



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 5 / 2021



Inhalt

Aktuelle wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen	3
Zusammenfassung	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	7
2 Finanzielle Entwicklungen	12
3 Konjunkturentwicklung	16
4 Preise und Kosten	23
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	29
Kästen	34
1 Während der Corona-Pandemie angesammelte Ersparnisse und ihre Auswirkungen auf die globalen Konjunkturaussichten	34
2 Sektorale Dispersion der Gewinnerwartungen der Unternehmen während der Covid-19-Krise	44
3 Die unterschiedlichen wirtschaftlichen Auswirkungen der Pandemie in den Ländern des Euro-Währungsgebiets	49
4 Höhere Ersparnisbildung der privaten Haushalte infolge von Covid-19: eine aktualisierte Analyse	57
5 Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen	64
6 Sektorale Entwicklungen und ihre Bedeutung für das Lohnwachstum im Euro-Währungsgebiet seit Ausbruch der Pandemie	67
7 Jüngste Entwicklung des Preisdrucks bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie im Euro-Währungsgebiet	73
8 Strukturelle Folgen eines Übergangs von leistungs- zu beitragsorientierten Alterssicherungssystemen	79
Aufsätze	89
1 Überblick über die geldpolitische Strategie der EZB	89
2 Konjunkturanalyse mithilfe von Machine-Learning- und Big-Data-Verfahren	107
3 Die Bedeutung des Staates für den Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften während der Covid-19-Krise	130
Statistik	147

Abkürzungen

Länder

BE	Belgien	LU	Luxemburg
BG	Bulgarien	HU	Ungarn
CZ	Tschechische Republik	MT	Malta
DK	Dänemark	NL	Niederlande
DE	Deutschland	AT	Österreich
EE	Estland	PL	Polen
IE	Irland	PT	Portugal
EL	Griechenland	RO	Rumänien
ES	Spanien	SI	Slowenien
FR	Frankreich	SK	Slowakei
HR	Kroatien	FI	Finnland
IT	Italien	SE	Schweden
CY	Zypern	UK	Vereinigtes Königreich
LV	Lettland	JP	Japan
LT	Litauen	US	Vereinigte Staaten
		EA	Euro-Währungsgebiet

Sonstige

AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BPM6	Balance of Payments Manual des IWF (6. Auflage)
cif	Einschließlich Kosten für Fracht und Versicherung bis zur Grenze des importierenden Landes
EPI	Erzeugerpreisindex
ESVG 2010	Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 2010
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EWI	Europäisches Währungsinstitut
EWK	Effektiver Wechselkurs
EZB	Europäische Zentralbank
fob	Frei an Bord an der Grenze des exportierenden Landes
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
IAO	Internationale Arbeitsorganisation
IWF	Internationaler Währungsfonds
LSK/VG	Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe
LSK/GW	Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft
MFI	Monetäres Finanzinstitut
NACE	Statistische Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Union
NZB	Nationale Zentralbank
OECD	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
VPI	Verbraucherpreisindex
WWU	Wirtschafts- und Währungsunion

Entsprechend der in der EU angewendeten Praxis werden die EU-Länder im Bericht in der alphabetischen Reihenfolge der Bezeichnung der Länder in den jeweiligen Landessprachen aufgeführt.

Aktuelle wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen

Zusammenfassung

Wirtschaftstätigkeit

Trotz anhaltender Angebotsengpässe setzt sich die Belebung der Weltwirtschaft in solidem Tempo fort. Der Einkaufsmanagerindex für Juni zeigt für das zweite Quartal 2021 insgesamt historisch hohe Werte an. Zugleich schwächte sich das Wachstum im Juni etwas ab. Grund hierfür war eine gewisse Normalisierung der Aktivität in mehreren wichtigen Volkswirtschaften. Ungeachtet der aufgrund von Lieferengpässen zunehmenden Schwierigkeiten entwickelt sich der Warenhandel nach wie vor robust. Was die weltweite Inflationsentwicklung betrifft, so nahm der Preisdruck weiter zu. Zuzuschreiben ist dies im Wesentlichen vorübergehenden Faktoren wie der Wirkung von Basiseffekten und pandemiebedingten Angebotsbeschränkungen. Das Pandemiegeschehen stellt für die Erholung der Weltwirtschaft auch künftig einen Unsicherheitsfaktor dar. In der Folge könnten die Wachstumspfade in den einzelnen Ländern zunehmend uneinheitlich ausfallen.

Die Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet hat sich im zweiten Quartal des laufenden Jahres wieder erholt und dürfte angesichts zunehmend gelockerter Beschränkungen im dritten Quartal ein starkes Wachstum verzeichnen. Die Zahl der Geimpften steigt, und die Lockdown-Maßnahmen wurden in den meisten Euro-Ländern wieder gelockert. Das verarbeitende Gewerbe dürfte sich dynamisch entwickeln, auch wenn Angebotsengpässe die Produktion auf kurze Sicht bremsen. Das Wiederhochfahren großer Teile der Wirtschaft begünstigt eine kräftige Erholung im Dienstleistungssektor, aber diese Entwicklung könnte durch die Delta-Variante des Coronavirus (Covid-19) wieder gedämpft werden. Dies gilt vor allem für die Tourismusbranche und das Gastgewerbe.

Da die Menschen nun wieder in Ladengeschäften einkaufen, Restaurants besuchen und Reisen unternehmen, steigen die Konsumausgaben. Dieser Anstieg wird durch bessere Beschäftigungsaussichten, wachsende Zuversicht und anhaltende staatliche Hilfsmaßnahmen gefördert. Die fortgesetzte Belebung der binnenwirtschaftlichen und der globalen Nachfrage sorgt bei den Unternehmen für wachsenden Optimismus, der wiederum die Investitionen stützt. Erstmals seit dem Ausbruch der Pandemie deutet die Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet darauf hin, dass die Finanzierung von Anlageinvestitionen entscheidend zur Nachfrage nach Unternehmenskrediten beiträgt.

Den Erwartungen zufolge wird die Wirtschaftstätigkeit im ersten Quartal 2022 wieder ihr Vorkrisenniveau erreichen. Es dürfte allerdings noch recht lange dauern, bis die wirtschaftlichen Schäden der Pandemie behoben sind. Die Zahl der Beschäftigten, die in Programme zur Arbeitsplatzsicherung eingebunden sind, ist zwar

zurückgegangen, aber nach wie vor hoch. Insgesamt liegt die Zahl der Erwerbstätigen immer noch um 3,3 Millionen unter dem vor der Pandemie verzeichneten Wert. Hiervon sind vor allem jüngere Arbeitskräfte und geringer Qualifizierte betroffen. Umfangreiche politische Stützungsmaßnahmen sind nach wie vor unerlässlich. Die Geldpolitik sollte weiterhin durch eine ambitionierte und koordinierte Finanzpolitik ergänzt werden, um das Vertrauen zu stärken und den Konsum anzukurbeln. Auch das Programm „Next Generation EU“ spielt hier eine zentrale Rolle, da es zu einer stärkeren und einheitlicheren Erholung im gesamten Euroraum beitragen kann.

Inflation

Die Inflation im Euro-Währungsgebiet belief sich im Juni auf 1,9 %. Sie dürfte sich in den kommenden Monaten weiter erhöhen und im nächsten Jahr wieder zurückgehen. Der aktuelle Anstieg ist in erster Linie höheren Energiepreisen und der Wirkung von Basiseffekten zuzuschreiben. Letztere stehen im Zusammenhang mit dem drastischen Ölpreiserückgang zu Beginn der Pandemie und der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland im letzten Jahr. Bis Anfang 2022 dürften sich die Auswirkungen dieser Faktoren abschwächen, da sie dann aus der Berechnung der jährlichen Inflationsrate herausfallen. Auf kurze Sicht dämpft die ausgeprägte Unterauslastung der Wirtschaft den zugrunde liegenden Inflationsdruck. Eine kräftigere Nachfrage und ein vorübergehender Kostendruck in den Lieferketten werden für einen gewissen Aufwärtsdruck auf die Preise sorgen. Angesichts des geringen Lohnwachstums und der jüngsten Aufwertung des Euro dürfte sich der Preisdruck jedoch für eine gewisse Zeit weiter in Grenzen halten.

Es wird voraussichtlich noch eine Weile dauern, bis die Auswirkungen der Pandemie auf die Inflation überwunden sind. Im Zuge der konjunkturellen Erholung, die durch die geldpolitischen Maßnahmen des EZB-Rats gestützt wird, dürfte sich die Inflation mittelfristig erhöhen, aber nach wie vor unter dem Zielwert der EZB liegen. Die Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen sind zwar gestiegen, weisen zum Zielwert der EZB (2 %) jedoch immer noch einen gewissen Abstand auf.

Risikobewertung

Der EZB-Rat bewertet die Risiken für die Konjunkturaussichten als weitgehend ausgewogen. Die Wirtschaftstätigkeit könnte die Erwartungen der EZB übertreffen, falls die Verbraucher mehr ausgeben als gegenwärtig erwartet und schneller auf die Ersparnisse zurückgreifen, die sie während der Pandemie aufgebaut haben. Auch eine raschere Verbesserung der Pandemielage könnte dazu führen, dass der Aufschwung kräftiger ausfällt als aktuell angenommen. Das Wachstum könnte hingegen hinter den Erwartungen zurückbleiben, falls sich die Pandemie verschärft oder sich Lieferengpässe als länger anhaltend erweisen und dadurch die Produktion bremsen.

Finanzielle und monetäre Bedingungen

Die konjunkturelle Belebung und der Anstieg der Inflation hängen weiterhin von günstigen Finanzierungsbedingungen ab. Die Marktzinsen sind seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Juni zurückgegangen. Für die meisten Unternehmen und privaten Haushalte sind die Finanzierungsbedingungen weiterhin günstig.

Die Geldschöpfung im Euro-Währungsgebiet normalisierte sich im Mai 2021 weiter und verzeichnete eine Jahreswachstumsrate von 8,4 %. Grund hierfür war eine Abschwächung der Geld- und Kreditströme angesichts des sich verbessernden Pandemiegeschehens. Während sich das Tempo normalisierte, in dem private Haushalte und Unternehmen ihre Einlagen aufstockten, blieben die Ankäufe von Vermögenswerten durch das Eurosystem die Hauptquelle der Geldschöpfung. Das Wachstum der Buchkredite an den privaten Sektor kehrte mit einer jährlichen Zuwachsrate von 2,7 % wieder auf das vor der Pandemie verzeichnete Niveau zurück. Verantwortlich hierfür war eine Verlangsamung der Vergabe von Unternehmenskrediten. Der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet zufolge waren die Richtlinien für Kredite an Unternehmen und private Haushalte im zweiten Quartal 2021 weitgehend unverändert, wohingegen sich die Kreditnachfrage in beiden Sektoren erhöhte.

Die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen und private Haushalte sind im historischen Vergleich nach wie vor niedrig. Im Mai 2021 sanken die gewichteten Zinssätze für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften auf 1,46 %. Die entsprechenden Zinssätze für Bankdarlehen an private Haushalte blieben indessen mit 1,32 % weitgehend unverändert. Die Unternehmen verfügen weiterhin über ausreichende Finanzierungsmittel, weil sie in der ersten Pandemiewelle Kredite aufgenommen haben. Dies erklärt zum Teil, warum sich die Kreditvergabe an Unternehmen verlangsamt hat. Die Kreditvergabe an private Haushalte blieb hingegen unverändert. Aus der aktuellen Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet geht hervor, dass sich die Kreditbedingungen sowohl für Unternehmen als auch für private Haushalte stabilisiert haben. Liquidität ist weiterhin reichlich vorhanden.

Zugleich sind Aktienemissionen für Unternehmen nach wie vor mit hohen Kosten verbunden. Viele Unternehmen und private Haushalte haben mehr Schulden aufgenommen, um gegen die Folgen der Pandemie gewappnet zu sein. Jegliche konjunkturelle Eintrübung könnte daher ihre finanzielle Solidität gefährden, was wiederum auch auf die Qualität der Bankbilanzen durchschlagen könnte. Es gilt weiterhin unbedingt zu verhindern, dass bilanzielle Belastungen und restriktivere Finanzierungsbedingungen sich gegenseitig verschärfen.

Erklärung zur Geldpolitik

Vor diesem Hintergrund konzentrierte sich der EZB-Rat auf seiner geldpolitischen Sitzung vom Juli auf zwei Kernthemen: erstens die Implikationen seiner

Strategieüberprüfung für die Forward Guidance zu den EZB-Leitzinsen und zweitens seine Beurteilung der wirtschaftlichen Lage und seiner Pandemiemaßnahmen.

Im Zuge seiner kürzlich abgeschlossenen Strategieüberprüfung hat sich der EZB-Rat auf ein symmetrisches Inflationsziel von mittelfristig 2 % verständigt. Die EZB-Leitzinsen befinden sich seit einiger Zeit nahe ihrer Untergrenze, und die mittelfristigen Inflationsaussichten liegen nach wie vor deutlich unter dem Zielwert der EZB. In Anbetracht dieser Umstände hat der EZB-Rat seine Forward Guidance zu den Zinssätzen geändert. Er untermauert damit sein Bekenntnis, einen dauerhaft akkommodierenden geldpolitischen Kurs beizubehalten, um sein Inflationsziel zu erreichen.

Um das symmetrische Inflationsziel des EZB-Rats von 2 % zu unterstützen und im Einklang mit seiner geldpolitischen Strategie geht der EZB-Rat davon aus, dass die EZB-Leitzinsen so lange auf ihrem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden, bis er feststellt, dass die Inflationsrate deutlich vor dem Ende seines Projektionszeitraums 2 % erreicht und sie diesen Wert im weiteren Verlauf des Projektionszeitraums dauerhaft hält, und er der Auffassung ist, dass die Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation hinreichend fortgeschritten ist, um mit einer sich mittelfristig bei 2 % stabilisierenden Inflation vereinbar zu sein. Dies geht unter Umständen damit einher, dass die Inflation vorübergehend moderat über dem Zielwert liegt.

Nach Ansicht des EZB-Rats verläuft die wirtschaftliche Erholung im Euroraum wie erwartet. Doch die Pandemie trübt die Lage weiterhin, vor allem da die Delta-Variante zunehmend für Unsicherheit sorgt. Die Inflation hat sich erhöht, wobei dieser Anstieg im Wesentlichen temporär sein dürfte. Die mittelfristigen Inflationsaussichten sind weiterhin gedämpft.

Für alle Wirtschaftssektoren müssen günstige Finanzierungsbedingungen aufrechterhalten werden, solange die Pandemie anhält. Das ist entscheidend, damit aus der derzeitigen Erholung dauerhaftes Wirtschaftswachstum entsteht, und um die negativen Auswirkungen der Pandemie auf die Inflation auszugleichen. Daher hat der EZB-Rat die im Juni vom Eurosystem vorgenommene Beurteilung der Finanzierungsbedingungen und Inflationsaussichten bestätigt und geht weiterhin davon aus, dass die Ankäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) während des laufenden Quartals deutlich umfangreicher ausfallen werden als während der ersten Monate des Jahres.

Zudem bestätigte der EZB-Rat seine anderen Maßnahmen zur Unterstützung seines Preisstabilitätsmandats: die Höhe der EZB-Leitzinsen, die Ankäufe des Eurosystems im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP), die Wiederanlagestrategie des EZB-Rats und seine längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte.

Der EZB-Rat ist bereit, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Inflation mittelfristig bei seinem Zielwert von 2 % stabilisiert.

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

Auf globaler Ebene setzt sich die konjunkturelle Belebung trotz Angebotsengpässen in solidem Tempo fort. Der Einkaufsmanagerindex für Juni zeigt für das zweite Quartal 2021 insgesamt historisch hohe Werte an. Indessen ließ die Wachstumsdynamik im Juni etwas nach. Grund hierfür war eine Normalisierung der Aktivität in mehreren wichtigen Volkswirtschaften. Ungeachtet der zunehmenden Bremswirkung, die von den Lieferengpässen ausgeht, entwickelt sich der Warenhandel weiterhin robust. Im Hinblick auf die Inflationsentwicklung nahm der Preisdruck weiter zu, was zum Teil Basiseffekten und Angebotsbeschränkungen zuzuschreiben ist, die als vorübergehend eingeschätzt werden. Die weitere Entwicklung der Corona-Pandemie (Covid-19) stellt für die Erholung der Weltwirtschaft auch künftig einen Unsicherheitsfaktor dar. In der Folge könnte der Wachstumspfad in den einzelnen Ländern zunehmend uneinheitlich ausfallen.

Die Weltwirtschaft erholt sich weiterhin in solidem Tempo, wobei die Pandemie unterschiedliche Verläufe zeigt. Das Wachstum des realen BIP auf globaler Ebene (ohne Eurogebiet) erhöhte sich im ersten Quartal 2021 um 0,9 % gegenüber dem Vorquartal. Auch für das zweite Quartal wird eine robuste Wachstumsdynamik erwartet, da die Industrie- und Schwellenländer ungeachtet der unterschiedlichen Pandemieerläufe ihre Wirtschaft weiter hochfahren. Die neue Delta-Variante des Coronavirus treibt die Infektionszahlen in einigen Ländern derzeit nach oben. Allerdings hält sich in Staaten mit vergleichsweise hohen Impfquoten die Belastung des Gesundheitssystems trotz steigender Corona-Fallzahlen weiterhin in Grenzen. Insgesamt bleibt die Pandemieentwicklung einer von mehreren Bestimmungsfaktoren, von denen die jeweils unterschiedlichen Wachstumsperspektiven der Länder abhängen.

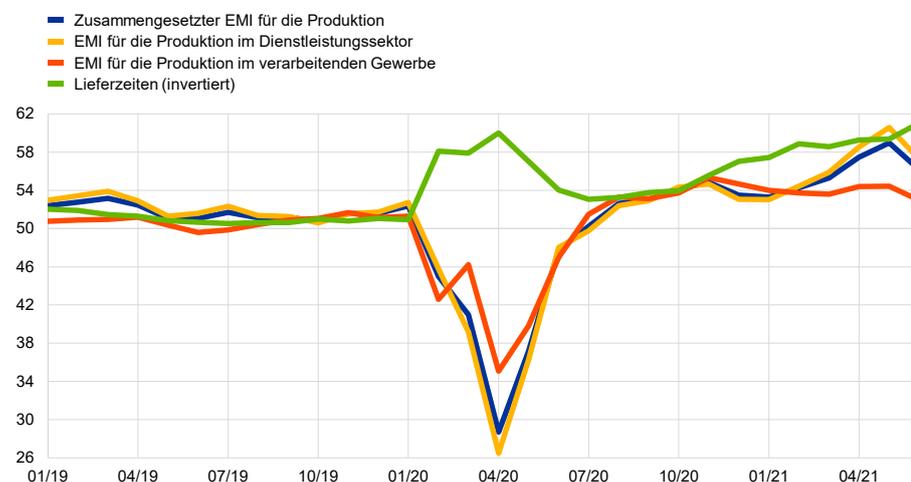
Die globale Erholung spiegelt sich auch in starken Umfragerwerten wider. So stieg der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Eurogebiet) im zweiten Quartal 2021 auf den höchsten Stand seit 15 Jahren. Im verarbeitenden Gewerbe entwickelt sich die Aktivität noch immer solide, während sie im Dienstleistungssektor allmählich an Fahrt gewinnt. Die Umfragedaten schwächten sich gegen Ende des zweiten Quartals leicht ab. Dies war auf eine gewisse Normalisierung der zuvor hohen EMI-Werte in einigen Ländern wie den Vereinigten Staaten und China zurückzuführen.

Zugleich werden die Weltwirtschaft und der internationale Handel durch Angebotsengpässe gebremst. Im Juni verlängerten sich die Lieferzeiten – ohne Berücksichtigung des Euroraums – so stark, dass sie über dem während des weltweiten Lockdowns im April 2020 verzeichneten Höchstwert lagen (siehe Abbildung 1). Die Angebotsengpässe gehen auf Störungen in den globalen Wertschöpfungsketten – insbesondere auf einen Mangel an Computerchips – zurück, die Verzögerungen bei der Herstellung und Lieferung von Pkws und einer Reihe elektronischer Geräte zur Folge haben.

Abbildung 1

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

(Diffusionsindizes)



Quellen: Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2021. Ein Anstieg der Lieferzeiten (invertiert) bedeutet längere Lieferzeiten für gewerbliche Erzeugnisse.

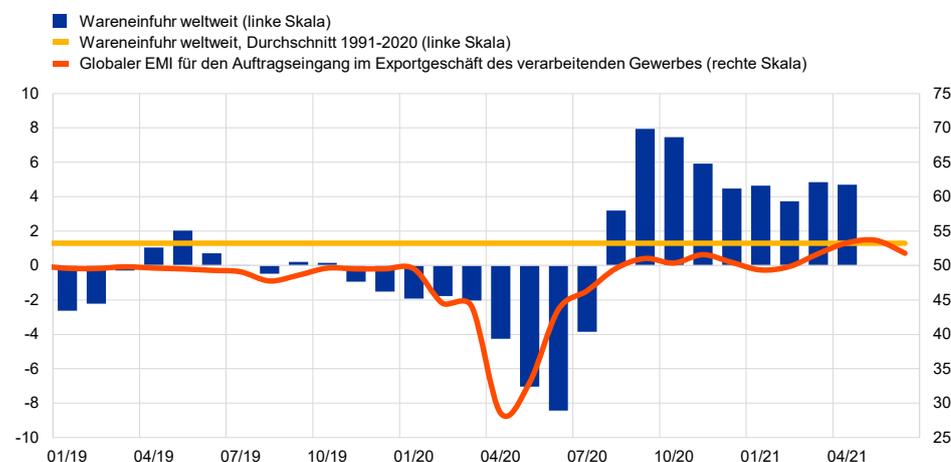
Ungeachtet der Störungen in den Lieferketten entwickelte sich der Welthandel im ersten Halbjahr 2021 weiterhin solide.

Die weltweite Wareneinfuhr (ohne Euroraum) zeigte sich im April gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum stabil. Unterdessen lag der globale EMI für die Auftragseingänge im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes (ohne Eurogebiet) trotz einer leichten Abschwächung im Juni im zweiten Quartal 2021 auf dem höchsten Stand seit elf Jahren (siehe Abbildung 2). Der Dienstleistungshandel fiel jedoch nach wie vor gedämpft aus, was in erster Linie auf den anhaltend schwachen Reiseverkehr zurückzuführen ist.

Abbildung 2

Umfrageergebnisse und Warenhandel weltweit (ohne Euroraum)

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



Quellen: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2021 (Wareneinfuhr weltweit) bzw. Juni 2021 (EMIs).

Die weltweite Inflation zog im Mai weiter an, was zum Großteil temporären

Faktoren zuzuschreiben war. In den OECD-Mitgliedstaaten beschleunigte sich der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise von 3,3 % im April auf 3,8 % im Mai.

Ausschlaggebend dafür waren vor allem die höheren Rohstoffpreise, deren Wirkung durch Basiseffekte noch verstärkt wurde. Auch Angebotsengpässe und finanzpolitische Impulse trugen zum Preisdruck bei. Unterdessen erhöhte sich die Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) im Mai auf 2,9 %, verglichen mit 2,4 % im Vormonat. Der Median der Kerninflationen liegt dagegen derzeit in den Industrie- und Schwellenländern weiterhin in der Nähe des seit dem Jahr 2000 verzeichneten Durchschnittswerts. Der Anstieg der weltweiten Teuerung ist zum Teil vorübergehenden Faktoren geschuldet. Der erhebliche Einfluss der Energiekomponente dürfte in den kommenden Monaten schwinden, da dann der Basiseffekt aufgrund des Ölpreisverfalls im vergangenen Jahr aus dem Jahresvergleich herausfällt. Zudem dürfte mit den sich verringernden Friktionen in den globalen Lieferketten auch der Preisdruck auf die entsprechenden Produkte (und ihre Substitute) abklingen.

Die Ölpreise zogen unter dem Einfluss von Angebots- und Nachfragefaktoren

weiter an. Getragen durch die rapide Erholung der Weltwirtschaft sind die Ölpreise seit der EZB-Ratssitzung im Juni weiter gestiegen. Mittlerweile bewegen sie sich in etwa auf ihrem höchsten Stand seit Oktober 2018. Die Ölnachfrage hat sich deutlich erhöht, was auf eine Zunahme der Mobilität in den letzten Wochen zurückzuführen ist, die vor allem den Luftverkehr betrifft, da die Wirtschaft in einigen Ländern rasch wieder anläuft. Auch wenn die OPEC+-Staaten sich zuletzt auf eine Steigerung ihrer Produktion verständigt haben, weitet sich das Angebot nur zögerlich aus. Dies hat zu einer angespannteren Lage an den Ölmärkten geführt, was vor dem Hintergrund des sich erholenden Konsums höhere Preise nach sich zieht. Die Preise für Metallrohstoffe haben dagegen seit der letzten EZB-Ratssitzung stagniert, wohingegen die weltweiten Nahrungsmittelpreise gesunken sind.

Die kräftige Konjunkturerholung in den Vereinigten Staaten setzt sich fort. Den Umfragedaten zufolge bewegte sich die Aktivität im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor im Juni weiterhin auf einem sehr hohen Niveau. Zugleich wird die Erholung durch Angebotsengpässe behindert, die mit zunehmenden Auftragsrückständen und längeren Lieferzeiten einhergehen. Die Lage am Arbeitsmarkt verbessert sich zwar weiter, doch aufgrund der in einigen Sektoren bestehenden Diskrepanz zwischen Qualifikationsangebot und -nachfrage wird es auf kurze Sicht zu einer Anspannung am Arbeitsmarkt kommen. Insgesamt hat sich die Lage am Arbeitsmarkt aber noch nicht vollständig wieder erholt, da die Zahl der Erwerbstätigen immer noch um 7 Millionen unter dem vor der Pandemie verzeichneten Wert liegt. Der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise beschleunigte sich im Juni mit 5,4 % deutlich. Darin schlagen sich die kräftige Nachfrage und die Angebotsengpässe nieder. Die Zunahme der Inflation dürfte jedoch weitgehend vorübergehender Natur sein, da sich darin zum Teil die Wirkungen von Basiseffekten widerspiegeln. Darüber hinaus spielten auch idiosynkratische Faktoren im Zusammenhang mit dem Wiederanlaufen der Wirtschaft und Friktionen in den Lieferketten eine bedeutende Rolle, was sich in deutlichen Preiserhöhungen bei Flugreisen, Hotelübernachtungen und Gebrauchtwagen zeigt.

Im Vereinigten Königreich gewinnt die Wirtschaft wieder an Fahrt, obschon aus den steigenden Covid-19-Fallzahlen zunehmende Abwärtsrisiken erwachsen. Das im Mai verzeichnete monatliche BIP-Wachstum deutet weiterhin auf eine kräftige Erholung im zweiten Quartal hin. Analog dazu signalisieren Unternehmensbefragungen, das Verbrauchervertrauen und Mobilitätsindikatoren eine starke Konjunkturbelebung, insbesondere im Dienstleistungssektor. Zugleich beeinträchtigte der Mangel an Computerchips die Pkw-Fertigung, was sich nachteilig auf die Produktion im verarbeitenden Gewerbe auswirkte. Die neue Delta-Variante des Coronavirus führte zu einem drastischen Anstieg der täglichen Neuinfektionen. Aufgrund des Impffortschritts hält sich die Belastung des Gesundheitssystems jedoch in Grenzen. Demzufolge dürften auch die Auswirkungen auf das BIP-Wachstum weiterhin begrenzt ausfallen. Unterdessen verstärkte sich der Anstieg der Verbraucherpreise im Mai deutlich auf 2,1 %. Zwar wird die Inflation in erster Linie durch temporäre Faktoren angetrieben, die sich auf die Energie- und Transportpreise auswirken, doch deuten Umfrageindikatoren auch auf eine breiter angelegte Zunahme der Produktionskosten einschließlich der Löhne hin sowie auf ein Durchwirken auf die Verkaufspreise.

In Japan schwächte sich die konjunkturelle Dynamik im zweiten Quartal ab, was teilweise auf Angebotsengpässe und das Pandemiegeschehen zurückzuführen war. Das reale BIP dürfte auch im zweiten Quartal nur schwach wachsen, da ein erneuter Anstieg der Covid-19-Fälle zu einer Verschärfung der Eindämmungsmaßnahmen führte. Dementsprechend entwickelt sich die Aktivität im Dienstleistungssektor nach wie vor verhalten. Zugleich war die Industrieproduktion im Mai rückläufig, was zum Teil durch Verknappungen bei Halbleitern bedingt war, die sich auch aus den Umfragedaten des EMI für das verarbeitende Gewerbe vom Juni ablesen ließen. Für die zweite Jahreshälfte wird eine solidere Erholung erwartet. Dann dürften eine deutliche Beschleunigung des Impftempos und ein günstigeres außenwirtschaftliches Umfeld das Wachstum stützen. Angetrieben durch

höhere Energiepreise stieg die Gesamtinflation im Mai leicht auf -0,1 %. Sie wird jedoch noch immer durch idiosynkratische Faktoren gedämpft, darunter merkliche Rückgänge bei Mobilfunkgebühren.

In China setzt sich der Aufschwung fort; unterdessen bleibt der Preisdruck auf der Erzeugerebene hoch. Die monatlichen Daten lassen ungeachtet einer Abschwächung im Juni auf ein weiterhin robustes Wachstum im zweiten Quartal schließen. Indessen stabilisierte sich die jährliche Änderungsrate der Erzeugerpreise im Juni bei 8,8 % und liegt damit nach wie vor in der Nähe ihres höchsten Standes seit zwölf Jahren, der mit 9,0 % im Mai verzeichnet wurde. Mit dem Nachlassen der Basiseffekte und des Einflusses der Rohstoffpreise dürften sich die Erzeugerpreise wieder normalisieren. Der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise verlangsamte sich im Juni leicht auf 1,1 %. Dieser Rückgang war hauptsächlich auf die sich fortsetzende Normalisierung des Preisauftriebs bei Nahrungsmitteln zurückzuführen, durch die die höheren Kraftstoffpreise mehr als ausgeglichen wurden. Insgesamt deutet eine Abnahme des monatlichen Preisdrucks darauf hin, dass die jährliche Inflation in China ihren Höchststand erreicht haben könnte. Die People's Bank of China senkte ihren Mindestreservesatz im Juli um 50 Basispunkte. Sie erklärte jedoch, dass der geldpolitische Kurs beibehalten werde und ließ mehrere wichtige Kreditzinssätze im Juli unverändert.

2 Finanzielle Entwicklungen

Vor dem Hintergrund der Ausbreitung der Delta-Variante des Coronavirus und der Veröffentlichung unterwartet schwacher gesamtwirtschaftlicher Daten weltweit verschob sich die Terminzinskurve des EONIA (Euro Overnight Index Average) im Berichtszeitraum am langen Ende nach unten, und die Renditen langfristiger Staatsanleihen gingen zurück. Dabei blieben die Renditeabstände von Staatsanleihen jedoch weitgehend stabil. Die Spreads von Unternehmensanleihen verringerten sich hingegen etwas weiter. An den Aktienmärkten verzeichneten nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften geringfügige Kursverluste, wohingegen die Verluste im Bankensektor höher ausfielen. Was die Devisenmärkte betrifft, so verlor der Euro in handelsgewichteter Rechnung leicht an Wert.

Der EONIA und der neue Tagesgeld-Referenzzinssatz €STR (Euro Short-Term Rate) notierten im Berichtszeitraum (10. Juni bis 21. Juli 2021) im Schnitt bei -48 bzw. -57 Basispunkten. Die Überschussliquidität erhöhte sich um etwa 18 Mrd € auf rund 4 224 Mrd €. Dies war auf die Wertpapierkäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) und des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) zurückzuführen, aber auch auf das achte gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäft der dritten Reihe (GLRG III.8), über das 109,83 Mrd € aufgenommen wurden. Der Anstieg der Überschussliquidität wurde durch einen Rückgang der sonstigen Nettoaktiva um rund 234 Mrd € im Berichtszeitraum deutlich begrenzt.

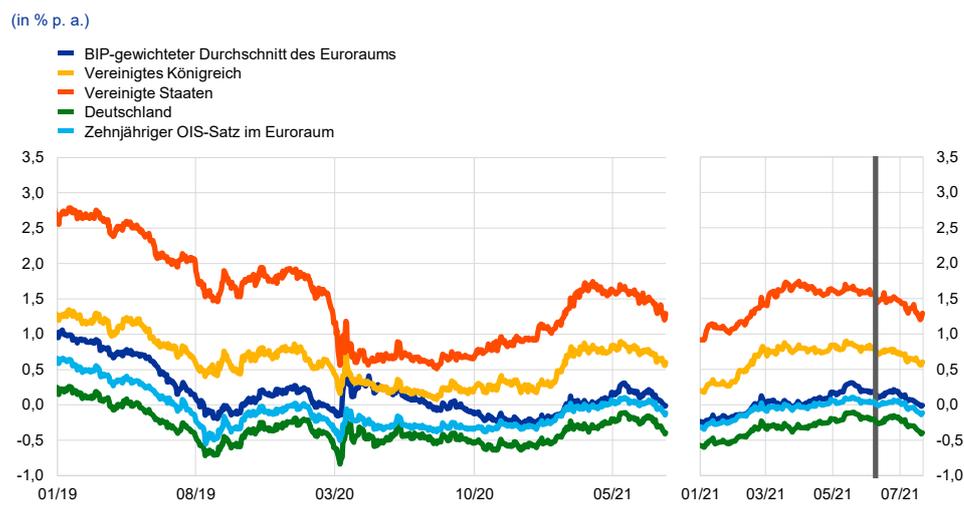
Die EONIA-Terminzinskurve blieb im Berichtszeitraum am kurzen Ende weitgehend unverändert, bei den längeren Laufzeiten verschob sie sich jedoch nach unten. Am kurzen Ende weist die Kurve nach wie vor einen überwiegend flachen Verlauf auf und bewegt sich auf dem aktuellen Niveau des EONIA. Somit deutet die Terminzinskurve gegenwärtig nicht darauf hin, dass die Marktteilnehmer mit einer unmittelbar bevorstehenden Leitzinsänderung – gleich in welche Richtung – rechnen. Derzeit wird eine erste Anhebung der Leitzinsen (EONIA + 10 Basispunkte) für das dritte Quartal 2024 eingepreist. Die EONIA-Terminzinsen liegen bei den Zeithorizonten bis 2027 nach wie vor unter null, da die Märkte weiterhin von einer länger anhaltenden Negativzinsphase ausgehen.¹

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet waren rückläufig und kehrten damit den Aufwärtstrend der vergangenen Monate teilweise um (siehe Abbildung 3). Die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsschuldtitel aus dem Eurogebiet sank um rund 15 Basispunkte auf -0,01 % und die Rendite zehnjähriger deutscher Bundesanleihen um etwa 15 Basispunkte auf -0,40 %. Trotz der voranschreitenden Impfungen gegen Covid-19 und der Veröffentlichung insgesamt positiver Umfrageindikatoren, die die Erwartungen einer wirtschaftlichen Erholung stützten, gingen die langfristigen Zinsen zurück. Grund dafür waren die besorgniserregenden Nachrichten über die Verbreitung der Delta-Variante des Coronavirus, die damit zusammenfielen, dass die Impfungen in den Vereinigten Staaten zuletzt ins Stocken gerieten und einige globale gesamt-

¹ Diese Einschätzung beruht auf den jüngsten Umfrageergebnissen und empirischen Schätzungen zu den „tatsächlichen“ Zinserwartungen (d. h. Terminzinssätze abzüglich Laufzeitprämien).

wirtschaftliche Datenveröffentlichungen schwächer ausfielen als von den Märkten erwartet. Das könnte Investoren dazu veranlasst haben, die Risikoaussichten für die weltweite Konjunkturerholung neu zu bewerten. In den USA führten diese Neubewertung sowie die Tatsache, dass die Märkte eine bevorstehende Rückführung der Wertpapierankäufe durch die Federal Reserve auspreisten, zu einem Rückgang der Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen um 15 Basispunkte auf 1,29 % während des Berichtszeitraums. Ein ähnlicher Rückgang war im Vereinigten Königreich zu beobachten. Dort fielen die Renditen zehnjähriger Staatsschuldtitel auf 0,61 %. Im Euroraum gab die EZB indessen die Ergebnisse der Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie und ihre neue Formulierung der Forward Guidance bekannt. Außerdem wurden kürzlich Mittel aus dem Hilfspaket „Next Generation EU“ ausgezahlt. Beide Ereignisse zogen im Eurogebiet keine nennenswerte Reaktion der Staatsanleiherenditen nach sich und wurden von den Staatsanleihemärkten problemlos aufgenommen.

Abbildung 3
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Abbildung basiert auf Tageswerten. Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 10. Juni 2021. Der Ausschnitt rechts zeigt die Entwicklung der Staatsanleiherenditen seit dem 1. Januar 2021. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 21. Juli 2021.

Die Abstände zwischen den Renditen langfristiger Staatsanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet und den risikofreien Zinssätzen veränderten sich kaum.

Bei zehnjährigen Staatsanleihen aus Spanien erhöhte sich der Spread um 7 Basispunkte auf 46 Basispunkte, während er bei italienischen Anleihen unverändert 80 Basispunkte betrug. Demgegenüber verkleinerte er sich bei deutschen und französischen Staatsanleihen um 3 bzw. 7 Basispunkte auf -28 bzw. 6 Basispunkte. Der BIP-gewichtete Spread zehnjähriger Staatsschuldtitel aus dem Eurogebiet verringerte sich infolgedessen um 3 Basispunkte auf 10 Prozentpunkte und lag damit unter seinem im Februar 2020 verzeichneten Vorpandemieniveau.

An den Aktienmärkten verbuchten die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften geringfügige Verluste, während Bankwerte ihre zuvor verbuchten Gewinne wieder einbüßten. Die Aktienkurse nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum sanken um rund einen halben Prozentpunkt, liegen aber insgesamt noch immer über dem Niveau vor der Pandemie. In den Vereinigten Staaten, wo die Notierungen seit Mitte 2020 mehrmals neue Rekordstände erreicht haben, stiegen die Indizes nichtfinanzieller Unternehmen um 3,3 %. Bei Bankaktien sah die Entwicklung anders aus: Nachdem zu Beginn des Berichtszeitraums noch Kursgewinne zu Buche gestanden hatten, gaben die Notierungen von Banken vor dem Hintergrund einer Abflachung der Renditestrukturkurve im Eurogebiet um 7,1 % und in den USA um 5,1 % nach. Die höheren Verluste in diesem Segment des Aktienmarkts könnten darauf zurückzuführen sein, dass die Kurse von Bankaktien vergleichsweise stark von Veränderungen der Risikoeinstellung abhängen – so stieg die implizite Volatilität am Aktienmarkt im Berichtszeitraum leicht an – und auch empfindlich reagieren, wenn Wirtschaftsdaten hinter den Konsensschätzungen des Marktes zurückbleiben.

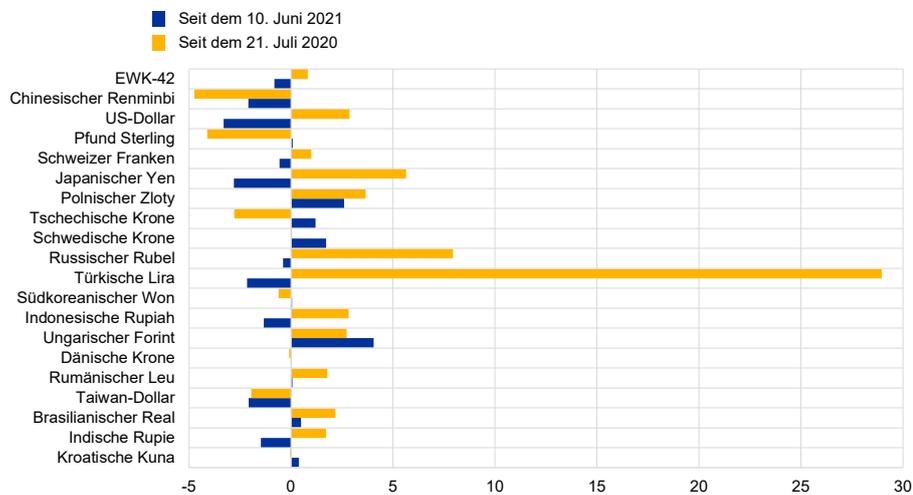
Was Unternehmensanleihen betrifft, so sanken sowohl die Spreads von finanziellen als auch von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften geringfügig weiter und sind derzeit niedriger als vor der Pandemie. Die Abstände von Investment-Grade-Anleihen gegenüber dem risikofreien Zinssatz verringerten sich sowohl bei finanziellen als auch bei nichtfinanziellen Unternehmen um rund 5 Basispunkte (auf 42 bzw. 53 Basispunkte).

An den Devisenmärkten war in handelsgewichteter Rechnung eine Abwertung des Euro zu beobachten (siehe Abbildung 4). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 42 der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets, gab im betrachteten Zeitraum um 0,8 % nach. Gegenüber dem US-Dollar wertete der Euro um 3,3 % ab. Ursächlich dafür war vor allem, dass sich die Diskrepanz zwischen den Erwartungen zur Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze im Euroraum und in den Vereinigten Staaten vergrößerte, da sich der erwartete Zeitpunkt für eine Normalisierung der Geldpolitik in den USA veränderte. Auch in Relation zu anderen wichtigen Währungen schwächte sich der Euro ab, unter anderem gegenüber dem chinesischen Renminbi (-2,1 %), dem japanischen Yen (-2,8 %) und dem Schweizer Franken (-0,6 %) sowie in Relation zu den Währungen einiger großer Schwellenländer. Indessen wertete er gegenüber den Währungen einiger EU-Länder, die nicht dem Euro-Währungsgebiet angehören, weiter auf, beispielweise zum ungarischen Forint (+4,1 %), zum polnischen Zloty (+2,6 %) und zur tschechischen Krone (+1,2 %).

Abbildung 4

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 21. Juli 2021.

3 Konjunktorentwicklung

Das reale BIP dürfte im zweiten Quartal 2021 wieder gestiegen sein, nachdem es im ersten Quartal um 0,3 % zurückgegangen war.² Sinkende Infektionszahlen und die allmähliche Wiederaufnahme der Geschäftstätigkeit in den kontaktintensivsten Sektoren haben die Zuversicht der Unternehmen und privaten Haushalte gestärkt. Allerdings setzen angebotsseitige Engpässe dem Expansionstempo im verarbeitenden Gewerbe derzeit Grenzen. Wenngleich sich die Aussichten aufhellen, bleibt die Unsicherheit hoch. Grund hierfür ist insbesondere die rasche Ausbreitung von Mutationen des Coronavirus (Covid-19) in einigen EU-Ländern, die zu einer erneuten Verschärfung der Eindämmungsmaßnahmen führen könnten.

Nach wie vor sind die mittelfristigen Konjunkturaussichten stark abhängig von stetigen Fortschritten bei den Impfkampagnen, einer steigenden weltweiten Nachfrage und expansiven politischen Maßnahmen auf nationaler Ebene. Die Belebung dürfte weiter von günstigen Finanzierungsbedingungen, finanzpolitischen Impulsen und einem zunehmenden Vertrauen getragen werden. Umfangreiche politische Stützungsmaßnahmen sind nach wie vor unerlässlich. Die Geldpolitik sollte dabei weiterhin durch eine ambitionierte, zielgerichtete und koordinierte Finanzpolitik ergänzt werden, um das Vertrauen zu stärken und den Konsum anzukurbeln. Auch das Programm „Next Generation EU“ spielt hier eine zentrale Rolle, dürfte es doch zu einer kräftigeren und einheitlicheren Erholung im gesamten Euro-Währungsgebiet beitragen.

Die Risiken für die Wachstumsaussichten sind weitgehend ausgewogen. Abwärtsrisiken gehen in erster Linie von Bedenken hinsichtlich der Pandemie und möglicher länger anhaltender Angebotsverknappungen aus. Aufwärtsrisiken für das Wachstum ergeben sich vor allem aus der Entwicklung der privaten Konsumausgaben, die sich stärker erholen könnten als projiziert, wenn die privaten Haushalte rascher auf ihre während der Pandemie aufgebauten Ersparnisse zurückgreifen.

Im ersten Quartal 2021 war die Wirtschaftsleistung leicht rückläufig, aber im zweiten Jahresviertel stieg das reale BIP den Schätzungen zufolge wieder an.

Im ersten Quartal 2021 schrumpfte die Wirtschaftsleistung insgesamt weiter, und zwar um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal. Damit lag sie 5,1 % unter ihrem Ende 2019 vor der Pandemie verzeichneten Höchststand (siehe Abbildung 5). Die Aufschlüsselung nach Verwendungskomponenten zeigt, dass die Binnennachfrage im ersten Quartal einen negativen und der Außenhandel einen positiven Wachstumsbeitrag leisteten. Von den Vorratsveränderungen gingen unterdessen kräftige Wachstumsimpulse aus. Maßgeblich hierfür war im Wesentlichen ein verstärkter Lageraufbau, der unter anderem auf die aktuell niedrigen Lagerbestände sowie die Erwartung einer steigenden Nachfrage zurückzuführen war. Die Schwankungen der Wirtschaftstätigkeit im Verlauf der Pandemie waren in den

² Der am 30. Juli veröffentlichten Schnellschätzung von Eurostat zufolge erhöhte sich das reale BIP im Euroraum im zweiten Quartal 2021 um 2 % gegenüber dem Vorquartal. Diese Schätzung, die zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung im Juli noch nicht vorlag, bestätigt weitgehend die erwartete konjunkturelle Erholung und liegt über den im Juni 2021 von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen für das zweite Jahresviertel.

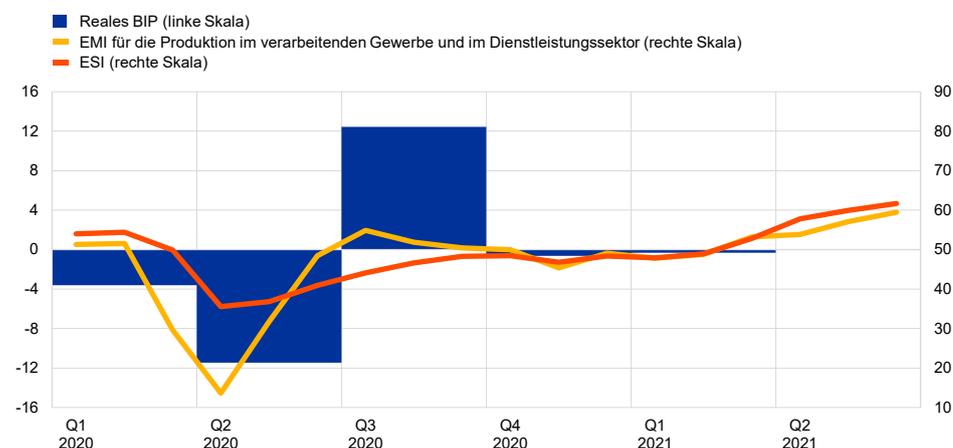
einzelnen Ländern, Sektoren und Einkommensgruppen unterschiedlich stark ausgeprägt (siehe Kasten 3).

Für das zweite Quartal des laufenden Jahres deuten harte Daten, Umfrageergebnisse und Hochfrequenzindikatoren insgesamt auf eine Erholung des BIP-Wachstums hin. Darin spiegeln sich die Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen und sinkende Infektionszahlen infolge der großen Fortschritte bei den laufenden Impfkampagnen wider. Ausschlaggebend für den Wiederanstieg des Wirtschaftswachstums im zweiten Quartal dürfte der Dienstleistungssektor gewesen sein, wohingegen das verarbeitende Gewerbe unter angebotsseitigen Engpässen litt. Die Industrieproduktion verringerte sich im Mai um 1,0 % gegenüber dem Vormonat, nachdem sie im April noch leicht zugenommen hatte. Die stagnierende Erzeugung im April und Mai war auf die schwache Industriegüterproduktion vor dem Hintergrund der Angebotsengpässe zurückzuführen. Wenngleich die Daten zur Produktion darauf hindeuten, dass der Wachstumsbeitrag der Industrie im zweiten Jahresviertel relativ gedämpft ausfiel, wird für die Gesamtwirtschaft nach wie vor eine deutliche Erholung erwartet, da vom Dienstleistungssektor im Zuge der Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen positive Wachstumsimpulse ausgegangen sein dürften. So erhöhte sich etwa der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor im zweiten Quartal 2021 auf 56,8 Punkte nach 49,9 Zählern im ersten Vierteljahr. Dabei wiesen sowohl das verarbeitende Gewerbe (62,7 Punkte) als auch der Dienstleistungssektor (54,7 Punkte) einen Zuwachs auf. Auch der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) stieg vom ersten zum zweiten Quartal kräftig an und lag schließlich deutlich über dem Vorpandemieniveau vom Februar vergangenen Jahres. Die Zunahme war über alle Komponenten hinweg breit gestreut, wobei der Dienstleistungssektor den größten Anstieg verzeichnete. Unternehmen aus dem nichtfinanziellen Sektor bestätigen diese Beurteilung der kurzfristigen Aussichten (siehe Kasten 5).

