744,1	
April <sup>(p)</sup>	1 402,4	9 180,0	10 582,4	965,5	2 485,8	3 451,3	14 033,7	109,3	605,0	26,8	741,1	14 774,8	
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	1,8	664,9	4,1	-2,1	-56,6	-54,6	610,3	
2020	137,6	1 255,7	1 393,3	-27,2	85,7	58,5	1 451,8	19,2	124,0	13,0	156,3	1 608,1	
2020 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	349,5	
Q4	28,6	295,9	324,5	-34,9	24,0	-10,9	313,6	-3,5	41,3	26,7	64,6	378,2	
2021 Q1	32,6	233,9	266,5	-58,4	38,0	-20,4	246,1	8,0	-34,6	-14,2	-40,8	205,3	
2020 Nov.	13,0	108,1	121,1	-29,3	14,5	-14,7	106,4	0,8	0,6	1,5	2,9	109,4	
Dez.	8,0	122,4	130,4	12,1	1,0	13,1	143,5	-0,3	39,6	13,3	52,6	196,1	
2021 Jan.	21,2	94,0	115,2	-36,8	11,2	-25,6	89,5	10,4	-17,0	-3,0	-9,6	80,0	
Febr.	10,2	72,3	82,4	-19,8	15,5	-4,3	78,1	-2,7	-21,2	5,6	-18,3	59,8	
März	1,2	67,7	68,9	-1,7	11,2	9,5	78,5	0,3	3,6	-16,8	-12,9	65,6	
April <sup>(p)</sup>	10,6	44,6	55,2	-17,2	2,2	-15,0	40,2	0,3	-7,4	10,0	2,9	43,1	
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	70,9	24,9	12,4	
2020 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	70,9	24,9	12,4	
2021 Q1	10,0	14,2	13,6	-8,0	5,0	0,9	10,2	-3,6	14,9	-60,7	7,0	10,0	
2020 Nov.	11,1	15,1	14,5	-4,4	3,8	1,2	10,8	31,9	14,7	-15,9	15,5	11,0	
Dez.	11,3	16,3	15,6	-2,5	3,6	1,7	11,7	24,2	23,5	70,9	24,9	12,4	
2021 Jan.	12,2	17,1	16,5	-5,4	4,0	1,1	12,2	40,1	16,3	3,4	18,4	12,5	
Febr.	12,4	17,1	16,4	-7,2	4,6	1,0	12,2	24,6	11,7	30,3	14,0	12,3	
März	10,0	14,2	13,6	-8,0	5,0	0,9	10,2	-3,6	14,9	-60,7	7,0	10,0	
April <sup>(p)</sup>	9,8	12,7	12,3	-9,2	4,6	0,3	9,1	13,5	11,0	-6,9	10,6	9,2	