Abbildung 5

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

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



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

Anmerkung: Die beiden Linien stellen die monatliche Entwicklung dar, die Balken zeigen die Quartalswerte. Der ESI ist standardisiert und reskaliert, um denselben Mittelwert und dieselbe Standardabweichung wie für den EMI zu erhalten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2021 (reales BIP) bzw. Juni 2021 (EMI und ESI).

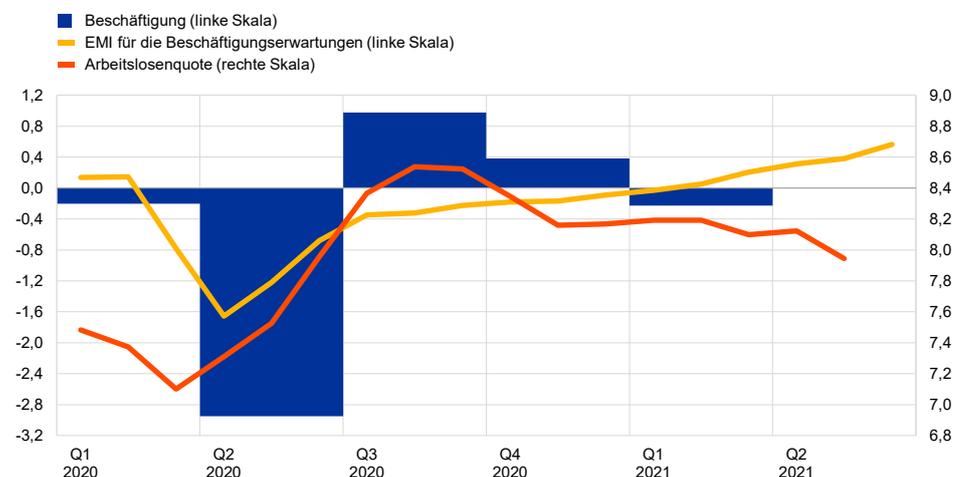
Die Arbeitslosenquote im Euroraum ging im Mai zurück, wobei sie nach wie vor durch Programme zur Arbeitsplatzsicherung gestützt wurde.

Die Quote belief sich im Mai auf 7,9 %. Sie war damit 0,2 Prozentpunkte niedriger als im April, aber immer noch rund 0,6 Prozentpunkte höher als vor der Pandemie im Februar 2020 (siehe Abbildung 6). Die Zahl der in Programmen zur Arbeitsplatzsicherung eingebundenen Arbeitnehmer ist zwar rückläufig, blieb aber mit rund 5 % der Erwerbspersonen im Mai auf einem hohen Niveau. Die Beschäftigung nahm im ersten Quartal 2021 um 0,2 % ab, nachdem im Schlussquartal 2020 noch ein Zuwachs von 0,4 % verzeichnet worden war. Im ersten Jahresviertel lag sie 2,1 % unter ihrem Stand vom vierten Quartal 2019. Die Zahl der geleisteten Gesamt-arbeitsstunden sank im ersten Quartal 2021 abermals, und zwar um 0,6 % nach einem Minus von 1,6 % im letzten Jahresviertel 2020. Dieser deutliche Rückgang spiegelt die Auswirkungen der pandemiebedingten Einschränkungen im betreffenden Zeitraum wider. Die Zahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden lag damit weiterhin 6,8 % unter dem Stand des Schlussquartals 2019.

Abbildung 6

Beschäftigung, EMI für die Beschäftigungserwartungen und Arbeitslosenquote im Euroraum

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



Quellen: Eurostat, Markit und EZB-Berechnungen.

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

Die kurzfristigen Arbeitsmarktindikatoren haben sich weiter verbessert. Der monatliche EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor stieg von 53,8 Punkten im Mai auf 55,6 Zähler im Juni. Er blieb damit oberhalb der Schwelle von 50 Punkten, die einen Beschäftigungszuwachs signalisiert. Seit seinem Allzeittief vom April 2020 hat sich der EMI für die Beschäftigung kräftig erholt und liegt aktuell auf dem höchsten Stand seit Januar 2018.

Mit der Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen und den voranschreitenden Impfkampagnen hat der Optimismus der Verbraucher allmählich zugenommen.

Nach einem schwachen ersten Quartal 2021, als die privaten Konsumausgaben um 2,2 % gegenüber dem Vorquartal gesunken waren, scheint der private Verbrauch im zweiten Jahresviertel wieder gestiegen zu sein. So erhöhten sich beispielsweise die Umsätze im Einzelhandel des Euro-Währungsgebiets im Mai um 4,6 % gegenüber dem Vormonat und übertrafen damit ihr Vorpandemieniveau vom Februar letzten Jahres. Unterdessen verzeichneten auch die Pkw-Neuzulassungen im zweiten Quartal einen leichten Zuwachs von 0,3 %, lagen aber im Juni immer noch 20 % unter ihrem Stand von vor der Krise. Das Verbrauchervertrauen nahm im zweiten Jahresviertel spürbar zu und erreichte einen etwas höheren Wert als vor der Pandemie. Dieser Anstieg war weitgehend den höheren Erwartungen der privaten Haushalte hinsichtlich der allgemeinen Wirtschaftslage zuzuschreiben. Über die kurze Frist hinaus sollte das Arbeitseinkommen im Zuge der wirtschaftlichen Erholung einen zunehmend größeren Beitrag zum gesamten Haushaltseinkommen leisten und somit die Abhängigkeit der Wirtschaft von finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen verringern. Zwar hat die Sparneigung der privaten Haushalte während der Corona-Pandemie einen Höchstwert erreicht, doch wurden diese zusätzlichen Ersparnisse größtenteils unfreiwillig aufgebaut und in Form liquider Vermögenswerte

gehalten. Insgesamt lassen die Bestimmungsfaktoren des jüngsten Ersparniszuwachses der privaten Haushalte nicht darauf schließen, dass hiervon große zusätzliche Impulse für die erwartete Erholung des privaten Konsums im kommenden Jahr ausgehen werden (eine eingehende Analyse der Ersparnisbildung der privaten Haushalte seit Ausbruch der Pandemie findet sich in Kasten 4).

Die Aussichten für die Unternehmensinvestitionen sind angesichts der Erwartungen einer anhaltenden Erholung bei den Unternehmenseinnahmen und des Digitalisierungstrends günstig.

Die Investitionen ohne Bauten verringerten sich im ersten Quartal 2021 aufgrund von Engpässen entlang der Lieferketten um 0,7 % gegenüber dem Vorquartal. Maßgeblich hierfür war vor allem die Entwicklung der Investitionen in Fahrzeuge. Unter den größten Euro-Ländern war die Investitionstätigkeit in Deutschland und den Niederlanden rückläufig, wohingegen sie in Frankreich, Italien und Spanien kräftig anstieg. Infolge von Engpässen bei den Vorleistungen und längeren Lieferzeiten verzeichneten die Industrieproduktion und der Auftragseingang für Investitionsgüter im Mai einen Rückgang. Indessen haben sich sowohl der EMI als auch die Umfrageindikatoren der Europäischen Kommission für den Vorleistungsgütersektor im zweiten Quartal weiter verbessert. Außerdem scheinen sich die Unternehmenseinnahmen zu erholen. So hat sich die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Mai erneut verringert, während Bankeinlagen und Schuldentilgungen der Unternehmen gestiegen sind. Die Angaben zu börsennotierten Unternehmen lassen darauf schließen, dass sich die Pandemie weiterhin ungleichmäßig auf die Umsätze und Investitionsausgaben in den einzelnen Sektoren auswirkt. Auch hat sich die sektorale Dispersion der Gewinnerwartungen der Unternehmen verstärkt (siehe Kasten 2). Zwar hat sich die Verschuldungsquote (Verbindlichkeiten ohne Anteilsrechte im Verhältnis zur Bilanzsumme zum Marktwert) im ersten Quartal 2021 kaum verändert, aber die Verschuldung im Verhältnis zum BIP hat sich abermals erhöht, und der Aufbau von Liquiditätspuffern wurde fortgesetzt. Dank der politischen Stützungsmaßnahmen und der Gewährung von Moratorien haben sich die Insolvenzen bislang vergleichsweise in Grenzen gehalten und liegen noch unter dem Vorpandemieniveau. Laut dem [2021 Economic Policy Survey](#) von Business at OECD (BIAC) rechnen die Unternehmen – vor allem in den kontaktintensiven Dienstleistungsbranchen – für die nächsten zwei Jahre mit einem Anstieg der Insolvenzen. Daher sollten die politischen Stützungsmaßnahmen im Zuge der fortschreitenden Erholung mit Bedacht zurückgenommen werden, um Klippeneffekte zu vermeiden (Aufsatz 3 gibt einen Überblick über die staatlichen Stützungsmaßnahmen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften während der Covid-19-Krise).

Die Erholung der Wohnungsbauinvestitionen dürfte sich auf kurze Sicht fortsetzen, obwohl angesichts der bestehenden Lieferengpässe und der Pandemieentwicklung erhebliche Unsicherheit besteht.

Im ersten Quartal 2021 kehrten die Wohnungsbauinvestitionen im Euroraum nahezu wieder auf ihr Vorpandemieniveau zurück: Sie lagen 0,3 % unter ihrem Stand vom vierten Quartal 2019. Allerdings bestehen nach wie vor signifikante Unterschiede zwischen den größten Euro-Ländern. In Deutschland, Italien und den Niederlanden liegen die Wohnungsbauinvestitionen im Gegensatz zu Frankreich und Spanien deutlich über ihrem Vorpandemieniveau. Aktuelle kurzfristige Struktur- und Umfrageindikatoren

deuten für das zweite Quartal auf eine anhaltende Dynamik der Wohnungsbauinvestitionen im Euroraum hin. Dabei weisen die Länder, die sich derzeit in einer vergleichsweise besseren Position befinden, eine höhere Dynamik auf. Im April und Mai lag der Index für die Bauproduktion im Euroraum im Schnitt 2,0 % über seinem Durchschnittswert des ersten Quartals 2021. Dahinter verbirgt sich ein Anstieg der Bauproduktion in Deutschland, Italien und den Niederlanden. In Frankreich und Spanien war indes ein Rückgang zu verzeichnen, der in erster Linie auf die verschärften Pandemiemaßnahmen in Frankreich sowie nachfrageseitige Beschränkungen in Frankreich und Spanien zurückzuführen war. Gleichzeitig übertraf der EMI für die Produktion im Baugewerbe im zweiten Quartal 2021 im Schnitt die Wachstumsschwelle, und der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für das Baugewerbe verbesserte sich im selben Zeitraum weiter. Zugleich übten Lieferengpässe jedoch einen Aufwärtsdruck auf die Baupreise aus. Grund für diese Engpässe war ein Mangel an Rohstoffen angesichts einer lebhaften Nachfrage nach neuen Bauprojekten im Eurogebiet und in anderen Regionen. Im Verbund mit einem Wiederaufleben der Pandemie infolge neuer Virusvarianten könnten die anhaltenden Lieferengpässe die Erholung im Wohnungsbau in einigen Ländern des Euroraums beeinträchtigen.

Die Erholung des Handels im Euro-Währungsgebiet hat zum Ende des ersten Quartals wieder an Dynamik gewonnen. Nach einem stetigen Anstieg der Wachstumsraten in der zweiten Jahreshälfte 2020 schwächte sich die Erholung der Exporte von Waren und Dienstleistungen des Euroraums in den ersten drei Monaten des Jahres 2021 ab. Die Ausfuhren erhöhten sich im Vorquartalsvergleich um 0,6 %. Gebremst wurde die Entwicklung weiterhin durch Engpässe im Seetransport und bei den Vorleistungsgütern. Positive Beiträge zum Wachstum der Warenausfuhren in Länder außerhalb des Eurogebiets gingen im März in erster Linie von Asien aus. Mit Blick auf die sektorale Entwicklung zeigt sich ein Wachstumsrückgang in allen Kategorien mit Ausnahme der Investitionsgüter. Lange Lieferzeiten für Endprodukte des verarbeitenden Gewerbes (z. B. Pkws) und steigende Frachtsätze belasteten zusammen mit Engpässen bei Vorleistungsgütern (wie etwa chemischen Erzeugnissen, Holz, Kunststoffen, Metallen und Halbleitern) die Entwicklung der Warenexporte des Euroraums. Auftragsbezogene zukunftsgerichtete Indikatoren für die Warenausfuhren deuten nach der Wachstumserholung am Ende des ersten Quartals auf eine leichte Abschwächung der Dynamik im zweiten Quartal hin. Demgegenüber erreichte der Vorlaufindikator für den Auftragseingang im Exportgeschäft des Dienstleistungssektors seinen höchsten Stand seit Pandemiebeginn. Frühbuchungen im Tourismussektor und der internationale Flugverkehr lassen darauf schließen, dass die Belegung im zweiten Quartal stärker ausfiel als im entsprechenden Vorjahreszeitraum. Die Einfuhren stagnierten im ersten Quartal 2021 (+0,1 % gegenüber dem Vorquartal) und dürften in den kommenden Quartalen von der Erholung der Binnennachfrage getragen werden.

Über die kurze Frist hinaus sollte die Wirtschaft des Eurogebiets – weiterhin gestützt durch die geld- und finanzpolitischen Maßnahmen – kontinuierlich Fahrt aufnehmen. Die rasche Ausbreitung von Coronavirus-Mutationen ist ein wesentlicher Risikofaktor für das Wiederanlaufen der Wirtschaft. Angesichts der anhaltenden Fortschritte bei den Impfkampagnen und der zahlreichen Erfahrungen

der privaten Haushalte und Unternehmen im Umgang mit gezielten Lockdown-Maßnahmen verringert sich jedoch die Wahrscheinlichkeit einer signifikant negativen Entwicklung. Gestützt wird die Erholung durch die umfangreichen finanzpolitischen Maßnahmen – darunter das Hilfspaket „Next Generation EU“ – sowie durch eine steigende Auslandsnachfrage. Durch geldpolitische, finanzpolitische und makroprudenzielle Maßnahmen dürfte es zudem gelingen, weitreichende finanzielle Verstärkungseffekte zu verhindern und die wirtschaftlichen Langzeitschäden der Krise zu begrenzen. Die Ergebnisse des aktuellen, Anfang Juli von der EZB durchgeführten [Survey of Professional Forecasters](#) zeigen, dass die Wachstumsprognosen für das BIP gegenüber der vorangegangenen Umfrage von Anfang April für 2021 und 2022 deutlich und für 2023 in geringerem Umfang nach oben korrigiert wurden.

4 Preise und Kosten

Der Veröffentlichung von Eurostat vom 16. Juli 2021 zufolge ist die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI im Euro-Währungsgebiet leicht gesunken, und zwar von 2,0 % im Mai auf 1,9 % im Juni. Die Inflation dürfte in den nächsten Monaten allerdings wieder steigen, vor allem aufgrund der Basiseffekte im Zusammenhang mit der zeitlich befristeten Mehrwertsteuersenkung in Deutschland. Der zugrunde liegende Preisdruck wird im laufenden Jahr wegen vorübergehender Angebotsengpässe und der sich erholenden Binnennachfrage voraussichtlich etwas zunehmen. Insgesamt dürfte der Preisdruck jedoch verhalten bleiben, was unter anderem auf den niedrigen Lohndruck vor dem Hintergrund der erheblichen wirtschaftlichen Unterauslastung und auf die Effekte der zurückliegenden Euro-Aufwertung zurückzuführen ist. Für den Jahresbeginn 2022 wird ein erneuter Inflationsrückgang erwartet, da der Effekt temporärer Faktoren schwindet. Sobald der Einfluss der Pandemie nachlässt, sollte der Abbau der hohen Unterauslastung, unterstützt durch akkommodierende geld- und finanzpolitische Maßnahmen, mittelfristig zu einem allmählichen Anstieg der zugrunde liegenden Inflation beitragen. Die marktbasierenden Messgrößen des längerfristigen Inflationsausgleichs waren weitgehend unverändert, während sich die jüngsten umfragegestützten Indikatoren erhöhten.

Die jährliche am HVPI gemessene Teuerung war im Juni leicht rückläufig, nachdem sie zu Jahresbeginn kontinuierlich zugenommen hatte. Diese

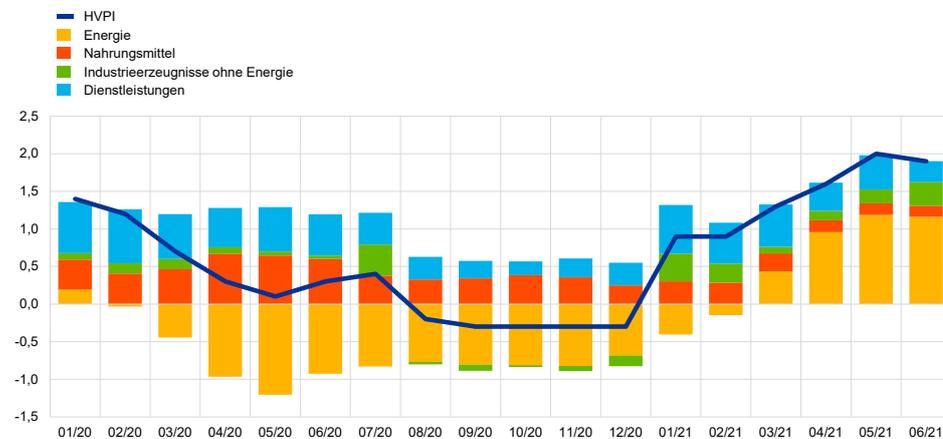
Messgröße fiel von 2,0 % im Mai auf 1,9 % im Juni (siehe Abbildung 7). Die HVPI-Inflationsrate für Energie war mit 12,6 % unverändert hoch, wobei ihr Anteil an der Gesamtinflation im Juni bei 1,2 Prozentpunkten lag.³ Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet hat sich die Teuerung nach dem HVPI von 1,0 % im Mai auf 0,9 % im Juni leicht verringert. Der Preisauftrieb bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie hat sich im Mai und Juni weiter verstärkt, während er bei den Dienstleistungen im Juni gesunken ist. Der Anteil imputierter Preise im HVPI ist im Juni deutlich gesunken, wodurch sich die Unsicherheit verringerte, mit der die von ihnen ausgehende Signalwirkung für den zugrunde liegenden Preisdruck behaftet ist.⁴

³ Siehe auch: EZB, [Einfluss von Basiseffekten und Steuern auf den jüngsten Verlauf der Energiepreis-inflation](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 3/21, Mai 2021.

⁴ Der Anteil imputierter Preise für HVPI-Positionen lag im Juni bei 4 %, verglichen mit 13 % im Januar. Beim HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel sank dieser Anteil im selben Zeitraum von 18 % auf 5 %.

Abbildung 7 Gesamtinflation und Beiträge der Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



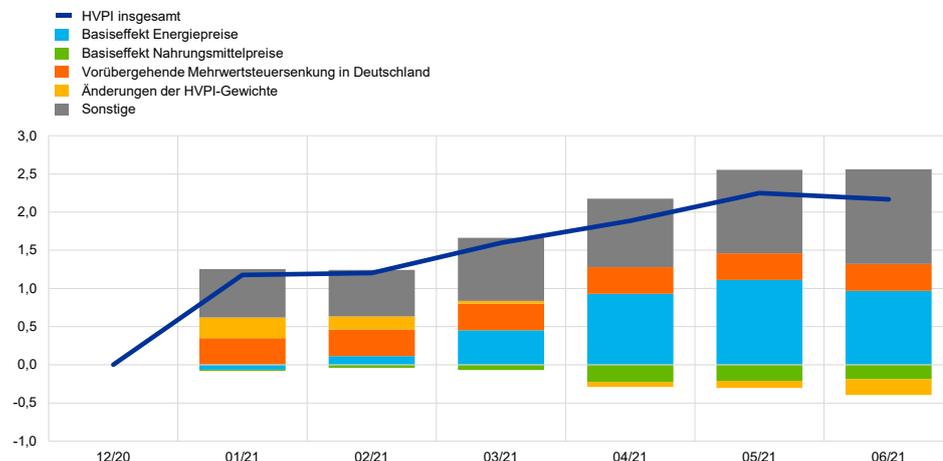
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2021.

Neben Faktoren im Zusammenhang mit Basiseffekten bei der Teuerung von Energie wurde die Gesamtinflation weiterhin auch durch andere temporäre Faktoren beeinflusst. Von den Anpassungen der HVPI-Gewichte im Jahr 2021 ging im Januar ein Aufwärtseffekt auf die Teuerung aus, der sich in den beiden Folgemonaten abschwächte und im April ins Negative kehrte. Im Juni trug der Gewichtungseffekt rund -0,2 Prozentpunkte zur Gesamtinflation bei (siehe Abbildung 8). Bei Zugrundelegung von kontrafaktischen Berechnungen mit Gewichten aus dem Jahr 2020 wären sowohl die Gesamtinflation als auch die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel von Mai bis Juni unverändert gewesen. Gewichtungseffekte dürften in den kommenden Monaten für eine gewisse Volatilität sorgen. Auch Kalendereffekte hatten in den letzten Monaten Einfluss auf die Teuerungsraten. So erhöhte sich beispielsweise der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen im Mai auf 1,1 % und sank anschließend auf 0,7 %, wofür unter anderem die Lage des Osterfestes und anderer Feiertage in diesem Zeitraum verantwortlich war. Zugleich ging von Änderungen hinsichtlich des Termins und der Dauer der Schlussverkäufe in Ladengeschäften im Juni ein kräftiger Aufwärtseffekt auf die Inflationsrate bei Industrieerzeugnissen ohne Energie aus. Die entsprechende Rate stieg von 0,7 % im Mai auf 1,2 % und lag damit deutlich über ihrem langfristigen Durchschnitt von 0,6 %. Etwa zwei Drittel des von Mai bis Juni verzeichneten Anstiegs der Teuerung bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie war auf die höheren Preise für Schuhe und Bekleidung zurückzuführen.

Abbildung 8

Beiträge der Basiseffekte und anderer temporärer Faktoren zur Veränderung der jährlichen HVPI-Inflation seit Dezember 2020

(Veränderung in Prozentpunkten; Beiträge)



Quellen: Eurostat, Deutsche Bundesbank und EZB-Berechnungen.

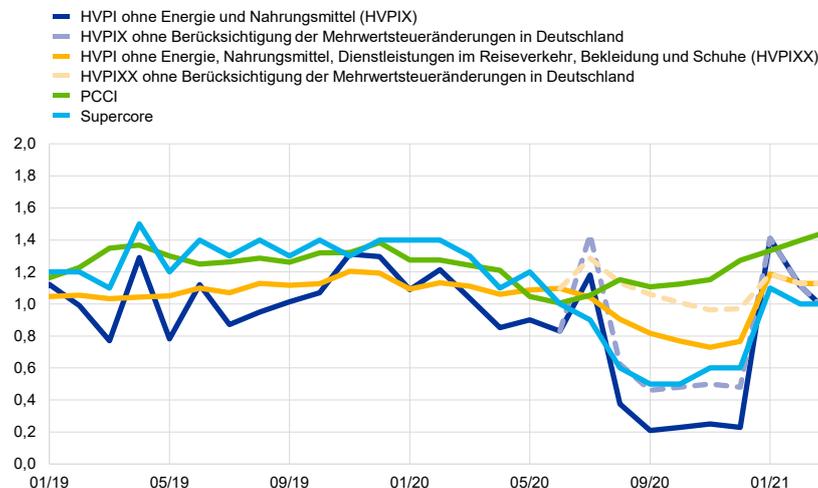
Anmerkung: Der von der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland ausgehende Beitrag basiert auf Schätzungen der Deutschen Bundesbank im Monatsbericht vom November 2020. Alle Effekte sind ab Dezember 2020 unter Heranziehung dieses Monats als Bezugsgröße kumuliert. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2021.

Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation deuteten überwiegend auf einen leichten Anstieg im Juni hin. Die Teuerung ohne Energie, Nahrungsmittel, Bekleidung, Schuhe und Dienstleistungen im Reiseverkehr setzte ihren seit Februar beobachteten Aufwärtstrend fort und lag im Juni bei 1,4 %. Was die anderen Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation anbelangt, so stieg der Supercore-Indikator von 0,8 % im Mai auf 1,0 % im Juni, während die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) mit 1,4 % im Großen und Ganzen stabil blieb.

Abbildung 9

Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2021.

Der Preisdruck bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie hat sich in den letzten Monaten vor allem auf den vorgelagerten Stufen der Preissetzungskette weiter erhöht.

Die Änderungsrate der Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter betrug im Mai 9,2 % und lag damit 2,3 Prozentpunkte über ihrem Wert vom April und 4,8 Prozentpunkte über jenem vom März. Auch die Teuerungsrate der Einfuhrpreise für Vorleistungsgüter erhöhte sich weiterhin beträchtlich, und zwar von 4,7 % im März und 7,7 % im April auf 9,8 % im Mai. Verursacht wurde dieser Kostendruck auf die Vorleistungsgüter durch die sprunghaft steigenden Rohstoffpreise, die erhebliche Zunahme der Frachtkosten und ein unzureichendes Angebot an bestimmten Rohstoffen und Zwischenprodukten. Auf den nachgelagerten Stufen der Preissetzungskette macht sich dieser Druck zwar weniger stark bemerkbar, aber die Änderungsrate der inländischen Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel erhöhte sich weiter von 1,1 % im April auf 1,3 % im Mai und überstieg ihren langfristigen Durchschnittswert von 0,6 % damit deutlich. Der von den inländischen Erzeugerpreisen ausgehende Einfluss auf die Teuerung bei Konsumgütern wird zum Teil durch negative Vorjahresraten der Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel begrenzt (-0,8 % im Mai nach -0,7 % im April). Diese Preise entwickeln sich infolge der zurückliegenden Aufwertung des Euro nach wie vor verhalten. Zwar mag der seit Herbst 2020 verzeichnete Anstieg der Vorleistungskosten bereits einen gewissen Beitrag zum höheren Preisauftrieb bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie geleistet haben, doch ist für die kommenden Monate damit zu rechnen, dass die aktuelle Kostenentwicklung bei den Vorleistungsgütern hier einen zusätzlichen Aufwärtsdruck ausüben wird.⁵ Wann und in welchem Umfang dies allerdings auf die Teuerung bei Industrieerzeugnissen ohne Energie durchwirkt, wird davon abhängen, inwieweit sich die globalen Kostenschocks bei den Vorleistungen in den kommenden Quartalen als dauerhaft erweisen.

Der Lohndruck im Euro-Währungsgebiet blieb niedrig. Auch wenn die meisten Lohnindikatoren nach wie vor unter dem Einfluss der seit Ausbruch der Pandemie eingeführten Kurzarbeitsregelungen stehen, deuten die jüngsten aus Lohnindikatoren hervorgehenden Informationen doch insgesamt für den Euroraum auf moderate Lohnzuwächse hin. Das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer, das im Schlussquartal 2020 bei 1,0 % gelegen hatte, erhöhte sich im ersten Jahresviertel 2021 auf 1,9 % und lag damit in der Nähe seines langfristigen (seit 1999 gemessenen) Durchschnittswerts von 2,0 %. Dieser Anstieg war sektorübergreifend breit angelegt und schloss auch das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor mit ein. Angesichts des Einflusses, den die Programme zur Arbeitsplatzsicherung auf das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer ausüben, muss das Ergebnis jedoch mit einer gewissen Vorsicht interpretiert werden. So war das jährliche Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Stunde mit 3,2 % im ersten Quartal 2021 gegenüber 5,2 % im vorangegangenen Jahresviertel rückläufig. Darin spiegelte sich der Anstieg der geleisteten Arbeitsstunden infolge der geringeren Inanspruchnahme von Kurzarbeitsregelungen wider. Das Wachstum der Tarifverdienste, auf die sich die Kurzarbeitsregelungen weniger stark auswirken, sank von 2,0 % im vierten Quartal 2020 auf 1,4 % im ersten Quartal 2021, was darauf

⁵ Eine detailliertere Betrachtung der aktuellen und künftigen Entwicklung des Preisdrucks und seines Einflusses auf den HVPI für Industrieerzeugnisse ohne Energie findet sich in Kasten 7 der vorliegenden Ausgabe des Wirtschaftsberichts.

hindeutet, dass die zugrunde liegende Lohndynamik weiterhin verhalten ist. Dies entspricht auch den wesentlichen Erkenntnissen aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen, die moderate Lohnaussichten signalisierten.⁶

Der am BIP-Deflator gemessene Preisauftrieb auf der Erzeugerebene nahm im ersten Quartal 2021 zu. Die Jahresänderungsrate des BIP-Deflators stieg im ersten Jahresviertel 2021 auf 1,5 % nach 1,3 % im Vorquartal. Verantwortlich hierfür waren in erster Linie positive Beiträge der Gewinnmargen, die im letzten Jahr noch negativ ausgefallen waren. Im Gegensatz dazu schwächte sich der Anstieg der Lohnstückkosten ab, da das positive Wachstum der Arbeitsproduktivität den Zuwachs beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer überwog. Da staatliche Hilfsmaßnahmen in einigen Fällen als Subventionen verbucht werden, wirkte sich die Komponente „Steuern abzüglich Subventionen“ (in Abbildung 10 durch die „indirekten Nettosteuern“ dargestellt) dämpfend auf das Wachstum des BIP-Deflators aus.

Abbildung 10
Beiträge der Komponenten des BIP-Deflators

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Gewinnmargen werden berechnet als Differenz zwischen dem BIP-Deflator und der Summe der Steuern je Produktionseinheit sowie der Lohnstückkosten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2021.

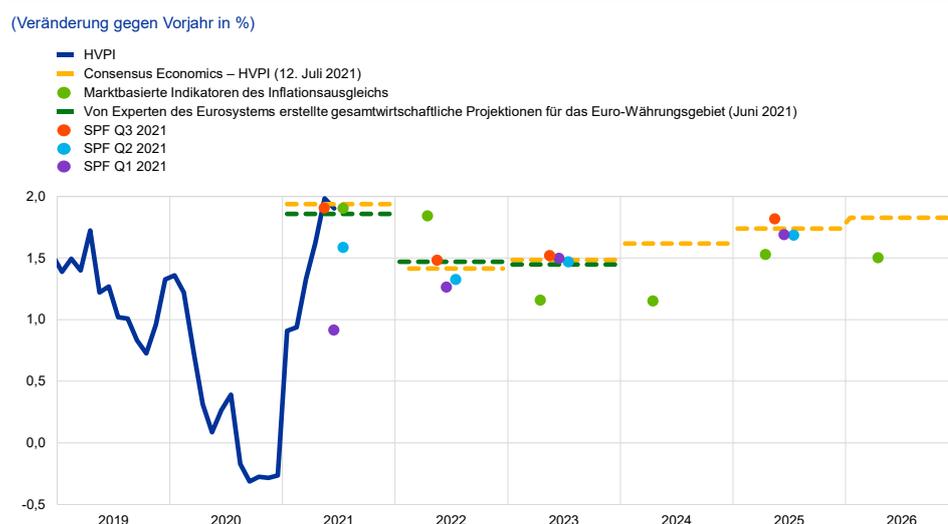
Die marktbasieren Indikatoren des Inflationsausgleichs haben sich kaum verändert, während die umfragebasierten Messgrößen sowohl der kürzer- als auch der längerfristigen Inflationserwartungen nach oben korrigiert wurden.

Der Aufwärtstrend bei den kürzer- wie auch den längerfristigen marktbasieren Indikatoren des Inflationsausgleichs, der von Ende 2020 bis Mai 2021 zu beobachten war, ist kürzlich zum Stillstand gekommen. Dies entspricht der Entwicklung in den Vereinigten Staaten. Dort tendierten die marktbasieren Indikatoren des Inflationsausgleichs mehrere Monate lang nach oben, bevor sie sich zuletzt seitwärts entwickelten. Der wichtigste inflationsindexierte Termin-Swapsatz, der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren, liegt aktuell bei 1,59 % und weist damit ein um 2 Basispunkte höheres Niveau auf als zu Beginn des Betrachtungszeitraums. Bei den umfragebasierten Indikatoren meldete Consensus

⁶ Eine umfassende Übersicht über den jüngsten Dialog mit nichtfinanziellen Unternehmen findet sich in Kasten 5 der vorliegenden Ausgabe des Wirtschaftsberichts.

Economics Aufwärtskorrekturen der Inflationserwartungen für 2021 (auf 1,9 %), für 2022 (auf 1,4 %) und für 2023 (auf 1,5 %). Die Aussichten für die längerfristigen Erwartungen wurden für 2026 auf 1,8 % geschätzt. Dies steht im Großen und Ganzen im Einklang mit dem aktuellen [Survey of Professional Forecasters \(SPF\)](#) der EZB, in dem die Inflationserwartungen ebenfalls über alle Zeithorizonte hinweg nach oben revidiert wurden.

Abbildung 11
Umfrage- und marktbasierende Indikatoren der Inflationserwartungen



Quellen: Eurostat, Thomson Reuters, Consensus Economics, EZB (SPF) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Zeitreihe der marktbasierenden Indikatoren des Inflationsausgleichs basiert auf der einjährigen Kassa-Inflationsrate und dem einjährigen Terminalsatz in einem Jahr, dem einjährigen Terminalsatz in zwei Jahren, dem einjährigen Terminalsatz in drei Jahren und dem einjährigen Terminalsatz in vier Jahren. Die jüngsten Angaben zu den marktbasierenden Indikatoren des Inflationsausgleichs beziehen sich auf den 21. Juli 2021.

Bei der Steigerungsrate der Wohnimmobilienpreise ist seit 2015 ein Aufwärtstrend zu beobachten, und die Rate hat sich im ersten Quartal 2021 erhöht. Dem von der EZB erstellten Preisindikator für Wohnimmobilien zufolge sind die Preise für Häuser und Wohnungen im Euroraum im ersten Jahresviertel 2021 gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum um 6,2 % gestiegen, verglichen mit 6,0 % im ersten Quartal 2020. Damit weisen sie den stärksten Anstieg seit Mitte 2007 auf. Die Dynamik der Wohnimmobilienpreise erwies sich länderübergreifend weiterhin als widerstandsfähig.⁷

⁷ Zur Entwicklung der Wohnimmobilienpreise siehe auch EZB, [Entwicklung der Wohnimmobilienpreise im Euro-Währungsgebiet während der Covid-19-Pandemie](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 4/2021, Juni 2021.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

Im Mai 2021 normalisierte sich die Geldschöpfung im Euro-Währungsgebiet weiter, da sich die Geld- und Kreditströme angesichts der sich verbessernden Lage in Bezug auf die Corona-Pandemie (Covid-19) abschwächten. Während sich das Tempo verringerte, mit dem private Haushalte und Unternehmen ihre Einlagen aufstockten, blieben die Ankäufe von Vermögenswerten durch das Eurosystem weiterhin die Hauptquelle der Geldschöpfung. Das Wachstum der Buchkredite an den privaten Sektor kehrte auf das vor der Pandemie verzeichnete Niveau zurück. Verantwortlich hierfür war eine Verlangsamung der Kreditvergabe an Unternehmen. Der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet zufolge blieben die Richtlinien für Darlehen an Unternehmen und private Haushalte im zweiten Quartal 2021 weitgehend unverändert, während sich die Kreditnachfrage in beiden Sektoren erhöhte.

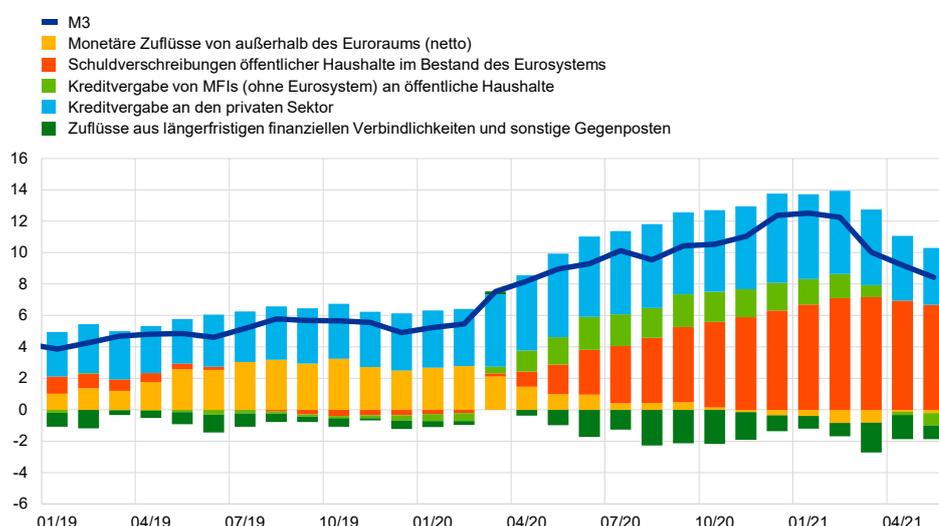
Im Mai schwächte sich das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 abermals ab. Die Jahreswachstumsrate von M3 sank nach einer lokalen Spitze von 12,5 % im Januar 2021 auf 9,2 % im April und weiter auf 8,4 % im Mai (siehe Abbildung 12). Hinter dieser Entwicklung verbirgt sich ein erheblicher negativer Basiseffekt, der mit dem außergewöhnlich hohen Liquiditätsbedarf von Unternehmen und privaten Haushalten zu Beginn der Pandemie Anfang 2020 zusammenhängt. Die kürzerfristige Dynamik der weit gefassten Geldmenge deutet darauf hin, dass das Tempo der Geldschöpfung vor dem Hintergrund der geldpolitischen, fiskalischen und aufsichtlichen Stützungsmaßnahmen robust ist. Haupttriebfeder des M3-Wachstums war das eng gefasste Geldmengenaggregat M1, das die liquidesten Komponenten von M3 umfasst. Nachdem die jährliche Zuwachsrate von M1 im Januar 2021 mit 16,5 % einen Höchststand erreicht hatte, verringerte sie sich auf 12,3 % im April und 11,6 % im Mai, da sich die Einlagenbildung der Unternehmen und der Privathaushalte weiter normalisierte. Der Beitrag der sonstigen kurzfristigen Einlagen zum M3-Wachstum kehrte sich im Mai im Einklang mit dem sich aufhellenden Verbrauchervertrauen und den steigenden Konsumausgaben ins Negative. Vor dem Hintergrund der niedrigen Zinssätze und der Suche der Investoren nach Rendite fiel der Beitrag der marktfähigen Finanzinstrumente zum jährlichen M3-Wachstum geringfügig positiv aus.

Die Geldschöpfung wurde weiterhin von den Ankaufprogrammen des Eurosystems bestimmt. Wie bereits in den Vormonaten leistete der Nettoerwerb von Schuldverschreibungen öffentlicher Haushalte durch das Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) den größten Beitrag zum M3-Wachstum (siehe die roten Balkenabschnitte in Abbildung 12). Auch von der Kreditvergabe an den privaten Sektor gingen positive Impulse für das M3-Wachstum aus (siehe die blauen Balkenabschnitte in Abbildung 12). Wie bereits vor Pandemiebeginn war der Wachstumsbeitrag der Kreditvergabe der Banken an öffentliche Haushalte marginal negativ (siehe die hellgrünen Balkenabschnitte in Abbildung 12). Ursächlich hierfür waren Nettoverkäufe von Staatsanleihen und eine geringere Emission von Staatsanleihen. Die monetären Zuflüsse von außerhalb des Euroraums (netto) wirkten sich mehr oder minder neutral auf die Geldschöpfung aus, da Gebietsfremde

per saldo Staatstitel veräußerten und Gebietsansässige ihre Auslandsanlagen ausweiteten (siehe die gelben Balkenabschnitte in Abbildung 12). Die längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten und die sonstigen Gegenposten trugen erneut negativ zum Wachstum der weit gefassten Geldmenge bei (siehe die dunkelgrünen Balkenabschnitte in Abbildung 12). Hierfür war im Wesentlichen die Entwicklung bei den sonstigen Gegenposten verantwortlich. Die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) leisteten einen kleinen positiven Beitrag zum M3-Wachstum, denn die Banken schichteten aufgrund der günstigen Bedingungen dieser Geschäfte weiterhin längerfristige Verbindlichkeiten in GLRGs um.

Abbildung 12 M3 und Gegenposten

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



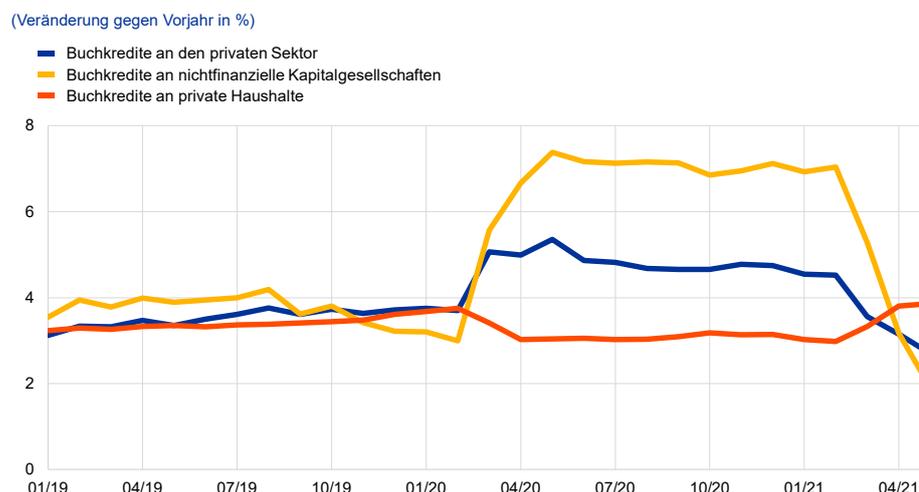
Quelle: EZB.

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

Das Wachstum der Buchkreditvergabe an den privaten Sektor verlangsamte sich im Mai 2021 abermals. Es verringerte sich von 3,2 % im April auf 2,7 % im Mai, was auf die Ausreichungen an Unternehmen zurückzuführen war (siehe Abbildung 13). Die jährliche Zuwachsrates der Unternehmenskredite sank von 3,2 % im April auf 1,9 % im Mai, nachdem sie sich in den früheren Phasen der Pandemie um 7 % bewegt hatte. Diese Entwicklung fiel mit einer Erholung der Vertrauensindikatoren und der Konjunktur zusammen, was darauf schließen lässt, dass sich die Einnahmen der Unternehmen allmählich erholen und dadurch die ohnehin großen Liquiditätspolster im Unternehmenssektor weiter zunehmen. Im geringeren Wachstum der Unternehmenskreditvergabe spiegelt sich auch ein Basiseffekt wider, da die umfangreichen Darlehen an Unternehmen, die in der Anfangsphase der Pandemie ausgereicht wurden, aus der Berechnung der Jahreswachstumsrate herausfielen. Unterdessen erhöhte sich die jährliche Zuwachsrates der Buchkredite an private Haushalte im Mai leicht auf 3,9 % und stabilisierte sich auf einem höheren Niveau als vor der Pandemie. Maßgeblich war dabei vor allem die Dynamik der

Hypothekarkredite. Das Wachstum der Konsumentenkredite blieb indes trotz des sich verbessernden Verbrauchervertrauens schwach, was mit der Ersparnisbildung in der Pandemie zusammenhängen dürfte.

Abbildung 13
Buchkredite an den privaten Sektor



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

Aus der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Juli 2021 geht hervor, dass die Richtlinien für Kredite an Unternehmen und private Haushalte im zweiten Quartal 2021 weitgehend unverändert geblieben sind (siehe Abbildung 14). Im zweiten Halbjahr 2020 hatten sie sich per saldo deutlich verschärft, und im ersten Quartal 2021 waren sie für Unternehmen noch etwas weiter gestrafft worden. Die jüngste Entwicklung spiegelt eine allgemeine Verbesserung der Wirtschaftslage im Euroraum im Zuge der Aufhebung der Maßnahmen zur Eindämmung der Corona-Pandemie und der anhaltenden Unterstützung durch die Geld- und Fiskalpolitik und die Aufsichtsbehörden wider. Im ersten Halbjahr 2021 wirkten sich die notleidenden Kredite in den Bilanzen der Banken (d. h. ihre NPL-Quoten) leicht verschärfend auf die Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten aus und hatten einen mehr oder weniger neutralen Einfluss auf die Kredite an Privathaushalte. Die Banken gaben an, dass die im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie gewährten staatlichen Garantien (und Bürgschaften) wichtig gewesen seien, um die Kreditbedingungen für Unternehmen zu stützen. Die Refinanzierungskosten der Banken und ihre Bilanzsituation hatten einen weitgehend neutralen Effekt auf die Kreditrichtlinien. Hierin spiegelten sich die soliden Kapitalquoten und die günstigen Finanzierungskosten wider. Nachdem die Risikoeinschätzung zuletzt aufgrund der Wahrnehmung eines erhöhten Kreditrisikos deutlich in Richtung einer Verschärfung der Kreditrichtlinien gewirkt hatte, übte sie im zweiten Quartal in Bezug auf Unternehmenskredite einen neutralen Einfluss aus und führte bei den Wohnungsbaukrediten per saldo sogar zu einer leichten Lockerung der Richtlinien. Für das dritte Quartal 2021 erwarten die Banken im Euroraum insgesamt eine leichte Verschärfung der

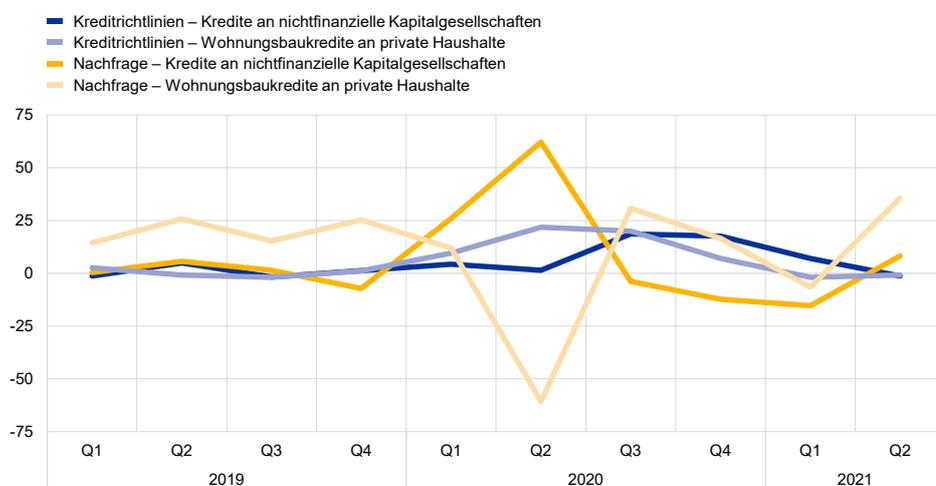
Kreditrichtlinien für Ausleihungen an Unternehmen und weitgehend stabile Vergaberichtlinien bei den Krediten an private Haushalte.

Der Umfrage zufolge erhöhte sich die Kreditnachfrage der Unternehmen und privaten Haushalte im zweiten Quartal 2021, und erstmals seit dem dritten Jahresviertel 2019 leistete der Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen einen positiven Beitrag zur Kreditnachfrage der Unternehmen. Ausschlaggebend hierfür waren das allgemein niedrige Zinsniveau, verbesserte Konjunkturaussichten sowie die politischen Maßnahmen zur Steigerung der Kreditvergabe an Unternehmen und Privathaushalte. Dagegen blieb der Finanzierungsbedarf für Betriebskapital den Banken zufolge unverändert, was mit den umfangreichen Liquiditätspolstern und steigenden Einnahmen der Unternehmen im Einklang steht. Die Kreditnachfrage der privaten Haushalte wurde durch die Erholung des Verbrauchervertrauens, die besseren Aussichten am Wohnimmobilienmarkt und die höheren Ausgaben für Gebrauchsgüter begünstigt. Für das dritte Quartal 2021 rechnen die Banken mit einer weiter zunehmenden Kreditnachfrage der Unternehmen und der privaten Haushalte.

Abbildung 14

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

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



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

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

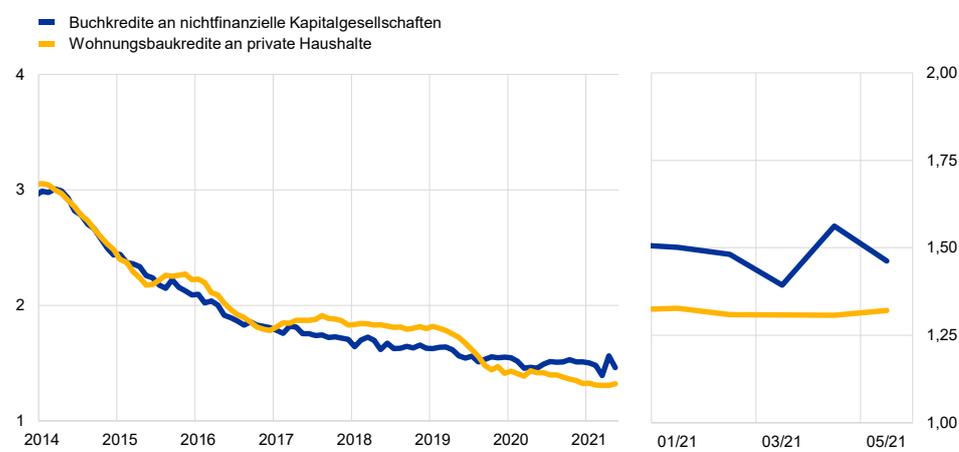
Die Kreditzinsen der Banken lagen nach wie vor in der Nähe ihrer historischen Tiefstände. Nachdem die gewichteten Zinssätze für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im April 2021 zeitweilig angestiegen waren, sanken sie im Mai wieder auf 1,46 %, während die gewichteten Zinssätze für Bankdarlehen an private Haushalte mit 1,32 % weitgehend unverändert blieben (siehe Abbildung 15). Der Rückgang der Zinsen für Unternehmenskredite war in weiten Teilen des Euroraums zu beobachten und markiert eine Rückkehr auf das übliche Niveau der vergangenen

zwölf Monate. Zudem vergrößerte sich der Abstand zwischen den Bankkreditzinsen für sehr kleine und für große Kredite kaum. Grund hierfür war in erster Linie der Rückgang der Zinssätze für Großkredite. Trotz der beträchtlichen Unsicherheit bezüglich des längerfristigen Einflusses der Pandemie auf die Wirtschaft haben die Stützungsmaßnahmen der Politik eine breit angelegte Verschärfung der Finanzierungsbedingungen verhindert, die die negativen wirtschaftlichen Auswirkungen der Pandemie noch verstärkt hätte.

Abbildung 15

Gewichtete Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte

(in % p. a.)



Quelle: EZB.

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

Kästen

1 Während der Corona-Pandemie angesammelte Ersparnisse und ihre Auswirkungen auf die globalen Konjunkturaussichten

Maria Grazia Attinasi, Alina Bobasu und Ana-Simona Manu

Im Zuge der Corona-Pandemie (Covid-19) haben die privaten Haushalte in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften umfangreiche Ersparnisse angehäuft, und zwar deutlich mehr als in der Vergangenheit. Aufgrund ihres großen Umfangs haben die seit Anfang 2020 aufgebauten Ersparnisse das Potenzial, die Konjunkturerholung in der Zeit nach der Pandemie maßgeblich zu beeinflussen. Die zentrale Frage dabei ist, ob die privaten Haushalte ihre Ausgaben stark erhöhen werden, sobald die pandemiebedingten Beschränkungen aufgehoben werden und das Verbrauchervertrauen zurückkehrt, oder ob andere Beweggründe (z. B. Vorsichtsmotive, Schuldenabbau) die privaten Haushalte davon abhalten werden, die angehäuften Ersparnisüberschüsse auszugeben. Im vorliegenden Kasten wird eine Gruppe von Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets betrachtet. Aus dieser Betrachtung ergibt sich nach Abwägung der ökonomischen Argumente die Schlussfolgerung, dass überschüssige Ersparnisse mittelfristig wohl nur in begrenztem Umfang durch höhere Konsumausgaben abgebaut werden dürften. Dieses Hauptszenario ist allerdings mit einer erheblichen Unsicherheit behaftet. Deshalb werden zusätzlich zwei Alternativszenarios zur Ersparnisbildung betrachtet und deren Auswirkungen auf die globalen Konjunkturaussichten unter Verwendung des Oxford Global Economic Model beurteilt.

Die Bildung umfangreicher Ersparnisse ist auf die Besonderheiten der Corona-Pandemie und die ergriffenen politischen Maßnahmen zurückzuführen. Im Gegensatz zu früheren Rezessionen reduzierten die Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie die Konsummöglichkeiten deutlich, was einen starken Rückgang des privaten Verbrauchs zur Folge hatte. Die außergewöhnlichen politischen Maßnahmen, die von den Regierungen zur Stützung von Einkommen oder Beschäftigung auf den Weg gebracht wurden und den negativen Effekt auf das persönlich verfügbare Einkommen abfederten (siehe Abbildung A, Grafik a), wirkten dieser Entwicklung teilweise entgegen. Diese beiden Faktoren sorgten im Verbund mit einer hohen Unsicherheit in Bezug auf die künftigen Einkommen und dem Risiko dauerhafter Vernarbungseffekte dafür, dass die privaten Haushalte im Jahr 2020 in einem noch nie dagewesenen Ausmaß sparten, wodurch umfangreiche Ersparnisüberschüsse aufgebaut wurden.

Im Jahr 2020 lagen die akkumulierten Ersparnisse der privaten Haushalte, die in fünf großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften¹ über ihre historischen Vergleichswerte hinaus angesammelt wurden, bei durchschnittlich 6,7 % des BIP und 9,5 % des verfügbaren Einkommens (siehe Abbildung A, Grafik b). Am höchsten waren die akkumulierten Ersparnisse in den Vereinigten Staaten. Dort lagen sie Ende 2020 bei 1,5 Billionen USD bzw. 7,2 % des BIP. Aber auch in anderen Ländern waren die Ersparnisüberschüsse beträchtlich. Die Schätzung des zwischen Anfang und Ende 2020 gebildeten Ersparnisüberschusses erfolgt durch Berechnung der kumulierten Differenz zwischen den realen Ersparnissen und den Ersparnissen in einem kontrafaktischen Szenario, das auf der Annahme beruht, dass die Sparquote über das gesamte Jahr hinweg auf dem Niveau des Vorpandemie-Durchschnitts verharrte. Analog wird im Hauptszenario davon ausgegangen, dass die Ersparnisüberschüsse bis Ende 2023 auf einem ähnlichen Niveau bleiben wie vor Beginn des Jahres 2021. Für die Sparquote wird indes unterstellt, dass sie sich wieder dem Durchschnitt aus der Zeit vor der Pandemie annähert.

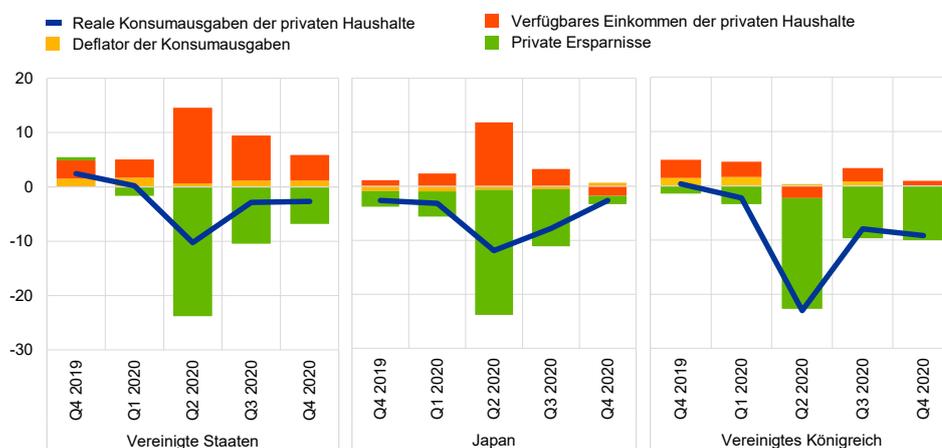
¹ Bei den fünf betrachteten Volkswirtschaften handelt es sich um Australien, Kanada, Japan, das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten.

Abbildung A

Konsumausgaben und Ersparnisüberschüsse der privaten Haushalte

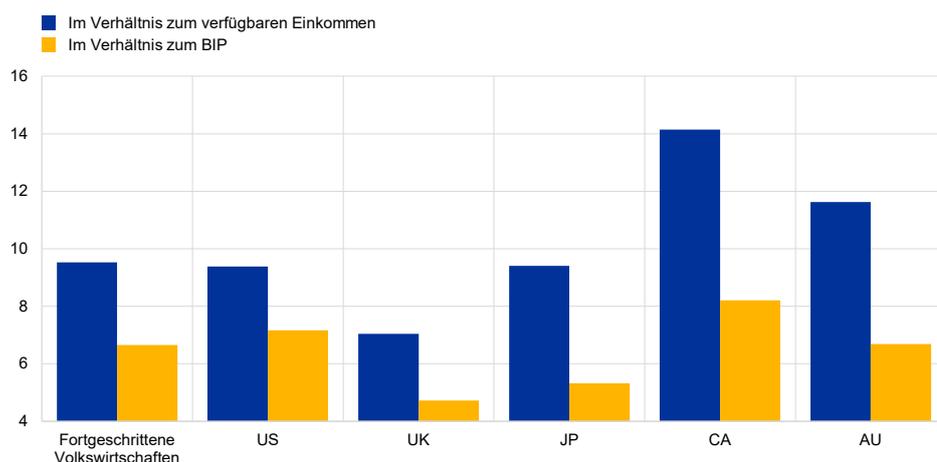
a) Aufschlüsselung der Konsumausgaben der privaten Haushalte

(Veränderung gegen Vorjahr in %; in Prozentpunkten)



b) Ersparnisüberschüsse der privaten Haushalte im vierten Quartal 2020

(in %)



Quellen: Nationale Quellen und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Das Aggregat der fortgeschrittenen Volkswirtschaften wird als gewichteter Durchschnitt der Ersparnisüberschüsse in den fünf Ländern berechnet, die in der Abbildung dargestellt sind. „US“ steht für die Vereinigten Staaten, „UK“ für das Vereinigte Königreich, „JP“ für Japan, „CA“ für Kanada und „AU“ für Australien.

Verschiedene Argumente sprechen für das Hauptszenario, in dem davon ausgegangen wird, dass die privaten Haushalte die angesammelten Ersparnisüberschüsse größtenteils beibehalten werden, statt sie für den Kauf von Konsumgütern zu verwenden. Diese Argumente werden im Folgenden kurz erörtert. Anschließend werden die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen von zwei Alternativszenarios zur Ersparnisbildung dargestellt.

Erstens häuften vor allem Haushalte mit hohem Einkommen im Verlauf der Pandemie Ersparnisse an; diese haben im Vergleich zu Haushalten mit niedrigem Einkommen eine geringere marginale Neigung, Konsumausgaben aus dem Einkommen oder Vermögen zu finanzieren.² Für das Vereinigte Königreich zeigen Umfragedaten beispielsweise, dass Haushalte mit hohem Einkommen ihre Ersparnisse während der Pandemie aufstockten. Bei Haushalten mit geringem oder mittlerem Einkommen fielen die Ersparnisse dagegen geringer aus oder wurden sogar abgebaut. Auch in den Vereinigten Staaten gibt es Belege dafür, dass die Verteilung der Ersparnisüberschüsse über die Einkommensgruppen erheblich in Richtung der Haushalte mit hohem Einkommen verschoben ist und dass diese Ersparnisse zumeist in liquider Form (d. h. Bargeld und Einlagen) gehalten werden (siehe Abbildung B, beide Grafiken). Ein ähnliches Bild zeigt sich für das Eurogebiet. Hier entfielen die im Verlauf der Pandemie akkumulierten Ersparnisse in erster Linie auf ältere und einkommensstärkere Haushalte (siehe hierzu auch Kasten 4 in der vorliegenden Ausgabe des Wirtschaftsberichts). In Japan deuten die verfügbaren Daten ebenfalls darauf hin, dass vor allem die Haushalte mit mittlerem und hohem Einkommen Ersparnisse angehäuft haben. Generell dürften einkommensstarke Haushalte während der Pandemie mehr Ersparnisse gebildet haben, da sie in geringerem Maße von Einkommensverlusten betroffen waren als einkommensschwache Haushalte und ihr Warenkorb tendenziell einen höheren Anteil jener Dienstleistungen aufweist, deren Verfügbarkeit im Lockdown am stärksten eingeschränkt war. So zeigen die Daten beispielsweise, dass die Haushalte im Vereinigten Königreich, die im obersten Einkommensdezil liegen, vor der Pandemie fast 40 % ihrer Ausgaben für Dienstleistungen wie Beförderung, Freizeit, Hotels und Restaurants verwendeten.³

² Siehe beispielsweise J. D. Fisher, D. S. Johnson, T. M. Smeeding und J. P. Thompson, [Estimating the marginal propensity to consume using the distributions of income, consumption, and wealth](#), *Journal of Macroeconomics*, Bd. 65, 2020.

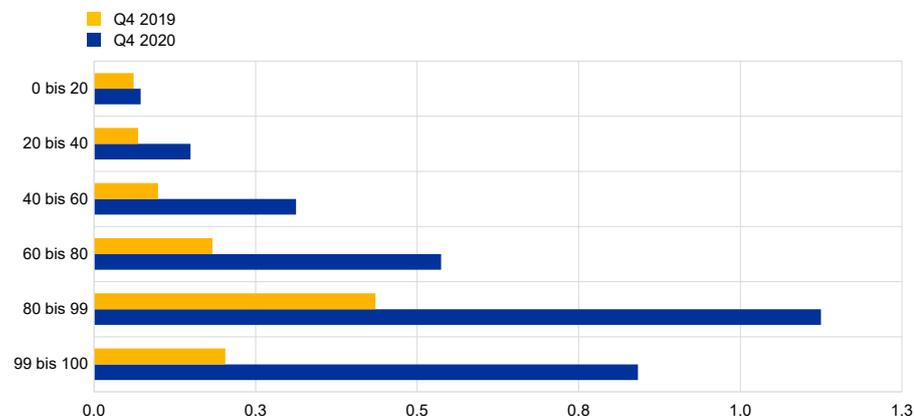
³ Siehe Tabelle 3.2 im Datensatz: [Family spending workbook 1: detailed expenditure and trends](#), Office for National Statistics, 2021.

Abbildung B

Finanzielle Vermögenswerte und Verbindlichkeiten der privaten Haushalte

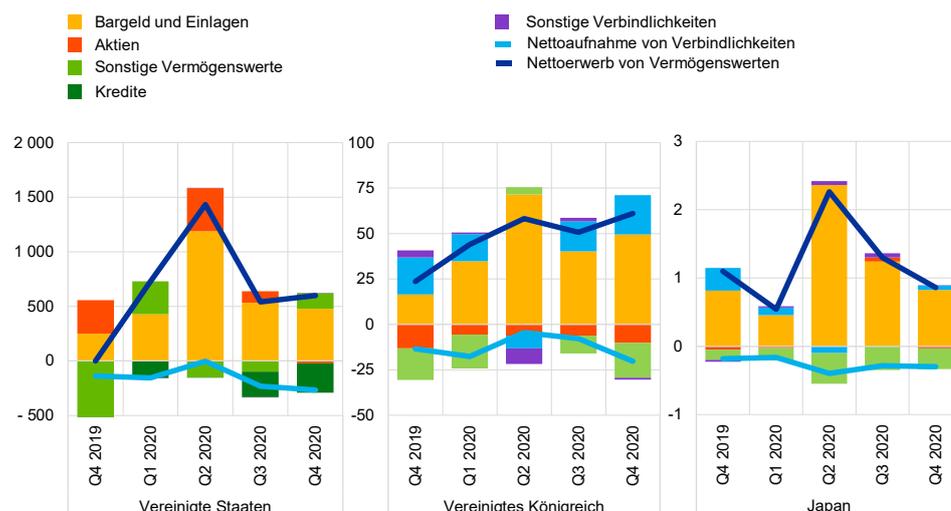
a) Scheckfähige Einlagen und Bargeld nach Einkommensquintilen in den USA

(in Billionen USD; Perzentile)



b) Finanzielle Vermögenswerte und Verbindlichkeiten der privaten Haushalte

(in Mrd USD; in Mrd GBP; in Billionen JPY)



Quellen: US Federal Reserve System (Grafik a); nationale Quellen und EZB-Berechnungen (Grafik b).

Zweitens verwenden die privaten Haushalte möglicherweise einen Teil der aufgelaufenen Ersparnisse zur Schuldentilgung oder Vermögensanlage.

In der Finanzierungsrechnung schlug sich die Bildung umfangreicher Ersparnisse in einem starken Anstieg der Bankeinlagen privater Haushalte während der Lockdowns nieder. Bis Ende 2020 war lediglich ein kleiner Teil dieser Ersparnisse genutzt worden, um Schulden zu tilgen oder Vermögenswerte wie Aktien zu erwerben (siehe Abbildung B, Grafik b). Diese Liquiditätspräferenz könnte zum Teil ein hohes Maß an Unsicherheit unter den privaten Haushalten widerspiegeln. Hinzu kamen die fehlenden Konsummöglichkeiten aufgrund der fortbestehenden pandemiebedingten Beschränkungen. Sobald die Unsicherheit nachlässt, könnten Ersparnisse verstärkt in die Vermögensanlage fließen oder zur Tilgung von Schulden genutzt werden. In den Vereinigten Staaten zeigt die Umfrage der Federal Reserve Bank of New York zu den Verbrauchererwartungen, dass die Haushalte die ihnen zur Verfügung

gestellten Bürgerschecks wohl größtenteils zur Ersparnisbildung (41 %) und Schuldentilgung (34 %) verwenden, jedoch nur etwa zu 25 % für Konsumausgaben einsetzen werden.⁴ Für das Vereinigte Königreich ergab die von NMG Consulting für das zweite Halbjahr 2020 durchgeführte Umfrage, dass nur 10 % der Haushalte, deren Ersparnisse gestiegen waren, die Absicht hatten, diese auszugeben. Indessen gaben 70 % an, ihre Ersparnisse lieber weiter auf Bankkonten zu halten.⁵ Der Rest der Befragten wollte das Ersparte für die Rückzahlung von Schulden, die Vermögensanlage oder zusätzlich für die Altersvorsorge einsetzen.

Drittens könnten ricardianische Äquivalenzeffekte die Konsumneigung der privaten Haushalte unter sonst gleichen Bedingungen verringern.⁶ Die erheblichen Einkommenshilfen für private Haushalte und die sonstigen politischen Maßnahmen, die im Verlauf der Pandemie ergriffen wurden, hatten einen starken Ersparnisabbau im öffentlichen Sektor und eine entsprechende Erhöhung des öffentlichen Schuldenstands zur Folge. Künftig könnten ricardianische Äquivalenzeffekte eintreten, wenn die Haushalte davon ausgehen, dass die Steuern erhöht werden, um die im Zuge des Coronaschocks entstandene Staatsverschuldung zu reduzieren. Sie sind dann weniger geneigt, ihre akkumulierten Ersparnisüberschüsse für den Konsum zu verwenden. In diesem Zusammenhang ist zu erwähnen, dass sowohl in den USA als auch im Vereinigten Königreich Einkommensteuererhöhungen angekündigt wurden, was die Konsumneigung der privaten Haushalte schmälern dürfte.

Viertens scheinen die Möglichkeiten für einen massiven Nachholbedarf begrenzt zu sein. Mit der Lockerung der Mobilitätsbeschränkungen und der schrittweisen Wiederaufnahme der Geschäftstätigkeiten in kontaktbasierten Sektoren werden die privaten Haushalte die damit verbundenen Dienstleistungen (z. B. in den Bereichen Reiseverkehr, Gastronomie und Kultur) wieder vermehrt nachfragen. Der Nachholbedarf bei diesen Dienstleistungen dürfte jedoch deutlich geringer sein als bei Konsumgütern.⁷ So lässt sich der entgangene Verbrauch nur begrenzt wieder aufholen, auch wenn möglicherweise Anreize bestehen, künftig teurere Dienstleistungen zu bevorzugen (z. B. bei Urlaubsreisen und Restaurantbesuchen). Zudem hat sich ein Teil der privaten Konsumausgaben der privaten Haushalte von Dienstleistungen auf Waren verlagert, da die Möglichkeiten zur Inanspruchnahme von Dienstleistungen durch die Maßnahmen zur Pandemieeindämmung erheblich eingeschränkt waren. Daten zu den realen Konsumausgaben privater Haushalte in den Vereinigten Staaten zeigen, dass die zuvor deutlich eingebrochenen Ausgaben für Gebrauchs- und Verbrauchsgüter im April 2020 wieder nach oben schnellten. Bis zum Ende des zweiten Quartals 2020 hatten die

⁴ Siehe Federal Reserve Bank of New York, [Survey of Consumer Expectations](#), März 2021.

⁵ Siehe Bank of England, [How has Covid affected household savings?](#), Bank Overground, November 2020.

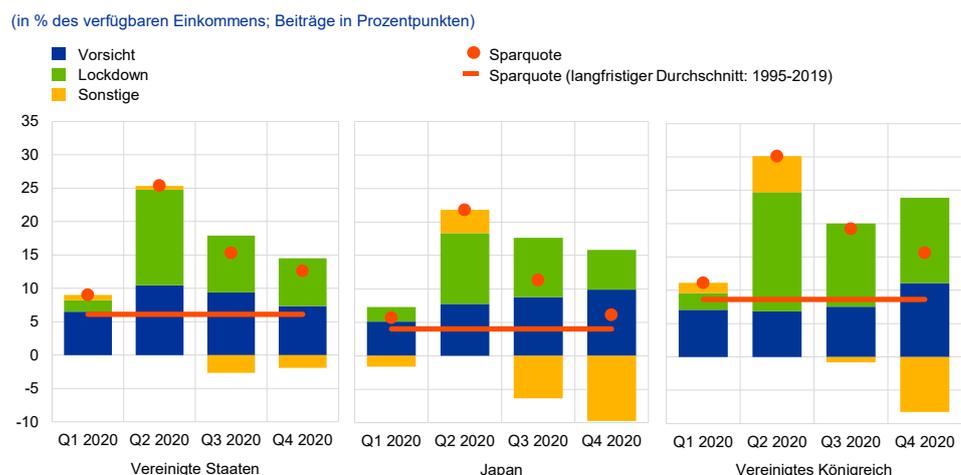
⁶ Das ricardianische Äquivalenztheorem besagt, dass die privaten Haushalte ihre Konsumausgaben nach einem schuldenfinanzierten Anstieg der Staatsausgaben nicht erhöhen, selbst wenn sie weniger Steuern zahlen müssen. Sie bilden also zusätzliche Ersparnisse. Grund hierfür ist, dass die Haushalte davon ausgehen, dass ein Anstieg der Staatsverschuldung in der Zukunft über höhere Steuern finanziert werden müsse. Das ricardianische Äquivalenztheorem beruht auf der Annahme, dass die Haushalte ohne Beschränkung Kredite aufnehmen und vergeben können und keine verzerrenden Steuern vorliegen.

⁷ Siehe M. Beraja und C. Wolf, [Demand Composition and the Strength of Recoveries](#), Massachusetts Institute of Technology, 2021.

Gesamtausgaben das zu Jahresschluss 2019 verzeichnete Niveau wieder erreicht und stiegen auch danach weiter an. Bei den Dienstleistungen vollzog sich die Erholung langsamer. Hier lagen die Ausgaben im März 2021 etwa 5 % unterhalb des Vorpandemieniveaus.

Gleichwohl herrscht weiterhin hohe Unsicherheit über die relative Stärke der einzelnen Faktoren, die bestimmen könnten, inwieweit die angehäuften Ersparnisse ausgegeben werden. Einerseits würde ein allmähliches, aber anhaltendes Hochfahren der Wirtschaft – sofern die Pandemie unter Kontrolle ist – die privaten Haushalte dazu veranlassen, ihre Ersparnisse schneller abzubauen als im Hauptszenario veranschlagt. Hintergrund ist, dass diese Ersparnisse in gewissem Maße zwangsweise gebildet wurden, weil die Corona-Maßnahmen die Konsummöglichkeiten einschränkten. Da es sich bei den Ersparnissen größtenteils um liquide Mittel handelt, könnten sie sehr leicht ausgegeben werden. Durch die Wiederaufnahme kontaktbasierter Tätigkeiten (wie Einkaufsbummel und Restaurantbesuche) sind die bislang verwehrt Konsummöglichkeiten wieder verfügbar. Dies gilt vor allem für Haushalte mit hohem Einkommen, in deren Warenkorb diesen Aktivitäten ein größeres Gewicht zukommt. Des Weiteren könnte das Sparen aus Vorsichtsgründen, das 2020 noch eine wichtige Rolle spielte, mit der voranschreitenden Konjunkturerholung und den sich verbessernden Beschäftigungsaussichten weniger relevant werden, da die privaten Haushalte wieder Zuversicht in Bezug auf ihre wirtschaftlichen und gesundheitlichen Perspektiven schöpfen (siehe Abbildung C). Andererseits könnten Rückschläge bei der Eindämmung des Virus, verlängerte Beschränkungen, neue Lockdown-Maßnahmen und schlechtere Aussichten an den Arbeitsmärkten dazu führen, dass die privaten Haushalte noch länger Ersparnisse anhäufen als im Hauptszenario angenommen, wodurch sich die Erholung verzögern würde.

Abbildung C
Motive für die Ersparnisbildung privater Haushalte



Quellen: Nationale Quellen und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Der Analysezeitraum erstreckt sich vom ersten Quartal 1995 bis zum vierten Quartal 2020. Das Verhältnis der Ersparnisse der privaten Haushalte zum verfügbaren Einkommen im Jahr 2020 (Sparquote; rote Punkte) wurde mithilfe der Methode der kleinsten Quadrate (OLS) modelliert und wird als Funktion ihrer eigenen Verzögerung, der Arbeitslosenquote, des wirtschaftlichen Vertrauens und der länderspezifischen Lockdown-Maßnahmen (erfasst durch den Goldman Sachs Effective Lockdown Index) ausgedrückt.

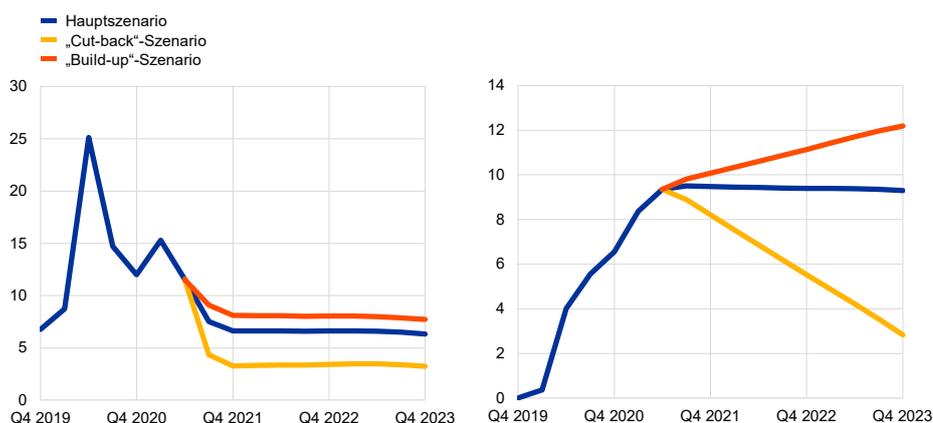
Die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen alternativer Ersparnisbildungen für die Vereinigten Staaten, das Vereinigte Königreich und Japan werden zudem anhand von zwei weiteren Szenarios für die Ersparnisüberschüsse⁸ beurteilt.

Im ersten sogenannten „Cut-back“-Szenario wird unterstellt, dass der bis zum zweiten Quartal 2021 akkumulierte Ersparnisüberschuss in den kommenden zweieinhalb Jahren um 70 % reduziert wird. Das zweite sogenannte „Build-up“-Szenario gründet auf der Annahme, dass die Sparquote erst im vierten Quartal 2023 wieder das Vorpandemieniveau erreichen wird und dass der gegenwärtig bestehende Ersparnisüberschuss der privaten Haushalte in diesem Zeitraum um weitere 30 % steigt. Demzufolge würden sich die durchschnittlichen Ersparnisüberschüsse in den genannten Volkswirtschaften bis Ende 2023 im „Cut-back“-Szenario auf 2,7 % des BIP verringern und im „Build-up“-Szenario auf 12,6 % des BIP erhöhen (siehe Abbildung D). Die Effekte der beiden Szenarios auf die globalen makroökonomischen Aussichten werden mithilfe des Oxford Global Economic Model quantifiziert.⁹

Abbildung D

Szenarioprojektionen für die Sparquote und den Ersparnisüberschuss der privaten Haushalte

(in % des verfügbaren Einkommens (linke Grafik); in % des BIP (rechte Grafik))



Quellen: EZB-Berechnungen auf Basis des Oxford Global Economic Model.
Anmerkung: Die Ergebnisse wurden BIP-gewichtet aggregiert.

Im „Cut-back“-Szenario führt das schnellere Entsparen, das sich in höheren Konsumausgaben der privaten Haushalte äußert, zu einer Stützung der Gesamtnachfrage und zu einem Anstieg der Inflation. Laut Projektion wird das reale BIP in den betrachteten wichtigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften auf seinem Höchststand im Jahr 2022 das Niveau des Hauptszenarios um 2,6 % übersteigen (siehe Abbildung E). Dieser positive Impuls wird im Jahr 2023 teilweise durch höhere Importe und deren bremsende Wirkung auf das BIP-Wachstum aufgezehrt. Die gestiegene Gesamtnachfrage wird auch den Preisdruck verstärken. Dieser wird im Verlauf des Projektionszeitraums allmählich zunehmen und sich schließlich in höheren Inflationsraten widerspiegeln (1 % über dem Niveau des

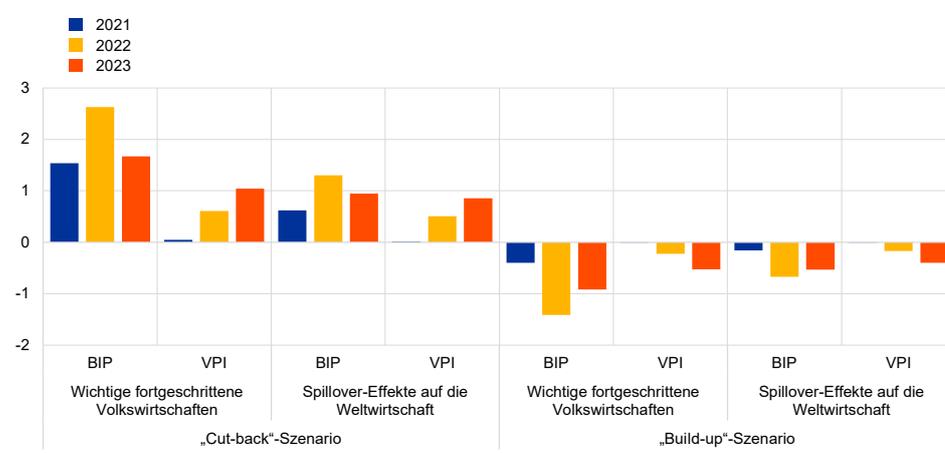
⁸ In diesen Szenarios werden nur die Vereinigten Staaten, das Vereinigte Königreich und Japan untersucht.
⁹ Die Simulationen beruhen auf der Annahme ausbleibender geldpolitischer Reaktionen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften und unveränderter Ölpreise.

Hauptszenarios im Jahr 2023). Auf globaler Ebene hätte dies deutliche Auswirkungen: So würde das reale BIP weltweit in den Jahren 2021, 2022 und 2023 auf ein Niveau von 0,6 %, 1,3 % bzw. rund 1 % über dem des Hauptszenarios steigen. Auch die Inflation würde weltweit zunehmen; die Verbraucherpreise dürften – gestützt durch die globalen Nachfragebedingungen – im Jahr 2023 rund 0,9 % über dem Niveau des Hauptszenarios liegen.

Abbildung E

Makroökonomische Auswirkung alternativer Szenarios zur Ersparnisbildung privater Haushalte – Veränderung von BIP und Verbraucherpreisindex (VPI) im „Cut-back“- und „Build-up“-Szenario

(prozentuale Abweichung vom Niveau des Hauptszenarios)



Quellen: EZB-Berechnungen auf Basis des Oxford Global Economic Model.

Anmerkung: Die Auswirkung auf BIP und Verbraucherpreisindex in den wichtigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften entspricht dem BIP-gewichteten durchschnittlichen Effekt für die Vereinigten Staaten, das Vereinigte Königreich und Japan. Spillover-Effekte werden anhand des Oxford Global Economic Model beurteilt, wobei unter „Weltwirtschaft“ hier die Weltwirtschaft einschließlich der USA, des Vereinigten Königreichs und Japans zu verstehen ist.

Im „Build-up“-Szenario häufen die privaten Haushalte weiterhin Ersparnisse an, was zu einem geringeren Anstieg des privaten Verbrauchs, einem verzögerten wirtschaftlichen Aufschwung und einem begrenzten Disinflationsdruck führt. Die Ersparnisse der privaten Haushalte bleiben über einen längeren Zeitraum hoch, was sich in einer niedrigeren Gesamtnachfrage und Inflation niederschlägt. Das inländische BIP wird sich demzufolge langsamer erholen als im Hauptszenario angenommen. Das globale BIP wird in den Jahren 2021, 2022 und 2023 das Niveau des Hauptszenarios um 0,2 %, 0,7 % bzw. rund 0,5 % unterschreiten (siehe Abbildung E). Auf die globale Inflation würde sich dies nur begrenzt auswirken. Dabei sollte nicht übersehen werden, dass die in diesem Szenario beschriebene Ersparnisbildung der privaten Haushalte, die freilich mit Abwärtsrisiken für die weltweite Wirtschaftsleistung einhergeht, möglicherweise auch einen längerfristigen Nutzen hätte: So würde sich die Finanzlage der privaten Haushalte (etwa aufgrund eines geringeren Verschuldungsgrads) verbessern und damit auch deren Widerstandsfähigkeit gegen künftige negative Schocks.

Die hier vorgestellten Analysen veranschaulichen die Risiken für das globale BIP in unterschiedlichen Szenarios zur Ersparnisbildung der privaten Haushalte. Die Aussichten für die Weltwirtschaft hängen in entscheidendem Maße davon ab, inwieweit die privaten Haushalte in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ihre überschüssigen Ersparnisse für den Konsum einsetzen. Dies wiederum wird von mehreren Faktoren bestimmt, nicht zuletzt vom weiteren Verlauf der Pandemie (u. a. vom nationalen Impffortschritt), den Beschäftigungsaussichten (insbesondere für Haushalte mit eher geringem Einkommen) und dem in den einzelnen Ländern zu erwartenden finanzpolitischen Kurs.

2 Sektorale Dispersion der Gewinnerwartungen der Unternehmen während der Covid-19-Krise

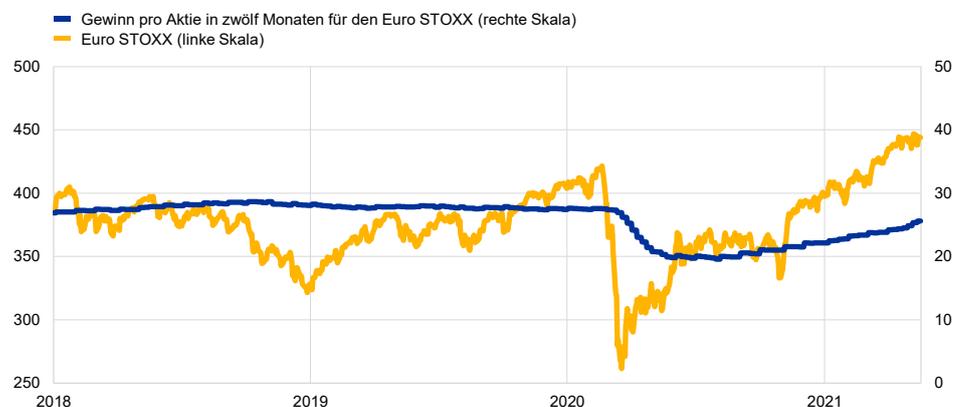
Joost Bats, William Greif und Daniel Kapp

Die Erholung der Aktienkurse im Verlauf des letzten Jahres wurde durch eine Verbesserung der aggregierten kurzfristigen Gewinnerwartungen getragen, wobei allerdings erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Sektoren zu beobachten waren (siehe Abbildung A und B). Im Vergleich zur Situation vor der Pandemie sind die Gewinnerwartungen beispielsweise in der Reise- und Tourismusbranche noch immer unvermindert verhalten, während sie bei Technologie- und Versorgungsunternehmen sowie im Nichtbankenfinanzsektor rasch steigen. Somit entsprechen die aktuellen Gewinnerwartungen einer sogenannten K-förmigen Erholung mit Unterschieden zwischen den Sektoren (dabei ähneln der Aufwärtspfad der Sektoren mit der besten Entwicklung und der Abwärtspfad der Sektoren mit der schlechtesten Entwicklung zusammen betrachtet dem Buchstaben K). Auch zwischen den einzelnen Ländern besteht eine solche Dispersion; so sind einige Länder wirtschaftlich stärker von bestimmten Sektoren abhängig als andere (siehe Kasten 3 sowie EZB, [Financial Stability Review](#), Mai 2021).

Abbildung A

Entwicklung marktbreiter Aktienindizes und Gewinnerwartungen im Euroraum

(linke Skala: Index; rechte Skala: in €)



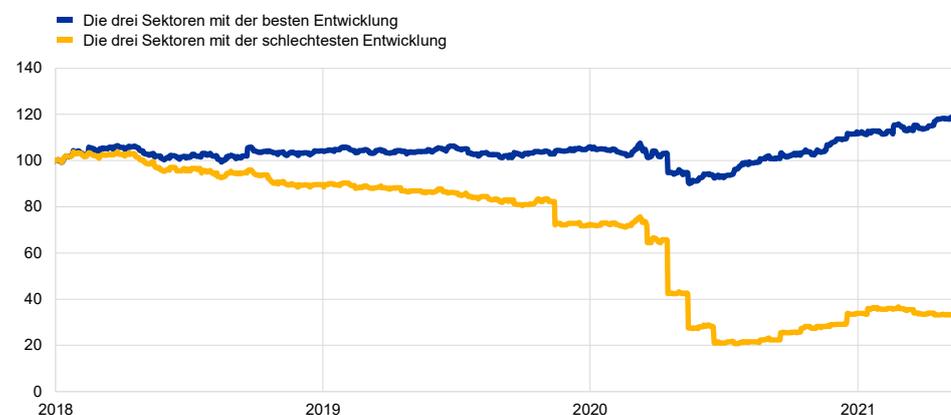
Quellen: Refinitiv, IBES und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Dargestellt sind die auf Jahresfrist erwarteten Kurse und Gewinne für den Dow Jones Euro STOXX (Gesamtindex). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 17. Mai 2021.

Abbildung B

Gewinnerwartungen für die Sektoren mit der besten und schlechtesten Entwicklung im Euroraum

(normierter Index)



Quellen: Refinitiv, IBES und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Dargestellt sind die auf Jahresfrist erwarteten Gewinne für die drei am besten und die drei am schlechtesten abscheidenden Sektoren. Bei den Angaben handelt es sich um Tageswerte, normiert auf 100 zum 1. Januar 2018. Die drei Sektoren mit der besten Entwicklung sind Technologie, Versorgungsunternehmen und der Nichtbankenfinanzsektor. Die drei Sektoren mit der schlechtesten Entwicklung sind Reiseverkehr, Banken und Lebensmittelgeschäfte. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 17. Mai 2021.

Anhand täglicher Prognosen von Analysten wird auf Basis von 20 verschiedenen Sektoren ermittelt, wie groß die Heterogenität der von den Analysten in zwölf Monaten erwarteten Gewinne pro Aktie für börsennotierte Unternehmen ist. Da immer die Möglichkeit besteht, dass Analysten ihre Einschätzung ändern, wenn neue Informationen eingehen, eignen sich die Gewinnprognosen besonders dafür, die unmittelbaren Auswirkungen der Covid-19-Krise auf die sektorale Dispersion zu erfassen.¹

Zur Messung der Auswirkungen der Coronakrise auf die sektorale Dispersion der Gewinnerwartungen wird der Gini-Koeffizient verwendet. Der Gini-Koeffizient liefert für eine gesuchte Variable (hier: die Prognosen zum Gewinn pro Aktie), die aus einer Stichprobe von Individuen (hier: Sektoren) gewonnen wurde, einen skalierten Durchschnitt der absoluten Differenzen des Ergebnisses dieser Variablen über alle Individuenpaare hinweg.² Somit ist er ein Indikator der relativen Dispersion und liegt zwischen 0 und 1. Ein Anstieg des Gini-Koeffizienten bedeutet, dass die Dispersion zugenommen hat.

¹ In verschiedenen Studien wurden die Unterschiede zwischen den einzelnen Sektoren anhand von vergangenheitsbezogenen Indikatoren (z. B. der gemeldeten Ertragsentwicklung) analysiert. Siehe beispielsweise U. Akcigit et al., [Rising Corporate Market Power: Emerging Policy Issues](#), Staff Discussion Notes des IWF, Nr. 2021/001, 2021.

² Mathematisch entspricht dies der Standardformulierung des Gini-Koeffizienten auf Basis der Lorenzkurve. Der Gini-Koeffizient wurde bereits in verschiedenen wissenschaftlichen Bereichen, auch im Finanzwesen, auf diese Weise verwendet. Siehe beispielsweise D. Bongaerts, K. J. M. Cremers und W. N. Goetzmann, [Tiebreaker: Certification and Multiple Credit Ratings](#), *The Journal of Finance*, Bd. 67(1), 2012, S. 113-152; M. Jaremski, [The \(dis\)advantages of clearinghouses before the Fed](#), *Journal of Financial Economics*, Bd. 127(3), 2018, S. 435-458; N. Hautsch und A. Horvath, [How effective are trading pauses?](#), *Journal of Financial Economics*, Bd. 131(2), 2019, S. 378-403.

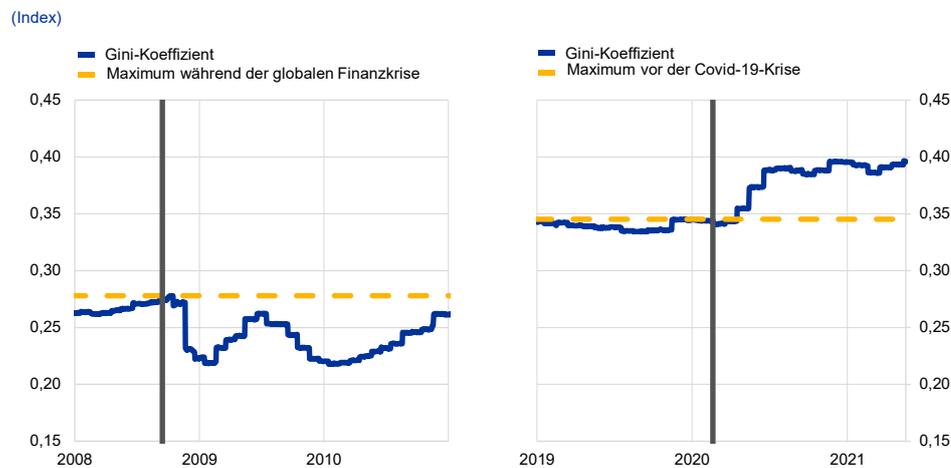
Gegenüber einfacheren Messgrößen der Dispersion (wie der Standardabweichung) weist der Gini-Koeffizient mehrere Vorteile auf. Erstens stellt er das Maß an Ungleichheit in jeder statistischen Verteilung dar. Zweitens liefert er eine Einschätzung der Dispersion anhand einer zusammenfassenden Metrik, die relativ leicht zu interpretieren ist: Er erreicht seinen Maximalwert von 1, wenn die Gewinnerwartungen in einem Sektor positiv sind und in allen anderen bei 0 liegen. Hingegen beträgt er 0, wenn alle Sektoren gleichermaßen zur Summe der erwarteten Gewinne beitragen. Dadurch, dass hier der Gini-Koeffizient anhand von Daten zu den Gewinnerwartungen berechnet wird, die auf dem Niveau basieren und nicht auf den Wachstumsraten, kann zudem bewertet werden, ob die Veränderungen der sektoralen Dispersion struktureller Natur sind.³

Die Daten zeigen, dass laut dieser Messgröße die sektoralen Unterschiede in den Gewinnerwartungen seit Beginn der Coronakrise kontinuierlich zugenommen haben – anders als in früheren Krisen, als sektorübergreifend ein eher homogener Effekt zu beobachten war (siehe Abbildung C). Während der globalen Finanzkrise im Gefolge des Zusammenbruchs von Lehman Brothers war der Gini-Koeffizient gesunken, weil die Gewinnaussichten in allen Sektoren auf breiter Front nach unten korrigiert wurden. Im Gegensatz dazu ist er seit dem Ausbruch der Covid-19-Krise sprunghaft gestiegen. Zusammengenommen signalisieren diese Beobachtungen eine strukturelle Verschiebung der Erwartungen während der aktuellen Pandemie, denn die Märkte gehen davon aus, dass bestimmte Sektoren im kommenden Jahr durchweg schlechter abschneiden werden als andere.

³ Das Niveau als Grundlage für den Gini-Koeffizienten zu verwenden, hat ferner den Vorteil, dass Basiseffekte ausgeschlossen werden. Daten zu den längerfristigen Gewinnerwartungen werden hier nicht verwendet, da auf sektoraler Ebene keine Tageswerte vorliegen. Außerdem werden im vorliegenden Kasten die unmittelbarsten Auswirkungen der Covid-19-Krise auf die erwartete Gewinnentwicklung der Unternehmen untersucht. Diese kommen in der Regel in den Revisionen der kürzerfristigen Gewinnerwartungen deutlich zum Ausdruck.

Abbildung C

Gini-Koeffizient der Gewinnerwartungen auf Jahresfrist für Unternehmen im Euroraum während der globalen Finanzkrise und während der Covid-19-Krise



Quellen: Refinitiv, IBES und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die blaue Kurve zeigt den Gini-Koeffizienten auf der Grundlage der Gewinnerwartungen auf Jahresfrist in 20 Sektoren. Die gestrichelte gelbe Linie markiert den Höchststand im betreffenden Zeitraum. Die graue vertikale Linie steht für den Zeitpunkt des Zusammenbruchs von Lehman Brothers (linke Grafik) bzw. den Ausbruch der Covid-19-Krise (rechte Grafik). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 17. Mai 2021.

Die stärkere Dispersion der Gewinnerwartungen während der Coronakrise lässt sich unter anderem durch die zunehmenden Kontaktbeschränkungen und den damit einhergehenden Rückgang der Mobilität infolge der Lockdown-Maßnahmen erklären. Grund dafür ist, dass sich Mobilitätseinschränkungen unterschiedlich auf die Wirtschaftstätigkeit der einzelnen Sektoren auswirken. Die Korrelation zwischen der Strenge der Lockdown-Maßnahmen und der sektoralen Dispersion der Gewinnerwartungen wird anhand von lokalen Projektionen geschätzt, die auf Tageswerten für den Zeitraum von Anfang Januar 2020 bis Ende April 2021 beruhen.⁴ Als Indikator für die Strenge der Lockdown-Maßnahmen wird der Effektive-Lockdown-Index (ELI) von Goldman Sachs herangezogen. Im Rahmen des ELI werden die behördlichen Restriktionen mit Daten zur tatsächlichen Mobilität kombiniert.