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	11	12	13
<b>Bestände</b>													
2018	2 334,0	1 901,2	277,3	147,9	7,6	6 645,3	4 035,6	517,8	2 090,6	1,3	996,1	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	2 985,2	2 528,6	310,3	143,1	3,3	7 647,6	4 954,6	437,5	2 254,7	0,8	1 106,8	237,8	508,7
2020 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	2 985,2	2 528,6	310,3	143,1	3,3	7 647,6	4 954,6	437,5	2 254,7	0,8	1 106,8	237,8	508,7
2021 Q1	3 070,8	2 618,1	301,0	143,8	7,8	7 825,2	5 109,3	422,2	2 292,9	0,8	1 126,2	209,1	491,9
2020 Nov.	2 966,7	2 502,1	312,7	146,4	5,5	7 595,0	4 903,6	441,0	2 249,2	1,1	1 074,5	238,9	483,5
Dez.	2 985,2	2 528,6	310,3	143,1	3,3	7 647,6	4 954,6	437,5	2 254,7	0,8	1 106,8	237,8	508,7
2021 Jan.	3 007,8	2 557,2	301,8	142,2	6,6	7 707,2	5 009,0	431,1	2 266,2	0,8	1 114,8	229,5	508,0
Febr.	3 028,1	2 587,0	292,3	143,2	5,7	7 761,3	5 052,0	426,5	2 281,8	1,0	1 120,0	226,9	497,2
März	3 070,8	2 618,1	301,0	143,8	7,8	7 825,2	5 109,3	422,2	2 292,9	0,8	1 126,2	209,1	491,9
April <sup>(p)</sup>	3 050,6	2 605,3	294,9	142,9	7,4	7 843,0	5 128,8	417,6	2 295,6	0,9	1 127,2	225,1	494,7
<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	394,5	360,2	-26,2	61,0	-0,5	26,9	11,0	29,7
2020	513,9	468,0	55,8	-6,9	-3,0	611,6	561,1	-53,8	104,4	-0,1	144,6	22,1	41,0
2020 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	32,1	51,8	-12,5	-3,7	-3,5	158,4	139,2	-8,5	27,9	-0,2	53,9	-2,0	39,2
2021 Q1	80,7	84,8	-9,2	0,7	4,4	176,2	152,4	-16,0	39,7	0,0	10,8	-29,3	-16,7
2020 Nov.	1,1	16,3	-15,1	-0,5	0,5	61,2	47,4	-2,1	15,8	0,1	25,5	2,2	4,2
Dez.	21,8	28,8	-1,5	-3,3	-2,2	53,6	51,7	-3,2	5,5	-0,3	35,4	-0,8	25,2
2021 Jan.	22,0	27,3	-7,6	-1,0	3,3	60,3	53,5	-6,5	13,3	0,1	5,7	-8,6	-0,7
Febr.	20,1	29,6	-9,5	1,0	-1,0	53,5	42,7	-4,7	15,4	0,2	4,8	-2,6	-10,6
März	38,5	27,9	8,0	0,6	2,1	62,3	56,2	-4,7	11,0	-0,2	0,3	-18,1	-5,4
April <sup>(p)</sup>	-15,7	-9,2	-5,3	-0,8	-0,3	19,3	20,5	-4,2	2,8	0,1	6,9	16,5	3,0
<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 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
2021 Q1	18,0	19,7	15,1	-2,7	9,4	9,2	12,7	-10,4	6,0	39,5	4,0	-6,4	4,2
2020 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	24,1	18,8	-5,3	65,1	9,2	13,3	-11,3	5,3	-6,3	15,6	5,3	8,4
Febr.	21,2	23,8	15,7	-4,4	9,1	9,5	13,4	-11,4	5,9	15,4	14,6	4,9	4,6
März	18,0	19,7	15,1	-2,7	9,4	9,2	12,7	-10,4	6,0	39,5	4,0	-6,4	4,2
April <sup>(p)</sup>	12,8	14,8	4,8	-2,8	26,2	8,3	11,5	-10,4	5,4	5,5	8,7	-0,8	6,2