Diese empirische Analyse zeigt, dass die sektoralen Unterschiede in den Prognosen zu den auf Jahresfrist erwarteten Gewinnen pro Aktie mit jeder weiteren Maßnahme zur Einschränkung der Mobilität zugenommen haben (siehe Abbildung D). Bis Dezember 2020 führte die Verhängung eines Lockdowns, der den ELI um 50 Punkte ansteigen ließ, zu einer Erhöhung des Gini-Koeffizienten um 3 Prozentpunkte nach 20 Arbeitstagen. Ein Anstieg des ELI um 50 Zähler

⁴ Die lokalen Projektionen basieren auf Ò. Jordà, [Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections](#), American Economic Review, Bd. 95(1), 2005, S. 161-182. Dabei wird für jeden Prognosehorizont (bis zu 20 Arbeitstage in die Zukunft) eine Reihe von Regressionen geschätzt. Die Regressionen dienen der Bereinigung um die Aktienmarktvolatilität. Außerdem erfolgt eine Bereinigung um die Entwicklung der marktbreiten Aktienindizes, indem die Veränderung der entsprechenden Gewinnerwartungen für den jeweiligen Prognosehorizont in die Berechnung mit aufgenommen wird. Die Impulsantworten in der rechten Grafik von Abbildung D wurden mittels grafischer Darstellung der geschätzten Koeffizienten (multipliziert mit 50, um einen Anstieg der Lockdown-Strenge um 50 Indexpunkte abbilden zu können) für die Auswirkungen der Lockdown-Strenge auf die sektorale Dispersion der Gewinnerwartungen generiert.

entspricht der Hälfte der maximalen Bandbreite des ELI (0-100 Punkte) und kommt der im März 2020 beobachteten Veränderung gleich.

Der Beginn der Impfkampagne stellte indes einen Wendepunkt dar und bewirkte, dass strenge Lockdown-Maßnahmen seit Jahresende 2020 einen viel geringeren Beitrag zur Dispersionsmetrik leisteten (siehe Abbildung D).⁵ Seit Mitte Dezember letzten Jahres, als im Euro-Währungsgebiet die ersten Impfungen durchgeführt wurden, hat die Wirkung restriktiver Lockdown-Maßnahmen auf die sektorale Dispersion um mehr als zwei Drittel nachgelassen.⁶ Dies könnte die Einschätzung widerspiegeln, dass die jüngsten Lockdowns möglicherweise die letzten sind und sich somit die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass die Wirtschaft allmählich wieder Fahrt aufnimmt.

Abbildung D

Sektorale Dispersion der Prognosen zum Gewinn pro Aktie im Euroraum und geschätzter Einfluss von Lockdown-Maßnahmen vor und nach Beginn der Impfungen

(linke Skala: Index; rechte Skala: in %)



Quellen: Refinitiv, IBES, Goldman Sachs und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Dargestellt ist der Effekt von Lockdown-Maßnahmen (d. h. eines Anstiegs des ELI um 50 Punkte) auf den Gini-Koeffizienten für die sektoralen Prognosen des Gewinns pro Aktie in zwölf Monaten im Zeitverlauf (bis zu 20 Tage nach dem jeweiligen Lockdown). Die Schätzung erfolgt anhand lokaler Projektionen. Die grauen Bereiche stellen 90 %-Konfidenzintervalle dar, die mithilfe der Newey-West-Standardfehler erstellt wurden. Diese Standardfehler sind robust gegenüber Heteroskedastizität und Autokorrelation. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 26. April 2021.

⁵ Zwar gab es insgesamt nur relativ wenige neu verhängte Lockdowns, doch ist der ELI ein kontinuierlicher Strengindex und umfasste vor Beginn der Impfungen 259 und danach 84 Beobachtungen. Der Mittelwert des ELI liegt in beiden Zeiträumen bei etwa 50 (von 100 möglichen Punkten). Aus ökonomischer Sicht wird der geschätzte Effekt der Verhängung eines Lockdowns demnach aus den fortlaufenden Datenreihen abgeleitet.

⁶ Der Anfang November 2020 angekündigte Beginn der Impfkampagne könnte sich ebenfalls auf die Korrelation zwischen der Strenge der Lockdown-Maßnahmen und der sektorale Dispersion der Gewinnerwartungen ausgewirkt haben. So zeigt eine separate Überprüfung der Robustheit, dass der Effekt strenger Lockdown-Maßnahmen auf die sektorale Dispersion der Gewinnerwartungen weitgehend gleich ist, unabhängig davon, ob man den Zeitraum ab Anfang November 2020 oder ab Mitte Dezember 2020 betrachtet.

Die unterschiedlichen wirtschaftlichen Auswirkungen der Pandemie in den Ländern des Euro-Währungsgebiets

Philip Muggenthaler, Joachim Schroth und Yiqiao Sun

Die Corona-Pandemie (Covid-19) ist ein Schock, der den Euroraum zwar in seiner Gesamtheit traf, dessen wirtschaftliche Folgen sich jedoch von Land zu Land unterscheiden. Im vorliegenden Kasten wird erläutert, wie die Pandemie seit ihrem Ausbruch die Aktivität und Nachfrage in den Volkswirtschaften des Eurogebiets beeinflusst hat. Dabei werden einige Faktoren beleuchtet, die zur Erklärung der heterogenen Entwicklung der Wirtschaftsleistung in den einzelnen Staaten beitragen könnten. Zudem werden die Risiken anhaltender Divergenzen aufgezeigt und die wichtige Rolle hervorgehoben, die dem Aufbauplan „Next Generation EU“ beim Abbau dieser Divergenzen zukommt. Die Euro-Länder unterscheiden sich hinsichtlich der je nach Schweregrad der Gesundheitskrise ergriffenen Eindämmungsmaßnahmen, der sektoralen Zusammensetzung und wirtschaftlichen Strukturen sowie der Qualität des institutionellen Rahmens. Da die finanzpolitische Unterstützung in den einzelnen Ländern im Verhältnis zum Ausmaß der Gesundheitskrise erfolgte, wiesen die Staaten des Eurogebiets im Jahr 2020 unterschiedliche Haushaltspositionen auf.

Im ersten Quartal 2021 lag das reale BIP im Euroraum 4,9 % unter dem Vorkrisenstand, nachdem es 2020 um 6,5 % gesunken war. Auf Länderebene reichten die Abstände zum Vorpandemieniveau von +13,2 % (Irland) bis -9,3 % (Spanien). Die tiefste Rezession war im Jahr 2020 zu beobachten, doch lag das reale BIP auch im ersten Quartal 2021 insgesamt noch immer deutlich unter dem Vorkrisenstand. Ausnahmen bildeten Estland mit 3,4 %, Irland mit 13,2 %, Litauen mit 1,1 % und Luxemburg mit 3,2 % (siehe Abbildung A).¹ Spanien, Italien, Malta, Österreich und Portugal verzeichneten hingegen einen sehr kräftigen Rückgang des realen BIP, wobei der Einbruch in Portugal und Spanien mit -9,1 % bzw. -9,3 % am stärksten ausfiel. Diese Länder wurden von den internationalen Reiseverboten schwer getroffen, da der Tourismus für ihre gesamtwirtschaftliche Aktivität von besonderer Bedeutung ist.²

Die pandemiebedingte Rezession war zwar überwiegend dem fehlenden Konsum geschuldet, doch trugen die Nachfragekomponenten in den einzelnen Ländern in jeweils unterschiedlichem Maße zum Wachstum bei. In den meisten Staaten ging der höchste negative Beitrag vom Einbruch der privaten Konsumausgaben aus, die zugleich die größte Nachfragekomponente darstellen. Grund hierfür waren die drastisch eingeschränkten Konsummöglichkeiten und die Unsicherheit, die private Haushalte zu einem erhöhten Vorsichtssparen bewegten

Die pandemiebedingte Rezession war zwar überwiegend dem fehlenden Konsum geschuldet, doch trugen die Nachfragekomponenten in den einzelnen Ländern in jeweils unterschiedlichem Maße zum Wachstum bei. In den meisten Staaten ging der höchste negative Beitrag vom Einbruch der privaten Konsumausgaben aus, die zugleich die größte Nachfragekomponente darstellen. Grund hierfür waren die drastisch eingeschränkten Konsummöglichkeiten und die Unsicherheit, die private Haushalte zu einem erhöhten Vorsichtssparen bewegten

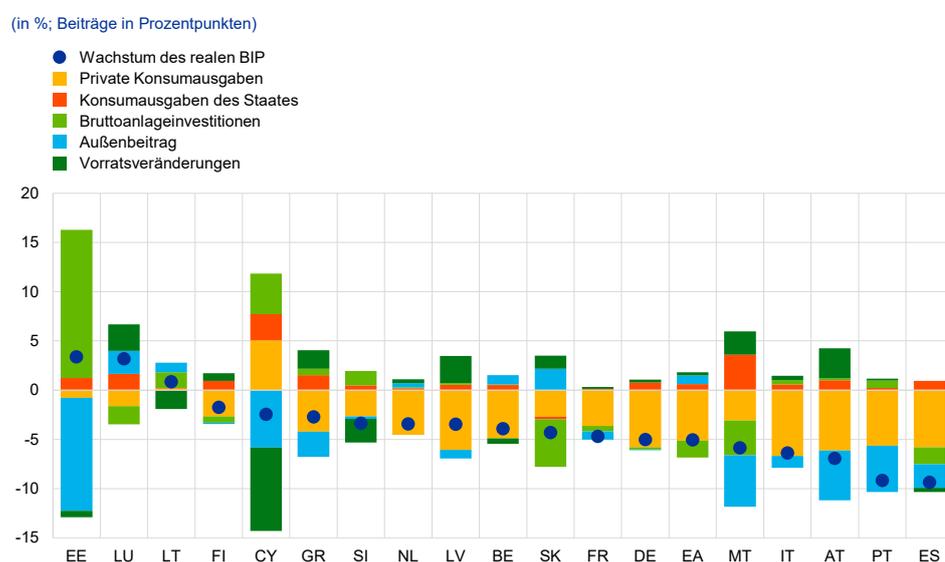
¹ Das kräftige Wachstum in Irland ist vor allem auf die Wirtschaftsleistung der Sektoren zurückzuführen, die von multinationalen Unternehmen in ausländischem Besitz dominiert werden.

² Einzelheiten zu den Auswirkungen der Reisebeschränkungen finden sich in: EZB, [Auswirkungen des Covid-19-bedingten Lockdowns auf den Handel mit Reisedienstleistungen](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 4/2020, Juni 2020.

(siehe Abbildung A).³ Insbesondere in Deutschland, Belgien und den Niederlanden war der Rückgang des realen BIP gänzlich auf den privaten Verbrauch zurückzuführen. Darin zeigt sich die Widerstandskraft des Außenwirtschaftssektors dieser Länder, die durch die weniger anfällige Zusammensetzung ihrer Exporte bedingt ist. Die volatileren BIP-Komponenten – die Gesamtinvestitionen und der Außenbeitrag – sind zwar gemessen an ihrer relativen Größe weniger bedeutend, doch verstärkten sie die länderübergreifenden Unterschiede noch, indem sie in einigen Staaten einen positiven und in anderen Ländern einen negativen Beitrag zum Wirtschaftswachstum leisteten.

Abbildung A

Aufgliederung der Veränderung des realen BIP im Zeitraum vom vierten Quartal 2019 bis zum ersten Quartal 2021 nach Nachfragekomponenten



Quellen: Eurostat und Berechnungen der Autoren.

Anmerkung: Irland wird nicht dargestellt, da die Wachstumsraten des realen BIP und die Komponenten der Inlandsnachfrage dort durch Aktivitäten multinationaler Unternehmen stark verzerrt wurden. In Estland sind die außerordentlich hohen Wachstumsbeiträge der Gesamtinvestitionen und des Außenbeitrags mit unterschiedlichen Vorzeichen auf eine umfangreiche Transaktion eines internationalen Automobilunternehmens zurückzuführen, das in Estland in neue Software investierte. Die Transaktion wurde gleichzeitig als Ausrüstungsinvestition und als Einfuhr verbucht und wirkte sich somit nicht auf das BIP aus.

Die Strenge der Eindämmungsmaßnahmen, die zur Bekämpfung der Gesundheitskrise ergriffen werden mussten, war je nach Land und Zeitpunkt sehr unterschiedlich. Die Ausgestaltung dieser Maßnahmen und ihre Entwicklung im Zeitverlauf, die sich am Oxford-Strengindex (OSI) ablesen lässt, hingen in erster Linie vom länderspezifischen Pandemiegeschehen ab. Grafik a in Abbildung B zeigt die Entwicklung des euroraumweiten Durchschnitts des OSI und der Streubreite der für die einzelnen Länder beobachteten Werte seit Ausbruch der Pandemie im ersten Quartal 2020. Zum 12. März 2020 hatten alle Staaten des Euro-Währungsgebiets – zuerst Italien und zuletzt Estland – eine Reihe von Eindämmungsmaßnahmen eingeleitet. Während der Pandemie bestand durchweg eine große Divergenz zwischen dem Land mit den strengsten und dem Land mit den lockersten

³ Nähere Angaben zur geschätzten erzwungenen (bzw. unfreiwilligen) und vorsorglichen Ersparnisbildung finden sich in: EZB, [Höhere Ersparnisbildung der privaten Haushalte infolge von Covid-19 – aus Vorsorge oder Zwang?](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 6/2020, September 2020.

Einschränkungen.⁴ Dies trug dazu bei, dass sich die Heterogenität der Wirtschaftsentwicklung noch verstärkte.

Die Lockdown-Maßnahmen wirkten sich je nach Land und Zeitpunkt unterschiedlich aus, was weitgehend von der sektoralen Zusammensetzung der jeweiligen Volkswirtschaft abhing. In Finnland, Estland, Litauen und Lettland waren die Maßnahmen während der andauernden Pandemie am lockersten, in Italien, Spanien und Portugal waren sie dagegen vergleichsweise streng. Im Lockdown zu Beginn der ersten Pandemiewelle im März 2020 wurde über alle Sektoren hinweg mit einer einheitlichen Strenge vorgegangen. In der zweiten Welle, die im Oktober 2020 einsetzte, wurden die Einschränkungen gezielter in bestimmten Sektoren vorgenommen, und der Strengegrad variierte auf Länderebene deutlicher. Durch die gezielteren Eindämmungsmaßnahmen wurde der sektoralen Zusammensetzung der jeweiligen Volkswirtschaft stärker Rechnung getragen. Der Anteil an kontaktintensiven Dienstleistungen könnte ein Grund dafür gewesen sein, dass die wirtschaftlichen Auswirkungen bestimmter Lockdown-Maßnahmen so unterschiedlich ausfielen (siehe Abbildung B, Grafik b).⁵ Die sektorale Zusammensetzung ist nur einer von mehreren strukturellen Bestimmungsfaktoren des Potenzialwachstums (zu denen beispielsweise auch die Qualität der Institutionen, die Arbeits- und Gütermarktregulierung und die Handelsbeziehungen zählen). Mithilfe dieser Faktoren ließ sich für die letzten Jahrzehnte das unterschiedliche Wachstumspotenzial der Länder sowie das unterschiedliche Tempo, mit dem sie sich von gemeinsamen Schocks erholten, erklären. Auch für die Analyse der aktuellen Pandemie könnten sie relevant sein.⁶

⁴ Im Euroraum betrug die länderübergreifende Schwankungsbreite des OSI (der Unterschied zwischen dem Wert des Landes mit den lockersten und dem Wert des Landes mit den strengsten Einschränkungen) durchschnittlich 40 Punkte (Höchstwert von 93 im April 2020). Die Standardabweichung lag über den gesamten Zeitraum bei rund 10.

⁵ Eine genaue Analyse findet sich in: EZB, [Die Folgen der Eindämmungsmaßnahmen in den einzelnen Sektoren und Ländern während der Corona-Pandemie](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 2/2021, März 2021.

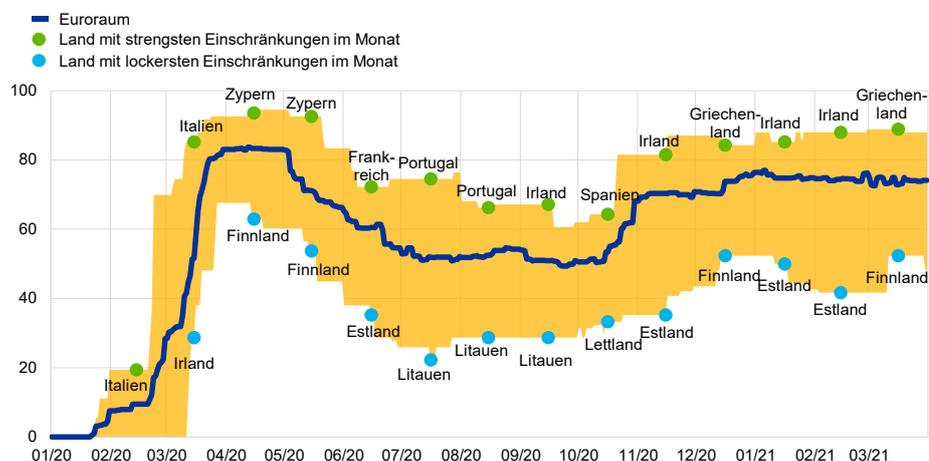
⁶ Siehe D. Sondermann, [Towards more resilient economies: the role of well-functioning economic structures](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 1984, 2016.

Abbildung B

Eindämmungsmaßnahmen und Wirtschaftsstrukturen im Ländervergleich

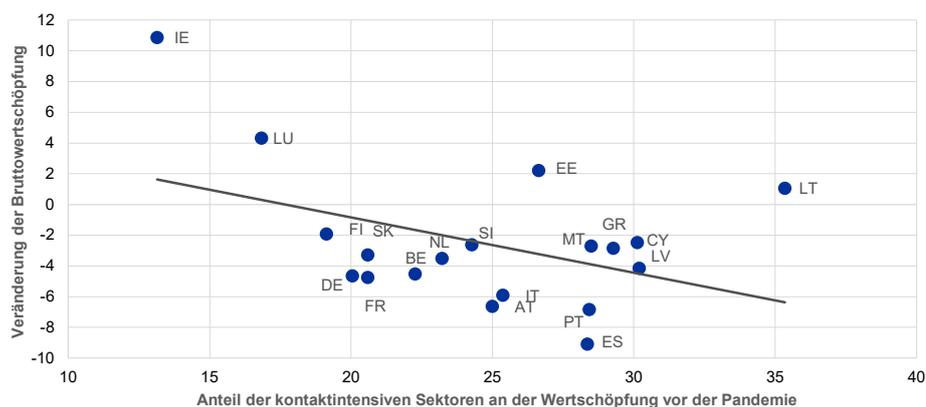
a) Entwicklung des Oxford-Strengindex im Euroraum

(Index)



b) Anteil der kontaktintensiven Dienstleistungssektoren und Veränderung der Wertschöpfung während der Coronakrise

(in %; Veränderung in %)



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

Anmerkung: Grafik a: Der Oxford-Strengindex setzt sich aus neun Reaktionsindikatoren (u. a. Schulschließungen, Betriebs-schließungen und Reiseverbote) zusammen, die auf einen Wert von 0 bis 100 reskaliert wurden, wobei 100 für die strengsten Maßnahmen steht. Der Index für den Euroraum entspricht dem BIP-gewichteten Durchschnittswert des Strengindex für alle Euro-Länder. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 31. März 2021. Grafik b: Die Veränderung der Bruttowertschöpfung stellt die kumulierte Veränderung vom vierten Quartal 2019 bis zum ersten Quartal 2021 dar. Zu den kontaktintensiven Dienstleistungssektoren zählen Einzelhandel, Verkehr, Gastgewerbe/Beherbergung, Gastronomie, Kunst, Unterhaltung, Erholung und sonstige Dienstleistungen. Der Anteil der kontaktintensiven Sektoren an der Wertschöpfung vor der Pandemie basiert auf dem vierteljährlichen Durchschnitt der prozentualen Anteile an der Gesamtwertschöpfung im Jahr 2019.

Abgedefert wurden die Auswirkungen der Krise durch die umfangreichen finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen aller Euro-Länder, die in der Zusammensetzung zwar ähnlich, doch vom Umfang her recht unterschiedlich waren.⁷ Durch die rasche und wichtige Unterstützung in der ersten Pandemiephase haben die nationalen Regierungen die unmittelbaren gesundheitlichen und

⁷ Im vorliegenden Kasten liegt der Fokus in erster Linie auf finanzpolitischen Hilfen, die sich auf den Haushaltssaldo ausgewirkt haben. Allerdings hatten einige der Stützungsmaßnahmen (wie z. B. staatliche Garantien und andere Eventualverbindlichkeiten) zwar keinen direkten Einfluss auf die öffentlichen Finanzen, leisteten jedoch einen wichtigen Beitrag dazu, den Unternehmen den Zugang zu Außenfinanzierungsquellen zu erleichtern und die vor der Krise bestehenden Wirtschaftsstrukturen zu bewahren.

wirtschaftlichen Folgen der Krise angehen und abmildern können.⁸ Die im Jahr 2020 geschürften Notfallpakete waren im Hinblick auf die enthaltenen Maßnahmen in allen Ländern weitgehend ähnlich ausgestaltet. Die größten Anteile entfielen dabei auf Programme zur Arbeitsplatzsicherung, Liquiditätshilfen für Unternehmen⁹ wie Staatsgarantien¹⁰, Steuerstundungen und Subventionen sowie auf Maßnahmen zur Bekämpfung der medizinischen Notlage. Allerdings gab es von Land zu Land deutliche Unterschiede, was den Gesamtumfang der finanzpolitischen Unterstützung betrifft. In Griechenland und Malta belief sich der fiskalische Impuls im vergangenen Jahr auf mehr als 10 % des vor der Krise verzeichneten BIP, während er in Estland, Lettland und Finnland, die im Vergleich weniger stark von der Gesundheitskrise betroffen waren, bei rund 4 % lag. Der fiskalische Impuls bemisst sich dabei an der Veränderung des Haushaltssaldos abzüglich Zinszahlungen, die die automatische Reaktion des staatlichen Finanzierungssaldos auf den Konjunkturzyklus (automatische Stabilisatoren) und diskretionäre finanzpolitische Maßnahmen widerspiegelt.

Insgesamt ist der fiskalische Impuls tendenziell proportional zu den BIP-Einbußen ausgefallen. Eine Betrachtung aller Länder des Euro-Währungsgebiets zeigt, dass die Veränderung des Haushaltssaldos abzüglich Zinszahlungen der Tendenz nach in den Staaten größer war, in denen das BIP stärker zurückging (siehe Abbildung C, Grafik a). Zugleich hatten mehrere Euro-Länder, in denen der fiskalische Impuls 2020 und damit der Effekt auf die Haushaltsdefizite größer war, bereits vor der Pandemie höhere Schuldenstände verzeichnet (siehe Abbildung C, Grafik b). Dadurch hat sich die Heterogenität bei den Haushaltspositionen im Jahr 2020 im Vergleich zur Vorkrisenzeit weiter verschärft.

⁸ Siehe hierzu EZB, [Die finanzpolitischen Reaktionen der Länder des Euro-Währungsgebiets in den Anfangsphasen der Covid-19-Krise](#), Wirtschaftsbericht 1/2021, Februar 2021.

⁹ Siehe EZB, [Auswirkung finanzpolitischer Stützungsmaßnahmen auf den Liquiditätsbedarf von Unternehmen während der Corona-Pandemie](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 4/2021, Juni 2021.

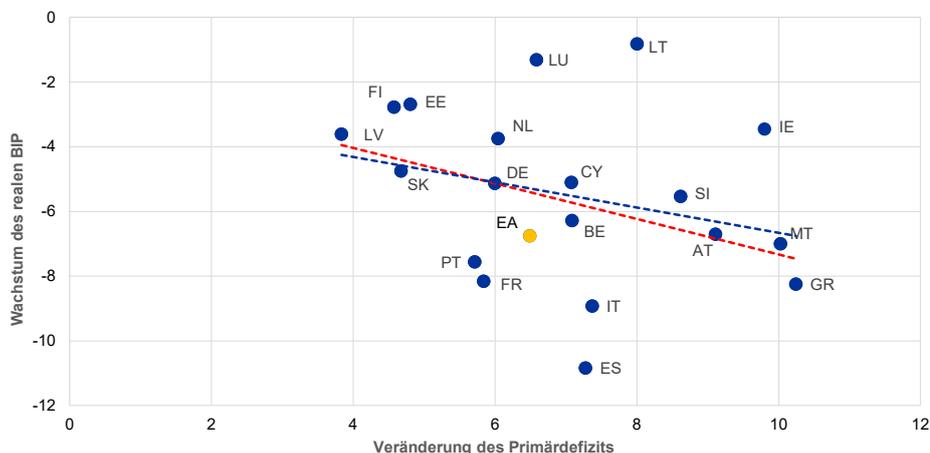
¹⁰ Siehe EZB, [Die Bedeutung des Staates für den Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften während der Covid-19-Krise](#), im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Abbildung C

Fiskalischer Impuls in Relation zum Wachstumsrückgang des realen BIP 2020 (Grafik a) und Schuldenquote 2019 (Grafik b)*

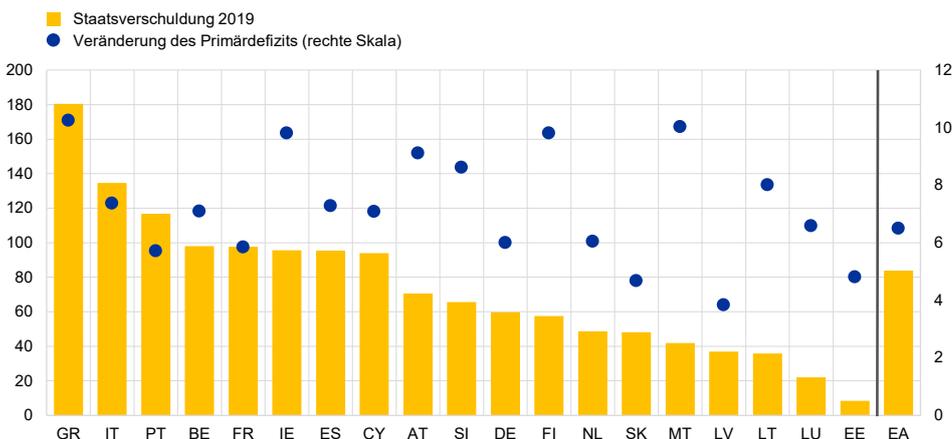
a) Fiskalischer Impuls in Relation zum Wachstumsrückgang des realen BIP 2020

(Veränderung des realen BIP in %; Veränderung des Primärdefizits in % des BIP für das Jahr 2019)



b) Schuldenquote 2019

(Schuldenstand in % des BIP; Veränderung des Primärdefizits in % des BIP für das Jahr 2019)



Quellen: Eurostat, Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2021, Central Statistics Office und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der fiskalische Impuls wird gemessen als Veränderung des Primärdefizits im Jahr 2020 in Prozent des BIP für das Jahr 2019.

* Für Irland wird anstelle des realen BIP das modifizierte Bruttonationaleinkommen (BNE*) zu konstanten Marktpreisen verwendet, und die Staatsverschuldung sowie die Veränderung des Primärdefizits werden in Prozent des BNE* für das Jahr 2019 ausgedrückt. Die rote Linie zeigt die Trendlinie ohne Irland an. Für Deutschland wurde die Zahl für das Primärdefizit im Jahr 2020 nach der im Rahmen des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit erfolgenden Datenmeldung aktualisiert, was sich auch auf das Aggregat des Euroraums für das Jahr 2020 auswirkt.

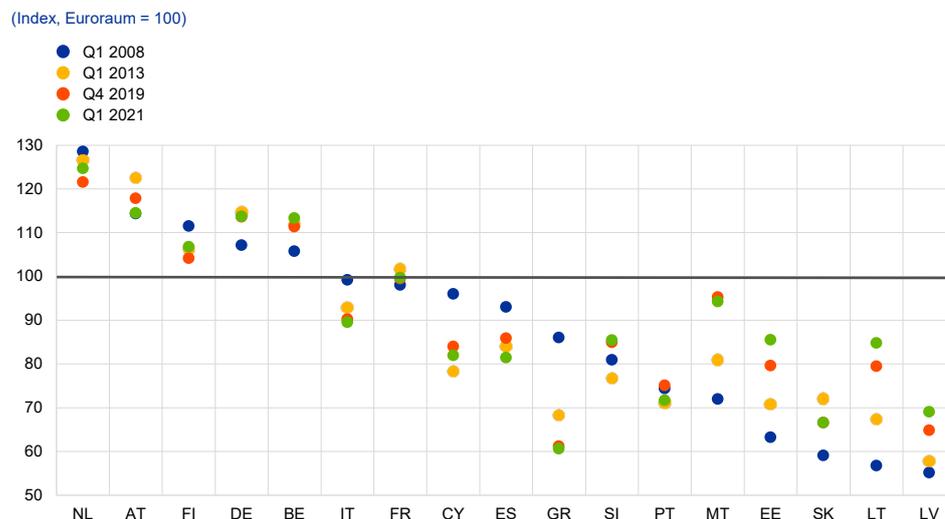
Die Covid-19-Krise hat zumindest vorübergehend den länderübergreifenden Konvergenzprozess beim Lebensstandard gestört, der seit der Weltfinanzkrise und der Staatsschuldenkrise im Euro-Währungsgebiet zu beobachten war.

Abbildung D zeigt die Position der Länder in Relation zum euroraumweiten Durchschnitt des Pro-Kopf-BIP in Kaufkraftstandards, eine gängige Messgröße für den Vergleich der Lebensstandards. Infolge der Weltfinanzkrise und der Staatsschuldenkrise im Euroraum weiteten sich die Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern im Zeitraum vom ersten Quartal 2008 bis zum ersten Quartal 2013 erheblich aus. Anschließend setzte ein Konvergenzprozess ein. Der Covid-19-

Schock hat zu erneuten, wenngleich insgesamt geringeren, Divergenzen geführt. Dabei wurden einige Länder, deren Pro-Kopf-Einkommen unter dem euroraumweiten Durchschnitt liegt, schwerer getroffen als Länder mit einem überdurchschnittlichen Pro-Kopf-Einkommen. Der Lebensstandard in Deutschland, den Niederlanden und allen anderen Staaten, die oberhalb des euroraumweiten Durchschnitts liegen (mit Ausnahme Österreichs), hat sich höchstens bis zu diesem Durchschnittswert verschlechtert. Dagegen hat sich der Lebensstandard in Ländern, die sich unterhalb des Durchschnitts befinden (d. h. Griechenland, Italien, Spanien und Portugal), noch weiter vom Durchschnittswert entfernt. Im Gegensatz dazu haben Länder, die im Zeitraum von 2007 bis 2015 den Euro eingeführt haben¹¹ (mit Ausnahme von Zypern und Malta), ihren Aufholprozess gegenüber dem Durchschnittswert des Eurogebiets ungeachtet der Covid-19-Pandemie fortgesetzt.

Abbildung D

Pro-Kopf-BIP in Kaufkraftstandards gegenüber dem euroraumweiten Durchschnitt zu unterschiedlichen Zeitpunkten



Quellen: Europäische Kommission, Eurostat, Weltbank und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die Zeiträume entsprechen den Höchst- und Tiefständen des Pro-Kopf-BIP im Euroraum während der Weltfinanz- und der Staatsschuldenkrise bzw. der Covid-19-Pandemie. Irland und Luxemburg stellen Ausreißer dar und sind daher nicht aufgeführt. Die Länder sind sortiert nach ihrem jeweiligen Indexwert im ersten Quartal 2008.

Zwar hat die außerordentliche Reaktion der Politik die wirtschaftlichen Folgen der Pandemie abgemildert, doch ist das Risiko von Vernarbungseffekten in den am stärksten betroffenen Ländern nach wie vor hoch. Da auch strukturelle Faktoren bei der erhöhten Heterogenität eine wichtige Rolle spielen, könnte der anfängliche Effekt des Pandemieschocks in Zukunft zu länger anhaltenden Wachstumsdivergenzen führen. Ursächlich hierfür könnten beispielsweise Unterschiede zwischen den Ländern mit Blick auf das Tempo der Reallokation zwischen den Sektoren und auf den jeweiligen fiskalischen Spielraum sein.

¹¹ Estland, Zypern, Malta, Lettland, Litauen, Slowenien und die Slowakei.

Das Programm „Next Generation EU“ dürfte dazu beitragen, einer Zunahme der wirtschaftlichen Unterschiede im Euro-Währungsgebiet entgegenzuwirken.

Ziel des Programms ist es, die strukturellen Gegebenheiten der Volkswirtschaften zu verbessern und eine integrativere Erholung zu fördern. Unterstützt wird dieses Ziel unter anderem dadurch, dass bei der Verteilung der Mittel aus der Aufbau- und Resilienzfazilität Länder begünstigt werden, die im Zuge der Pandemie die größten wirtschaftlichen Einbußen erlitten haben.¹²

¹² [Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Einrichtung einer Aufbau- und Resilienzfazilität und Schlussfolgerungen des Europäischen Rates vom 21. Juli 2020.](#)

Höhere Ersparnisbildung der privaten Haushalte infolge von Covid-19: eine aktualisierte Analyse

Maarten Dossche, Georgi Krustev und Stylianos Zlatanov

Im vorliegenden Kasten wird der Ersparniszuwachs privater Haushalte im Euro-Währungsgebiet seit Beginn der Coronakrise (Covid-19) näher beleuchtet.

Es handelt sich dabei um die Aktualisierung einer früheren Analyse der Bestimmungsfaktoren für die zuletzt sprunghaft gestiegenen Ersparnisse.¹ Darüber hinaus wird untersucht, was diese Faktoren für die Anpassung des Sparverhaltens und die Erholung der privaten Konsumausgaben bedeuten, wenn die Pandemie unter Kontrolle ist. Da sich die Pandemie hauptsächlich über Beschränkungen für verschiedene Kategorien des Konsums auf die Konjunktur im Euroraum ausgewirkt hat, wird es im Wesentlichen von der Art der Erholung dieser Nachfragekomponente abhängen, wie rasch die Wirtschaftstätigkeit wieder Fahrt aufnimmt.

Die Sparneigung der privaten Haushalte im Eurogebiet ist seit Jahresbeginn 2020 außergewöhnlich hoch.

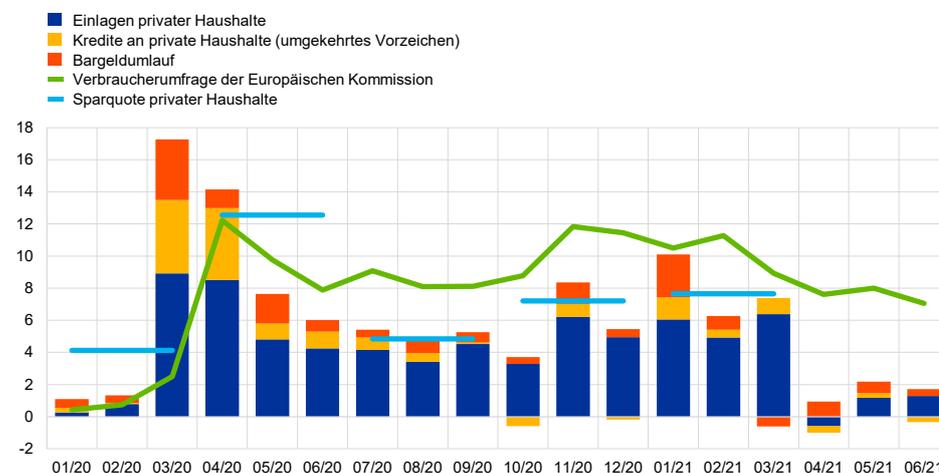
Den Sektorkonten des Euroraums zufolge stieg die Sparquote der Privathaushalte im ersten Halbjahr 2020 kräftig an (siehe Abbildung A). Seither bewegt sie sich auf einem deutlich höheren Niveau als vor der Coronakrise. Darin spiegelt sich vor allem der pandemiebedingte Rückgang der Konsumausgaben wider. Die Sektorkonten werden mit einer zeitlichen Verzögerung von rund drei Monaten veröffentlicht. Eine wichtige Rolle spielen daher auch aktuellere Indikatoren wie etwa die monatlichen Daten zu den Bankeinlagen und Buchkrediten privater Haushalte, die frühzeitige Informationen zur Beurteilung der Spardynamik liefern. Aus diesen Indikatoren geht hervor, dass die zusätzlichen Ersparnisse von den Privathaushalten zum Großteil in Form von Bankeinlagen gehalten und zur Verringerung der Kreditaufnahme genutzt werden. Die Ergebnisse der Verbrauchenumfrage der Europäischen Kommission zu den Sparabsichten der privaten Haushalte für die nächsten zwölf Monate haben sich ebenfalls als hilfreich für die Beurteilung der aktuellen Entwicklung erwiesen. Während diese Indikatoren Vorabinformationen über den Umfang der Schwankungen liefern, denen die Ersparnisse unterliegen, sind für ein umfassendes Verständnis der Bestimmungsfaktoren detailliertere Angaben erforderlich, die in den Sektorkonten und den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zur Verfügung gestellt werden.

¹ Siehe EZB, [Höhere Ersparnisbildung der privaten Haushalte infolge von Covid-19 – aus Vorsorge oder Zwang?](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 6/2020, September 2020.

Abbildung A

Indikatoren der Ersparnisbildung privater Haushalte

(Veränderung gegenüber Dezember 2019/dem vierten Quartal 2019; in Prozentpunkten des verfügbaren Einkommens bzw. in Prozentpunkten)



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

Anmerkung: Bei den Einlagen und Krediten privater Haushalte handelt es sich um Nettoströme. Kredite an private Haushalte werden mit umgekehrtem Vorzeichen ausgewiesen. Der Beitrag der Bargeldströme ist als Obergrenze anzusehen, da eine Aufschlüsselung nach geldhaltenden Sektoren auf monatlicher Basis nicht vorliegt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2021 (Sparquote der privaten Haushalte) bzw. Juni 2021 (alle anderen Zeitreihen). Die Daten sind saisonbereinigt.

Die höhere Ersparnisbildung ist im Wesentlichen auf einen Rückgang der Konsumausgaben zurückzuführen, denn das Einkommen der privaten Haushalte wurde durch Transferzahlungen stabilisiert.

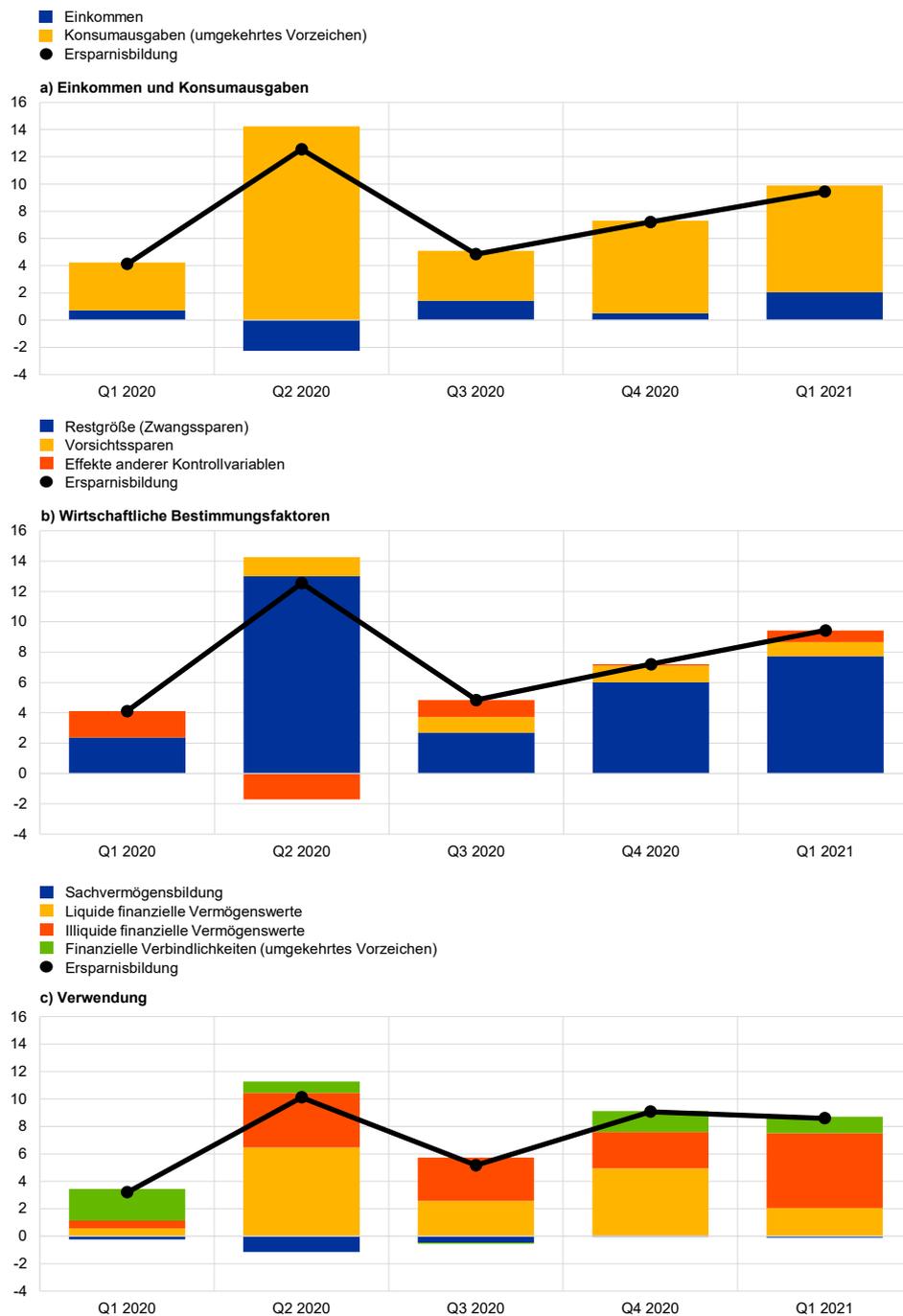
Abbildung B (Grafik a) veranschaulicht, dass der sprunghafte Anstieg der Ersparnisse privater Haushalte in erster Linie dem geringeren Konsum geschuldet ist. Das aggregierte Haushaltseinkommen blieb aufgrund der umfangreichen Transferzahlungen vom Konjunkturabschwung weitgehend unberührt. Damit stellt sich die Lage ganz anders dar als in den beiden vorangegangenen Rezessionen im Euro-Währungsgebiet, als das real verfügbare Einkommen trotz eines wesentlich geringeren Rückgangs des Arbeitnehmerentgelts spürbar sank. Das real verfügbare Einkommen im Eurogebiet hat sich in der aktuellen Krise allerdings auch nicht erhöht, was in einigen anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften der Fall war. Dort haben die Transferzahlungen dem verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte einen zusätzlichen Schub verliehen (siehe hierzu auch Kasten 1). Grund hierfür war, dass die Einkommensunterstützung im Euroraum (z. B. Kurzarbeitsregelungen) stärker zielgerichtet ausgestaltet wurde. Voraussetzung für die Gewährung dieser Leistungen war im Wesentlichen ein effektiver Rückgang der geleisteten Arbeitsstunden und damit des Arbeitseinkommens.²

² Siehe EZB, [Kurzarbeitsregelungen: Auswirkungen auf Löhne und verfügbares Einkommen](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 4/2020, Juni 2020.

Abbildung B

Sparquote privater Haushalte in dreifacher Aufschlüsselung

(Grafik a und b: Veränderung gegenüber dem vierten Quartal 2019; Grafik c: Veränderung gegenüber dem entsprechenden Quartal 2019; in Prozentpunkten des verfügbaren Einkommens und Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und eigene Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a und b basieren auf saisonbereinigten Daten, Grafik c basiert auf nicht saisonbereinigten Daten. Die Sparquote in Grafik c unterscheidet sich etwas von jener in Grafik a und b. Ursächlich hierfür sind statistische Diskrepanzen zwischen den nichtfinanziellen Konten und den Finanzkonten sowie ein unterschiedliches Referenzquartal infolge der Verwendung nicht saisonbereinigter Daten.

Die höhere Ersparnisbildung der privaten Haushalte war weitgehend

unfreiwillig. Die Aufschlüsselung in Abbildung B (Grafik b) lässt darauf schließen, dass die zusätzlichen Ersparnisse zum Großteil unfreiwillig gebildet wurden. Aufgrund der staatlich verhängten Restriktionen und der Angst vor Ansteckung standen viele Konsumkategorien effektiv nicht zur Verfügung (so waren etwa Restaurant- und Konzertbesuche sowie Reisen nicht möglich). Dies führte zu unfreiwilliger Ersparnisbildung oder „Zwangssparen“. Das Vorsichtssparen spielte ebenfalls eine bedeutende, wenn auch nicht ganz so große Rolle. Kurzarbeitsregelungen sorgten nicht nur für einen unverzüglichen Ausgleich der Verluste beim Arbeitseinkommen, sie trugen auch zum Erhalt von Arbeitsplätzen bei. Diese fiskalischen Transfers wirkten offenbar auch dem Risiko eines künftigen Einkommensverlustes und somit der Notwendigkeit des Vorsichtssparens entgegen, wengleich dieser Effekt schwer zu beziffern ist.³

Ein Großteil der zusätzlichen Ersparnisse wird in Form liquider Vermögenswerte gehalten.

Abbildung B (Grafik c) zeigt, dass rund die Hälfte des Ersparnisanstiegs bei privaten Haushalten in liquidem Finanzvermögen (d. h. Bargeld und Einlagen) angelegt wurde. Aus diesem Grund spiegeln die Veränderungen der Einlagenströme von Privathaushalten die jüngste Entwicklung der Sparquote recht gut wider (siehe Abbildung A). Zugleich ist aber auch zu beachten, dass ein nicht unbeträchtlicher Teil der zusätzlichen Ersparnisse in weniger liquide Formen wie etwa Aktien- und Investmentfonds investiert oder dazu genutzt wurde, die Kreditaufnahme zu verringern. Da die Zusatzersparnisse aufgrund des ungewollten Rückgangs der privaten Konsumausgaben und des weitgehend stabilen (gesamtwirtschaftlichen) Einkommens der privaten Haushalte überwiegend in liquider Form gehalten werden, stellt sich gleichwohl die Frage, inwieweit der Abbau des akkumulierten Ersparnisüberschusses (d. h. der über das Vorpandemieniveau hinausgehenden Sparleistung) der Erholung des privaten Verbrauchs einen zusätzlichen Schub (mittels Finanzierung der aufgestauten Nachfrage) verleihen kann.⁴ Dieser Frage wird im Folgenden nachgegangen.

Der Rückgang der Konsumausgaben ist vor allem auf eine geringere Inanspruchnahme verbrauchernaher Dienstleistungen zurückzuführen.

Für den anfänglichen Einbruch des privaten Verbrauchs während der ersten Pandemiewelle und den neuerlichen Konsumrückgang während der darauffolgenden Wellen spielten die geringeren Ausgaben für Dienstleistungen als Bestimmungsfaktor eine größere Rolle als in früheren Rezessionsphasen (siehe Abbildung C). Darin schlugen sich die

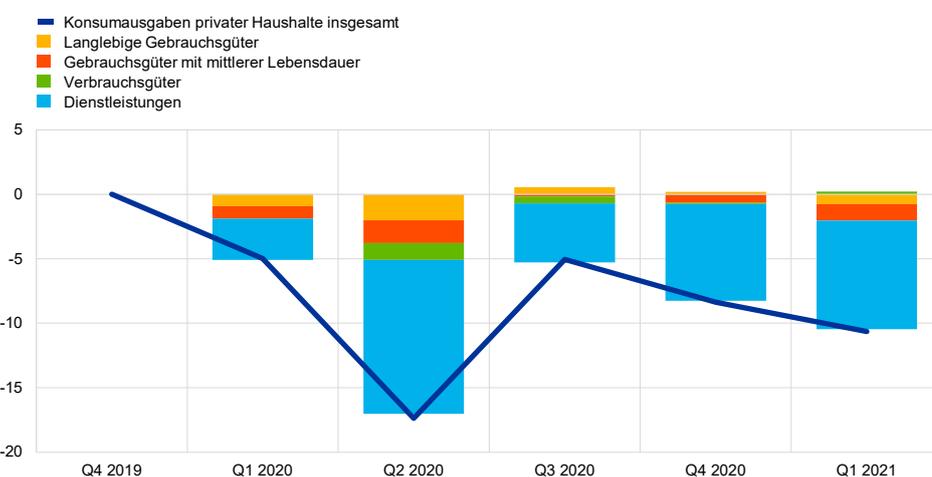
³ Siehe C. Bayer, B. Born, R. Lueticke und G. Müller, The Coronavirus Stimulus Package: How large is the transfer multiplier?, Discussion Paper des CEPR, Nr. 14600, 2020.

⁴ Der Ersparnisüberschuss der privaten Haushalte lässt sich quantifizieren als die im Verlauf der Coronapandemie gebildete Ersparnis, die einen kontrafaktischen Pfad ohne Pandemie übersteigt. Anhand der Sparquote, die den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2019 entnommen ist und als kontrafaktischer Pfad dient, können die akkumulierten zusätzlichen Ersparnisse im ersten Quartal 2021 auf 540 Mrd € oder 7,4 % des verfügbaren Jahreseinkommens von 2019 geschätzt werden (siehe EZB, [Entwicklung der Sparquote der privaten Haushalte und Auswirkungen auf die wirtschaftlichen Aussichten des Euro-Währungsgebiets](#), Kasten 2, in: Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, Juni 2021). Bei Bilbiie et al. (2021) dient das Vorpandemieniveau der Sparquote als kontrafaktischer Pfad (siehe F. Bilbiie, G. Eggertsson und G. Primiceri, US 'excess savings' are not excessive, VoxEU, 2021). Die Differenzen beim geschätzten Ersparnisüberschuss fallen bei unterschiedlichen plausiblen Annahmen über die kontrafaktische Entwicklung der Ersparnisse privater Haushalte (d. h. ohne Ausbruch der Pandemie) relativ gering aus.

Besonderheit der Pandemie und insbesondere die Kontaktbeschränkungen nieder. Als der Lockdown im dritten Quartal 2020 vorübergehend gelockert wurde, stiegen die Ausgaben für langlebige Gebrauchsgüter wieder auf ihr Vorkrisenniveau, doch die Erholung der Dienstleistungen verlief weiterhin schleppend. Da der Einbruch des Konsums während der Pandemie hauptsächlich den Dienstleistungen zuzuschreiben ist, wird auch der Abbau der aufgestauten Nachfrage weniger Wirkung entfalten können, wenn die Gesundheitskrise überwunden ist.⁵ Zwar ist die Erholung der Dienstleistungen, bei denen der Nachholbedarf nicht so stark wirken kann, nach wie vor eine wesentliche Voraussetzung für den Konjunkturaufschwung, doch könnte dies in gewissem Umfang durch einen höheren Konsum langlebiger Gebrauchsgüter ausgeglichen werden.⁶

Abbildung C Entwicklung der privaten Konsumausgaben im Euroraum

(Veränderung gegenüber dem vierten Quartal 2019; in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und eigene Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2021. Alle Daten sind deflationiert und saisonbereinigt.

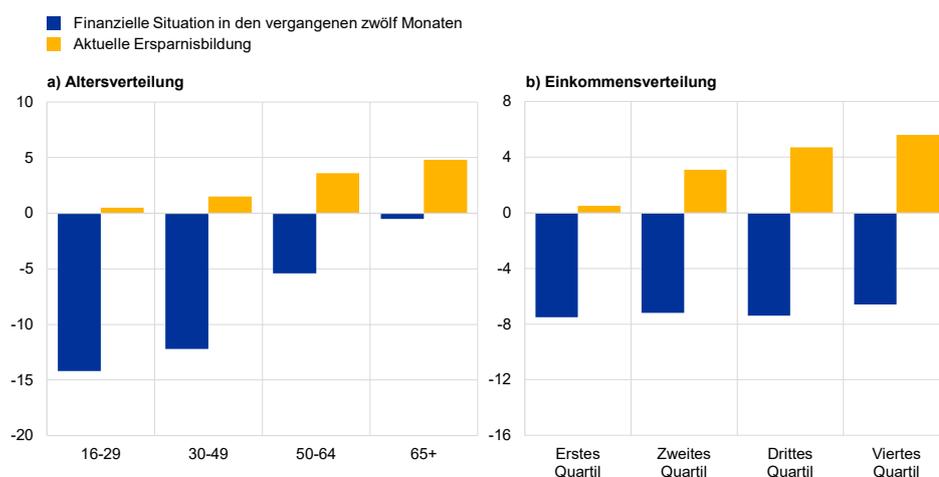
⁵ Siehe M. Beraja und C. Wolf, Demand Composition and the Strength of Recoveries, Massachusetts Institute of Technology, Mimeo, 2021. Der Begriff der aufgestauten Nachfrage wird zwar häufig im Zusammenhang mit langlebigen Gebrauchsgütern verwendet, doch kommen solche Effekte möglicherweise auch bei den Dienstleistungsausgaben zum Tragen. So könnten beispielsweise „unvergessliche“ Dienstleistungen im Tourismus- und Reisesektor eine starke latente Nachfrage auslösen – siehe R. Hai, D. Krueger und A. Postlewaite, On the welfare cost of consumption fluctuations in the presence of memorable goods, Quantitative Economics, Econometric Society, Band 11(4), 2020, S. 1177-1214.

⁶ Die Erholung des Konsums langlebiger Gebrauchsgüter im dritten Quartal 2020 könnte zum Teil temporären Faktoren zuzuschreiben sein. So könnten die Ausgaben für langlebige Gebrauchsgüter etwa durch einmalige Käufe von Gerätschaften für die Arbeit im Homeoffice gestützt worden sein. Darüber hinaus dürfte die vorübergehende Mehrwertsteuersenkung in Deutschland im zweiten Halbjahr 2020 den Kauf von langlebigen Gebrauchsgütern angekurbelt haben. Ein Beleg hierfür ist die erneute Schwäche des Gebrauchsgüterkonsums nach dem Auslaufen der Mehrwertsteuersenkung in der ersten Jahreshälfte 2021. Siehe hierzu M. Clemens und W. Röger, Temporary VAT reduction during the lockdown, Diskussionspapier des DIW, Nr. 1944, 2021.

Die Ersparnisbildung während der Pandemie konzentrierte sich auf ältere und einkommensstärkere Haushalte. Aus Abbildung D geht hervor, dass vorwiegend ältere Haushalte und solche mit höherem Einkommen zusätzliche Ersparnisse bildeten, was sich mit den Ergebnissen mehrerer Studien deckt.⁷ Zum einen waren beide Gruppen im Allgemeinen weniger von Arbeitseinkommensverlusten betroffen, da sie entweder nicht (mehr) erwerbstätig sind oder in Sektoren arbeiten, in denen die Kontaktbeschränkungen nicht so stark zum Tragen kamen.⁸ Zum anderen enthält ihr Warenkorb mehr Dienstleistungen, deren Konsum aufgrund der Abstandsregeln zurückgegangen ist.⁹ Da ältere und einkommensstärkere Haushalte in der Regel weniger Liquiditätsbeschränkungen unterworfen sind (oder eine geringere marginale Konsumneigung aufweisen), ist davon auszugehen, dass die zusätzlichen Ersparnisse in relativ geringem Umfang für Konsumzwecke genutzt werden. Hinzu kommt, dass sie gemäß der ricardianischen Äquivalenz wohl auch größere Bedenken hegen, in Zukunft von Steuererhöhungen zum Abbau der gestiegenen Staatsverschuldung betroffen zu sein.

Abbildung D
Finanzlage und Ersparnisbildung privater Haushalte nach Alters- und Einkommensgruppen

(Veränderung der Salden in %; Dezember 2019 bis April 2021)



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

Anmerkung: Die Entwicklung der finanziellen Situation privater Haushalte und ihrer Sparfähigkeit wird anhand der Veränderung der Nettosalden im Zeitraum von Dezember 2019 bis April 2021 näherungsweise ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2021, um den Zeitraum der erhöhten Ersparnisbildung abzudecken (vgl. Abbildung A). Alle Daten sind saisonbereinigt.

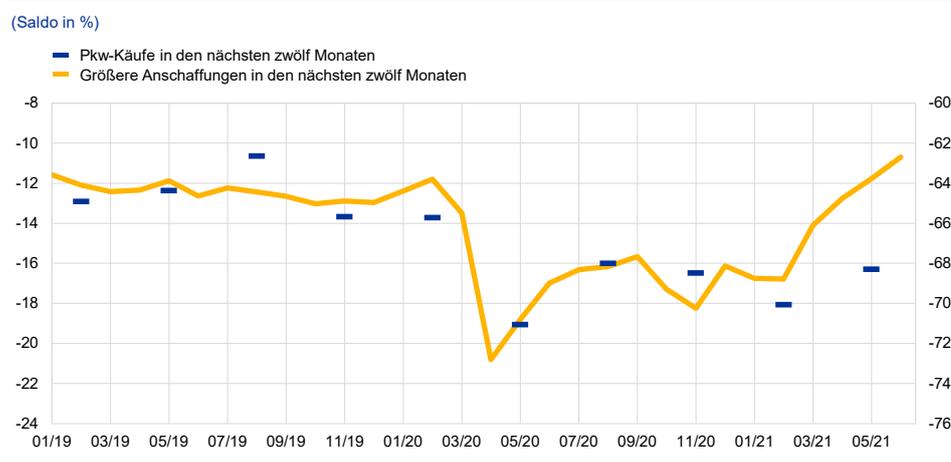
⁷ Siehe D. Bounie, Y. Camara, E. Fize, J. Galbraith, C. Landais, C. Lavest, T. Pazem und B. Savatier, Consumption Dynamics in the COVID Crisis: Real Time Insights from French Data, London School of Economics, Mimeo, 2020; S. Hacioglu, D. Känzig und P. Surico, The distributional impact of the pandemic, Discussion Paper des CEPR, Nr. 15101, 2021; R. Friz und F. Morice, Will consumers save the EU recovery? – Insights from the Commission's consumer survey, SUERF Policy Note, Nr. 237, 2021.

⁸ Die finanzielle Situation der privaten Haushalte hat sich über die gesamte Einkommensverteilung hinweg ähnlich entwickelt, da die Einkommenstransfers in erster Linie Haushalten mit geringerem Einkommen zugutekamen, die stärker von Wirtschaftsbereichen betroffen sind, in denen die Aktivität heruntergefahren werden musste.

⁹ Siehe EZB, Einkommensungleichheit im Euro-Währungsgebiet während der Covid-19-Pandemie, Kasten 1, in: Geldpolitik und Ungleichheit, Wirtschaftsbericht 2/21, März 2021.

Den Umfrageindikatoren zufolge dürfte es nicht zu einem unmittelbaren Anstieg der privaten Konsumausgaben kommen. Laut der Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission (siehe Abbildung E) gehen die privaten Haushalte davon aus, dass sie in den nächsten zwölf Monaten ähnlich viel Geld für größere Anschaffungen (z. B. Möbel, elektrische/elektronische Geräte usw.) ausgeben werden wie zu Jahresbeginn 2020. Zudem ist die Absicht, in den kommenden zwölf Monaten ein Kraftfahrzeug zu erwerben, weiterhin geringer ausgeprägt als vor der Pandemie. Wenngleich einige Ausgabenkategorien möglicherweise von einer außergewöhnlich hohen Nachfrage profitieren, lassen die Umfrageindikatoren nicht darauf schließen, dass ein durch den akkumulierten Ersparnisüberschuss finanzierter weitreichender Nachholbedarf dem privaten Konsum im kommenden Jahr kräftige Impulse verleihen wird.

Abbildung E
Konsumerwartungen privater Haushalte



Quelle: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen).
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2021 (größere Anschaffungen) bzw. das zweite Quartal 2021 (Pkw-Käufe). Alle Daten sind saisonbereinigt.

Der Covid-19-Schock hat zu einem sprunghaften Anstieg der Ersparnisse privater Haushalte geführt; anhand der zugrunde liegenden Triebkräfte ist jedoch nicht davon auszugehen, dass sich daraus ein großer zusätzlicher Schub für die erwartete Konsumerholung ergibt. Die Corona-Pandemie hat einen wirtschaftlichen Schock ausgelöst, der sich in vielschichtiger Weise auf den privaten Konsum und die Ersparnisbildung privater Haushalte ausgewirkt hat. Einige Faktoren deuten zwar darauf hin, dass der akkumulierte Ersparnisüberschuss durchaus auch für Konsumzwecke genutzt werden könnte. Andere Faktoren lassen hingegen darauf schließen, dass sich die Lage wohl komplizierter gestaltet. Insgesamt hält sich die Wahrscheinlichkeit einer unmittelbaren Absorption der überschüssigen Ersparnisse für künftige Konsumzwecke weiterhin in Grenzen.¹⁰

¹⁰ Eine Erörterung der Frage, wie die Anpassung der Sparquote und des akkumulierten Ersparnisüberschusses die Aussichten für die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet beeinflusst, findet sich in: EZB, [Entwicklung der Sparquote der privaten Haushalte und Auswirkungen auf die wirtschaftlichen Aussichten des Euro-Währungsgebiets](#), Kasten 2, in: Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, Juni 2021.

Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen

Catherine Elding, Friderike Kuik und Richard Morris

Im vorliegenden Kasten sind die Ergebnisse zusammengefasst, die EZB-Mitarbeiter aus dem Dialog mit Vertretern von 63 führenden nichtfinanziellen Unternehmen im Euro-Währungsgebiet gewinnen konnten. Die Umfrage fand im Zeitraum vom 28. Juni bis zum 7. Juli 2021 statt.¹

Die Kontaktpersonen berichteten von einem insgesamt kräftigen Wachstum, wobei sich vor allem Angebotsbeschränkungen sowie die Lockerung der Maßnahmen zur Eindämmung der Corona-Pandemie (Covid-19) auf die Geschäftstätigkeit auswirkten. Die Lockerung der Maßnahmen bewirkte nach und nach eine partielle Erholung in den betroffenen Dienstleistungsbereichen und kam in der Folge auch deren Lieferanten zugute. In der Industrie erhöhte sich die Nachfrage indes zwar weiter oder war nach wie vor hoch, doch die Produktion hinkte angesichts anhaltender Angebotsengpässe etwas hinterher.

Mit der Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen gingen vom Dienstleistungssektor im zweiten Quartal die größten Wachstumsimpulse aus, obwohl die Erholung weiterhin ungleichmäßig verlief. Die im Reiseverkehr und im Gastgewerbe tätigen bzw. mit dieser Branche verbundenen Unternehmen meldeten für das zweite Quartal eine graduelle Erholung ihrer Geschäftstätigkeit, auch wenn diese nach wie vor auf einem sehr niedrigen Niveau lag. Der innerstädtische Einzelhandel verzeichnete nach der Öffnung der Ladengeschäfte zwar ein kräftiges Umsatzwachstum, aber die Geschäftstätigkeit blieb insgesamt noch immer leicht unter dem Vorpandemieniveau.² Dies betraf insbesondere höherwertige Produkte oder Luxusgüter, deren Absatz in der Regel vom internationalen Tourismus profitiert. Die schrittweise Öffnung im Gastgewerbe und in der Unterhaltungsbranche stützte die Entwicklung im Dienstleistungssektor, etwa in den Bereichen Medien und Werbung sowie Arbeitsvermittlung. Zugleich meldeten Unternehmen aus Dienstleistungsbereichen, die von der Pandemie kaum betroffen waren oder sich in der Pandemie positiv entwickelten (wie etwa Telekommunikation, Beratungs- und Informationsdienstleistungen), generell ein kräftiges oder stetiges Wachstum ihrer Aktivität.

In der Industrie meldeten die befragten Unternehmen eine anhaltend lebhaftere Nachfrage, während die Produktion durch einen Mangel an Materialien und Komponenten beeinträchtigt wurde. Der größte Engpass wurde nach wie vor bei Halbleitern verzeichnet. Besonders deutlich war dies bereits in der Kfz-Produktion zu spüren gewesen, aber auch andere Bereiche der Industrie waren hiervon

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

² Die Öffnung der Geschäfte führte zu einem starken Ausgabenanstieg. Allerdings pendelte sich die Kundenfrequenz anschließend tendenziell deutlich unterhalb des Vorpandemieniveaus ein. Folglich lag der Gesamtumsatz der Einzelhandelsgeschäfte nach wie vor unter jenem aus dem Jahr 2019, obwohl die Kaufwahrscheinlichkeit der Kunden in den Geschäften höher war als vor der Pandemie.

zunehmend betroffen. Viele Gesprächspartner berichteten weiterhin von Verknappungen bei einer Reihe von Materialien und Komponenten sowie Verzögerungen beim Bezug von Vorleistungsgütern aufgrund von Transportengpässen (vor allem im Containerfrachtverkehr). Zwar wirkten sich diese auf breiterer Front beobachteten Verknappungen vor allem auf die Kosten aus, doch bis zu einem gewissen Grad wurde auch die Produktion beeinträchtigt. Dies erschwerte wiederum die Beurteilung der Endnachfrage, da in Erwartung höherer Preise Anschaffungen vorgezogen oder zwecks Angebotssicherung mehr Bestellungen als nötig vorgenommen wurden. Gleichzeitig waren die Lieferzeiten in einigen Fällen so lang, dass Kunden nur zögerlich Bestellungen aufgaben. Anzeichen einer sich allgemein abschwächenden Nachfrage gab es dennoch kaum.

Für die Sommermonate gingen die Kontaktpersonen von einer Fortsetzung des kräftigen Wachstums aus. Ihrer Einschätzung nach werden volle Auftragsbücher die Aktivität in der Industrie während der Sommermonate stützen. Auch im Dienstleistungssektor rechneten die Unternehmen mit einem anhaltenden Wachstum, da sie von einer weiteren Lockerung der pandemiebedingten Einschränkungen ausgehen. Allerdings sind die Aussichten – insbesondere für Herbst und Winter – nach wie vor mit erheblicher Unsicherheit behaftet. Ausschlaggebend hierfür ist die weitere Entwicklung der Pandemie und insbesondere der Delta-Variante sowie anderer möglicher Covid-19-Varianten.

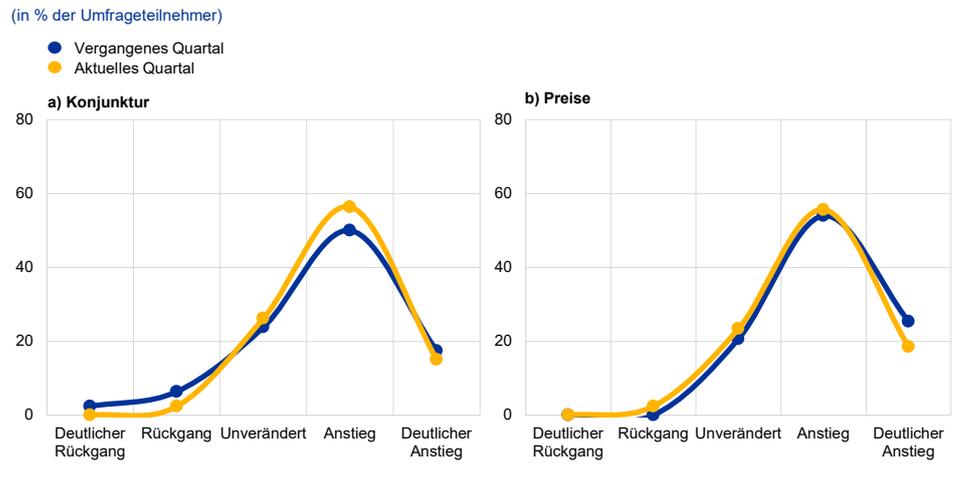
Die Antworten der Gesprächspartner ließen gegenüber den vorangegangenen Umfragen auf eine leichte Aufhellung der Beschäftigungsentwicklung und Beschäftigungsaussichten schließen. Im Bereich Arbeitsvermittlung wurde ein starker Anstieg bei der Einstellung von Arbeitskräften gemeldet. Den größten Bedarf verzeichneten unter anderem die Sektoren Technologie und Logistik. Zwar kam es auch im Gastgewerbe und im Freizeitbereich zu vermehrten Neueinstellungen, sie blieben aber auf einem niedrigen Niveau. Nachdem Stellenwechsel lange Zeit schwierig waren, gab es eine erhebliche Nachfrage nach beruflichen Veränderungen; mehrere Kontaktpersonen sprachen von einem Kampf um die besten Fachkräfte. Die zunehmende Nutzung flexibler Arbeitszeitregelungen führte dazu, dass der Kreis verfügbarer Bewerberinnen und Bewerber für einige Stellen größer wurde, stellte jedoch für Unternehmen, die Arbeitskräfte vor Ort benötigten, einen Nachteil dar. Als Hotels und der stationäre Einzelhandel wieder öffneten, erwies sich die Einstellung von Arbeitskräften zuweilen als schwierig, da viele zuvor in diesen Bereichen Beschäftigte inzwischen Arbeit in anderen, weniger stark von der Pandemie betroffenen Sektoren gefunden hatten.

Die Gesprächspartner in der Industrie berichteten von deutlich steigenden Verkaufspreisen, während die Preisdynamik im Dienstleistungssektor verhaltener ausfiel. Die in den vergangenen Quartalen sehr stark gestiegenen Rohstoffpreise und Transportkosten schlugen zunehmend auf die Industriepreise durch. Da sich die Kunden eher auf die Sicherung des Angebots als auf Preisverhandlungen konzentrierten, war das Umfeld für die Weitergabe höherer Kosten an die Kunden nach Einschätzung der befragten Kontaktpersonen sehr günstig. Einige Unternehmen in den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette meldeten eine Ausweitung ihrer Margen, während die Weitergabe der Kosten in den

nachgelagerten Stufen tendenziell weniger vollständig war. Mit Blick auf die weitere Entwicklung gingen die meisten Kontaktpersonen in der Industrie von einer Stabilisierung oder einem allmählichen Rückgang der maßgeblichen Rohstoffpreise aus. Die Weitergabe an die Verkaufspreise wird sich ihrer Einschätzung zufolge jedoch noch einige Quartale fortsetzen. Die meisten Gesprächspartner rechneten auch mit einem gewissen Durchwirken auf die Endverbraucherpreise. Im Dienstleistungssektor erwarteten die Kontaktpersonen stabilere Aussichten für die Verkaufspreise.

Die Inputpreise in der Industrie haben sich den befragten Unternehmen zufolge zwar deutlich erhöht, doch die Lage wird sich nach ihrer Einschätzung letztendlich entspannen, und die Lohnaussichten bleiben moderat. Die meisten Kontaktpersonen gehen davon aus, dass Kapazitätsinvestitionen allmählich das Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage in der Industrie wiederherstellen werden, sodass der ungewöhnliche Kostendruck zwar noch einige Quartale andauern könnte, aber letztlich temporär sein wird. Ein persistenterer längerfristiger Kostendruck erwächst hingegen aus den regulatorischen Kosten und Investitionskosten im Zusammenhang mit der Reduzierung des Kohlendioxidausstoßes. Einige Kontaktpersonen rechnen angesichts der aktuell höheren Verbraucherpreise und der Erholung der Unternehmensgewinne in ihren Branchen für die nächsten Tarifverhandlungen mit einer zunehmenden Lohninflation. Allgemein wird aber erwartet, dass diese Zunahme moderat ausfallen wird.

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



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

6 Sektorale Entwicklungen und ihre Bedeutung für das Lohnwachstum im Euro-Währungsgebiet seit Ausbruch der Pandemie

Gerrit Koester und Eduardo Gonçalves

Die Interpretation der Lohnentwicklung wird durch die wirtschaftlichen Folgen der Pandemie und die entsprechenden politischen Reaktionen erschwert. Das gesamtwirtschaftliche Lohnwachstum wird meist anhand des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer oder des Arbeitnehmerentgelts je geleistete Arbeitsstunde gemessen.¹ Die Covid-19-Pandemie hat zu einer beträchtlichen Divergenz zwischen dem Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und dem Arbeitnehmerentgelt je Stunde geführt. Die Tatsache, dass eine große Zahl an Arbeitnehmern in Programme zur Arbeitsplatzsicherung eingebunden war, war hierbei von grundlegender Bedeutung, vor allem aufgrund der Auswirkungen dieser Programme auf die geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten. Solche Modelle wirken sich der Tendenz nach dämpfend auf das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer aus, da die Beschäftigten zwar in der Regel ihren Erwerbsstatus beibehalten, in den meisten Ländern infolge der Teilnahme an den Programmen jedoch Lohnkürzungen hinnehmen müssen. Darüber hinaus bilden die statistischen Messgrößen des Arbeitnehmerentgelts die im Rahmen dieser Programme gewährten Leistungen nicht ab, wenn sie den Arbeitnehmern direkt ausgezahlt werden.² Zugleich üben diese Maßnahmen einen Aufwärtsdruck auf das Arbeitnehmerentgelt je Stunde aus, denn die geleisteten Arbeitsstunden werden in der Regel deutlich stärker reduziert als die Löhne und Gehälter.

Das jährliche Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer brach zu Beginn der Pandemie ein, erreichte im ersten Quartal 2021 aber wieder sein Vorkrisenniveau. Dieses deutliche V-förmige Verlaufsmuster spiegelt offensichtlich die konjunkturelle Entwicklung wider. Ungewöhnlich ist allerdings, dass dafür in erster Linie Anpassungen beim Arbeitnehmerentgelt und nur in geringerem Maße Veränderungen der Beschäftigungslage verantwortlich waren (siehe Abbildung A). Zwar ging die Zahl der Beschäftigten in der aktuellen Krise ähnlich stark zurück wie in der globalen Finanzkrise, doch erfuhr das gesamte Arbeitnehmerentgelt nun eine wesentlich stärkere Anpassung als zur damaligen Zeit. Erklären lässt sich dies dadurch, dass Programme zur Arbeitsplatzsicherung diesmal eine entscheidendere Rolle gespielt haben. Sie trugen dazu bei, die Beschäftigten in Anstellung zu halten, waren aber mit gewissen Entgeltkürzungen verbunden, da in den meisten Ländern programmgemäß nicht alle ausgefallenen Arbeitsstunden vergütet wurden. Zudem wurden im Rahmen der Modelle erfolgende Zahlungen meist als Transferleistungen

¹ Siehe EZB, [Können Daten zu den Tarifverdiensten zur Messung der Lohndynamik während der Covid-19-Pandemie beitragen?](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 8/2020, Januar 2021.

² Siehe EZB, [Kurzarbeitsregelungen: Auswirkungen auf Löhne und verfügbares Einkommen](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 4/2020, Juni 2020.

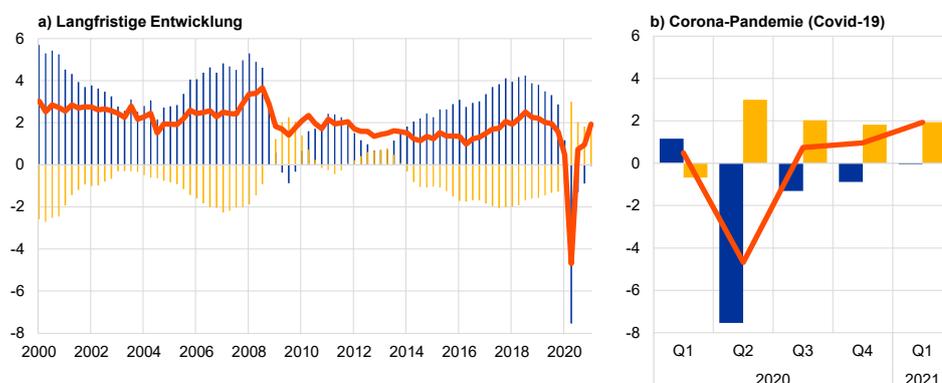
und nicht als Arbeitnehmerentgelt erfasst.³ Mit der Konjunkturerholung normalisierte sich die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden. Parallel dazu ging die Nutzung von Programmen zur Arbeitsplatzsicherung zurück, sodass es zu Anpassungen beim Arbeitnehmerentgelt kam. Aufgrund einer jährlichen Steigerungsrate des Arbeitnehmerentgelts von null und einer weiterhin negativen Jahreswachstumsrate der Beschäftigtenzahl wurde im ersten Quartal 2021 eine Zuwachsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer von 1,9 % verzeichnet. Sie lag damit in der Nähe ihres langfristigen (seit 1999 verzeichneten) Durchschnitts von 2,0 %.

Abbildung A

Aufgliederung des Anstiegs des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

■ Arbeitnehmerentgelt
 ■ Beschäftigte (invertiert)
 — Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2021. Für beide Grafiken gilt, dass die Zeitreihe für die Beschäftigten invertiert ist. Positive Zahlen spiegeln also eine Verringerung der Anzahl der Beschäftigten gegenüber dem Vorjahr wider, negative Zahlen hingegen eine Zunahme.

Hinter den Schwankungen beim aggregierten Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer verbergen sich einige beachtliche sektorale Unterschiede (siehe Abbildung B).

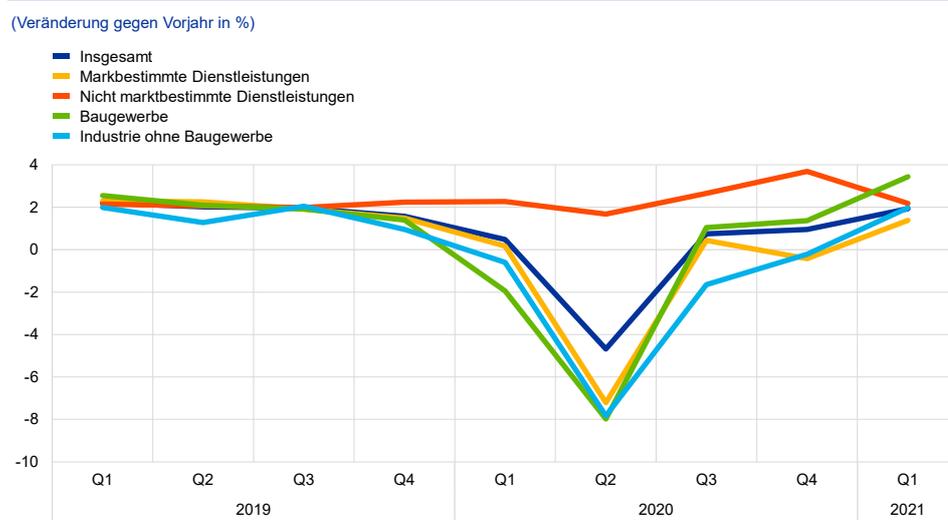
Mit Ausbruch der Krise brach das Lohnwachstum im zweiten Quartal 2020 bei den marktbestimmten Dienstleistungen, in der Industrie ohne Baugewerbe und im Baugewerbe in jeweils ähnlich starkem Maße ein. Im dritten Quartal wurde eine allgemeine Erholung des Lohnwachstums verzeichnet, die in der Industrie und im Baugewerbe bis Anfang 2021 anhielt. Im Bereich der marktbestimmten Dienstleistungen hingegen kam es im vierten Quartal 2020 zu einem abermaligen – wenn auch diesmal weniger starken – Absinken des Lohnzuwachses, da die Pandemie erneut Lockdown-Maßnahmen erforderlich machte, die sich vornehmlich auf Arbeitsplätze im Dienstleistungssektor auswirkten. Dabei stachen während der Pandemie besonders die nicht marktbestimmten Dienstleistungen hervor, da das Lohnwachstum dort bis zum Sommer 2020 in etwa auf dem Vorkrisenniveau lag und sich in der zweiten Jahreshälfte 2020 sogar deutlich erhöhte. So lag es im vierten Quartal bei 3,7 %, bevor es im Anfangsquartal 2021 auf 2,2 % zurückging. In vielen Euro-Ländern wurden vor allem Beschäftigten

³ Siehe EZB, Entwicklung des Arbeitnehmerentgelts je Stunde und je Arbeitnehmer seit Beginn der Covid-19-Pandemie, Kasten 3, in: [Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 8/2020, Januar 2021.

im Gesundheitswesen aufgrund ihrer hohen Arbeitsbelastung Sonderprämien gewährt. Das kräftige Lohnwachstum bei den nicht marktbestimmten Dienstleistungen im zweiten Halbjahr 2020 war in hohem Maße auf diese Prämien zurückzuführen. Insgesamt ist beim Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer weiterhin eine höhere Streuung als vor der Pandemie festzustellen. Dadurch wird noch einmal deutlich, dass die sektorale Entwicklung im Rahmen der Analyse des aggregierten Lohnwachstums berücksichtigt werden muss.

Abbildung B

Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im Euroraum nach wichtigen Sektoren



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2021. Zu den nicht marktbestimmten Dienstleistungen gehören öffentliche Verwaltung, Verteidigung, Erziehung und Unterricht sowie Gesundheits- und Sozialwesen.

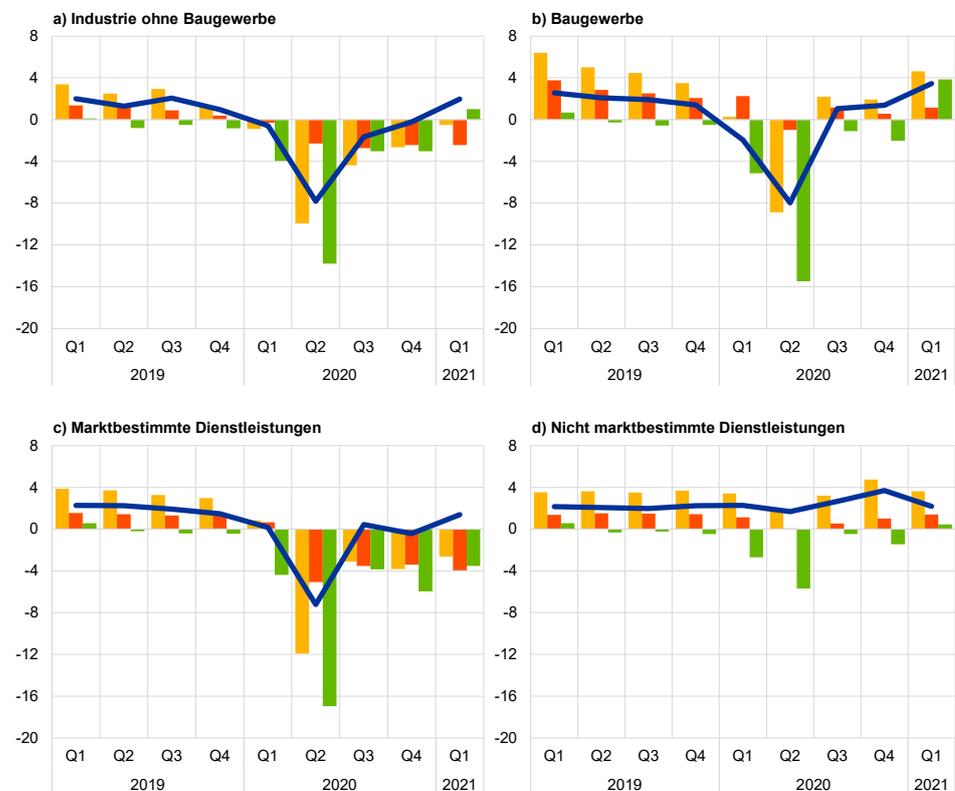
In der je nach Sektor unterschiedlich verlaufenden Entwicklung beim Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer spiegelt sich wider, inwieweit die einzelnen Sektoren von der Pandemie und den entsprechenden Eindämmungsmaßnahmen betroffen waren. Dies gilt vor allem für die Inanspruchnahme von Maßnahmen zur Arbeitsplatzsicherung. Im Gegensatz zu vorangegangenen Krisen wirkte sich die Pandemie am stärksten auf den Bereich der marktbestimmten Dienstleistungen aus, die zu einem großen Teil in besonderem Maße durch die Einschränkungen der physischen Mobilität und die Lockdown-Maßnahmen beeinträchtigt wurden. Für den Euroraum insgesamt liegen zwar keine harmonisierten Daten zur Abhängigkeit der einzelnen Sektoren von Arbeitsplatzsicherungsmaßnahmen vor, aber aus den relativen Anpassungen bei der Beschäftigung und den geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten lassen sich erste grobe Hinweise ableiten (siehe Abbildung C). Im zweiten Quartal 2020 wurden die geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten – im Verhältnis zur Beschäftigung – in allen Sektoren vergleichsweise stark angepasst. Im Baugewerbe schrumpfte die Beschäftigung nur geringfügig, und die Lage normalisierte sich ab dem dritten Quartal 2020 recht zügig. Die Industrie hingegen musste deutlichere Beschäftigungsrückgänge hinnehmen, die sich bis zum ersten Quartal 2021 fortsetzten, während sich die geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten rascher

normalisierten. Die sich daraus ergebende geringere Inanspruchnahme von Arbeitsplatzsicherungsprogrammen zeigte sich dann in der kontinuierlichen Erholung des Arbeitnehmerentgelts. Die marktbestimmten Dienstleistungen wurden am stärksten in Mitleidenschaft gezogen und hatten die größten Beschäftigungsverluste zu verzeichnen. Wie auch in der Industrie dauerten diese Verluste bis zum ersten Quartal 2021 an. Im Gegensatz zu den anderen Sektoren schrumpfte die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten im vierten Quartal 2020 im Verhältnis zur Beschäftigung hier jedoch noch einmal, woraus sich ein weiterer Rückgang des Arbeitnehmerentgelts parallel zu einer erneuten Inanspruchnahme von Programmen zur Arbeitsplatzsicherung ergab. Bei den nicht marktbestimmten Dienstleistungen gab es in der Krise keine Beschäftigungsverluste, und die Verringerung der geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten im zweiten Quartal 2020 ging mit nur geringfügigen Verlusten beim Arbeitnehmerentgelt einher. Im Vergleich zu den anderen Sektoren zeichnete sich dieser Bereich durch eine beachtliche Resilienz des Arbeitnehmerentgelts und des Lohnwachstums aus.

Abbildung C
Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im Euroraum: Sektorale Entwicklung

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

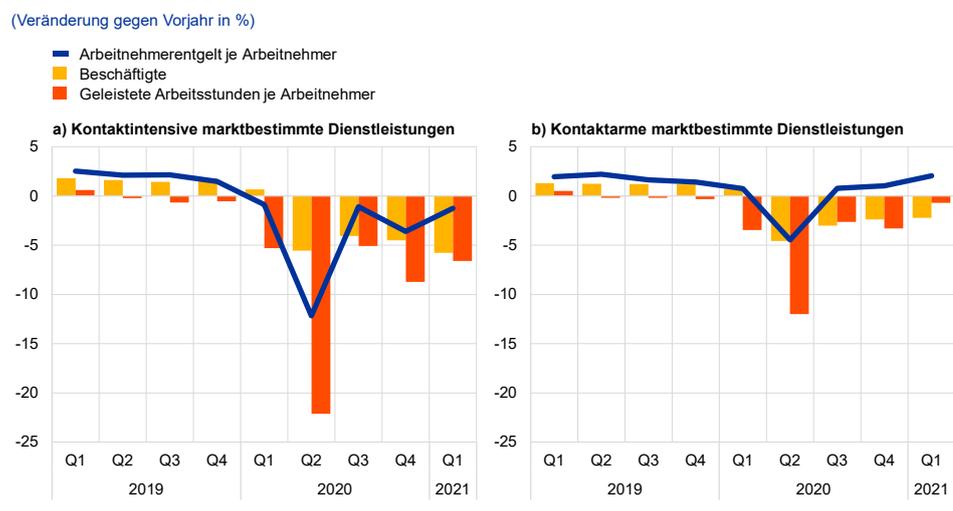
- Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer
- Arbeitnehmerentgelt
- Beschäftigte
- Geleistete Arbeitsstunden je Arbeitnehmer



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2021. Zu den nicht marktbestimmten Dienstleistungen gehören öffentliche Verwaltung, Verteidigung, Erziehung und Unterricht sowie Gesundheits- und Sozialwesen.

Der asymmetrische Effekt der Pandemie zeigt sich noch deutlicher, wenn bei den marktbestimmten Dienstleistungen zwischen kontaktintensiven und kontaktarmen Dienstleistungen unterschieden wird. Da die zur Eindämmung der Pandemie eingeführten Beschränkungen darauf abzielten, vor allem direkte persönliche Kontakte zu verringern, wurden kontaktintensive Dienstleistungen (darunter der Groß- und Einzelhandel, die Transportdienstleistungen und das Gastgewerbe) stärker in Mitleidenschaft gezogen als kontaktarme Leistungen (wie unter anderem der Bereich Information und Kommunikation, die Finanz- und Versicherungsbranche und das Grundstücks- und Wohnungswesen). Zwar wurde 2020 das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer in beiden Teilspektoren deutlich beeinträchtigt, aber der Effekt war bei den kontaktintensiven Dienstleistungen wesentlich stärker ausgeprägt, da dort die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten angesichts der größeren Bedeutung der Arbeitsplatzsicherungsmaßnahmen in sehr viel höherem Maße zurückging. Seit dem dritten Quartal 2020 ist für die kontaktarmen Dienstleistungen wieder eine positive Zuwachsrate beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer zu verzeichnen. Sie lag im ersten Quartal 2021 bei 2,0 % nach 0,8 % bzw. 1,0 % im dritten bzw. vierten Quartal 2020. Bei den kontaktintensiven Dienstleistungen war der Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer infolge der pandemiebedingten Einschränkungen, die sich vor allem in diesem Teilsektor bemerkbar machten, dagegen weiterhin negativ (siehe Abbildung D).

Abbildung D
Lohnentwicklung bei den kontaktintensiven und kontaktarmen marktbestimmten Dienstleistungen im Euroraum



Quellen: Eurostat und Berechnungen der Autoren.
Anmerkung: Zu den kontaktintensiven marktbestimmten Dienstleistungen zählen Groß- und Einzelhandel, Transportdienstleistungen und Gastgewerbe. Unter kontaktarmen marktbestimmten Dienstleistungen sind die marktbestimmten Dienstleistungen mit Ausnahme der kontaktintensiven marktbestimmten Dienstleistungen zu verstehen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2021.

Den Erwartungen zufolge werden die Auswirkungen der Pandemie auf das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer die Lohnentwicklung auch im Jahr 2021 über alle Sektoren hinweg beeinflussen. Der im zweiten Quartal 2020 beobachtete massive Rückgang beim Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer dürfte im zweiten Quartal 2021 zu einem kräftigen

Basiseffekt bei der entsprechenden Wachstumsrate führen. In den am stärksten von der Pandemie betroffenen Sektoren dürften derartige aufwärtsgerichtete Basiseffekte am stärksten ausgeprägt sein. Hierbei handelt es sich primär um die kontaktintensiven Dienstleistungen, aber auch andere Sektoren könnten durchaus betroffen sein. Den Projektionen zufolge werden sich die Arbeitsmärkte in den kommenden Jahren schrittweise erholen. Entsprechend werden die Auswirkungen der Arbeitsplatzsicherungsprogramme abklingen. Aus diesem Grund dürfte sich die Entwicklung des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer in den wichtigsten Wirtschaftsbereichen wieder normalisieren. Mit Blick auf die Zukunft stellt sich die zentrale Frage, ob die branchenbezogenen Tarifverhandlungen darauf abzielen werden, die während der Pandemie vorübergehend erlittenen Entgeltverluste zumindest teilweise und in einigen Sektoren wieder auszugleichen. Dadurch könnte sich das Lohnwachstum in den kommenden Jahren beschleunigen.

Jüngste Entwicklung des Preisdrucks bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie im Euro-Währungsgebiet

Gerrit Koester, Ieva Rubene, Eduardo Gonçalves und Jakob Nordeman

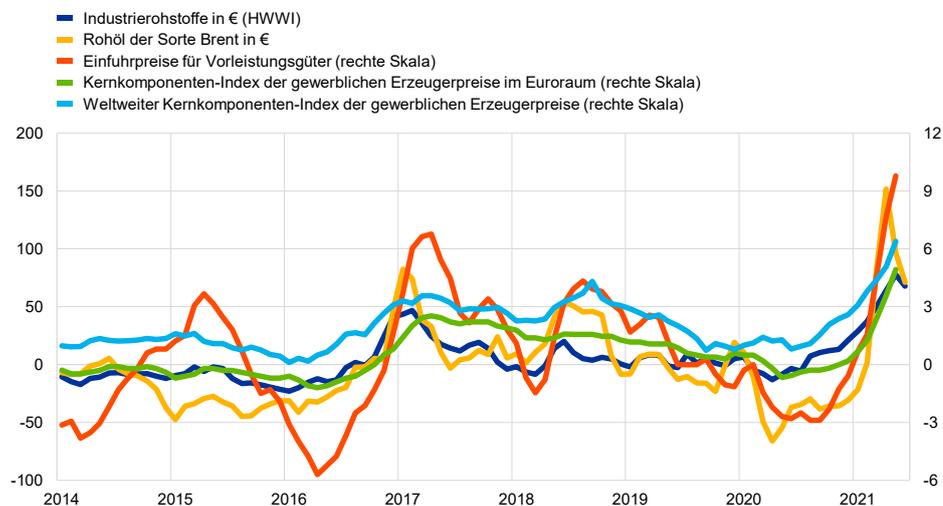
Die weltweit stark gestiegenen Vorleistungskosten führten zu einer deutlichen Erhöhung der Import- und der Erzeugerpreise von Vorleistungsgütern im Euro-Währungsgebiet (siehe Abbildung A). Aufgrund des kräftigen Rohstoffpreisauftriebs und der erheblichen Zunahme der Frachtkosten verbunden mit Angebotsknappheiten bei einigen Rohstoffen und Zwischenprodukten kam es im Euroraum zu einem Kostendruck auf die Vorleistungsgüter.¹ Solche Kostenschocks bei Vorleistungen erzeugen einen Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der Produktions- und Vertriebskette. Die jüngste Entwicklung der Vorleistungskosten hatte einen Anstieg der wichtigsten Erzeugerpreise zur Folge, vor allem im verarbeitenden Gewerbe. In diesem Sektor haben Zwischenprodukte ein hohes Gewicht und spiegeln insbesondere die Preissteigerungen bei Metallen und Metallerzeugnissen sowie chemischen Erzeugnissen wider. Wie stark dieser Druck letztlich auf die nachgelagerten Stufen und die Güterpreise auf der Verbraucherebene durchwirkt, hängt von vielen Faktoren ab. Eine Rolle spielt dabei auch, wie lange der Druck anhält und inwieweit die Unternehmen willens und in der Lage sind, ihn durch niedrigere Gewinnspannen zu absorbieren. Im Warenkorb, der dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) im Eurogebiet zugrunde liegt, werden diese Konsumgüterpreise in der Kategorie „Industrieerzeugnisse ohne Energie“ erfasst.

¹ Siehe auch EZB, [Bestimmungsfaktoren für den jüngsten Anstieg der Seefrachtkosten](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 3/2021, Mai 2021; EZB, [Folgen des Engpasses bei Halbleitern für Handel, Produktion und Preise im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 4/2021, Juni 2021.

Abbildung A

Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der Preissetzungskette

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, Bloomberg, Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut (HWWI) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Kernkomponenten-Index der gewerblichen Erzeugerpreise stellt den Erzeugerpreisindex (EPI) für den Inlandsabsatz ohne Baugewerbe und Energiesektor dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2021 (Industrierohstoffe (HWWI) und Rohöl der Sorte Brent (in Euro)) bzw. Mai 2021 (alle übrigen).

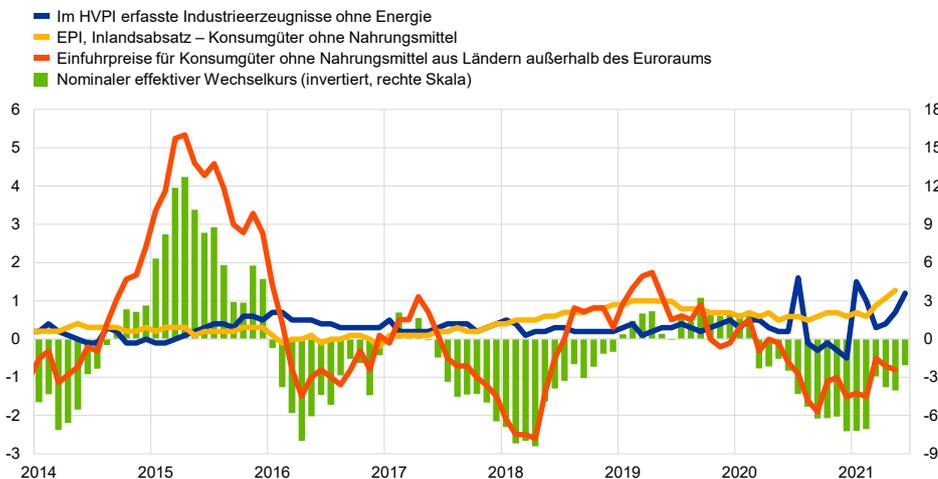
Auf den nachgelagerten Stufen der Preissetzungskette war der Preisdruck bislang geringer als auf den vorgelagerten Stufen (siehe Abbildung B). Die Änderungsrate der inländischen Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel – eine wichtige Messgröße für den Preisdruck bei den im HVPI erfassten Industrieerzeugnissen ohne Energie – belief sich im April 2021 auf 1,0 % nach 0,9 % im März und 0,6 % im Februar. Diese Zuwachsraten erscheinen zwar relativ niedrig verglichen mit jenen für die Vorleistungsgüter, doch lag der zuletzt ermittelte Wert deutlich über dem langfristigen Durchschnitt von 0,6 % und erreichte damit ein Niveau, das im Jahr 2019 in der spätzyklischen Phase beobachtet wurde. Zugleich wies die Jahresänderungsrate der Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel (Importe von Endprodukten machen bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie im HVPI-Warenkorb rund 12 % aus)² im Mai mit -0,9 % weiterhin ein negatives Vorzeichen auf. Höhe und Verlauf dieser Rate hängen eng mit der Entwicklung des Euro-Wechselkurses zusammen und werden weiterhin durch die Aufwertung des Euro gegenüber seinem Vorjahresstand beeinflusst.