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 Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt	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 Pensions-einrichtungen <sup>3)</sup>			An Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen
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	4 404,9	5 741,9	849,8	126,4	1 519,9	773,6
2019	4 660,7	986,8	3 662,2	13 865,5	11 452,4	11 839,6	4 475,8	5 931,1	893,5	152,0	1 562,5	850,6
2020	5 925,4	996,1	4 917,3	14 343,4	11 927,3	12 301,1	4 723,6	6 119,9	916,1	167,7	1 549,9	866,2
2020 Q2	5 279,2	1 005,9	4 261,6	14 245,0	11 781,8	12 163,6	4 718,5	5 995,4	912,6	155,2	1 646,7	816,6
Q3	5 737,2	1 003,1	4 722,3	14 200,5	11 868,4	12 226,5	4 731,8	6 066,0	912,6	157,9	1 517,9	814,2
Q4	5 925,4	996,1	4 917,3	14 343,4	11 927,3	12 301,1	4 723,6	6 119,9	916,1	167,7	1 549,9	866,2
2021 Q1	6 092,3	993,8	5 096,8	14 463,8	12 061,8	12 421,9	4 784,0	6 173,5	949,1	155,2	1 521,2	880,8
2020 Nov.	5 850,2	1 006,4	4 831,6	14 288,6	11 926,9	12 285,8	4 736,0	6 106,6	927,5	156,7	1 541,0	820,7
Dez.	5 925,4	996,1	4 917,3	14 343,4	11 927,3	12 301,1	4 723,6	6 119,9	916,1	167,7	1 549,9	866,2
2021 Jan.	5 950,3	989,0	4 959,7	14 358,4	11 945,9	12 311,0	4 721,2	6 136,3	939,9	148,6	1 548,4	864,1
Febr.	5 986,6	993,7	4 991,3	14 392,1	11 971,2	12 334,9	4 729,5	6 153,5	941,6	146,5	1 549,4	871,5
März	6 092,3	993,8	5 096,8	14 463,8	12 061,8	12 421,9	4 784,0	6 173,5	949,1	155,2	1 521,2	880,8
April <sup>(p)</sup>	6 099,8	1 002,2	5 095,4	14 418,4	12 039,6	12 395,5	4 751,8	6 191,2	942,7	153,9	1 505,0	873,8
<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	1 050,4	13,3	1 037,0	735,7	540,2	561,2	288,9	209,2	26,3	15,8	167,1	28,4
2020 Q2	465,6	-1,9	467,4	185,0	97,6	104,8	120,7	35,8	-53,3	-5,6	76,3	11,2
Q3	262,5	-2,8	265,2	150,8	105,1	86,8	29,0	72,1	1,1	2,9	40,7	5,0
Q4	177,0	-1,9	178,7	157,3	84,1	120,4	3,5	60,8	10,1	9,7	29,9	43,3
2021 Q1	162,2	-1,7	174,4	153,2	134,2	116,1	60,7	56,6	29,5	-12,6	10,9	8,1
2020 Nov.	42,8	2,9	39,6	47,5	34,8	40,3	2,1	15,2	19,6	-2,1	6,7	6,1
Dez.	79,3	-5,8	85,3	73,1	16,9	43,1	-6,2	19,0	-6,9	11,0	11,4	44,7
2021 Jan.	34,3	-7,4	52,1	17,3	19,5	11,7	-1,8	17,2	23,3	-19,2	-0,9	-1,3
Febr.	60,9	5,1	55,8	33,1	27,8	27,8	9,8	18,9	1,1	-2,0	0,2	5,2
März	67,1	0,6	66,5	102,7	86,9	76,6	52,6	20,6	5,2	8,6	11,6	4,2
April <sup>(p)</sup>	26,7	8,1	17,9	-22,0	-1,5	-9,5	-23,8	27,3	-3,9	-1,2	-13,2	-7,3
<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	22,3	1,3	27,9	5,4	4,7	4,7	6,5	3,5	2,9	10,4	11,2	3,4
2020 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	19,0	0,1	24,2	4,9	4,7	4,7	6,5	3,5	2,7	8,2	9,0	0,1
Q4	22,3	1,3	27,9	5,4	4,7	4,7	6,5	3,5	2,9	10,4	11,2	3,4
2021 Q1	21,9	-0,8	28,1	4,6	3,6	3,6	4,7	3,8	-1,3	-3,5	10,5	8,4
2020 Nov.	21,3	0,4	27,1	5,0	4,8	4,8	6,3	3,6	4,3	7,3	10,1	-1,4
Dez.	22,3	1,3	27,9	5,4	4,7	4,7	6,5	3,5	2,9	10,4	11,2	3,4
2021 Jan.	23,0	0,0	29,5	5,1	4,4	4,5	6,2	3,3	3,7	-2,6	11,7	3,1
Febr.	24,0	0,5	30,6	5,0	4,4	4,5	6,3	3,3	3,6	-2,5	10,4	3,8
März	21,9	-0,8	28,1	4,6	3,6	3,6	4,7	3,8	-1,3	-3,5	10,5	8,4
April <sup>(p)</sup>	18,0	-0,6	23,0	4,0	3,3	3,2	2,6	4,3	0,6	-1,2	6,9	9,0

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	4 404,9	4 489,0	991,4	844,2	2 569,4	5 741,9	6 024,9	682,6	4 356,4	702,9
2019	4 475,8	4 577,9	967,4	878,0	2 630,4	5 931,1	6 224,0	720,1	4 524,6	686,4
2020	4 723,6	4 841,3	898,9	1 012,0	2 812,7	6 119,9	6 390,1	700,2	4 725,1	694,6
2020 Q2	4 718,5	4 829,9	957,8	993,4	2 767,3	5 995,4	6 276,5	701,0	4 603,9	690,6
Q3	4 731,8	4 845,5	930,0	1 014,7	2 787,2	6 066,0	6 334,0	702,4	4 667,6	696,0
Q4	4 723,6	4 841,3	898,9	1 012,0	2 812,7	6 119,9	6 390,1	700,2	4 725,1	694,6
2021 Q1	4 784,0	4 902,0	895,8	1 017,7	2 870,5	6 173,5	6 435,8	694,8	4 785,0	693,7
2020 Nov.	4 736,0	4 842,4	911,8	1 004,9	2 819,4	6 106,6	6 376,2	701,7	4 708,6	696,3
Dez.	4 723,6	4 841,3	898,9	1 012,0	2 812,7	6 119,9	6 390,1	700,2	4 725,1	694,6
2021 Jan.	4 721,2	4 837,0	888,9	1 006,0	2 826,3	6 136,3	6 403,5	697,2	4 745,6	693,6
Febr.	4 729,5	4 846,3	890,4	1 005,0	2 834,1	6 153,5	6 421,5	698,2	4 761,7	693,7
März	4 784,0	4 902,0	895,8	1 017,7	2 870,5	6 173,5	6 435,8	694,8	4 785,0	693,7
April <sup>(p)</sup>	4 751,8	4 870,8	869,1	996,4	2 886,3	6 191,2	6 451,4	689,9	4 808,6	692,7
<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	41,0	168,6	-9,2
2020	288,9	325,3	-53,9	138,9	203,9	209,2	195,0	-11,8	210,9	10,2
2020 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	65,0	1,3
Q4	3,5	22,5	-25,4	-1,4	30,4	60,8	68,0	-1,7	61,6	0,9
2021 Q1	60,7	60,1	-3,3	6,0	58,0	56,6	51,0	-3,7	60,5	-0,1
2020 Nov.	2,1	7,4	-2,7	-5,2	10,0	15,2	17,8	-3,6	19,3	-0,5
Dez.	-6,2	12,9	-9,5	6,7	-3,4	19,0	23,9	-0,4	19,6	-0,2
2021 Jan.	-1,8	-3,0	-10,1	-5,8	14,1	17,2	14,4	-2,3	20,5	-1,0
Febr.	9,8	12,0	2,1	-0,6	8,3	18,9	19,9	1,6	16,7	0,6
März	52,6	51,1	4,7	12,4	35,5	20,6	16,7	-2,9	23,2	0,3
April <sup>(p)</sup>	-23,8	-26,8	-23,2	-19,3	18,8	27,3	25,4	-0,8	27,8	0,3
<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	-1,6	4,7	1,5
2020 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	-1,6	4,7	1,5
2021 Q1	4,7	5,3	-9,1	11,0	7,6	3,8	3,3	-1,7	5,0	1,6
2020 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	-1,6	4,7	1,5
2021 Jan.	6,2	6,9	-6,0	14,9	7,7	3,3	3,0	-2,5	4,5	1,3
Febr.	6,3	7,0	-5,0	14,2	7,8	3,3	3,0	-2,8	4,5	1,3
März	4,7	5,3	-9,1	11,0	7,6	3,8	3,3	-1,7	5,0	1,6
April <sup>(p)</sup>	2,6	3,2	-10,0	3,6	6,9	4,3	3,8	0,3	5,4	1,5

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	2 906,1	1 455,5	452,3	178,9	187,2
2020	749,0	6 967,4	1 916,7	42,1	1 994,9	3 013,7	1 432,7	539,6	130,1	139,2
2020 Q2	673,3	7 042,9	1 934,5	44,1	2 080,4	2 983,8	1 562,4	528,7	159,2	174,3
Q3	806,2	7 039,6	1 934,3	43,0	2 059,7	3 002,6	1 574,1	499,6	139,9	147,3
Q4	749,0	6 967,4	1 916,7	42,1	1 994,9	3 013,7	1 432,7	539,6	130,1	139,2
2021 Q1	699,6	6 894,3	1 898,3	41,2	1 984,7	2 970,1	1 398,2	383,7	127,3	130,3
2020 Nov.	753,6	6 973,2	1 938,1	42,4	2 012,4	2 980,2	1 469,3	460,2	148,2	147,1
Dez.	749,0	6 967,4	1 916,7	42,1	1 994,9	3 013,7	1 432,7	539,6	130,1	139,2
2021 Jan.	678,9	6 925,5	1 912,4	42,0	1 970,4	3 000,8	1 472,5	430,0	147,4	146,7
Febr.	684,8	6 880,4	1 905,2	41,4	1 971,9	2 961,9	1 433,5	420,1	145,4	145,7
März	699,6	6 894,3	1 898,3	41,2	1 984,7	2 970,1	1 398,2	383,7	127,3	130,3
April <sup>(p)</sup>	727,1	6 840,4	1 869,2	41,2	1 968,7	2 961,4	1 445,8	378,2	134,2	131,3
<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	107,7	-5,3	-3,3	27,3	89,0	309,4	19,4	-2,7	-2,5
2020	321,6	-32,7	-14,6	-8,0	-99,3	89,2	-45,1	155,9	-48,8	-48,0
2020 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	6,0	9,0	27,4	-11,2	-19,3	-27,1
Q4	-57,1	2,2	-4,0	-0,9	-43,9	51,0	-111,1	100,1	-9,8	-8,1
2021 Q1	-49,6	-30,4	-21,9	-0,9	-33,5	25,9	4,3	-194,3	-2,8	-8,8
2020 Nov.	-110,7	-0,8	13,4	-0,2	-13,8	-0,2	-54,9	-37,5	-0,5	-7,3
Dez.	-4,7	14,7	-17,4	-0,4	-5,8	38,4	-57,7	111,5	-18,1	-7,9
2021 Jan.	-70,2	-38,4	-5,8	-0,1	-30,6	-1,8	37,5	-117,6	17,3	7,5
Febr.	5,9	4,4	-7,3	-0,5	-1,8	13,9	-3,2	-20,9	-2,0	-1,0
März	14,7	3,6	-8,8	-0,3	-1,1	13,8	-30,0	-55,8	-18,1	-15,4
April <sup>(p)</sup>	27,4	-18,3	-21,4	0,0	-2,5	5,6	47,0	0,6	6,9	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 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
2021 Q1	56,5	-0,3	-1,5	-12,7	-4,1	3,5	-	-	-30,7	-33,7
2020 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.	65,1	-0,9	-0,9	-14,0	-6,1	3,0	-	-	-13,9	-19,5
Febr.	52,7	-0,9	-1,1	-13,9	-6,0	3,2	-	-	-18,3	-23,8
März	56,5	-0,3	-1,5	-12,7	-4,1	3,5	-	-	-30,7	-33,7
April <sup>(p)</sup>	27,8	-0,3	-2,4	-10,9	-4,2	4,0	-	-	-28,5	-35,4