² Siehe EZB, [Beobachtung der Transmission der Wechselkursentwicklung auf die Inflation](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 4/2018, Juni 2018.

Abbildung B

Preisdruck auf den nachgelagerten Stufen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der nominale effektive Wechselkurs ist invers dargestellt, daher spiegeln negative Werte eine Aufwertung wider. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2021 (Industrieerzeugnisse ohne Energie – Schnellschätzung – und nominaler effektiver Wechselkurs) bzw. Mai 2021 (alle übrigen). Die Entwicklung der Teuerung bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie wurde im zweiten Halbjahr 2020 stark von der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland (von Juli bis Dezember) sowie im Juli und August noch dazu von den veränderten Sommerschlussverkaufsterminen in einigen Euro-Ländern beeinflusst.

Der aus der aktuellen Entwicklung der Vorleistungskosten resultierende Aufwärtsdruck kann sich auch künftig noch auf den Preisauftrieb bei Industrieerzeugnissen ohne Energie auswirken, denn es dauert in der Regel mehr als ein Jahr, bis dieser Druck auf die Verbraucherpreise durchwirkt.

Da der Produktionsprozess Zeit erfordert, schlägt der Kostendruck oftmals erst mit großer zeitlicher Verzögerung auf die verschiedenen Stufen der Preissetzungskette durch. Zu den weiteren Faktoren, die das Durchwirken auf die Preise verzögern, zählen langfristige Preissetzungsverträge, ein hoher Festpreisanteil und die Absicherung von Vorleistungskosten, die vor allem von größeren Unternehmen zur Stabilisierung dieser Kosten vorgenommen wird. Korrelationsanalysen legen den Schluss nahe, dass es rund ein Jahr dauert, bis Veränderungen der Vorleistungspreise auf die Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie durchwirken.³ Aus einer einfachen Regressionsanalyse in reduzierter Form, bei der auch Nachfrageüberlegungen berücksichtigt werden, geht hervor, dass die zeitlichen Verzögerungen sogar noch etwas größer sind. Demnach dauert es rund ein halbes Jahr, bis Veränderungen der Vorleistungspreise zu etwa einem Viertel und damit zunächst nur in geringem Maße auf die Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel durchschlagen. Bis zur vollständigen Weitergabe des Preisdrucks (mit einem Wert von nahezu eins) an den Preisauftrieb bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie vergehen dann noch weitere anderthalb Jahre (siehe Abbildung C).⁴

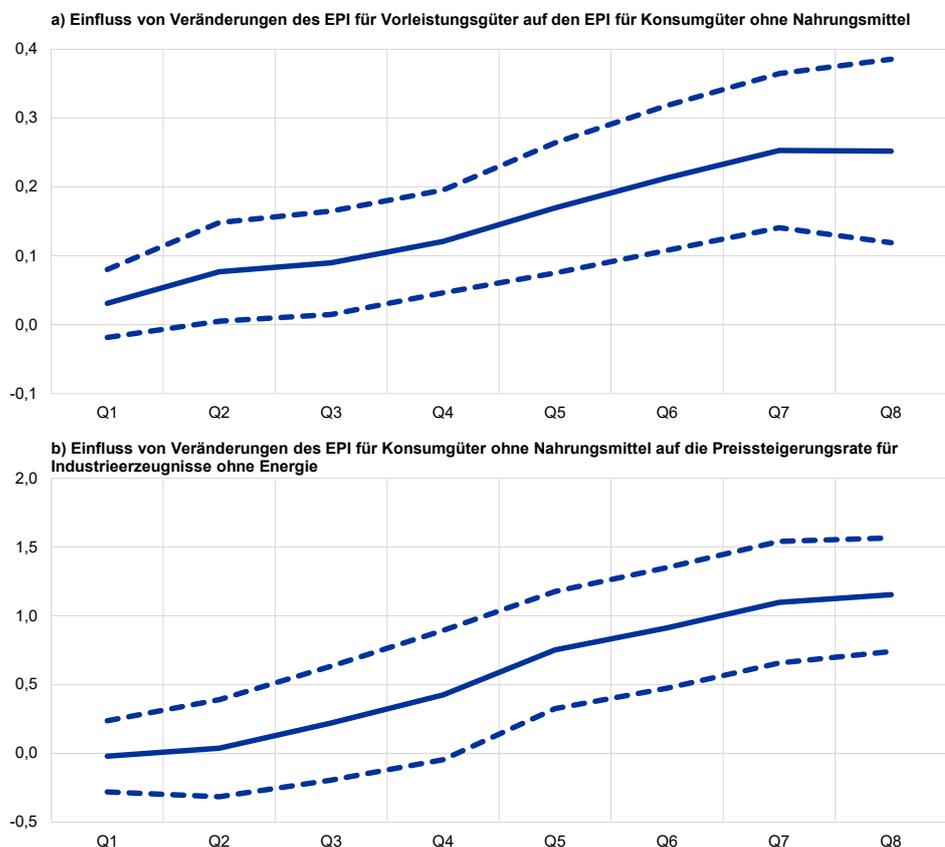
³ Siehe EZB, [Welche Aussagen über den Preisdruck lassen sich aus der jüngsten Entwicklung der Erzeugerpreise ableiten?](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 3/2017, Mai 2017.

⁴ Das allgemeine Muster eines relativ raschen Durchwirkens auf die Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel und einer größeren Verzögerung bei der Weitergabe an die Endverbraucherpreise (insgesamt etwa ein Jahr) wird auch von früheren EZB-Studien gestützt. Siehe beispielsweise B. Landau und F. Skudelny, [Pass-through of external shocks along the pricing chain – a panel estimation approach for the euro area](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 1104, 2009.

Abbildung C

Zeitprofil des Einflusses von Veränderungen der Erzeugerpreisindizes

(kumulierter prozentualer Einfluss nach einer Veränderung der Schockvariablen um 1 % mit Konfidenzintervallen von 95 %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die gestrichelten Linien zeigen Konfidenzintervalle von 95 %. Die horizontale Achse markiert die auf den Einfluss folgenden Quartale. Die Schätzung der Gleichung in reduzierter Form erfolgt mithilfe der lokalen Projektionsmethode nach Ö. Jordà, Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections, American Economic Review, Bd. 95, Nr. 1, 2005, S. 161-182. Mit dieser Methode kann ein Zeitprofil für den Einfluss der relevanten Variablen erstellt werden. Die Regressionsgleichung in Grafik a umfasst den EPI für Vorleistungsgüter (ein autoregressiver Term), den EPI für Konsumgüter und die gesamte Industrieerzeugung im verarbeitenden Gewerbe ohne Energie und Baugewerbe; die Regressionsgleichung in Grafik b umfasst die Industrieerzeugnisse ohne Energie (ein autoregressiver Term), den EPI für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel und die Produktionslücke. Die der Schätzung zugrunde liegende Stichprobe deckt den Zeitraum von 1999 bis zum vierten Quartal 2019 ab. Alle Variablen sind saisonbereinigt und um eine Periode verzögert. Bei der Produktionslücke wird das Niveau angegeben, alle anderen Variablen sind in logarithmierten Differenzen dargestellt.

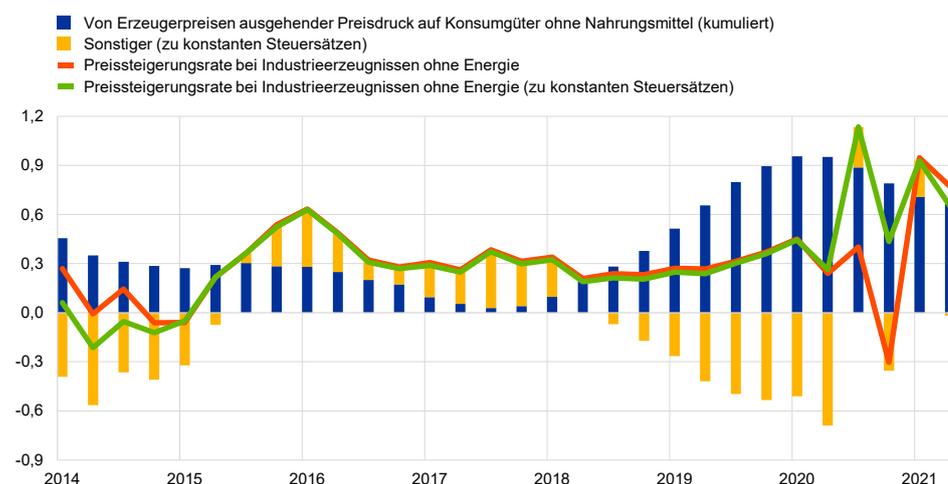
Die Weitergabe erfolgt jedoch nicht automatisch und dürfte sich im Zeitverlauf auch ändern. Preisentscheidungen hängen auf jeder Stufe von einer Reihe weiterer Faktoren ab, darunter die Kapazitätsauslastung, die Vorratsbestände, die Gewinnabschöpfung und das Wettbewerbsumfeld. Daher wäre es durchaus möglich, dass ein auf einer vorgelagerten Stufe auftretender, erkennbarer kostensteigernder Schock über die verschiedenen nachgelagerten Produktions- und Handelsstufen hinweg nach und nach absorbiert wird und auf Ebene der Endverbraucherpreise nicht mehr vorhanden ist. Betrachtet man das in Abbildung C dargestellte Zeitprofil des Einflusses, so scheint der kumulative Aufwärtsdruck auf die Teuerung bei Industrieerzeugnissen ohne Energie, der von der Entwicklung der Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel in den vergangenen Jahren ausging, im Wesentlichen die Entwicklung der Erzeugerpreise bis zum Jahr 2019 widerzuspiegeln. In der Zeit danach wurde der Druck zum Teil durch andere Faktoren ausgeglichen (siehe Abbildung D). Der Einfluss des in den letzten Monaten

verzeichneten höheren Preisauftriebs auf der Erzeugerebene wird also erst in Zukunft zum Tragen kommen. Die Beurteilung dieses Effekts könnte jedoch durch die aktuell starke Volatilität der Preissteigerungsrate für Industrierzeugnisse ohne Energie erschwert werden, die auf die veränderten Schlussverkaufstermine im Sommer 2020 und im ersten Quartal 2021 zurückzuführen ist. Generell könnten die besonderen Umstände im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie (Covid-19) zu Abweichungen vom üblichen Verlaufsmuster der Weitergabe von Preisänderungen führen. Dabei ist nicht ausgeschlossen, dass die steigenden Vorleistungskosten stärker als sonst auf die Verbraucherpreise durchschlagen, wenn beispielsweise bei den Unternehmen die Gewinnmargen gedrückt werden und bei den Verbrauchern ein gewisser Nachholbedarf besteht, den sie aus unerwarteten Ersparnissen finanzieren.⁵

Abbildung D

Von der Entwicklung der Erzeugerpreise ausgehender kumulierter Preisdruck auf die Industrierzeugnisse ohne Energie

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



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Effekte basieren auf dem in Abbildung C dargestellten Profil und werden auf der Grundlage der Preissteigerungsrate bei Industrierzeugnissen ohne Energie zu konstanten Steuersätzen berechnet, um die Veränderungen auszugleichen, die sich beispielsweise im zweiten Halbjahr 2020 aus der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland ergaben. „Sonstiger“ wird berechnet als Differenz zwischen der Preissteigerungsrate bei Industrierzeugnissen ohne Energie zu konstanten Steuersätzen und dem Beitrag des kumulierten Einflusses von Veränderungen im EPI für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2021. Hinsichtlich des EPI für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel und der Preissteigerungsrate bei Industrierzeugnissen ohne Energie zu konstanten Steuersätzen wurden hier die Durchschnittswerte für April und Mai zugrunde gelegt, wobei die Preissteigerungsrate bei Industrierzeugnissen ohne Energie auch die Schnellschätzung für Juni berücksichtigt.

Insgesamt würde auch ein etwas höherer Preisauftrieb bei den Industrierzeugnissen ohne Energie nicht zu einem deutlichen Anstieg der zugrunde liegenden Inflation im Euro-Währungsgebiet führen.

Die Teuerung bei Industrierzeugnissen ohne Energie fiel im Euroraum bislang tendenziell relativ verhalten aus und belief sich von 1999 bis 2019 auf durchschnittlich 0,6 %, verglichen mit einer durchschnittlichen Teuerungsrate nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel von 1,4 % im selben Zeitraum.⁶ Zwar hat sich der Konsum von

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

⁶ Siehe auch EZB, [Welche Faktoren sind für die Veränderung der Inflationslücke zwischen Dienstleistungen und Waren verantwortlich?](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 5/2019, August 2019.

Dienstleistungen verglichen mit dem Warenkonsum aufgrund der Pandemie vorübergehend leicht verringert, doch wird die Dynamik der zugrunde liegenden Inflation weiterhin vor allem von der Entwicklung der Dienstleistungspreise bestimmt (deren Gewicht im HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel rund zwei Drittel ausmacht). Diesbezüglich entfällt der Großteil der Vorleistungskosten auf Löhne und nicht auf Vorleistungsgüter oder Rohstoffe.

Strukturelle Folgen eines Übergangs von leistungs- zu beitragsorientierten Alterssicherungssystemen

Linda Fache Rousová, Angelica Ghiselli, Maddalena Ghio und Benjamin Mosk

Die Alterssicherung in den Ländern des Euro-Währungsgebiets besteht in der Regel aus drei Säulen: einer staatlich geförderten umlagefinanzierten Altersvorsorge (Säule 1), betrieblichen (kapitalgedeckten) Alterssicherungssystemen (Säule 2) und einer privaten Altersvorsorge/Lebensversicherung (Säule 3). Die Säulen 2 und 3 werden durch Beiträge der Arbeitgeber oder der Arbeitnehmer finanziert und stellen in einigen Euro-Ländern eine wichtige Ergänzung der ersten Säule dar. Hier sind insbesondere die Niederlande zu nennen, wo das Vermögen der betrieblichen Altersversorgung 200 % des BIP übersteigt.

Da die Versicherungsgesellschaften und (betrieblichen) Pensions-einrichtungen (VGPEs) über ein Gesamtvermögen von mehr als 10 Billionen € verfügen, kann deren Portfolioallokation einen erheblichen Einfluss auf die Finanzmärkte haben. Der vorliegende Kasten konzentriert sich auf betriebliche Pensionseinrichtungen und Lebensversicherer, denn diese spielen eine wichtige Rolle bei der langfristigen Kapitalversorgung der Wirtschaft, und sie tragen zur Entwicklung der Kapitalmärkte insgesamt bei.¹ Die Lebensversicherer stellen dabei mit rund 70 % der verwalteten Vermögenswerte den größeren der beiden Sektoren dar.²

Der seit den 1980er-Jahren zu beobachtende anhaltende Rückgang der Zinsen könnte die Struktur des Finanzsystems dauerhaft beeinflussen, wenn die VGPEs zunehmend auf Produkte mit Beitragszusagen umstellen. Bei Alterssicherungssystemen mit Beitragszusagen und fondsgebundenen Lebensversicherungsprodukten sind die Erträge nicht garantiert, und der Versicherungsnehmer trägt das Anlagerisiko. Im Gegensatz dazu versprechen traditionelle VGPE-Produkte – also Altersvorsorgeprodukte mit Leistungszusagen und garantierte Lebensversicherungen – den Versicherungsnehmern feste künftige Auszahlungen.³ Der Barwert künftiger Auszahlungen wird auf Basis eines Abzinsungssatzes berechnet, der üblicherweise aus den Marktzinsen abgeleitet wird. Niedrigere Zinsen haben höhere Barwerte zur Folge. Ein gestiegener Barwert der Verbindlichkeiten wird indes üblicherweise nur zum Teil durch höhere Vermögenswerte ausgeglichen. Der Rückgang des Zinsniveaus in den vergangenen Jahrzehnten stellt die VGPEs

¹ Siehe D. S. Scharfstein, [Presidential Address: Pension Policy and the Financial System](#), Journal of Finance, Band 73, Ausgabe 4, 2018.

² Den Daten der EZB zu den Bilanzen der Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen zufolge beliefen sich die Gesamtaktiva der VGPEs im vierten Quartal 2020 auf 12,2 Billionen €. Darin enthalten sind jedoch Aktiva in Höhe von 1,3 Billionen € im Bestand von Nichtlebensversicherungen und 0,7 Billionen € von Rückversicherern, die in diesem Kasten nicht berücksichtigt werden.

³ Die Bezeichnung „Produkte mit Leistungszusagen“ wird hier gleichbedeutend mit „nicht fondsgebundenen Versicherungsprodukten“ und „Produkte mit Beitragszusagen“ gleichbedeutend mit „fondsgebundenen/indexgebundenen Versicherungsprodukten“ verwendet. Zudem wird nicht zwischen fonds- und indexgebundenen Produkten unterschieden; diese werden an manchen Stellen gemeinsam als fondsgebundene Produkte bezeichnet.

vor Herausforderungen und hat möglicherweise die Umstellung auf Produkte mit Beitragszusagen begünstigt (siehe Abbildung A, Grafik a).⁴ Diese Tendenz dürfte sich fortsetzen, vor allem weil die Pensionseinrichtungen in den Niederlanden – dem Land mit dem größten Pensionssektor im Euroraum – voraussichtlich bis 2027 vollständig auf Systeme mit Beitragszusagen umsteigen werden (siehe den schraffierten Bereich in Abbildung A, Grafik b).⁵ In diesem Kasten werden die möglichen Auswirkungen eines solchen Übergangs auf die Zinsstruktur und auf die Struktur des Finanzsystems erörtert.⁶

⁴ Die Auswirkungen der rückläufigen Zinsen auf den Sektor der VGPEs werden in einer Reihe von Publikationen diskutiert, so etwa in: J. Holsboer, [The Impact of Low Interest Rates on Insurers](#), The Geneva Papers on Risk and Insurance - Issues and Practice, Band 25, 2000, S. 38-58; E. Berdin, C. Kok, K. Mikkonen, C. Pancaro und J. M. Vendrell Simon, [Euro area insurers and the low interest rate environment](#), Financial Stability Review, Special Feature B, EZB, November 2015; Europäischer Ausschuss für Systemrisiken, [Lower for longer - macroprudential policy issues arising from the low interest rate environment](#), Juni 2021.

⁵ Siehe das [Parlamentarische Papier 32043 Nr. 457 zur Zukunft des Alterssicherungssystems](#) (auf Niederländisch), 5. Juni 2019. Der Plan wurde 2020 weiter konkretisiert. Siehe den [Parlamentarischen Brief zur Umsetzung der Vereinbarung über das Alterssicherungssystem](#) (auf Niederländisch), 6. Juli 2020.

⁶ Die potenziellen Folgen werden unter der Annahme sonst gleicher Bedingungen betrachtet, d. h. ohne Berücksichtigung anderer Entwicklungen wie etwa dem Auslaufen der Übergangsmaßnahmen unter Solvency II oder möglicher Änderungen der von den Regulierungsbehörden vorgegebenen Zinsstrukturkurven. Einige dieser Entwicklungen könnten weitere Anreize für eine raschere Verlagerung in Richtung von Produkten mit Beitragszusagen schaffen.

Abbildung A

Zinsrückgang seit Mitte der 1980er-Jahre und Umstellung der VGPEs von Produkten mit Leistungszusagen auf Produkte mit Beitragszusagen

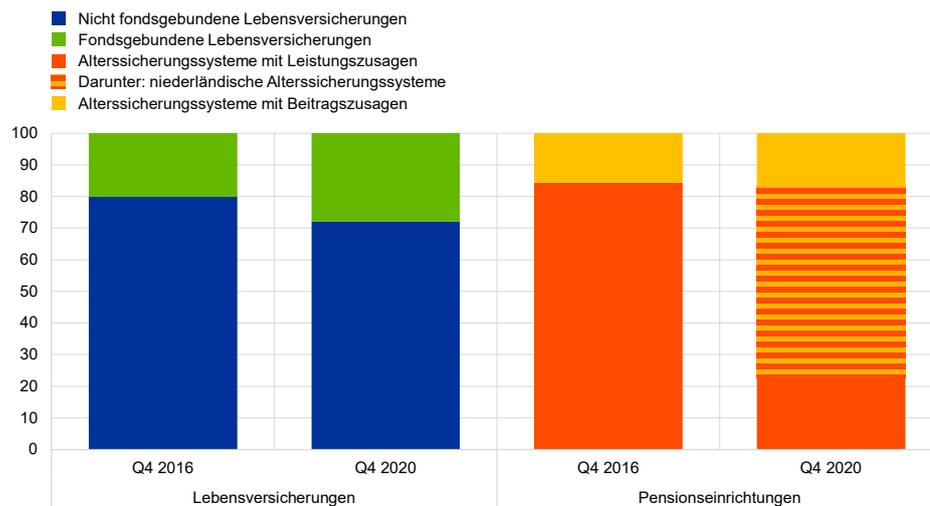
a) Zinssätze

(in %)



b) Umfang der Verpflichtungen aus Leistungszusagen und Beitragszusagen

(in %)



Quellen: OECD, Main Economic Indicators, 2021 (gesamte Datenbank); EIOPA; Bilanzdaten der Pensionseinrichtungen und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der schraffierte Bereich bezieht sich auf niederländische Alterssicherungssysteme mit Leistungszusagen, die voraussichtlich bis 2027 vollständig auf Systeme mit Beitragszusagen umgestellt werden. Hybride Altersvorsorgeprodukte sind in den Produkten mit Beitragszusagen enthalten.

VGPEs, die Produkte mit Leistungszusagen in ihren Bilanzen halten, sind aufgrund der negativen Durationslücke einem Zinsänderungsrisiko ausgesetzt. Bei Produkten mit Leistungszusagen erhalten VGPEs regelmäßige Zahlungen (Prämien/Beiträge) von privaten Haushalten und investieren diese in Vermögenswerte (z. B. Anleihen). Die Versicherungsnehmer erhalten dafür Zusagen für eine bestimmte Auszahlung (Leistung) zu einem späteren Zeitpunkt. Der Barwert sowohl des Vermögens als auch der Verbindlichkeiten von VGPEs steigt, wenn die Zinssätze (Abzinsungssätze) sinken. Diese Zinssensitivität – auch als Duration bezeichnet – ist auf der Passivseite tendenziell höher als auf der Aktivseite, wodurch sich eine negative Durationslücke ergibt. Daher verschlechtert sich die Finanzlage

von VGPEs mit negativer Durationslücke, wenn die Zinsen entlang des Laufzeitenspektrums sinken.

Um ihre negative Durationslücke zu verkleinern, können VGPEs die Laufzeit ihrer Vermögenswerte erhöhen.⁷ Dies kann über den Erwerb langfristiger Anleihen erfolgen oder über den Abschluss von Zinsswaps (Swap-Overlay), bei denen VGPEs einen Festzins erhalten und einen variablen Zinssatz zahlen.⁸ Folglich sind VGPEs wichtige Akteure an den Märkten für langfristige Staatsanleihen und für Festzinsempfänger-Swaps. Am längeren Ende des Laufzeitenspektrums halten sie bis zu zwei Drittel aller Staatsanleihen des Eurogebiets und fast die Hälfte der Festzinsempfänger-Zinsswaps, wobei der Großteil auf niederländische Pensions-einrichtungen entfällt (siehe Abbildung B).

⁷ Bei ihren Portfolioentscheidungen berücksichtigen VGPEs viele Faktoren, darunter auch das Zinsänderungsrisiko. Um ihre Kapitalerträge zu steigern, investieren sie tendenziell verstärkt in risikoreichere Aktiva, einschließlich Aktien.

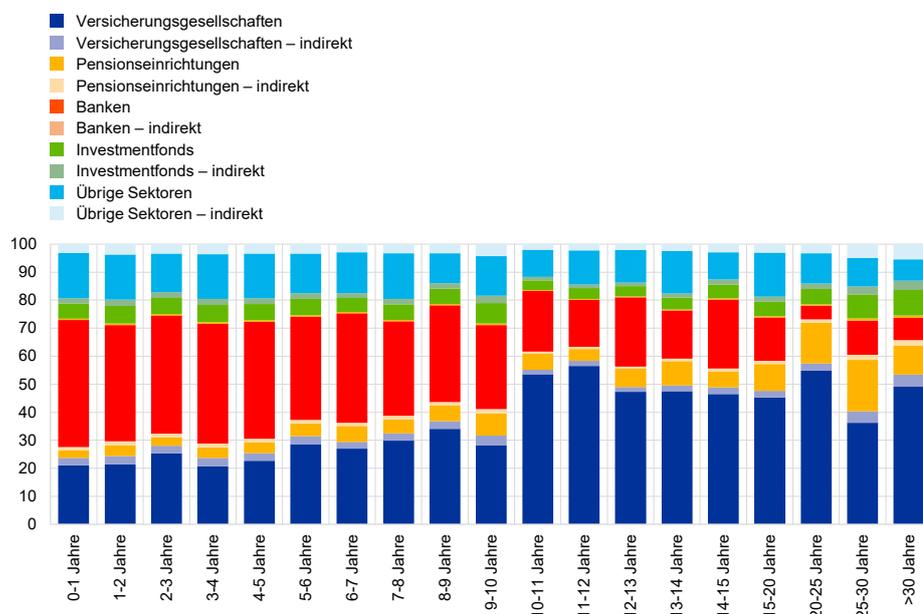
⁸ Der Einsatz von Zinsswaps erfordert im Vorfeld keine Investitionen, was sie für Systeme mit Unterfinanzierung besonders attraktiv macht. Siehe S. Klingler und S. Sundaresan, [An Explanation of Negative Swap Spreads: Demand for Duration from Underfunded Pension Plans](#), Working Paper der BIZ, Nr. 705, 2018.

Abbildung B

Engagement der VGPEs in den langfristigen Segmenten der Anleihe- und Zinsswapmärkte

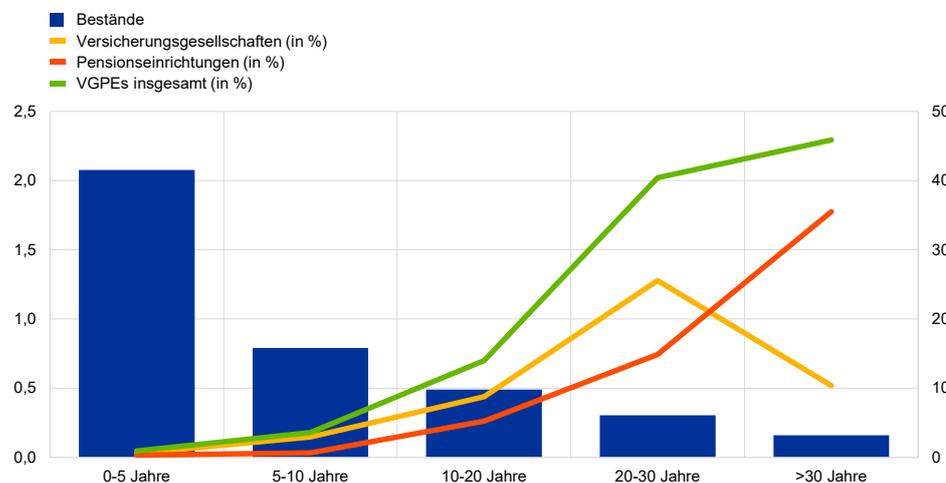
a) Staatsanleihebestände des Euroraums nach Sektoren und Laufzeitkategorien

(in %; Q4 2020)



b) Zinsswapbestände des Euroraums nach Laufzeitkategorien

(in Billionen €; in %; Q4 2020)

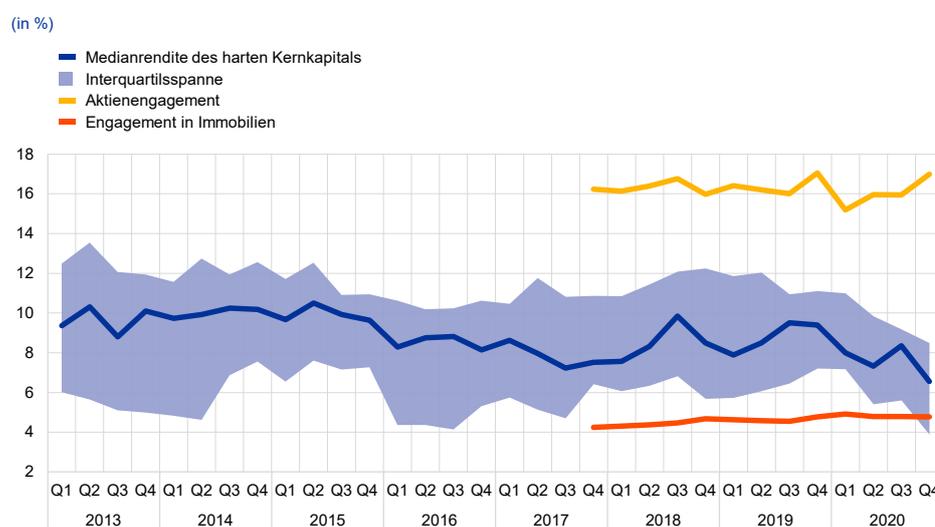


Quellen: EMIR-Daten, Statistik über Wertpapierbestände und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a: Ohne Bestände des Eurosystems und Bestände von Gebietsfremden. Die indirekt gehaltenen Bestände werden geschätzt als der Bestand an Investmentfondsanteilen im Euroraum, über die Investitionen in Staatsanleihen der Euro-Länder geleitet werden. Die Portfolioallokation in Staatsanleihen basiert auf der Gesamtallokation des Investmentfondssektors im Euroraum, da keine granularen Daten für die einzelnen Sektoren des Euroraums vorliegen. Grafik b: Stichtag war der 18. Dezember 2020. Die Daten geben den Nominalwert der im Umlauf befindlichen Festzinsempfänger-Swaps wieder. Die Positionen werden pro Institut und Laufzeitkategorie saldiert. Zentrale Gegenparteien sind nicht berücksichtigt.

VGPEs können auch ein gewisses Zinsänderungsrisiko in Kauf nehmen, weil das Schließen der Durationslücke ihre Rentabilität belasten könnte. Die Versicherungsgesellschaften haben ihre Investitionen in risikoreichere Aktiva wie Aktien, Immobilien und alternative Anlageformen verstärkt,⁹ da dies ihre Kapitalerträge steigern kann. Die Medianrendite des harten Kernkapitals von Versicherern ist in den vergangenen Jahren trotz der Herausforderungen im aktuellen Umfeld nur geringfügig gesunken und bewegt sich weiterhin um 8 % (siehe Abbildung C). Zuletzt gab die seit November 2020 wieder optimistischere Stimmung an den Aktienmärkten den Kursen von Versicherungsunternehmen Auftrieb.¹⁰

Abbildung C
Rendite des harten Kernkapitals der Versicherungsgesellschaften und Engagements in risikoreicheren Aktiva



Quellen: Bloomberg L.P., EIOPA und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Rendite des harten Kernkapitals basiert auf einer Stichprobe von bis zu 25 großen Versicherern aus dem Euroraum, die Lebensversicherungs- und Nichtlebensversicherungsprodukte anbieten. Bei den Engagements in Aktien und Immobilien wird der gesamte Versicherungssektor im Euroraum berücksichtigt. Die Engagements werden in % der Gesamtkтива dargestellt und liegen aufgrund der begrenzten Verfügbarkeit von EIOPA-Daten erst ab dem vierten Quartal 2017 vor.

Alternativ können die VGPEs ihre negative Durationslücke auch durch eine Veränderung ihrer Passivastruktur verkleinern. Insbesondere können sie den Anteil der Produkte mit einer niedrigeren oder keiner Garantieverzinsung erhöhen, wie dies bei Alterssicherungssystemen mit Beitragszusagen und fondsgebundenen Versicherungsprodukten der Fall ist. Die Versicherungsgesellschaften boten zunehmend solche Produkte an, und es zeichnet sich ein allmählicher Trend in diese Richtung ab (siehe Abbildung A, Grafik b). Dabei passen sich die Passiva-Bestände langsamer an als die neu gebuchten Beiträge (bei denen es sich um eine Stromgröße handelt).¹¹ Auch betriebliche Pensionseinrichtungen können Anpassungen

⁹ Siehe L. Fache Rousová und M. Giuzio, *Insurers' investment in alternative assets*, Financial Stability Review, Kasten 9, EZB, Mai 2019.

¹⁰ Siehe EZB, Financial Stability Review, *Kapitel 4*, Mai 2021.

¹¹ Siehe BIZ, *Fixed income strategies of insurance companies and pension funds*, CGFS Papers, Nr. 44, 2011. Siehe auch EIOPA, *Impact of Ultra Low Yields on the Insurance Sector, Including First Effects of Covid-19 Crisis*, 17. Juli 2020.

vornehmen, sind dabei allerdings weniger flexibel, da die Ausgestaltung der Alterssicherungssysteme häufig gesetzlich verankert ist.¹²

Das größte betriebliche Alterssicherungssystem des Euroraums – das der Niederlande – wird voraussichtlich auf Beitragszusagen umgestellt.

Die niederländischen Pensionseinrichtungen sind derzeit leistungsbasiert und verwalten ein Gesamtvermögen von 1,7 Billionen €. Sie stellen damit den weitaus größten nationalen Pensionssektor des Euro-Währungsgebiets dar. Im Jahr 2019 wurde eine richtungsweisende Vereinbarung geschlossen, die eine Abkehr von Leistungszusagen vorsieht. Das neue System soll 2023 in Kraft treten, wobei eine Übergangsphase bis 2027 geplant ist. Durch die Umstellung der niederländischen Pensionseinrichtungen dürfte sich der Anteil der beitragsorientierten Systeme im Eurogebiet von rund 17 % auf 77 % erhöhen (siehe Abbildung A, Grafik b).

Durch den Übergang von Leistungs- zu Beitragszusagen kann sich die Nachfrage nach bestimmten Anlageklassen verändern, da sich die Risiko- und Anlageprofile der beiden Arten von Alterssicherungssystemen unterscheiden.

So kommen insbesondere bestimmte regulatorische Beschränkungen bei Systemen mit Leistungszusagen stärker zum Tragen, was sich auf die Portfolioallokation auswirkt.¹³ Bei leistungsorientierten Alterssicherungssystemen sind durch gesetzlich vorgegebene Mindestfinanzierungsquoten Untergrenzen für die erwartete Rendite gegeben. Außerdem sind diese Systeme über ihre Passiva einem Zinsänderungsrisiko ausgesetzt. Dadurch besteht für sie ein stärkerer Anreiz, negative Durationslücken zu reduzieren.¹⁴ Aus diesem Grund weisen festverzinsliche Portfolios, die als Anlagebasis für Produkte mit Leistungszusagen verwendet werden, tendenziell längere Laufzeiten auf (siehe Abbildung D, Grafik a). Darüber hinaus sind Aktien darin untergewichtet, während bei den Anlageportfolios von Produkten mit Beitragszusagen das Gegenteil der Fall ist (siehe Abbildung D, Grafik b). Letztere zeichnen sich zudem durch außerordentlich hohe Anlagen in Investmentfondanteilen aus.

¹² Neben einer Umstellung von Leistungszusagen auf Beitragszusagen können Pensionseinrichtungen auch von den Regulierungsbehörden beauftragt oder angewiesen werden, ihre Prämien/Beiträge zu erhöhen, Inflationsindexierungen auszusetzen oder Leistungen zu kürzen.

¹³ Hinzu kommt, dass VGPEs im Vergleich zu Einzelhaushalten von Effizienzsteigerungen durch das generationsübergreifende und generationsinterne Pooling von Risiken profitieren. Allerdings ist dieses Risiko-Pooling bei Produkten mit Beitragszusagen möglicherweise weniger effizient. Siehe auch Z. Bodie, A. J. Marcus und R. C. Merton, [Defined Benefit versus Defined Contribution Pension Plans: What are the Real Trade-offs?](#), in: Z. Bodie, J. B. Shoven und D. A. Wise (Hrsg.), *Pensions in the U.S. Economy*, University of Chicago Press, 1988.

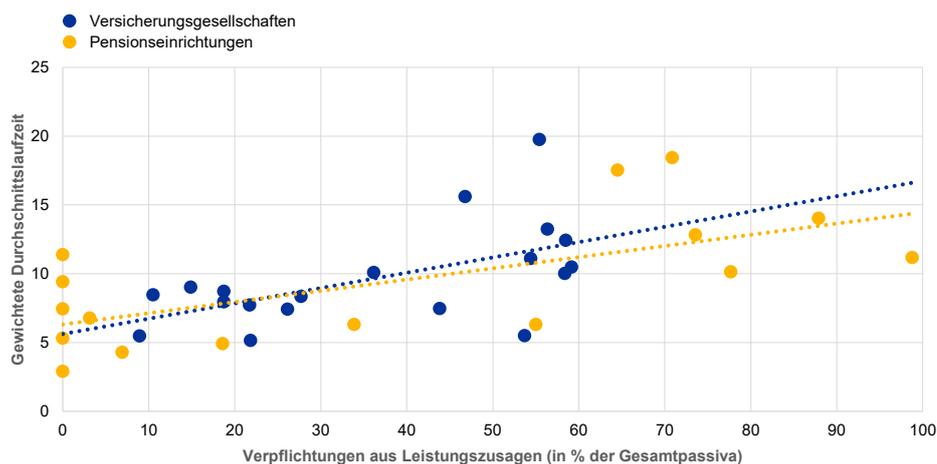
¹⁴ Anreize dieser Art kommen besonders bei leistungsbasierten Alterssicherungssystemen zum Tragen sowie bei Versicherern mit marktbasierter Konzepten, bei denen die Bewertung der Aktiva und Passiva an die Marktzinsen gebunden ist.

Abbildung D

Übergewichtung langfristiger Schuldverschreibungen bei Produkten mit Leistungszusage und umfangreiche Anlagen in Aktien und Investmentfondsanteilen bei Produkten mit Beitragszusage

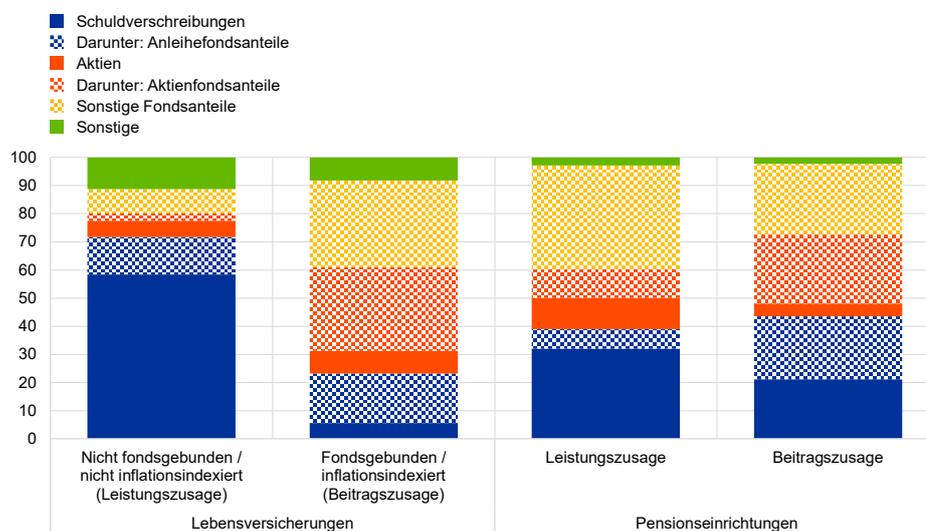
a) Laufzeiten der Staatsanleiheportfolios der VGPEs und Anteil an Produkten mit Leistungszusagen auf Länderebene

(in %; in Jahren; Q4 2020)



b) Portfoliozusammensetzung der VGPEs: Aufschlüsselung nach Produkten mit Leistungszusagen und mit Beitragszusagen

(in %; Q4 2020)



Quellen: EIOPA-Daten, Statistik über Wertpapierbestände, Bilanzdaten der Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen sowie EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a: Die Verpflichtungen der Versicherungsgesellschaften aus Leistungszusagen beziehen sich nur auf nicht fondsgebundene Lebensversicherungen und sind in % der Gesamtverbindlichkeiten angegeben. Grafik b: Die Positionen in den verschiedenen Anlagekategorien werden anhand des Transparenzansatzes ermittelt. Die Kategorie „Schuldverschreibungen“ umfasst Staatsanleihen und Unternehmensanleihen. Die Kategorie „Sonstige Fondsanteile“ umfasst alle Fondsanteile außer Anteile an Anleihe- und Aktienfonds.

Durch eine Verschiebung zugunsten von Produkten mit Beitragszusagen könnte sich insbesondere die Nachfrage nach langfristigen Anleihen und Swaps strukturell verringern. Dem Preferred-Habitat-Modell¹⁵ zufolge wirkt sich

die Präferenz der Marktteilnehmer für bestimmte Laufzeitsegmente auf die Form der Zinsstrukturkurve aus. Die empirische Evidenz legt nahe, dass die VGPEs bevorzugt langfristige Anleihen nachfragen. Erstens zeigt sich, dass die Renditedifferenz zwischen 30-jährigen und 10-jährigen Staatsanleihen negativ mit den am BIP gemessenen Aktiva der VGPEs korreliert.¹⁶ Zweitens dürften auch frühere regulatorische Änderungen dazu beigetragen haben, dass die VGPEs bevorzugt Anlagen in ihrem „Preferred Habitat“ tätigen. Der Anreiz, Strategien zur Durationsanpassung zu ergreifen, ist größer, wenn die Bewertung anhand marktbasierter Referenzzinssätze erfolgt.¹⁷ In der Vergangenheit hingen Verschiebungen in Richtung marktbasierter Zinssätze tendenziell mit einer Abflachung oder Umkehr der Zinsstrukturkurve zusammen, beispielsweise im Fall der Rentenreform im Vereinigten Königreich im Jahr 2004.¹⁸ Umgekehrt zogen vorübergehende Abkopplungen der Marktzinsen von den Referenzzinssätzen Verkaufswellen am zugrunde liegenden Markt nach sich. Diese empirischen Belege lassen den Schluss zu, dass eine Verlagerung zugunsten von Produkten mit Beitragszusagen zu einem steileren Verlauf der Zinsstrukturkurve führen könnte.

Auch die Entwicklung der Zinsstrukturkurven kann beeinflusst werden.

Aufgrund der negativen Konvexität der Bilanzen von VGPEs weiten sich deren negative Durationslücken üblicherweise aus, wenn das Zinsniveau sinkt. Die negative Konvexität ist in erster Linie durch einen Größeneffekt bedingt: In der Regel entsprechen die zinstragenden Aktiva wertmäßig nur einem Bruchteil der Gesamtpassiva. Hinzu kommt, dass die (längere) Duration der Passiva stärker auf Zinsrückgänge reagiert als die (kürzere) Duration der Aktiva. Um einer Ausweitung der Durationslücke entgegenzuwirken, können die VGPEs ihre Positionen in langfristigen Anleihen und Swaps weiter aufstocken, wenn die Zinsen sinken. Durch diese Nachfrage zu Absicherungszwecken können sich Zinsschocks effektiv verstärken.¹⁹ Wenn die VGPEs vermehrt auf Produkte mit Beitragszusagen setzen, könnte sich dieser Verstärkungsmechanismus abschwächen.

¹⁵ Preferred-Habitat-Modelle auf Basis von Laufzeitenstrukturen finden sich in: J. M. Culbertson, [The Term Structure of Interest Rates](#), *The Quarterly Journal of Economics*, 1957, Bd. 71, Ausgabe 4, S. 485-517; F. Modigliani und R. Sutch, [Innovations in Interest Rate Policy](#), *The American Economic Review*, Bd. 56, Nr. 1/2, 1966, S. 178-197; D. Vayanos und J.-L. Vila, [A Preferred-Habitat Model of the Term Structure of Interest Rates](#), *Econometrica*, Bd. 89, Ausgabe 1, 2021, S. 77-112.

¹⁶ Siehe R. Greenwood und A. Vissing-Jorgensen, [The Impact of Pensions and Insurance on Global Yield Curves](#), Harvard Business School Working Paper 18-109, 2018.

¹⁷ Bei komplett marktbasierter Referenzzinssätzen könnten VGPEs theoretisch ihr gesamtes Zinsänderungsrisiko eliminieren, indem sie in die Marktinstrumente investieren, die der Referenzkurve zugrunde liegen, und dadurch die Laufzeitenstruktur ihrer Verbindlichkeiten duplizieren.

¹⁸ Siehe R. Greenwood und D. Vayanos, [Price Pressure in the Government Bond Market](#), *The American Economic Review*, Bd. 100, Nr. 2, 2010.

¹⁹ Evidenz aus dem deutschen Versicherungssektor deutet auf das Wirken eines solchen Mechanismus hin. Siehe D. Domanski, H. S. Shin und V. Sushko, [The Hunt for Duration: Not Waving but Drowning?](#), *IMF Economic Review*, Bd. 65, Nr. 2017, S. 113-153.

Eine Umstellung zugunsten von Produkten mit Beitragszusagen könnte außerdem die Finanzierung über Aktien ankurbeln und das Wachstum des Investmentfondssektors weiter fördern.

Der größere Aktienanteil bei fondsgebundenen Produkten lässt vermuten, dass die Nachfrage nach Aktien steigen dürfte, wenn die VGPEs zunehmend auf Produkte mit Beitragszusagen umschwenken. Eine solche Verschiebung stünde mit dem Aktionsplan 2020 für die Kapitalmarktunion im Einklang, der darauf abzielt, dass institutionelle Anleger verstärkt an den Aktienmärkten investieren. Eine dauerhafte Verlagerung in Richtung fondsgebundener Produkte könnte darüber hinaus die Bedeutung des Investmentfondssektors steigern und die Verflechtungen zwischen den nicht dem Bankensektor angehörenden Finanzinstituten ausweiten.

Durch diese strukturelle Veränderung verlagert sich auch das Anlagerisiko von den VGPEs auf die privaten Haushalte.

Bei beitragsorientierten Systemen hängt die Entwicklung der Ersparnisse für die Altersversorgung direkter von der Entwicklung der Märkte und letztlich auch der Wirtschaft ab. Dadurch kann sich die Unsicherheit der Altersvorsorge erhöhen, und die Ungleichverteilung der Alters-einkünfte könnte sich verschärfen.²⁰

²⁰ Siehe M. Piirits und A. Võrk, [The effects on intra-generational inequality of introducing a funded pension scheme: A microsimulation analysis for Estonia](#), International Social Security Review, Bd. 72, Ausgabe 1, 2019, S. 33-57.

Aufsätze

1 Überblick über die geldpolitische Strategie der EZB

1 Einleitung

Die neue geldpolitische Strategie der EZB wurde am 8. Juli 2021 veröffentlicht.

Während sich das Mandat der EZB aus den Verträgen ergibt, muss sie ihre geldpolitische Strategie selbst entwickeln. Darin wird festgelegt, wie das vorrangige Ziel der Gewährleistung von Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet erreicht werden soll und welche geldpolitischen Instrumente, Indikatoren und Zwischenziele hierfür geeignet sind. Daneben wird festgelegt, wie andere Aspekte berücksichtigt werden können, ohne die Preisstabilität zu beeinträchtigen. Die geldpolitische Strategie dient zwei Hauptzwecken: Erstens schafft sie einen einheitlichen Analyserahmen für die Entscheidungsträger, der es ermöglicht, auf Grundlage der aktuellen und erwarteten wirtschaftlichen Entwicklung geldpolitische Beschlüsse zu fassen; zweitens fungiert sie als Instrument für die Kommunikation mit der Öffentlichkeit. Die letzte Überprüfung der geldpolitischen Strategie der EZB fand im Jahr 2003 statt. Die Veränderungen, die die Wirtschaft und das Finanzsystem seither durchlaufen haben, sowie die vorherrschenden Herausforderungen für die Durchführung der Geldpolitik haben eine Überarbeitung der Strategie erforderlich gemacht. Im vorliegenden Aufsatz werden die Überlegungen dargelegt, die der geldpolitischen Strategie zugrunde liegen, und ihre Hauptelemente erläutert.