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
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
2020	-7,2	-6,0	-0,3	-0,1	-0,9	-5,7
2020 Q1	-1,2	.	.	.	.	0,4
Q2	-3,9	.	.	.	.	-2,3
Q3	-5,3	.	.	.	.	-3,7
Q4	-7,2	.	.	.	.	-5,7

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

### 6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Einnahmen						Ausgaben						Vermögens- wirksame Ausgaben
	Insgesamt	Laufende Einnahmen				Ver- mögens- wirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende Ausgaben				Vermögens- wirksame Ausgaben	
		Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial- beiträge				Arbeitnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Sozial- ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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	45,9	12,9	13,1	15,0	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,6	22,5	3,8
2020	46,8	46,4	13,0	12,8	15,7	0,5	54,1	49,5	10,7	5,9	1,5	25,7	4,6
2020 Q1	46,6	46,1	13,1	13,0	15,1	0,5	47,7	44,0	10,0	5,4	1,6	22,9	3,8
Q2	46,8	46,4	13,1	13,0	15,4	0,4	50,7	46,8	10,4	5,7	1,6	24,3	3,9
Q3	46,8	46,4	13,1	12,9	15,6	0,4	52,1	48,0	10,6	5,8	1,6	25,0	4,2
Q4	46,9	46,4	13,0	12,9	15,7	0,5	54,1	49,5	10,7	5,9	1,5	25,7	4,6

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

### 6.3 Verschuldung

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

	Insgesamt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld- verschrei- bungen	Gebietsansässige MFIs	Gebiets- fremde	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder Euro- Vorgänger- währungen	Andere Währungen	
														1
2017	87,7	3,2	14,6	70,0	48,2	32,1	39,5	8,6	79,1	16,5	29,0	42,3	85,8	1,9
2018	85,7	3,1	13,8	68,8	48,0	32,4	37,8	8,1	77,7	16,0	28,4	41,3	84,2	1,5
2019	83,9	3,0	13,1	67,8	45,4	30,6	38,5	7,7	76,3	15,7	27,8	40,4	82,5	1,4
2020	98,0	3,2	14,3	80,5	54,9	39,4	43,1	11,6	86,4	19,7	31,7	46,6	95,9	2,1
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	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	98,1	3,2	14,3	80,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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								Zins-Wachstums-Differenzial	Nachrichtlich: Nettoneuverschuldung
			Insgesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva					Neubewertungseffekte und sonstige Volumensänderungen	Sonstige		
				Zusammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Anteile an Investmentfonds				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	-2,4	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,3	1,0
2018	-2,0	-1,4	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	-1,0	0,8
2019	-1,8	-1,0	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0	-0,9	0,9
2020	14,1	5,7	2,3	2,4	2,0	0,4	-0,1	0,1	0,0	-0,1	6,1	9,5
2020 Q1	-0,1	-0,4	0,4	0,6	0,5	0,0	0,0	0,1	-0,2	-0,1	0,0	1,7
Q2	8,9	2,3	3,2	3,0	2,8	0,2	-0,1	0,2	-0,2	0,4	3,3	7,3
Q3	11,5	3,7	3,0	3,2	2,9	0,3	-0,1	0,1	-0,3	0,1	4,8	8,5
Q4	14,1	5,7	2,3	2,4	2,0	0,4	-0,1	0,1	0,0	-0,1	6,1	9,6

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	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
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
Q4	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
2020 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	15,8	14,3	5,5	1,4	0,4	7,8	1,8	1,1	-0,2	2,1	2,1	0,0	0,5
April	15,8	14,3	5,1	1,4	0,4	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,1	2,1	0,0	0,6

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									
2017	-0,7	1,4	-0,7	-0,3	0,6	-3,0	-3,0	-2,4	1,9
2018	-0,8	1,8	-0,6	0,1	0,9	-2,5	-2,3	-2,2	-3,5
2019	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,1	-2,9	-3,1	-1,6	1,5
2020	-9,4	-4,2	-4,9	-5,0	-9,7	-11,0	-9,2	-9,5	-5,7
2020 Q1	-2,9	1,1	-0,9	0,0	0,6	-3,4	-3,8	-2,4	2,1
Q2	-6,1	-1,4	-3,1	-1,9	-2,7	-6,9	-6,3	-5,4	-2,4
Q3	-7,3	-3,0	-3,6	-3,5	-5,7	-8,2	-7,1	-7,4	-4,3
Q4	-9,4	-4,2	-4,9	-5,0	-9,7	-11,0	-9,3	-9,5	-5,7
Verschuldung									
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	98,0	134,4	99,2
2019	98,1	59,7	8,4	57,4	180,5	95,5	97,6	134,6	94,0
2020	114,1	69,8	18,2	59,5	205,6	120,0	115,7	155,8	118,2
2020 Q1	103,4	60,9	8,9	59,0	180,7	99,1	101,3	137,8	96,2
Q2	114,0	67,3	18,5	62,8	191,3	110,2	113,9	149,5	113,0
Q3	113,1	70,0	18,5	62,3	199,8	114,0	116,4	154,5	119,2
Q4	114,1	69,8	18,2	59,5	205,6	120,0	116,3	155,8	118,2

	Lettland 10	Litauen 11	Luxemburg 12	Malta 13	Niederlande 14	Österreich 15	Portugal 16	Slowenien 17	Slowakei 18	Finnland 19
Finanzierungssaldo										
2017	-0,8	0,5	1,3	3,2	1,3	-0,8	-3,0	-0,1	-1,0	-0,7
2018	-0,8	0,6	3,0	1,9	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,5	2,4	0,4	1,8	0,6	0,1	0,4	-1,3	-0,9
2020	-4,5	-7,4	-4,1	-10,1	-4,3	-8,9	-5,7	-8,4	-6,2	-5,4
2020 Q1	-0,7	-0,4	1,1	-2,0	1,5	0,5	-0,2	-1,0	-1,9	-1,1
Q2	-1,6	-2,4	-2,1	-5,1	-1,2	-2,8	-1,9	-4,7	-3,4	-3,2
Q3	-3,4	-4,1	-2,7	-7,0	-2,5	-4,7	-4,2	-5,8	-4,5	-4,2
Q4	-4,5	-7,4	-4,1	-10,1	-4,3	-8,9	-5,7	-8,4	-6,2	-5,4
Verschuldung										
2017	39,0	39,1	22,3	48,5	56,9	78,5	126,1	74,1	51,5	61,2
2018	37,1	33,7	21,0	44,8	52,4	74,0	121,5	70,3	49,6	59,7
2019	37,0	35,9	22,0	42,0	48,7	70,5	116,8	65,6	48,2	59,5
2020	43,5	47,3	24,9	54,3	54,5	83,9	133,6	80,8	60,6	69,2
2020 Q1	37,1	33,0	22,2	43,3	49,5	73,2	119,2	68,9	49,5	64,4
Q2	43,0	41,4	23,9	50,1	55,2	82,4	125,7	78,2	60,1	68,7
Q3	44,7	45,9	26,0	52,6	55,2	78,9	130,5	78,4	60,5	67,0
Q4	43,5	47,3	24,9	54,3	54,5	83,9	133,6	80,8	60,6	69,2

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 9. Juni 2021.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)  
EU-Katalognummer QB-BP-21-004-DE-N (Online-Version)