2 Wirtschaftliches Umfeld und bisherige Formulierung des Inflationsziels

Die ursprüngliche geldpolitische Strategie der EZB, die 1998 eingeführt und 2003 überprüft wurde, bestand aus drei Hauptelementen. Erstens entschied man sich für eine *aus zwei Komponenten bestehende Formulierung des Preisstabilitätsziels*, die zum einen eine quantitative Definition von Preisstabilität als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr enthielt und zum anderen die Zielvorgabe, im Rahmen dieser Definition im Euroraum eine Inflationsrate „unter, aber nahe 2 %“ zu wahren. Zweitens wurde in Anbetracht der zeitlichen Verzögerung, mit der die Geldpolitik auf die Inflation durchwirkt, eine *mittelfristige Ausrichtung* des Inflationsziels gewählt. Drittens sah die Strategie eine Bewertung der Risiken für die Preisstabilität nach einem *Zwei-Säulen-Konzept vor, bei dem die Ergebnisse einer wirtschaftlichen und einer monetären Analyse nach einer Gegenprüfung zu einer Gesamteinschätzung gebündelt wurden.*

Seit der letzten Überprüfung der geldpolitischen Strategie der EZB im Jahr 2003 haben weltweit tiefgreifende Veränderungen stattgefunden, die die Zentralbanken – auch die EZB – vor zahlreiche neue Herausforderungen stellten.

So ist etwa der gleichgewichtige Realzins – d. h. der Zinssatz, bei dem die Produktion ihrem Potenzial und die Inflation ihrem Zielwert entspricht – aufgrund struktureller Veränderungen im Euroraum (und weltweit) gesunken, was unmittelbare Implikationen für die Durchführung der Geldpolitik hat.¹ Es besteht weitgehend Konsens darüber, dass ein Rückgang des Produktivitätswachstums, demografische Faktoren sowie eine dauerhaft höhere Nachfrage nach sicheren und liquiden Anlagen infolge der globalen Finanzkrise zu einem Rückgang des gleichgewichtigen Realzinses beigetragen haben, wobei die Schätzungen nach wie vor mit einer gewissen Unsicherheit behaftet sind. Im Zusammenspiel mit der anhaltend niedrigen Inflation hat der gesunkene gleichgewichtige Realzins dazu geführt, dass die nominalen Leitzinsen häufiger und länger nahe an ihrer effektiven Untergrenze liegen, wobei die aktuelle Phase bereits mehr als zehn Jahre anhält. Somit unterscheidet sich die gegenwärtige Ausgangssituation erheblich von jener im Jahr 2003, als der geschätzte gleichgewichtige Realzins deutlich höher war als heute.

Durch den Rückgang des gleichgewichtigen Realzinses hat die Geldpolitik weniger Spielraum, mit einer konventionellen Zinspolitik auf disinflationäre Schocks zu reagieren.

Dies verdeutlicht, dass es wichtig ist, mittelfristig einen Inflationspuffer aufrechtzuerhalten, damit die gleichgewichtigen nominalen Zinsen weit genug über der effektiven Untergrenze bleiben und die Geldpolitik aktiv mit Zinsschritten auf ungünstige Entwicklungen reagieren kann. In der Nähe der effektiven Untergrenze reicht Zinspolitik wahrscheinlich nicht aus, wenn es darum geht, im Falle disinflationärer Schocks die Preisstabilität zu wahren, sodass der Einsatz zusätzlicher geldpolitischer Instrumente erforderlich wird (eine detaillierte Erörterung der Auswirkungen findet sich in Abschnitt 3).

Neben dem Rückgang des gleichgewichtigen Realzinses hat sich die Welt auch in anderer Hinsicht gewandelt, und mit ihr auch die Wirtschaft im Euroraum und das Umfeld, in dem die Geldpolitik agieren muss.

Der Euroraum wurde von *mehreren schweren Schocks* getroffen, darunter die globale Finanz- und Staatsschuldenkrise und in jüngerer Zeit die Corona-Pandemie (Covid-19). Diese Krisen hatten Konjunkturabschwünge und einen Abwärtsdruck auf die Inflation zur Folge, die eine umfangreiche geldpolitische Reaktion erforderlich machten.

Globalisierung und Digitalisierung verändern die Struktur der Waren-, Dienstleistungs- und Arbeitsmärkte und haben unmittelbare Preiseffekte, die sich im Zusammenspiel mit anderen Faktoren – einschließlich etwaiger Beschränkungen des geldpolitischen Handlungsspielraums – auch über die kurze Frist hinaus in der Inflation niederschlagen können. Durch den *Wandel der Finanzstrukturen*, beispielsweise die verstärkte Finanzintermediation über den Nichtbankensektor, hat sich die Transmission der Geldpolitik verändert. Auch die *institutionelle Architektur* des Euroraums ist seit 2003 einer grundlegenden Reform unterzogen worden, die

¹ Der gleichgewichtige Realzins ist teilweise das Ergebnis politischer Entscheidungen. So hängt beispielsweise die Auswirkung der demografischen Entwicklung auf den gleichgewichtigen Realzins von politischen Vorgaben wie dem gesetzlichen Rentenalter und Maßnahmen zur Steigerung der Erwerbsbeteiligung ab.

jedoch noch nicht abgeschlossen ist. Der *Klimawandel* – die größte Herausforderung für die Menschheit in diesem Jahrhundert – und die Maßnahmen zu dessen Eindämmung verändern die Struktur und Dynamik der Wirtschaft und des Finanzsystems und wirken sich damit auch auf die Preisstabilität aus. Auch die Art der *Kommunikation* hat sich verändert: Heutzutage finden traditionelle (Print-)Medien immer weniger Verbreitung, die Zuhörer- und Leserschaft ist zunehmend fragmentiert, polarisiert und von politischem Aktivismus geprägt, direkte Kommunikationskanäle wie soziale Medien gewinnen an Bedeutung, und in der Öffentlichkeit wird zunehmend eine stärkere Kontrolle und mehr Transparenz gefordert.

Für eine solide neue Strategie ist es wichtig zu verstehen, weshalb sich die Inflation seit 2013 dauerhaft auf niedrigem Niveau – und unter dem Inflationsziel der EZB – bewegt.

Es gibt Anhaltspunkte dafür, dass sich die persistent niedrige Inflation nur durch eine Kombination miteinander zusammenhängender Faktoren erklären lässt. Im ersten Jahrzehnt der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) übten Inflationsschocks vorwiegend einen Aufwärtsdruck auf die Inflationsrate aus. Im vergangenen Jahrzehnt vollzog sich dann während und nach der globalen Finanzkrise ein allmählicher Wandel hin zu disinflationären Schocks. Es kam zu einem Zusammenspiel zwischen *zyklischen Faktoren*, insbesondere dem disinflationären Effekt der beiden Rezessionen von 2009 und 2012, und anhaltenden *strukturellen Trends* (z. B. Globalisierung, Digitalisierung und demographische Faktoren), die sich in einem Umfeld einstellten, in dem es aufgrund der effektiven Zinsuntergrenze schwer möglich war, mit zinspolitischen Maßnahmen auf disinflationäre Schocks zu reagieren. Die anhaltend niedrige Inflation hat auch zu niedrigeren *Inflationserwartungen* und damit zu einer möglicherweise weniger stark ausgeprägten Verankerung der Inflationserwartungen im Inflationsziel der EZB beigetragen.

Der Einsatz unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen, insbesondere seit 2014, hat erheblich dazu beigetragen, dem disinflationären Druck entgegenzuwirken, Deflationssorgen zu zerstreuen und einen stärkeren Abwärtstrend bei den Inflationserwartungen abzuwenden.

Im Rahmen der Strategieüberprüfung wurde eine umfangreiche Bewertung der unkonventionellen geldpolitischen Instrumente der EZB vorgenommen. Dabei wurde festgestellt, dass jedes der Instrumente (einschließlich Negativzinsen, Forward Guidance, Ankäufe von Vermögenswerten und längerfristige Refinanzierungsgeschäfte) effektiv zu einem Anstieg von Produktion, Beschäftigung und Inflation beigesteuert hat und dass sich die einzelnen Instrumente in ihrer Wirkung gegenseitig verstärkt haben. Der EZB-Rat kam zu dem Schluss, dass diese Maßnahmen unter Berücksichtigung ihrer potenziellen Nebenwirkungen – zum Beispiel für den Finanzsektor und im Hinblick auf Ungleichheit – verhältnismäßig waren. Durch die Nähe der Zinsen zu ihrer effektiven Untergrenze sowie Unsicherheiten bezüglich der Effektivität und Nebenwirkungen anderer Instrumente ist es für die Geldpolitik schwieriger geworden, wirkungsvoll und schnell auf disinflationäre Schocks zu reagieren, was zu anhaltend niedrigen Inflationsraten unterhalb des Inflationsziels beigetragen hat. Mögliche Unklarheiten hinsichtlich der Höhe des Inflationsziels infolge der *aus zwei Komponenten bestehenden Zielformulierung* der EZB sowie die Wahrnehmung des

Ziels als asymmetrisch könnten die Persistenz der niedrigen Inflation zusätzlich verstärkt haben, weil die Inflationserwartungen dadurch möglicherweise nicht hinreichend auf einem Niveau unter, aber nahe 2 % verankert blieben. Überdies wurden das Wachstum und die Inflation im Gefolge der Finanzkrise angesichts der Bedenken im Hinblick auf die Schuldentragfähigkeit auch durch die *Fiskalpolitik* gebremst.

3 Die neue geldpolitische Strategie der EZB

3.1 Das Preisstabilitätsziel

Die Überprüfung der geldpolitischen Strategie erfolgte unter der Prämisse, dass der EZB-Rat an das Mandat der EZB zur Gewährleistung von Preisstabilität gebunden ist. Grundlage für dieses Mandat ist Artikel 127 Absatz 1 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union. Da der Vertrag keine genaue Definition von Preisstabilität enthält, wird in der geldpolitischen Strategie der EZB festgelegt, wie der EZB-Rat dieses Mandat umsetzt, einschließlich der Wahl des Preisindex und einer quantitativen Definition von Preisstabilität. Diese Quantifizierung dient als Maßstab für die Rechenschaftspflicht der EZB und unterstützt die Gewährleistung von Preisstabilität, indem sie einen Anker für die Inflationserwartungen bietet.

Bewertung des Preisindex

Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) bleibt der geeignete Indikator für die Quantifizierung des Preisstabilitätsziels für den Euroraum und wird weiterhin der Preisindex sein, der für die Messung von Inflation im Euroraum im geldpolitischen Kontext verwendet wird. Die Bewertung der Geeignetheit des HVPI basiert auf vier Kriterien: *zeitnahe Verfügbarkeit*, *Zuverlässigkeit* (z. B. nur wenige Revisionen), *Vergleichbarkeit* (im Zeitverlauf und zwischen Ländern) und *Glaubwürdigkeit*.² Seit 2003 wurde die Qualität des HVPI als Maß für Inflation im Euroraum durch Eurostat und die nationalen Statistischen Ämter der EU-Mitgliedstaaten erheblich verbessert. Zu diesen Verbesserungen zählen jährliche Aktualisierungen der Ausgabengewichte, eine verbesserte Erfassung saisonaler Komponenten und die Bereitstellung von Schnellschätzungen für alle Mitgliedstaaten. Während das Ziel der Preisstabilität anhand der Gesamtinflation gemessen wird, die das am weitesten gefasste Maß des HVPI-Warenkorbs ist, wird der EZB-Rat weiterhin eine ganze Reihe von Preisindikatoren beobachten, darunter Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation, bei denen bestimmte volatile Komponenten herausgerechnet werden. Diese Messgrößen haben sich als nützliche

² Diese Kriterien wurden auch in der Überprüfung der Strategie im Jahr 2003 angewandt. Siehe O. Issing (Hrsg.), *Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy*, EZB, 2003, S.12 ff.

Indikatoren für die voraussichtliche Entwicklung der Inflation in der mittleren Frist erwiesen.

Um die Repräsentativität des HVPI und seine Vergleichbarkeit zwischen den Ländern weiter zu verbessern, hat der EZB-Rat beschlossen, einen Fahrplan für die Aufnahme von selbst genutztem Wohneigentum in den HVPI zu empfehlen. Der EZB-Rat begrüßt die damit verbundenen Arbeiten des Europäischen Statistischen Systems sehr. Obwohl Wohnkosten einen großen Teil der Ausgaben privater Haushalte ausmachen, werden die im Zusammenhang mit dem Erwerb, der Instandhaltung und dem Bewohnen des eigenen Heims entstehenden Wohndienstleistungskosten gegenwärtig nur zum Teil im HVPI berücksichtigt. Neben praktischen Problemen bei der Messung ist es auch schwierig, diese Kosten vollständig mit der konzeptionellen Basis des HVPI in Einklang zu bringen.³ Die EZB erachtet den Nettoerwerbsansatz, bei dem Kosten für selbst genutztes Wohneigentum auf der Basis tatsächlicher Kaufpreise quantifiziert werden, als die bevorzugte Methode zur Berücksichtigung von selbstgenutztem Wohneigentum. Da der Preisindex für selbst genutztes Wohneigentum auf Basis des Nettoerwerbskonzepts jedoch derzeit zum Teil Investitionsüberlegungen widerspiegelt, unterstützt die EZB weitere Forschungsprojekte zu optimalen Messmethoden. Ziel sollte dabei eine bessere Abgrenzung der Konsum- und der Investitionskomponente sein, wobei erstere die für die Geldpolitik relevante Komponente darstellt.

Der Fahrplan für die Umstellung auf einen um selbst genutztes Wohneigentum erweiterten HVPI als Hauptindex für geldpolitische Zwecke sieht einen Übergang in vier Stufen vor. In der ersten Stufe ist die Erstellung eines analytischen Index für interne Zwecke geplant, in dem selbst genutztes Wohneigentum mit näherungsweise Gewichten berücksichtigt wird. Gleichzeitig werden die notwendigen gesetzlichen Vorkehrungen getroffen, und Eurostat wird weitere Arbeiten zur statistischen Erfassung der Gewichte für selbst genutztes Wohneigentum aufnehmen. In der zweiten Stufe – voraussichtlich im Jahr 2023 – soll ein experimenteller vierteljährlicher HVPI veröffentlicht werden, der die Kosten für selbst genutztes Wohneigentum berücksichtigt. In der dritten Stufe, die wahrscheinlich bis 2026 abgeschlossen sein wird, wird ein offizieller vierteljährlicher Index bereitgestellt. Das Ziel in der vierten Stufe wäre die Einbeziehung der Kosten für selbst genutztes Wohneigentum in den monatlichen und zeitnah verfügbaren HVPI, was den Weg für die vollständige Umstellung auf einen HVPI inklusive Kosten für selbstgenutztes Wohneigentum als Hauptindex für geldpolitische Zwecke ebnet würde. Gegenwärtig ist noch kein genauer Zeitplan für die vierte Stufe absehbar.

Während des Übergangszeitraums bleibt der aktuelle HVPI der Hauptreferenzindex für die Geldpolitik. Der Übergangszeitraum wird so lange andauern, bis der Index für selbst genutztes Wohneigentum alle erforderlichen Standards hinsichtlich zeitnaher Verfügbarkeit und Qualität erfüllt, die für eine

³ Der HVPI erfasst lediglich Preisveränderungen bei Waren und Dienstleistungen, deren Erwerb mit monetären Transaktionen zu Konsumzwecken verbunden ist. Bei selbst genutztem Wohneigentum kommt es nur dann zu monetären Transaktionen, wenn Wohnimmobilien gebaut und verkauft werden. Zudem ist es schwierig, genau festzustellen, ob eine Wohnimmobilie zu Konsum- oder Investitionszwecken erworben wird.

vollständige Einbindung in den monatlichen HVPI notwendig sind. Gleichwohl wird der eigenständige vierteljährliche Index des selbst genutzten Wohneigentums in dieser Phase eine wichtige Rolle als ergänzender Faktor bei der Bewertung der Auswirkungen von Wohnkosten auf die Inflation spielen und daher in die geldpolitische Beurteilung des EZB-Rats einfließen.

Quantitatives Inflationsziel

Das vorrangige Ziel der EZB – die Gewährleistung von Preisstabilität – kann am besten durch eine konkrete quantitative Zielsetzung erreicht werden.

Preisstabilität kann als Zustand gesehen werden, in dem Veränderungen des allgemeinen Preisniveaus bei Konsum- und Investitionsentscheidungen nicht berücksichtigt werden müssen. Dieses allgemeine Kriterium bedarf jedoch einer numerischen Definition, an der sich die EZB bei der Durchführung der Geldpolitik orientieren kann. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt wird Preisstabilität nach Auffassung des EZB-Rats am besten gewährleistet, indem über die mittlere Frist eine Teuerungsrate von 2 % angestrebt wird. Die Formulierung des Preisstabilitätsziels als konkrete quantitative Zielvorgabe ersetzt die bisherige aus zwei Komponenten bestehende Formulierung (welche Preisstabilität als Inflation innerhalb einer Bandbreite von 0 % bis 2 % definierte und innerhalb dieser Definition eine Inflationsrate von unter, aber nahe 2 % anstrebte). Das neue Ziel ist einfach, klar und leicht zu vermitteln und dürfte daher zu einer solideren Verankerung der längerfristigen Inflationserwartungen beitragen.

Zielwert von 2 %

Ein Inflationsziel von 2 % unterstreicht die Verpflichtung der EZB, einen angemessenen Sicherheitsabstand in Bezug auf das Risiko einer Deflation zu wahren und die Effektivität der Geldpolitik bei der Bekämpfung disinflationärer Schocks zu gewährleisten. Angesichts einer *gestiegenen Häufigkeit und Dauer von Phasen mit Zinsen an ihrer effektiven Untergrenze*, was hauptsächlich dem gesunkenen gleichgewichtigen Realzins geschuldet ist, hat das Risiko einer Deflation im Vergleich zu 2003 an Relevanz gewonnen. Das Niveau des gleichgewichtigen Realzinses und das Niveau des Inflationsziels bestimmen gemeinsam den geldpolitischen Spielraum, der in Bezug auf die nominalen Zinssätze besteht. Unter sonst gleichen Bedingungen wird dieser verfügbare Spielraum durch einen Rückgang des gleichgewichtigen Realzinses verringert.

Ein Inflationsziel von 2 % wird verschiedenen Abwägungen gerecht.

Simulationen haben gezeigt, dass ein Zielwert von 2 % gute Voraussetzungen bietet im Hinblick auf die langfristige Stabilisierung der durchschnittlichen Inflationsrate auf dem Zielniveau, die Eindämmung von Abweichungen von diesem Zielwert und eine Verringerung der Häufigkeit, in der die Zinsuntergrenze berührt wird. Gleichzeitig lassen sich durch ein Inflationsziel von 2 % die Wohlfahrtskosten einer höheren Inflation begrenzen, welche nichtlinear mit der Höhe des Inflationsziels ansteigen. Dies erklärt die Wahl des Zielwerts von 2 %, welcher nur geringfügig über dem 2003

gesetzten Politikziel liegt. Darüber hinaus spiegelt diese Entscheidung auch die Tatsache wider, dass die EZB ihr geldpolitisches Instrumentarium im Laufe der Zeit angepasst hat, um die Beschränkungen durch die Zinsuntergrenze mit Hilfe neuer geldpolitischer Instrumente, die sich als wirksam zur Steigerung der Inflation erwiesen haben (siehe Abschnitt 3.2), teilweise zu überwinden.

Drei weitere Faktoren, die bereits 2003 Bestand hatten und die seither weitgehend unverändert geblieben sind, sprechen für die Wahrung eines ausreichenden Inflationspuffers. Erstens erleichtert ein Inflationspuffer die *Behebung makroökonomischer Ungleichgewichte zwischen den Euro-Ländern*, indem er verhindert, dass die Inflation in einzelnen Ländern dauerhaft in negatives Terrain gerät. Zweitens trägt ein Inflationspuffer *Abwärtsrigiditäten bei den Nominallöhnen* Rechnung und verringert dadurch das Risiko, dass sich gesamtwirtschaftliche Abschwünge vor allem in einem massiven Anstieg der Arbeitslosigkeit manifestieren. Drittens wird dadurch anerkannt, dass es im HVPI auch *Messfehler* geben kann, wobei ein positiver Messfehler impliziert, dass die „wahre“ Inflationsrate niedriger ist als der gemessene Wert.

Symmetrie des Inflationsziels

Die neue Strategie setzt das Preisstabilitätsziel in Form eines eindeutigen und symmetrischen Zielwerts um. Mit der bisherigen aus zwei Komponenten bestehenden Formulierung des Preisstabilitätsziels ist es gelungen, die Inflationserwartungen auf einem Niveau zu verankern, das mit der Definition des EZB-Rats von Preisstabilität zum Zeitpunkt der Einführung des Euro im Einklang stand, als die EZB ihre Glaubwürdigkeit in einem Umfeld unter Beweis stellen musste, in dem die Hauptsorge einer zu hohen Inflation galt. Im weiteren Verlauf könnte diese aus zwei Komponenten bestehende Formulierung indes möglicherweise zu Unklarheiten hinsichtlich der genauen Höhe der angestrebten Inflationsrate und einer Wahrnehmung des Ziels als asymmetrisch geführt haben, was – in der Nähe zur effektiven Zinsuntergrenze – zum Umfeld niedriger Inflationsraten beigetragen haben könnte.

Symmetrie des Inflationsziels bedeutet, dass der EZB-Rat negative Abweichungen von diesem Zielwert als ebenso unerwünscht betrachtet wie positive. Das symmetrische Inflationsziel von 2 % bildet einen klaren Anker für die längerfristigen Inflationserwartungen, was für die Gewährleistung von Preisstabilität von entscheidender Bedeutung ist. Vorübergehende und moderate Abweichungen der tatsächlichen Inflation von der mittelfristigen Zielvorgabe von 2 % sowohl nach oben als auch nach unten sind unvermeidlich. Starke, langanhaltende Abweichungen können jedoch zu einer Destabilisierung der längerfristigen Inflationserwartungen führen. Dies gilt sowohl für eine zu hohe als auch für eine zu niedrige Inflation. Daher ist es wichtig, dass die Geldpolitik kraftvoll auf starke, langanhaltende Abweichungen der Inflationsrate vom Zielwert in beide Richtungen reagiert. Durch die effektive Zinsuntergrenze und den niedrigen gleichgewichtigen Realzins – sollte sich dieser als dauerhaft erweisen – ist das Risiko länger andauernder Phasen mit einer unter dem Zielwert liegenden Inflation besonders

hoch (die Implikationen für die geldpolitische Reaktion der EZB werden in Abschnitt 3.2 erörtert). Die explizite Verankerung der Verpflichtung auf Symmetrie im neuen strategischen Rahmen beseitigt jegliche verbleibende Wahrnehmung von Unklarheit bezüglich der Zielsetzung des EZB-Rats. Die Marke von 2 % sollte insbesondere nicht als Obergrenze interpretiert werden.

Mittelfristige Ausrichtung

Die neue Strategie bestätigt die mittelfristige Ausrichtung der Geldpolitik, die dem EZB-Rat auch in der Vergangenheit eine flexible Reaktion auf wirtschaftliche Schocks ermöglicht hat. Die mittelfristige Ausrichtung ist wichtig, um *Unsicherheiten* im Inflationsprozess und im Transmissionsmechanismus Rechnung zu tragen. Damit wird anerkannt, dass die Steuerung der Inflation durch die Geldpolitik in der kurzen Frist nur eingeschränkt möglich ist, weil die Transmission auf die Wirtschaft und Inflation mit *unterschiedlicher Verzögerung* erfolgt. Außerdem können verschiedene Arten von Schocks entweder einen gleichgerichteten Effekt auf die Inflation und die Realwirtschaft haben (z. B. bei Nachfrageschocks) oder einen vorübergehenden Trade-off bewirken (z. B. im Falle von Angebotsschocks). Hier bietet eine mittelfristige Ausrichtung der Geldpolitik die *Flexibilität*, dem Ursprung von Schocks auf den Grund zu gehen sowie durch vorübergehende Schocks, die sich möglicherweise von selbst auflösen, hindurchzuschauen und dadurch eine *unnötige Volatilität* der Wirtschaftstätigkeit und der Beschäftigung zu vermeiden.

Eine mittelfristige Ausrichtung ermöglicht es dem EZB-Rat, auch andere für die Gewährleistung von Preisstabilität wichtige Aspekte in seine geldpolitischen Entscheidungen einzubeziehen (siehe auch Abschnitt 3.3). Eine mittelfristige Ausrichtung bietet der EZB beispielsweise die Flexibilität, bei der Reaktion auf ökonomische Schocks, die mit einem vorübergehenden Trade-off zwischen kurzfristiger Beschäftigungs- und Inflationsstabilisierung einhergehen, auch *Beschäftigungsaspekte* einzubeziehen, ohne damit die mittelfristige Preisstabilität zu gefährden. Zudem ermöglicht sie der EZB angesichts der Wechselwirkungen zwischen Preisstabilität und Finanzstabilität gegebenenfalls die Einbeziehung von *Finanzstabilitätsaspekten*. Eine solche flexible Vorgehensweise kann unter Umständen auch aus einer sorgfältigen Prüfung der Verhältnismäßigkeit der geeigneten geldpolitischen Maßnahmen resultieren (siehe nachstehende Erläuterungen).

Verhältnismäßigkeitsprüfung als integraler Bestandteil geldpolitischer Beschlüsse

Jede geldpolitische Entscheidung des EZB-Rats basiert auf einer Beurteilung des geldpolitischen Kurses sowie der Wahl und Ausgestaltung der geldpolitischen Instrumente. Im Rahmen der von der EZB vorgenommenen Beurteilung ihres *geldpolitischen Kurses* wird festgestellt, ob die Geldpolitik dergestalt zur wirtschaftlichen, finanziellen und monetären Entwicklung beiträgt,

dass die Preisstabilität auf mittlere Sicht gewährleistet wird. Ein geeigneter geldpolitischer Kurs ergibt sich aus *der Wahl, Ausgestaltung und Kalibrierung von Instrumenten*, sowohl einzeln als auch in Kombination.

Im Rahmen seiner geldpolitischen Beschlüsse prüft der EZB-Rat systematisch die Verhältnismäßigkeit seiner Maßnahmen. Diese Prüfung umfasst unter anderem eine Analyse des *Nutzens* und der möglichen *Nebenwirkungen* geldpolitischer Maßnahmen, ihres *Zusammenwirkens* und ihrer *Ausgewogenheit im Zeitverlauf*. Die Prüfung des Nutzens bezieht sich auf die Transmission der Geldpolitik auf die Finanzierungsbedingungen sowie die beabsichtigte Wirkung auf die Inflation, während bei der Prüfung möglicher Nebenwirkungen die unbeabsichtigten Auswirkungen auf die Realwirtschaft und das Finanzsystem im Mittelpunkt stehen. Die Verhältnismäßigkeitsprüfung berücksichtigt die Unsicherheit im Hinblick auf die Effektivität und Nebenwirkungen geldpolitischer Instrumente sowie die Risiken einer Entankerung der längerfristigen Inflationserwartungen vom Zielwert von 2 %. Die Verhältnismäßigkeitsprüfung ist besonders wichtig, wenn es um den Einsatz anderer geldpolitischer Instrumente als die konventionellen Leitzinsen geht. Das Ergebnis dieser Prüfung kann sowohl das Ausmaß beeinflussen, in dem diese Instrumente eingesetzt werden, als auch ihre Ausgestaltung. Diese kann kalibriert werden, um Nebenwirkungen zu verringern (beispielsweise über den Ausschluss von Hypothekarkrediten an private Haushalte bei gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften) oder um unerwünschten Nebeneffekten entgegenzuwirken (beispielsweise über die Einführung eines zweistufigen Systems für die Verzinsung von gehaltener Überschussliquidität).

3.2 Geldpolitische Auswirkungen der effektiven Zinsuntergrenze

Neue geldpolitische Instrumente der EZB

Der gleichgewichtige Realzins wird wahrscheinlich auf niedrigem Niveau bleiben. Eine umsichtige Geldpolitik gebietet es daher, die Beschränkungen zu berücksichtigen, die aufgrund der effektiven Untergrenze der nominalen Zinssätze bestehen. Seit der Überprüfung der geldpolitischen Strategie im Jahr 2003 ist der gleichgewichtige Realzins im Euro-Währungsgebiet deutlich gesunken. An den Märkten wird aktuell erwartet, dass er in den nächsten zehn Jahren auf einem niedrigen Niveau verharren wird. Die EZB muss nun wie andere große Zentralbanken neben der traditionellen Zinspolitik neue Wege finden, um den geldpolitischen Kurs so anzupassen, dass dem durch die effektive Untergrenze entstandenen deflationären Trend Einhalt geboten wird. Eine Phase von Leitzinsen nahe der effektiven Untergrenze kann sich aus einem niedrigen gleichgewichtigen Realzins oder aus großen und anhaltenden disinflationären Schocks ergeben, die zu einem Zinsrückgang führen. Es können aber auch beide Faktoren zusammenwirken. Im Euroraum ergab sich eine zusätzliche Schwierigkeit daraus, dass die Staatsschuldenkrise eine Fragmentierung herbeiführte, die den geldpolitischen

Transmissionsmechanismus beeinträchtigte. Ohne entsprechende Gegensteuerung hätten sich die Abwärtsrisiken für die Preisstabilität verstärkt.

Die von der EZB seit der Finanzkrise eingesetzten geldpolitischen Instrumente haben sich bei der Bekämpfung des Disinflationdrucks als wirksam erwiesen. In Situationen, in denen sich die Zinssätze nahe der effektiven Untergrenze bewegen, werden sie auch ein wesentlicher Bestandteil des Instrumentariums der EZB bleiben.

Das wichtigste geldpolitische Instrument der EZB sind die Leitzinsen. Im Verbund mit der Möglichkeit, die Zinsen in den negativen Bereich abzusenken, werden zusätzliche Instrumente wie die Forward Guidance, die Ankäufe von Vermögenswerten und die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte wie bisher in Abhängigkeit vom jeweiligen Umfeld eingesetzt und so kalibriert, dass das Inflationsziel der EZB auf mittlere Sicht erreicht wird. Da die effektive Zinsuntergrenze auch in Zukunft eine gelegentliche Beschränkung darstellen dürfte, werden diese zusätzlichen Instrumente nach wie vor eine Rolle spielen. Sie erweitern die geldpolitischen Handlungsmöglichkeiten, wenn auch nicht unbegrenzt. Der EZB-Rat ist sich zugleich der Notwendigkeit bewusst, die Nebenwirkungen zu begrenzen, die sich aus dem Einsatz der neuen geldpolitischen Instrumente ergeben. Deshalb gilt weiterhin seine Zusage, die Verhältnismäßigkeit sorgfältig zu prüfen und die mit den Instrumenten verbundenen Maßnahmen so auszugestalten, dass Nebenwirkungen minimiert werden und die Preisstabilität dabei nicht gefährdet ist.

Berücksichtigung der sich aus der effektiven Zinsuntergrenze ergebenden Asymmetrie

Die effektive Untergrenze der nominalen Zinssätze beschränkt die Möglichkeiten der traditionellen Zinspolitik, disinflationären Schocks entgegenzuwirken. Während Zentralbanken – zumindest theoretisch – die nominalen Zinssätze unbegrenzt erhöhen können, ist der Spielraum für Zinssenkungen in den negativen Bereich sehr wohl begrenzt. Grund hierfür ist die Existenz des Bargelds und das mögliche Bestehen eines zustandsabhängigen Umkehrzinses, bei dem Zinssenkungen ihre Wirkung verlieren. Diese Einschränkung führt, sofern keine Gegenmaßnahmen ergriffen werden, zu dauerhaften negativen Abweichungen der Inflation von ihrem Zielwert, insbesondere wenn die Wirtschaft wiederholt von disinflationären Schocks getroffen wird. Somit könnten sich die Inflationserwartungen unterhalb des Ziels der Zentralbank einpendeln. Dieses Risiko ist besonders hoch, wenn das Inflationsziel als Obergrenze angesehen wird. Forward Guidance, längerfristige Refinanzierungsgeschäfte, negative Zinssätze und Ankäufe von Vermögenswerten haben dazu beigetragen, die durch die Zinsuntergrenze bestehenden Beschränkungen zum Teil zu überwinden. Diese Instrumente werden weiterhin im erforderlichen Umfang zum Einsatz kommen. Der EZB-Rat wird auch in Zukunft flexibel auf neue Herausforderungen reagieren und bei der Verfolgung seines Inflationsziels neue geldpolitische Instrumente in Betracht ziehen, sofern deren Einsatz verhältnismäßig ist und ein entsprechender Bedarf besteht.

Wenn die Zinsen in einer Volkswirtschaft in der Nähe ihrer effektiven Untergrenze liegen, erfordert die Verpflichtung auf ein symmetrisches Inflationsziel besonders kraftvolle oder lang anhaltende geldpolitische Maßnahmen, um zu verhindern, dass sich negative Abweichungen vom Inflationsziel verfestigen.

Solche Maßnahmen sind durch die Notwendigkeit gerechtfertigt, die Verankerung der längerfristigen Inflationserwartungen bei 2 % zu fördern, um mittelfristig Preisstabilität zu wahren. Dies bedeutet, dass die EZB – in angemessenem Umfang und nach sorgfältiger Prüfung der Verhältnismäßigkeit – mit einem besonders kraftvollen Einsatz ihrer geldpolitischen Instrumente auf starke negative Schocks reagieren wird. Zudem kann es gegebenenfalls erforderlich werden, diese Instrumente über einen länger andauernden Zeitraum zu nutzen, wenn sich die Zinsen der effektiven Untergrenze annähern. Dies geht unter Umständen damit einher, dass die Inflation vorübergehend moderat über dem Zielwert liegt.

Die stabilisierende Funktion von fiskalpolitischen und sonstigen Maßnahmen

Fiskalpolitische und sonstige Maßnahmen sind wichtig für die makroökonomische Stabilisierung, insbesondere wenn die Zinsen nahe ihrer effektiven Untergrenze liegen. Eine antizyklische Fiskalpolitik setzt nicht nur entschlossenes Handeln während einer ausgeprägten Rezession voraus. Entscheidend ist auch der erneute Aufbau fiskalischer Reserven, sobald die Wirtschaft wieder auf festen Füßen steht, um die Schuldentragfähigkeit zu gewährleisten. Die Fiskalpolitik trägt bestmöglich zu Preisstabilität bei, indem sie die Wirtschaft in ausgeprägten Rezessionen stabilisiert und zugleich die Schuldentragfähigkeit sicherstellt. Die makroökonomische Stabilisierung, die durch eine antizyklische Fiskalpolitik erreicht wird, verstärkt auch die Wirkung der Geldpolitik. Unter normalen Bedingungen beschränkt sich die stabilisierende Funktion der Fiskalpolitik weitgehend auf die Wirkung automatischer Stabilisatoren. Während einer Krise und insbesondere, wenn die Zinsen nahe ihrer Untergrenze liegen, ist hingegen eine antizyklische diskretionäre Fiskalpolitik wichtig. Erstens zeigen die Erfahrungen aus der globalen Finanzkrise 2008-2009, der Eurokrise 2011-2012 und der weltweiten Covid-19-Pandemie 2020-2021, dass sich Fiskal- und Geldpolitik in Krisenzeiten ergänzen müssen, um eine gesamtwirtschaftliche Stabilisierung zu bewirken. Zweitens gibt es zahlreiche empirische Belege, dass eine expansive Fiskalpolitik besonders effektiv ist, wenn sich die Zinsen in der Nähe ihrer Untergrenze befinden. Zudem können fiskal- und strukturpolitische Maßnahmen den Produktivitätszuwachs und Anstieg des Arbeitskräfteangebots unterstützen und auf diese Weise dazu beitragen, dass sich der Trend des gleichgewichtigen Realzinses umkehrt und sich der geldpolitische Spielraum vergrößert. Nicht zuletzt ist die Vollendung der WWU, einschließlich der Bankenunion und Kapitalmarktunion, von zentraler Bedeutung, um die Schockabsorptionsfähigkeit des Euroraums zu verbessern.

3.3 Andere für das Ziel der Preisstabilität relevante Aspekte

Bei seinen geldpolitischen Beschlüssen trägt der EZB-Rat auch anderen für die Durchführung der Geldpolitik relevanten Aspekten Rechnung, ohne dass dabei das Ziel der Preisstabilität beeinträchtigt wird. Diese Aspekte müssen oftmals berücksichtigt werden, um mittelfristig Preisstabilität zu gewährleisten. Gleichzeitig wirken sich geldpolitische Maßnahmen auch auf die Wirtschaft und die Wirtschaftspolitik aus. Gemäß AEUV hat das Eurosystem – soweit dies ohne Beeinträchtigung des Preisstabilitätsziels möglich ist – die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Europäischen Union zu unterstützen, um zur Verwirklichung der in Artikel 3 AEUV festgelegten Ziele der Union beizutragen. Zu diesen Zielen gehören ein ausgewogenes Wirtschaftswachstum und eine in hohem Maße wettbewerbsfähige soziale Marktwirtschaft, die auf Vollbeschäftigung und sozialen Fortschritt abzielt, sowie ein hohes Maß an Umweltschutz und Verbesserung der Umweltqualität. Ferner trägt das Eurosystem zur reibungslosen Durchführung von Maßnahmen bei, die von den zuständigen Behörden auf dem Gebiet der Aufsicht über die Kreditinstitute und der Stabilität des Finanzsystems ergriffen werden. Und schließlich handelt das Eurosystem im Einklang mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb, wodurch ein effizienter Einsatz der Ressourcen gefördert wird.

Der EZB-Rat begründet seine Beurteilung vor allem mit der Relevanz dieser anderen Aspekte für das Primärziel der EZB und für die Fähigkeit der EZB, die allgemeine Wirtschaftspolitik in der EU zu unterstützen, um so zur Verwirklichung der Ziele der Union beizutragen. Sind bei der Anpassung des geldpolitischen Instrumentariums beispielsweise zwei Konfigurationen der Instrumente möglich, die gleichermaßen förderlich sind und die Preisstabilität nicht beeinträchtigen, wird der EZB-Rat – um im Einklang mit den Zielen der Union zu handeln – diejenige Konfiguration wählen, die im Hinblick auf Wachstum, Beschäftigung und soziale Inklusion die allgemeine Wirtschaftspolitik in der EU bestmöglich unterstützt, die Stabilität des Finanzsystems sichert und dazu beiträgt, die Auswirkungen des Klimawandels abzumildern.

Zielkomplementarität zwischen Preisstabilität einerseits und ausgewogenem Wirtschaftswachstum und Vollbeschäftigung andererseits

Ausgewogenes Wirtschaftswachstum, Vollbeschäftigung und Preisstabilität sind weitgehend miteinander vereinbare Ziele. Bei einer längerfristigen Verankerung der Inflationserwartungen wird das Inflationsziel erreicht, wenn Wachstum und Beschäftigung ihrem Potenzialniveau entsprechen. Die mittelfristige Ausrichtung der geldpolitischen Strategie der EZB trägt Situationen Rechnung, in denen Störungen auf der Angebotsseite vorübergehend dazu führen, dass sich die Inflation gegenläufig zur Wirtschaftsaktivität und Beschäftigung entwickelt. So kann der EZB-Rat beispielsweise bei Vorliegen eines negativen Angebotschocks beschließen, den Zeitraum, über den die Inflation sich wieder ihrem Zielniveau annähern soll, zu verlängern, um einen deutlichen Rückgang von Konjunktur und

Beschäftigung zu verhindern, der – wenn länger anhaltend – wiederum selbst eine Gefährdung für die mittelfristige Preisstabilität darstellen könnte. Eine praktische Schwierigkeit besteht darin, dass sich das Produktionspotenzial und die gleichgewichtige Beschäftigung, die als Referenzwerte zur Beurteilung der aktuellen Werte dienen, nicht beobachten lassen. Vor diesem Hintergrund hatte sich die EZB im Jahr 2003 nicht auf eine bestimmte Schätzung für das Produktionspotenzial oder die natürliche Arbeitslosenquote festgelegt. Auch im Rahmen der aktuellen Strategieüberprüfung erachtete es der EZB-Rat als wichtig, eine Vielzahl von Schätzungen einzubeziehen und die Unsicherheit, die Heterogenität und die anhaltenden strukturellen Veränderungen zu berücksichtigen, die den Ausblick für Konjunktur und Beschäftigung im Euroraum und den Mitgliedstaaten prägen. Zudem wird der EZB-Rat weiterhin die wechselseitige Interaktion zwischen der Einkommens- und Vermögensverteilung und der Geldpolitik bewerten.

Berücksichtigung von Finanzstabilitätsaspekten

Finanz- und Preisstabilität bedingen sich gegenseitig. Geldpolitische Maßnahmen zur Wahrung der Preisstabilität tragen unter angespannten Finanzmarktbedingungen in der Regel zur Wiederherstellung der Finanzstabilität bei, indem sie Störungen des geldpolitischen Transmissionsmechanismus beheben und negative makrofinanzielle Rückkopplungseffekte sowie Schuldendeflations-Phänomene abwenden. Die makro- und mikroprudenzielle Politik bilden die erste Verteidigungslinie gegen das Entstehen von Finanzstabilitätsrisiken. Häufig ergänzen sich makroprudenzielle Politik und Geldpolitik. Beispielsweise verringern makroprudenzielle Maßnahmen gegen das Entstehen von Ungleichgewichten die Wahrscheinlichkeit künftiger Finanzkrisen mit negativen Auswirkungen auf die Preisstabilität. Umgekehrt kann sich die Geldpolitik auch auf Finanzstabilitätsrisiken auswirken. So kann eine expansive Geldpolitik auf der einen Seite das Kreditrisiko reduzieren, indem sie die Wirtschaftsaktivität und Inflationsdynamik verstärkt, und auf der anderen Seite Anreize für den Schuldenaufbau setzen oder die Sensitivität der Vermögenspreise erhöhen. Spiegelbildliche Argumente gelten für den Fall einer geldpolitischen Straffung.

Da Finanzkrisen auch Risiken für die Preisstabilität bergen, liegt es aus konzeptioneller Sicht klar auf der Hand, dass die EZB Finanzstabilitätsaspekte in ihre geldpolitischen Überlegungen einbezieht. Gründe hierfür sind die bestehenden Grenzen der makroprudenziellen Politik in den verschiedenen Phasen des Finanzzyklus, die Interaktion zwischen makroprudenzieller Politik und Geldpolitik, sowie mögliche Nebenwirkungen der Geldpolitik auf die Finanzstabilität. Gleichzeitig gilt es, der falschen Annahme vorzubeugen, die Wahrung von Finanzstabilität sei Aufgabe der Geldpolitik. Die Maßnahmen des EZB-Rats sind nicht systematisch angelegt: Es geht also weder darum, die Geldpolitik bei zunehmenden systemischen Risiken systematisch zu straffen („Leaning against the wind“), noch darum, sie systematisch zu lockern, sobald systemische Risiken eintreten („Cleaning-up“). Der EZB-Rat verfolgt stattdessen einen flexiblen Ansatz bei der Berücksichtigung von Finanzstabilitätsaspekten. Jede geldpolitische Reaktion auf Bedenken hinsichtlich der Finanzstabilität wird von den herrschenden

Umständen abhängen und sich nach den Auswirkungen auf die mittelfristige Preisstabilität richten. Im Zusammenhang mit der Überarbeitung des Analyserahmens der EZB (siehe Abschnitt 4) sollen daher zusätzliche Informationen zu Finanzstabilitätsaspekten in die Vorbereitung der geldpolitischen Beratungen einfließen.

Berücksichtigung der Folgen des Klimawandels

Der EZB-Rat setzt sich innerhalb des Mandats der EZB dafür ein, dass das Eurosystem die Implikationen des Klimawandels und des Übergangs zu einer CO₂-armen Wirtschaft für die Geldpolitik und das Zentralbankwesen in vollem Umfang berücksichtigt. Die Bewältigung des Klimawandels und des Übergangs zu einer CO₂-armen Wirtschaft ist eine große globale Herausforderung und eine politische Priorität für die Europäische Union. Die Verantwortung für den Klimaschutz liegt in erster Linie bei den nationalen Regierungen, die auch über die hierfür benötigten Instrumente verfügen. Gleichwohl ist die EZB aufgrund ihres Mandats verpflichtet, die Implikationen des Klimawandels zu bewerten und Klimaschutzaspekte stärker in ihren geldpolitischen Handlungsrahmen einzubeziehen, denn mit dem Klimawandel sind physische Risiken und Übergangsrisiken verbunden, die sich auf die Preis- und Finanzstabilität sowie auf den Wert und das Risikoprofil der Vermögenswerte in der Bilanz des Eurosystems auswirken. Bei jeder Maßnahme ist immer zu prüfen, inwieweit sie die Fähigkeit des EZB-Rats, Preisstabilität zu gewährleisten, beeinflusst.

Der EZB-Rat hat sich in einem ambitionierten klimabezogenen Maßnahmenplan verpflichtet, Klimaschutzaspekte stärker in den geldpolitischen Handlungsrahmen der EZB einfließen zu lassen (siehe [Pressemitteilung](#)). Dieser Plan nennt die Schwerpunktbereiche der laufenden und geplanten Maßnahmen der EZB, mit denen Klimaschutzaspekte systematischer in die geldpolitischen Geschäfte der Zentralbank einbezogen werden sollen. Erstens wird die EZB ihre Kapazitäten in den Bereichen Analyse und makroökonomische Modellierung deutlich ausbauen und statistische Indikatoren entwickeln, um ein besseres Verständnis über die makroökonomischen Auswirkungen des Klimawandels und des Übergangs zu einer CO₂-armen Wirtschaft zu ermöglichen. Zweitens wird der EZB-Rat seinen geldpolitischen Handlungsrahmen in den Bereichen Offenlegung, Risikobewertung, Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors und Sicherheitenrahmen anpassen.

4 Der integrierte Analyserahmen der EZB

Die Weltwirtschaft und die Volkswirtschaften des Euroraums sowie die Finanzsysteme haben seit dem Jahr 2003 tiefgreifende strukturelle Veränderungen durchlaufen; so wurden auch die Analyseinstrumente und der Analyserahmen der EZB kontinuierlich an neue Gegebenheiten angepasst. Die in Abschnitt 2 beschriebenen strukturellen Veränderungen haben sich auf das Wachstumspotenzial der Wirtschaft des Euroraums, den gleichgewichtigen Realzins, den Inflationsprozess und die Transmission der Geldpolitik ausgewirkt. Daher

musste die EZB diesen Entwicklungen in ihren regelmäßigen Bewertungen sowie bei der Vorbereitung der geldpolitischen Entscheidungen Rechnung tragen. Angesichts dieser Veränderungen hat sich auch die wirtschaftliche und monetäre Analyse auf vielfältige Weise weiterentwickelt, und dies sollte sich formal im Analyserahmen der EZB widerspiegeln. Die Änderungen in der wirtschaftlichen Analyse ergeben sich aus der Verfügbarkeit neuer Daten und Informationsquellen, aus neuen Entwicklungen in der Modellierung und Berechnung, der wichtigen Rolle der von Experten des Eurosystems und der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen bei der Beurteilung der mittelfristigen Konjunktur- und Inflationsaussichten und nicht zuletzt aus der systematischeren Analyse von strukturellen Trends bzw. deren Veränderungen. Die monetäre Analyse konzentriert sich nicht mehr allein auf das Erkennen von mittel- bis längerfristigen Risiken für die Preisstabilität. Vielmehr rückt die Bereitstellung von Informationen für die Bewertung der geldpolitischen Transmission stärker in den Mittelpunkt. Gründe für diese Schwerpunktverlagerung sind die Schwächung des empirischen Zusammenhangs zwischen Geldmengenaggregaten und Inflation, die Störung der geldpolitischen Transmission während der globalen Finanzkrise und die Erweiterung des geldpolitischen Instrumentariums der EZB.

In Anbetracht dieser Veränderungen werden die geldpolitischen Beratungen der EZB künftig auf einem überarbeiteten integrierten Analyserahmen basieren; der die beiden Stränge der wirtschaftlichen Analyse und der monetären und finanziellen Analyse vereint. Der integrierte Rahmen

berücksichtigt die inhärenten Verflechtungen zwischen den zugrunde liegenden Strukturen, Schocks und Anpassungsprozessen, die von den jeweiligen Analysen abgedeckt werden. Beide Analysestränge liefern wertvolle Informationen und können zusammengeführt dazu beitragen, die Aussichten und Risiken für die Preisstabilität über unterschiedliche Zeithorizonte umfassend und fundiert zu bewerten. Der neue Rahmen trennt sich vom bisherigen Zwei-Säulen-Konzept und auch von der Gegenprüfung der Informationen aus der monetären Analyse anhand der Informationen aus der wirtschaftlichen Analyse. Zur Stärkung der integrierten Analyse sind weitere Investitionen in die Entwicklung von Analyseinstrumenten erforderlich, um die makrofinanziellen Verflechtungen sowie die Wechselwirkungen der geldpolitischen Maßnahmen, deren Übertragung auf die Wirtschaft und deren Auswirkungen auf die Finanzstabilität zu modellieren und zu verstehen.

Die wirtschaftliche Analyse befasst sich mit der realen und nominalen wirtschaftlichen Entwicklung. Sie stützt sich auf die Analyse der *kurzfristigen Entwicklung* von Wirtschaftswachstum, Beschäftigung und Inflation, die Beurteilung der *Bestimmungsfaktoren von Schocks*, die auf die Wirtschaft des Euroraums einwirken, die *von Experten des Eurosystems und der EZB erstellten Projektionen* wichtiger makroökonomischer Kennzahlen über einen mittelfristigen Zeithorizont sowie eine breit angelegte *Bewertung der Risiken* für das Wirtschaftswachstum und die Preisstabilität. Besondere Aufmerksamkeit gebührt dabei der regelmäßigen *Analyse struktureller Trends* und deren Implikationen für die Inflation, das Produktionspotenzial und den gleichgewichtigen Realzins, der Bedeutung und Tragweite von *Heterogenität* und *Nichtlinearität* sowie der Verwendung neu

verfügbarer granularer Daten, zum Beispiel aus *Erwartungsbefragungen* wie der neuen Verbraucherumfrage (Survey of Consumer Expectations).

Der Schwerpunkt der monetären und finanziellen Analyse hat sich seit der Überprüfung im Jahr 2003 deutlich verschoben, was mit den Herausforderungen während und nach der globalen Finanzkrise zusammenhängt. Im Vordergrund der Analyse steht die Untersuchung monetärer und finanzieller Indikatoren. Das Hauptaugenmerk liegt dabei auf dem Wirken des *geldpolitischen Transmissionsmechanismus*, insbesondere über den Kreditkanal, den Bankenkanal, den Risikoneigungskanal und den Bilanzkanal. Mithilfe dieser Bewertungen lassen sich mögliche Veränderungen der geldpolitischen Transmission (z. B. im Zusammenhang mit strukturellen Faktoren wie der Zunahme der Finanzintermediation im Nichtbankensektor) oder Störungen der Transmission (z. B. aufgrund von Fragmentierung oder Marktstress) leichter erkennen. Zudem erfolgt im Rahmen der monetären und finanziellen Analyse eine systematischere Beurteilung der *längerfristigen Entstehung von Schwachstellen und Ungleichgewichten im Finanzsystem* und ihrer möglichen Implikationen für das Risiko starker Ausschläge bei Produktion und Inflation. Ferner wird bewertet, inwieweit durch *makroprudenzielle Maßnahmen mögliche Finanzstabilitätsrisiken abgemildert werden*, die aus geldpolitischer Sicht relevant sind. Die monetäre und finanzielle Analyse trägt somit der Erkenntnis Rechnung, dass Finanzstabilität eine Voraussetzung für Preisstabilität ist.

Informationen aus den Geldmengen- und Kreditaggregaten werden im integrierten Analyserahmen nach wie vor berücksichtigt. Zusammen mit anderen Größen, anhand derer das Funktionieren der monetären und finanziellen Transmission bewertet wird, fließen diese Aggregate in vollem Umfang auch in das neue Rahmenwerk ein. Hierin zeigt sich, dass sie weiterhin von Bedeutung sind, um das Entstehen von Anfälligkeiten und Risiken für die Preisstabilität zu beurteilen. Darüber hinaus wird im Rahmen der monetären und finanziellen Analyse in regelmäßigen Abständen eine eingehende Prüfung der Wechselwirkungen zwischen Geldpolitik und Finanzstabilität durchgeführt, die der EZB-Rat in seinen geldpolitischen Sitzungen erörtert. Als Grundlage hierfür dienen der Bericht über die Stabilität des Finanzsystems im Eurogebiet („Financial Stability Review“) sowie weitere relevante Informationen.

5 Kommunikation der geldpolitischen Beschlüsse der EZB

Die geldpolitische Kommunikation der EZB hat im Zeitverlauf erheblich an Bedeutung gewonnen und stellt inzwischen selbst ein geldpolitisches Instrument dar; ein gutes Beispiel hierfür ist die Forward Guidance. Je besser die Geldpolitik nicht nur in Fachkreisen, sondern auch in der breiten Öffentlichkeit verstanden wird, desto wirkungsvoller wird sie sein. Die Kommunikation trägt auch entscheidend dazu bei, dass die EZB als unabhängige Zentralbank ihrer Rechenschaftspflicht gegenüber der Öffentlichkeit nachkommt und ihre Glaubwürdigkeit und Legitimität bewahrt. Eine konsistente, klare und wirksame Kommunikation mit den unterschiedlichen Zielgruppen ist daher unerlässlich. So ist der EZB-Rat bestrebt,

seine geldpolitische Strategie und seine geldpolitischen Beschlüsse allen Zielgruppen so klar wie möglich zu erläutern.

Der EZB-Rat hat die Bekanntgabe seiner geldpolitischen Beschlüsse mit Blick auf ihre zeitliche Abfolge gründlich überprüft, um den einzelnen Zielgruppen bessere und leichter zugängliche Informationen zur Verfügung zu stellen. Die Kommunikation der geldpolitischen Beschlüsse stützt sich nach wie vor auf die vier bewährten Formate – die Pressekonferenz, die Erklärung zur Geldpolitik (vormals „Einleitende Bemerkungen“), den Wirtschaftsbericht und die Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank. Die Erklärung zur Geldpolitik wird inhaltlich gestrafft und allgemeinverständlicher formuliert. Ihr Aufbau wird so angepasst, dass die Inhalte in Übereinstimmung mit dem in Abschnitt 4 beschriebenen neuen Analyserahmen in integriert-erzählender Form dargestellt werden. Die Erklärung wird sich nicht mehr auf das Konzept der Gegenprüfung zwischen den einzelnen Säulen beziehen. Stattdessen wird ein Narrativ zur Begründung der geldpolitischen Beschlüsse geschaffen, das sich auf Informationen aus der wirtschaftlichen, monetären und finanziellen Analyse stützt. In der seit 2015 veröffentlichten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung werden nach wie vor sämtliche Argumente erläutert, mit denen sich der EZB-Rat während seiner geldpolitischen Überlegungen befasst hat. Der Wirtschaftsbericht wird weiterhin einen Überblick über die Wirtschaftslage geben und aktuelle Themen analysieren, die für die Geldpolitik von Relevanz sind. In Zukunft enthält er zusätzliche Analysen zu monetären und finanziellen Aspekten und regelmäßige Aktualisierungen zu den Verhältnismäßigkeitsprüfungen der EZB. Gleichzeitig werden weitere Anstrengungen unternommen, um die Leserfreundlichkeit und Ansprache des Berichts zu erhöhen. Ergänzt werden diese vier Formate durch eine sich an den unterschiedlichen Zielgruppen der breiten Öffentlichkeit ausrichtende und stärker visualisierende geldpolitische Kommunikation.

Von großem Nutzen für die Strategieüberprüfung der EZB waren die Erfahrungen aus der Veranstaltungsreihe „Das Eurosystem hört zu“. Im Überprüfungszeitraum suchte das Eurosystem in zahlreichen Veranstaltungen den Dialog mit Wissenschaftlerinnen und Wissenschaftlern, zivilgesellschaftlichen Organisationen und der breiten Öffentlichkeit. Außerdem fand ein Austausch mit den nationalen Parlamenten und dem Europäischen Parlament statt.⁴ Darüber hinaus erhielt die EZB rund 4 000 Antworten zu einer Reihe von Fragen, die sie in ihrem Online-Portal „Die EZB hört zu“ veröffentlicht hatte. All diese Rückmeldungen flossen in die Überlegungen des EZB-Rats während der Strategieüberprüfung ein. Hervorgehoben wurden insbesondere: die negativen Auswirkungen der Inflation auf das tägliche Leben der Menschen; der erhebliche Einfluss der Wohnkosten auf das von den Menschen wahrgenommene Preissteigerungsniveau, wobei sich viele der Befragten für eine stärkere Berücksichtigung der Wohnkosten in den Inflationsskizzen aussprachen; die Besorgnis über die Nebenwirkungen der Politik der EZB; die Aufforderung an die EZB, Wirtschaftswachstum und Beschäftigung zu fördern und zum Umweltschutz beizutragen, ohne dabei ihr Mandat zu überschreiten; die Ansicht, dass Zentralbanken ihre Rolle besser erklären und die breite Öffentlichkeit

⁴ Siehe [Summary report on the ECB Listens event](#) und die [hier](#) abrufbaren Informationen zu den Veranstaltungen der nationalen Zentralbanken im Euroraum.

direkter ansprechen sollten, indem sie eine verständliche Sprache und praxisbezogene Beispiele verwenden. Der EZB-Rat beabsichtigt, den direkten Dialog mit Bürgerinnen und Bürgern als festen Bestandteil des Austauschs des Eurosystems mit der Öffentlichkeit zu etablieren. Dabei wird es sowohl eine Ebene des „Zuhörens“ als auch eine Ebene des „Erklärens“ geben. So soll sichergestellt werden, dass die Öffentlichkeit die geldpolitische Strategie der EZB und ihre Implikationen versteht.

6 Regelmäßiger Überprüfungszyklus

In einer sich rasant verändernden Welt dürfte es erforderlich sein, die geldpolitische Strategie der EZB in regelmäßigeren Abständen zu überprüfen und anzupassen. Solche Veränderungen lassen sich schwer vorhersagen.

Gleichwohl sind in einigen Bereichen in den kommenden Jahren Entwicklungen absehbar, die das wirtschaftliche und finanzielle Umfeld, in dem die Geldpolitik agiert, verändern könnten. Hierzu gehören mögliche Fortschritte bei der Schaffung einer digitalen Währung, Verbesserungen in der Architektur der WWU, die anhaltenden strukturellen Veränderungen im Finanzsystem des Euroraums – beispielsweise die zunehmende Bedeutung von Nichtbanken –, weitere größere wirtschaftliche oder finanzielle Schocks, welche die Volkswirtschaften im Euroraum und/oder die Weltwirtschaft betreffen, und zusätzliche strukturelle Veränderungen, die sich auf den Inflationsprozess, den gleichgewichtigen Realzins oder das Wachstumspotenzial auswirken. Vor diesem Hintergrund beabsichtigt der EZB-Rat, die Angemessenheit seiner geldpolitischen Strategie regelmäßig auf den Prüfstand zu stellen. Die nächste Bewertung ist 2025 zu erwarten.

2 Konjunkturanalyse mithilfe von Machine-Learning- und Big-Data-Verfahren

Dominik Hirschbühl, Luca Onorante und Lorena Saiz

1 Einleitung

In der Politik müssen Entscheidungen zuweilen in Echtzeit getroffen werden, obwohl die erforderlichen Informationen zu den aktuellen wirtschaftlichen Bedingungen noch unvollständig sind. Zentralbanken und Wirtschaftsanalysten stützen sich zur Beurteilung der Wirtschaftslage vor allem auf offizielle Statistiken sowie weiche Daten und Umfragen. Auch wenn ein breites Spektrum an hochqualitativen konventionellen Daten zur Verfügung steht, werden die Datensätze mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung gegenüber dem Referenzzeitraum veröffentlicht. Diese Verzögerung kann wenige Tage, aber auch Wochen oder gar mehrere Monate betragen. Aus diesem Grund untersuchen Zentralbanken, wie sich bei der Prognose politisch relevanter Messgrößen zeitnäher vorliegende Daten nutzen lassen und wie mithilfe verfeinerter Methoden die Genauigkeit der Prognosen verbessert werden kann.

Seit einigen Jahren erforschen politische Institutionen neue Datenquellen und alternative statistische Methoden zur Echtzeitbeurteilung der konjunkturellen Entwicklung. Seit der Finanzkrise versuchen sie verstärkt, Mikro- und Umfragedaten systematisch zu nutzen, um Veränderungen des gesamtwirtschaftlichen Konsums, der Investitionen und am Arbeitsmarkt besser erfassen zu können. Parallel dazu machen es technologische Neuerungen inzwischen möglich, unkonventionelle Quellen wie Textdaten und Bilder aus Zeitungsartikeln, Beiträgen in sozialen Medien und dem Internet zusammen mit numerischen Daten aus Zahlungsvorgängen zu untersuchen. Zudem stehen mittlerweile alternative statistische Methoden wie Regressionsbäume (Regression Trees), neuronale Netze und sogenannte Support Vector Machines zur Verfügung. Sie könnten dazu beitragen, die Einblicke, die diese unkonventionellen Datenquellen möglicherweise bieten, vollständig nutzbar zu machen.

Dieser Trend wurde durch die Corona-Pandemie (Covid-19) noch beschleunigt. Die pandemiebedingte Krise hat gezeigt, dass Big-Data-Verfahren zeitnahe Signale zur Wirtschaftslage liefern und zur Nachverfolgung der Wirtschaftsleistung beitragen können, indem sie die traditionelleren Daten ergänzen. Im Zusammenhang mit Big Data wird häufig von den „drei Vs“ gesprochen: Volume (Menge), Velocity (Geschwindigkeit) und Variety (Datenvielfalt).¹ „Volume“ bezieht sich auf die riesigen Datenmengen, die durch die starke Nutzung von Geräten und Diensten sowie durch die verstärkten menschlichen Interaktionen generiert werden. „Velocity“ stellt auf die

¹ In den letzten Jahren kamen zwar noch weitere „Vs“ hinzu, doch werden diese noch nicht auf breiter Front anerkannt, da sie schwierig zu quantifizieren sind, z. B. „Veracity“ (Zuverlässigkeit oder Wahrhaftigkeit der Daten) und „Value“ (der mögliche soziale oder ökonomische Mehrwert von Big Data).

hohe Geschwindigkeit ab, mit der Daten erzeugt und verarbeitet werden. „Variety“ schließlich verweist auf die große Vielfalt und Komplexität der Datentypen und -quellen.² Der Einsatz von Big Data ist interessant, weil die Daten mit hoher Frequenz verfügbar sind. Sie sind aber oft relativ unstrukturiert und liegen – wie der Name schon sagt – in großer Menge vor. Dies stellt wiederum die herkömmlichen ökonomischen Modelle vor Herausforderungen. Einige davon lassen sich mithilfe von Algorithmen für maschinelles Lernen (Machine Learning) bewältigen. Solche Algorithmen haben den zusätzlichen Vorteil, dass sich damit potenziell auch komplexe nichtlineare Zusammenhänge erfassen lassen. Wenngleich es keine einheitliche Definition des Begriffs „maschinelles Lernen“ gibt, ist der Grundgedanke doch stets, dass Computer (also Maschinen) aus vorhandenen Daten lernen, allgemeine Muster – die sich häufig durch nichtlineare Zusammenhänge auszeichnen – erkennen und schließlich anhand von Algorithmen, die diese Muster abbilden, Vorhersagen treffen können. Maschinelles Lernen ist somit eine Unterdisziplin der künstlichen Intelligenz, und die meisten Methoden für maschinelles Lernen basieren zu großen Teilen auf Konzepten der Statistik und der Theorie des statistischen Lernens.³

Im vorliegenden Aufsatz wird dargelegt, wie politische Institutionen (internationale Organisationen und Zentralbanken) Big-Data- und/oder Machine-Learning-Methoden für die Konjunkturanalyse einsetzen. Konkret werden diese neuen Datenquellen und Instrumente dazu verwendet, die Gegenwartsprognose (Nowcasting) und die kurzfristigen Prognosen des realen BIP zu verbessern. Außerdem lassen sich mit ihrer Hilfe nützliche Erkenntnisse für die Analyse der Konjunkturentwicklung und die Formulierung von Narrativen gewinnen. Dies soll mithilfe einiger Beispiele verdeutlicht werden.

Der vorliegende Aufsatz ist wie folgt gegliedert: In Abschnitt 2 werden die wichtigsten Quellen für Big Data vorgestellt, auf die Zentralbanken und andere politische Institutionen seit einigen Jahren für die Konjunkturanalyse zurückgreifen. Dazu wird ein Überblick über die vorhandene Literatur gegeben. Zudem wird anhand von zwei Beispielen veranschaulicht, wie die Konjunktur- und die Arbeitsmarktentwicklung während der Pandemie mithilfe von Big Data überwacht wurden. Abschnitt 3 erörtert die Hauptvorteile von Machine-Learning-Methoden im Umgang mit Big Data und im Rahmen der Konjunkturanalyse. Hier wird – ebenfalls anhand von zwei Beispielen – beschrieben, wie mittels Zeitungsartikeln Indikatoren für die Stimmungslage in der Wirtschaft und die wirtschaftspolitische Unsicherheit erstellt werden. In Abschnitt 4 werden die wesentlichen Ergebnisse zusammengefasst und die Chancen und Herausforderungen diskutiert, denen sich Zentralbanken beim Einsatz von Methoden des maschinellen Lernens und Big Data gegenübersehen.

² Siehe C. Hammer, D. C. Kostroch und G. Quirós-Romero, [Big Data: Potential, Challenges and Statistical Implications](#), Staff Discussion Notes, Bd. 2017, Ausgabe 006, Internationaler Währungsfonds, 2017.

³ Künstliche Intelligenz lässt sich definieren als Teilbereich der Informatik, der sich mit der Entwicklung von Maschinen beschäftigt, die kognitive Fähigkeiten des Menschen, beispielsweise die Fähigkeit zu lernen und Probleme zu lösen, imitieren.

2 Wie lässt sich die aktuelle Wirtschaftslage anhand von Big Data beurteilen?

Bei ihren Wirtschaftsanalysen greifen politische Institutionen seit Kurzem auf Big Data in strukturierter und unstrukturierter Form zurück. Strukturiert sind diese Daten, wenn sie beispielsweise in großen Finanzdatensätzen gesammelt werden und den Bilanzen einzelner Unternehmen zugeordnet werden können. Unstrukturierte Daten reichen von umfassenden, nahezu in Echtzeit verfügbaren Daten aus dem Internet (z. B. Internetsuchanfragen, Daten aus sozialen Netzwerken wie Twitter oder Facebook, Zeitungsartikel) bis hin zu großvolumigen Daten aus nichtamtlichen Quellen (z. B. von Handelsplattformen, aus Zahlungssystemen oder GPS-basierten Technologien).

Strukturierte Daten, die beispielweise aus Finanz- und Zahlungstransaktionen stammen, können wichtige Echtzeitinformationen für die Beurteilung des gesamtwirtschaftlichen Konsums und der Wirtschaftsentwicklung liefern. Da beim Kauf von Waren und Dienstleistungen immer häufiger Kredit- und Debitkarten zum Einsatz kommen, lassen sich aus den zugrunde liegenden Finanztransaktionsdaten nützliche Informationen über das Konsumverhalten und die Wirtschaftsentwicklung ableiten. Zudem sind Zahlungsdaten sofort verfügbar und unterliegen kaum Korrekturen, da es sich dabei um Aufzeichnungen finanzieller Transaktionen handelt. Zentralbanken waren bereits vor der Pandemie zu der Überzeugung gelangt, dass diese Daten eine wertvolle Informationsquelle darstellen. Analysen auf der Grundlage von Daten unter anderem für die Niederlande, Norwegen, Portugal und Spanien belegen, dass aus Massenzahlungssystemen gewonnene Daten (also Daten zu Kredit- und Debitkartenzahlungen an der Verkaufsstelle und Abhebungen an Geldautomaten) bereits in der letzten konjunkturellen Expansionsphase erfolgreich dazu beigetragen haben, die Einzelhandelsumsätze, die privaten Konsumausgaben (insbesondere für Verbrauchsgüter) und sogar das reale BIP zu prognostizieren.⁴ Für Italien wurde gemeldet, dass sich die Prognosegenauigkeit verbesserte, nachdem im Rahmen der Nowcasting-Modelle für das BIP auch Informationen zu hoch aggregierten, aber großvolumigen Zahlungen (z. B. aus TARGET2) herangezogen wurden.⁵

Was unstrukturierte Daten angeht, so hat die Verwendung von Textdaten aus Zeitungen zum Zwecke der Untersuchung und Vorhersage des Konjunkturzyklus in den letzten Jahren deutlich zugenommen. Für die Konjunkturanalyse werden Textdaten aus Zeitungsartikeln und sozialen Medien herangezogen, um Näherungsgrößen für unbeobachtbare Variablen wie die Stimmungslage oder die Unsicherheit zu konzipieren, die mit gesamtwirtschaftlichen

⁴ Einzelheiten zu den Niederlanden finden sich in: R. Verbaan, W. Bolt und C. van der Crujisen, [Using debit card payments data for nowcasting Dutch household consumption](#), DNB Working Papers, Nr. 571, 2017. Zu Spanien siehe C. Conesa, L. Gambacorta, S. Gorjon und M. J. Lombardi, [The use of payment systems data as early indicators of economic activity](#), Applied Economics Letters, Bd. 22, Ausgabe 8, 2015, S. 646-650. Der Fall Portugals wird beschrieben in: P. Esteves, [Are ATM/POS data relevant when nowcasting private consumption?](#), Working Paper der Banco de Portugal, Nr. 25/2009, 2009. Zu Norwegen siehe K. A. Aastveit, T. M. Fastbø, E. Granziera, K. S. Paulsen und K. N. Torstensen, [Nowcasting Norwegian household consumption with debit card transaction data](#), Working Paper der Norges Bank, Nr.17/2020, 2020.

⁵ Zu Italien siehe V. Aprigliano, G. Ardizzi und L. Monteforte, [Using Payment System Data to Forecast Economic Activity](#), International Journal of Central Banking, Bd. 15, Nr. 4, 2019, S. 55-80.

Schwankungen in Zusammenhang stehen dürften. Diese Näherungsgrößen lassen sich – im Gegensatz zu umfragebasierten Messgrößen, die teuer sind – relativ kostengünstig und auch zeitnah (z. B. täglich) über automatisierte Methoden zur Verarbeitung natürlicher Sprache erstellen. So können beispielsweise nachrichtenbasierte Stimmungsindikatoren als Frühwarnindikatoren für Finanzkrisen dienen.⁶ In Italien und Spanien haben sich Indizes für die Stimmungslage und die wirtschaftspolitische Unsicherheit, die auf Zeitungsmeldungen basieren, als hilfreich für die Echtzeitüberwachung der Konjunktur und das Nowcasting des BIP erwiesen.⁷ Gleichermäßen gelangte man in Belgien zu der Auffassung, dass die anhand von Wirtschaftsnachrichten ermittelte tagesdurchschnittliche Stimmungslage für das Nowcasting des umfragebasierten Verbrauchervertrauens von Nutzen ist.⁸ Bei der EZB werden für die vier größten Euro-Länder und für das Euro-Währungsgebiet als Ganzes tägliche Stimmungsindikatoren geschätzt, die auf Zeitungsartikeln basieren. Diese Indikatoren weisen eine hohe Korrelation mit umfragebasierten Stimmungsindikatoren und dem realen BIP auf. Außerdem sind sie wertvoll für das Nowcasting des BIP, und zwar vor allem zu Quartalsbeginn, wenn andere, traditionellere Indikatoren (z. B. Umfragen), die sich auf das laufende Quartal beziehen, noch nicht vorliegen (siehe Kasten 3 in Abschnitt 3). Überdies werden für die genannten Länder Indizes der wirtschaftspolitischen Unsicherheit geschätzt. Mithilfe der herangezogenen Methoden des maschinellen Lernens ist es möglich, die Unsicherheit in Teilkomponenten zu zerlegen, die Hinweise auf die wichtigsten Ursachen geben (siehe Kasten 4 in Abschnitt 3).

Analog dazu spielen auch Internetsuchanfragen mittlerweile eine Rolle in den Modellen für kurzfristige Prognosen. Verschiedene Studien des Eurosystems zeigen, dass Internetsuchanfragen Aufschluss über künftige Konsumententscheidungen geben können. Kürzlich wurden im Rahmen einer Untersuchung beispielsweise Daten von Google-Suchanfragen zum einen mit den Pkw-Verkäufen im Euroraum verknüpft und zum anderen zur Verbesserung des deutschen BIP-Nowcasting-Modells eingesetzt. Zudem wurden synthetische Indikatoren, die auf Google-Abfragen basieren, für die Prognose des privaten Konsums in Spanien herangezogen. Was das Euroraum-Aggregat betrifft, so liefern Google-Daten wertvolle Informationen für das BIP-Nowcasting, wenn makroökonomische Daten fehlen – dies ist in den ersten vier Wochen eines jeden Quartals der Fall –; sobald

⁶ Siehe C. Huang, S. Simpson, D. Ulybina und A. Roitman, [News-based Sentiment Indicators](#), Working Paper des IWF, Bd. 2019, Ausgabe 273, 2019.

⁷ Zu Italien siehe V. Aprigliano, S. Emiliozzi, G. Guaitoli, A. Luciani, J. Marcucci und L. Monteforte, [The power of text-based indicators in forecasting the Italian economic activity](#), Working Paper der Banca d'Italia, Nr. 1321, 2021. Zu Spanien siehe P. Aguilar, C. Ghirelli, M. Pacce und A. Urtasun, [Can news help measure economic sentiment? An application in COVID-19 times](#), Economics Letters, Bd. 199, 2021; C. Ghirelli, J. J. Pérez und A. Urtasun, [A new economic policy uncertainty index for Spain](#), Economics Letters, Bd. 182, 2019, S. 64-67.

⁸ Siehe A. Algaba, S. Borms, K. Boudt und B. Verbeken, [Daily news sentiment and monthly surveys: A mixed-frequency dynamic factor model for nowcasting consumer confidence](#), Working Paper Research der Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, Nr. 396, 2021.

die offiziellen Angaben zum laufenden Quartal aber vorliegen, nimmt die relative Nowcasting-Aussagekraft der Google-Daten ab.⁹

Internetbasierte Daten können auch bei der Beurteilung der Frage helfen, wie angespannt die Lage am Arbeits- und am Wohnimmobilienmarkt ist. Analysen zum Arbeitsmarkt in den Vereinigten Staaten haben ergeben, dass die Arbeitslosigkeitsprognosen, insbesondere die mittelfristigen Prognosen (die drei bis zwölf Monate in die Zukunft reichen), durch die Einbeziehung von Indikatoren, die auf Stellensuchanfragen über Google basieren, genauer werden.¹⁰ Im Eurogebiet wurde für Irland kürzlich eine Messgröße für die Anspannung am Arbeitsmarkt erstellt, die darauf beruht, wie oft im Internet Stellenangebote angeklickt werden.¹¹ Was den Wohnimmobilienmarkt betrifft, kamen Untersuchungen aus Italien zu dem Schluss, dass Messgrößen auf der Grundlage von Daten, die per Web-Scraping aus einem Online-Portal für Wohnimmobiliendienste gewonnen wurden, einen Vorlaufindikator für die Wohnimmobilienpreise darstellen können.¹² Während der Pandemie lieferten die Google-Suchanfragen im Zusammenhang mit den Programmen zur Arbeitsplatzsicherung und mit Entlassungen frühzeitig Erkenntnisse über die erheblichen Auswirkungen der Pandemie und der damit verbundenen politischen Maßnahmen. Überdies werden die amtlichen Statistiken des Euro-Währungsgebiets durch Online-Daten über Stellenangebote und Neueinstellungen ergänzt (siehe Kasten 1).

Kasten 1

Beobachtung der Arbeitsmarktentwicklung während der Pandemie

Vasco Botelho und Agostino Consolo

Im vorliegenden Kasten wird dargelegt, wie die Beobachtung der Arbeitsmarktentwicklung im Euro-Währungsgebiet während der Pandemie durch hochfrequente Daten zu Neueinstellungen unterstützt wurde. Infolge der Covid-19-Krise hat sich die Zahl der Neueinstellungen im Euroraum deutlich verringert. Die Lockdown- und anderen Eindämmungsmaßnahmen führten dazu, dass sich die Arbeitsnachfrage abschwächte und einige Erwerbstätige, die ihren Arbeitsplatz verloren und in

⁹ Einzelheiten zum Nowcasting des Pkw-Absatzes im Euroraum finden sich in: P. Nyman-Andersen und E. Pantelidis, [Google econometrics: nowcasting euro area car sales and big data quality requirements](#), Statistics Paper Series der EZB, Nr. 30, 2018. Zum Nowcasting der privaten Konsumausgaben in Spanien siehe M. Gil, J. J. Pérez, A. J. Sanchez Fuentes und A. Urtasun, [Nowcasting Private Consumption: Traditional Indicators, Uncertainty Measures, Credit Cards and Some Internet Data](#), Working Paper der Banco de España, Nr. 1842, 2018. Das Nowcasting des deutschen BIP wird beschrieben in: T. B. Götz und T. A. Knetsch, [Google data in bridge equation models for GDP](#), International Journal of Forecasting, Bd. 35, Ausgabe 1, Januar-März 2019, S. 45-66. Zum Nowcasting des euroraumweiten BIP siehe L. Ferrara und A. Simoni, [When Are Google Data Useful to Nowcast GDP? An Approach via Pre-Selection and Shrinkage](#), Working Paper der Banque de France, Nr. 717, 2019.

¹⁰ Siehe F. D'Amuri und J. Marcucci, [The predictive power of Google searches in forecasting US unemployment](#), International Journal of Forecasting, Bd. 33, Ausgabe 4, Oktober-Dezember 2017, S. 801-816.

¹¹ Außerdem wurde gezeigt, dass Daten über Stellenangebote im Internet granulare Informationen darüber liefern können, welche Kompetenzen von Arbeitgebern am stärksten nachgefragt werden und welche Stellen und Gehälter von den Arbeitssuchenden am häufigsten gesucht werden. Siehe P. Adrjan und R. Lydon, [Clicks and jobs: measuring labour market tightness using online data](#), Economic Letters, Bd. 2019, Nr. 6, Central Bank of Ireland, 2019.

¹² Siehe M. Loberto, A. Luciani und M. Pangallo, [The potential of big housing data: an application to the Italian real-estate market](#), Working Papers der Banca d'Italia, Nr. 1171, 2018.

die Nichterwerbsbeteiligung rutschten, entmutigt wurden, eine neue Stelle zu suchen.¹³ Zudem wurden die Anreize für Firmen, Personal einzustellen, sowohl durch die erhöhte gesamtwirtschaftliche Unsicherheit während der Covid-19-Krise als auch durch die verbreitete Inanspruchnahme von Programmen zur Arbeitsplatzsicherung weiter verringert, wenngleich auch aus unterschiedlichen Gründen. Einerseits veranlasste die erhöhte Unsicherheit die Unternehmen dazu, ihre Betriebskosten zu senken und mögliche Pläne zur Ausweitung ihrer Belegschaft aufzuschieben. Andererseits boten die Programme zur Arbeitsplatzsicherung einen Schutz vor Arbeitslosigkeit und trugen zur Erhaltung von Arbeitsplätzen bei – so wurden Anreize zur Hortung von Arbeitskräften geschaffen, und es wurde Firmen ermöglicht, im Fall eines Wiederanziehens der Wirtschaft hohe Wiedereinstellungskosten zu vermeiden.¹⁴

Die amtlichen Statistiken werden ergänzt durch Angaben zur Einstellungsquote, die von der Internet-Plattform „LinkedIn“ stammen. Sie liefern einen aktuellen, hochfrequenten Indikator für die Bruttoeinstellungen im Eurogebiet während der Pandemie.¹⁵ Die Neueinstellungen im Euroraum lassen sich nur schwer aus den offiziellen statistischen Daten herauslesen; dazu müssen die Ströme zwischen Beschäftigung und Nichtbeschäftigung analysiert werden. Mit der Nutzung offizieller Daten zur Beurteilung des Einstellungsverhaltens im Eurogebiet sind zwei wesentliche Nachteile verbunden: Erstens sind die amtlichen Statistiken nicht sehr aktuell, da sie im Allgemeinen erst rund zwei Quartale nach dem Referenzzeitraum zur Verfügung stehen. Zweitens ermöglichen diese Daten mit Blick auf die Beschäftigung lediglich eine Quantifizierung der Nettozu- oder -abflüsse, geben aber keinen Aufschluss über Wechselbewegungen von einer Arbeitsstelle zur anderen.¹⁶ Die aus den LinkedIn-Daten abgeleitete Einstellungsquote liefert ein aktuelleres, hochfrequentes Signal, aus dem sich Informationen zur Zahl der Neueinstellungen im Euroraum ableiten lassen. Die Quote beinhaltet Hochfrequenzdaten zu den Bruttoneueinstellungen und erfasst somit Wechsel sowohl aus der Nichtbeschäftigung in die Beschäftigung als auch zwischen zwei Arbeitsstellen.

Zunächst wird für jedes der vier größten Euro-Länder (Frankreich, Deutschland, Italien und Spanien – EA 4) die standardisierte LinkedIn-Einstellungsquote berechnet. Dies geschieht, indem saisonale Muster und länderspezifische künstliche Trends, die mit der Marktpformance von LinkedIn zusammenhängen, herausgefiltert werden. Die Informationen der EA-4-Länder werden als gewichteter Durchschnitt der länderspezifischen standardisierten Einstellungsquoten aggregiert.

¹³ Eine umfassende Bewertung der Auswirkungen der Pandemie auf den Arbeitsmarkt im Euroraum findet sich in: EZB, [Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 8/2020, Januar 2021.

¹⁴ Als Hortung von Arbeitskräften wird der Teil des Arbeitseinsatzes bezeichnet, der von einem Unternehmen zu einem gegebenen Zeitpunkt im Verlauf des Produktionsprozesses nicht voll ausgeschöpft wird. Sie kann potenziell dazu beitragen, dass Unternehmen Wiedereinstellungs- sowie Aus- und Weiterbildungskosten vermeiden können, wenn sich das wirtschaftliche Umfeld nach einer Rezession verbessert.

¹⁵ Eine erste Einschätzung der Pandemiefolgen für den Arbeitsmarkt im Euroraum anhand von Hochfrequenzdaten und der LinkedIn-Einstellungsquote findet sich in: EZB, [Arbeitsmarktentwicklung im Euro-Währungsgebiet auf Basis von Hochfrequenzdaten](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 5/2020, Juli 2020.

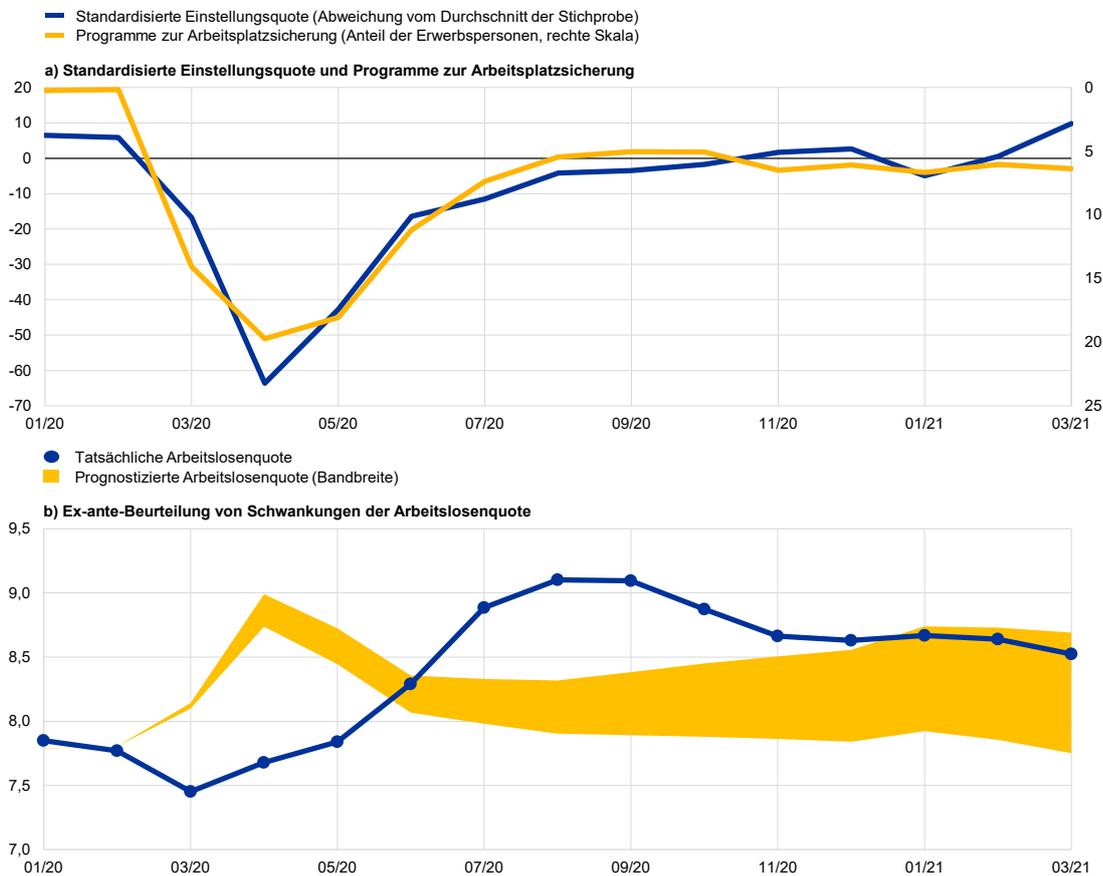
¹⁶ Aus den Daten zu Wechseln von einem Arbeitsverhältnis in ein anderes lässt sich ablesen, wie viele Beschäftigte die Stelle gewechselt haben und wie viele im selben Zeitraum in ihrem Arbeitsverhältnis verblieben sind (die überwiegende Mehrheit). Dennoch sind Wechsel zwischen zwei Beschäftigungsverhältnissen wichtig für Anpassungen am Arbeitsmarkt, da sie einen positiven Beitrag zum Wachstum der Nominallöhne leisten. Dieses Ergebnis wird für die Vereinigten Staaten festgestellt von F. Karahan, R. Michaels, B. Pugsley, A. Şahin und R. Schuh, [Do Job-to-Job Transitions Drive Wage Fluctuations over the Business Cycle?](#), *American Economic Review*, Bd. 107, Nr. 5, S. 353-357, 2017. Ähnliches gilt, wenn auch in geringerem Maße, für Frankreich und Italien; siehe hierzu C. Berson, M. De Philippis und E. Viviano, [Job-to-job flows and wage dynamics in France and Italy](#), Occasional Papers der Banca d'Italia, Nr. 563, Economic Research and International Relations Area, 2020.

Dabei dient die Beschäftigung als Gewichtung. Die EA-4-Einstellungsquote sank zu Beginn der Pandemie erheblich, erholte sich dann aber im zweiten Halbjahr 2020 (siehe Abbildung A, Grafik a). Während sie im Januar und Februar 2020 noch rund 6 % über dem Durchschnitt lag, fiel sie im April 2020, also nach Ausbruch der Covid-19-Krise, abrupt ab und lag 63 % unter dem Durchschnitt. Anschließend stieg sie wieder langsam an und überschritt im November 2020 ihr Durchschnittsniveau. Im Januar 2021, als strengere Lockdown-Maßnahmen beschlossen wurden, sank sie erneut unter den Durchschnitt, erholte sich danach jedoch wieder. Interessant ist, dass der Rückgang der Neueinstellungen während der Pandemie parallel zur Zunahme der Programme zur Arbeitsplatzsicherung verlief. Im April 2021 lag die standardisierte Einstellungsquote im EA-4-Länderaggregat 14 % über dem Durchschnitt.

Abbildung A

Beobachtung des Arbeitsmarkts im EA-4-Länderaggregat anhand von Hochfrequenzdaten

(in %)



Quellen: Eurostat, LinkedIn, deutsches Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung (IAB), ifo Institut, französisches Ministerium für Arbeit, Beschäftigung und Integration (Ministère du Travail, de l'Emploi et de l'Insertion), italienisches Institut für soziale Sicherheit (Istituto per la Sicurezza Sociale), spanisches Ministerium für Inklusion, soziale Sicherheit und Migration (Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Einstellungsquote wird berechnet als prozentualer Anteil der LinkedIn-Mitglieder, die in einem bestimmten Monat eine Stelle angetreten und im selben Monat einen neuen Arbeitgeber in ihr Profil aufgenommen haben, an der Gesamtzahl der LinkedIn-Mitglieder im betreffenden Land. Um künstliche Trends im Zusammenhang mit der Marktperformance der Plattform sowie saisonale Muster und Spitzen aufgrund bestimmter Kalenderdaten herauszurechnen, wurde die Einstellungsquote für jedes Land um die Effekte einer Reihe monatlicher Dummy-Variablen und einen linearen jährlichen Trend bereinigt. So ist es möglich, die geschätzte standardisierte Einstellungsquote als prozentuale Abweichung vom Stichprobendurchschnitt auszudrücken. Die Prognose der monatlichen Arbeitslosenquote folgt der in EZB, *Arbeitsmarktentwicklung im Euro-Währungsgebiet auf Basis von Hochfrequenzdaten*, Kasten 6, Wirtschaftsbericht 5/2020, Juli 2020 beschriebenen Methode. Der Startzeitpunkt der Prognose ist Januar 2020. Es wird die Annahme zugrunde gelegt, dass die Bandbreite der plausiblen Prognosen für die Arbeitslosenquote 2020-2021 von der Arbeitslosenquote im Dezember 2019 abhängt.

Die hochfrequenten Informationen, die die Einstellungsquote liefert, können auch zur Bewertung der während der Pandemie beobachteten Schwankungen der Arbeitslosenquote herangezogen werden. Angelehnt an die in EZB, [Arbeitsmarktentwicklung im Euro-Währungsgebiet auf Basis von Hochfrequenzdaten](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 5/2020, Juli 2020 beschriebene Methode wird eine Prognose erstellt, indem die hochfrequenten Informationen der LinkedIn-Einstellungsquote mit der Übergangsrate in Beschäftigung verknüpft werden. Der implizite Pfad der aggregierten Übergangsrate in Beschäftigung dabei dient als Näherungswert für die punktuelle gleichgewichtige (steady-state) Arbeitslosenquote. Anhand dieses Wertes werden dann die Schwankungen der Arbeitslosenquote während der Pandemie prognostiziert.¹⁷ So werden die ab März 2020 beobachteten Schwankungen der Arbeitslosenquote mit jenen verglichen, die aus den hochfrequenten Informationen der standardisierten Einstellungsquote im EA-4-Aggregat hervorgehen.

Die Prognosen für die Arbeitslosenquote, die auf den hochfrequenten Daten zur Einstellungsquote basieren, liefern ein frühes Signal für den Anstieg der Arbeitslosigkeit im EA-4-Aggregat. In Abbildung A, Grafik b wird die tatsächliche Arbeitslosenquote mit der ex-ante bedingten Prognose der Arbeitslosenquote auf der Grundlage der hochfrequenten Einstellungsquote und der Arbeitslosenquote in Dezember 2019 verglichen. Das von der Prognose der Arbeitslosenquote ausgehende frühe Signal erreichte mit 8,8 % im April 2020 seinen Höchststand. Dieser Wert ist von der Höhe her mit dem Spitzenwert der tatsächlichen Arbeitslosenquote vergleichbar, der später, im August 2020, mit 9,1 % verzeichnet wurde. Was die jüngere Vergangenheit betrifft, so lag die tatsächliche Arbeitslosenquote im EA-4-Aggregat im März 2021 bei 8,5 % und damit innerhalb der plausiblen Spanne von 7,8 % bis 8,7 %, die anhand von Hochfrequenzdaten zur Einstellungsquote prognostiziert worden war. Der frühe Spitzenwert der prognostizierten Arbeitslosenquote wurde maßgeblich durch die Kontraktion der hochfrequenten Einstellungsquote bestimmt. Diese war Ausdruck des Einstellungsstopps, der auf die weit verbreitete Nutzung von Programmen zur Arbeitsplatzsicherung folgte und es ermöglichte, dass die Abgangsraten in der Anfangsphase der Pandemie weitgehend konstant blieben. Im Gegensatz dazu sind die jüngsten Schwankungen der Arbeitslosenquote (wie auch ihre Stabilisierung) auf eine Zunahme der Abgangsrate zurückzuführen.

Die bereits vor der Pandemie gesammelte Erfahrung mit strukturierten und unstrukturierten Daten erleichterte den schnellen Einsatz von Modellen, die eine Echtzeitbeurteilung der wirtschaftlichen Lage während der Pandemie ermöglichten. Anhand dieser Daten wird – jeweils aus Angebots- und Nachfragesicht – insbesondere der Grad der Unterauslastung am Arbeitsmarkt eingeschätzt und der Rückgang der Wirtschaftsleistung gemessen. In der Phase plötzlicher wirtschaftlicher Verwerfungen trugen alternative Hochfrequenzdaten,

¹⁷ Auf ähnliche Weise werden mehrere Profile für die Prognose der Arbeitslosenquote erstellt, und zwar anhand der geschätzten Langzeitkoeffizienten für die Übergangsrate in Beschäftigung und der Annahmen, die den Abgangsraten zugrunde liegen. Für die Abgangsrate werden zwei Szenarios betrachtet: a) keine Änderung gegenüber dem vierten Quartal 2019, und b) ein monatlicher Anstieg der Abgangsrate, der in etwa halb so hoch ist wie der in einem durchschnittlichen Monat während der weltweiten Finanzkrise verzeichnete Anstieg. Dies ist eine wesentliche Einschränkung der Untersuchung. Die Abgangsraten wurden auch durch die beträchtlichen politischen Unterstützungsmaßnahmen beeinflusst. Diese kamen Unternehmen und Arbeitnehmern gleichermaßen zugute und umfassten unter anderem den breitflächigen Einsatz von Programmen zur Arbeitsplatzsicherung. Somit muss weiter untersucht werden, welche Folgen sich für die Abgangsrate und die Arbeitslosenquote ergeben, wenn die Konjunktur wieder anzieht und die politische Unterstützung zurückgefahren wird.

beispielsweise zu Stromverbrauch, Kartenzahlungen, Stellenausschreibungen, Luftqualität und Mobilität, entscheidend dazu bei, ein aktuelles Bild von den wirtschaftlichen Auswirkungen der Pandemie und der mit ihr verbundenen Eindämmungsmaßnahmen zu gewinnen, und dies bereits Wochen vor der Veröffentlichung von harten Daten und Umfrageergebnissen. Zahlungsdaten lieferten wesentliche Erkenntnisse zur Entwicklung des privaten Konsums, der eine der am stärksten von der Krise in Mitleidenschaft gezogenen Nachfragekomponenten darstellt.¹⁸ Der Verbrauch von wichtigen Produktionsmitteln wie Strom, Gas und Kraftstoffen wurde als Näherungswert für die Produktion in einigen Sektoren herangezogen. Ein frühzeitiges Verständnis der Entwicklungen im Dienstleistungssektor, mit einem besonderen Augenmerk auf kleinen Unternehmen in bestimmten Dienstleistungsbereichen wie dem Tourismus, die von der Krise am schwersten betroffen sind, spielte ebenfalls eine bedeutende Rolle. Die für diese Sektoren verfügbaren Hochfrequenzinformationen beziehen sich in erster Linie auf den Absatz (z. B. den Umsatz in Steuererklärungen oder bei Kartenzahlungen), Online-Buchungen und Google-Suchanfragen. Aus anderen Indikatoren wie dem Frachtaufkommen, Flugzahlen und der Luftqualität ergaben sich grobe Näherungswerte für die Wirtschaftsleistung.

Aus einer Reihe von Hochfrequenzindikatoren stammende Informationen lassen sich mithilfe von Konjunkturtrackern effektiv zusammenfassen. In Kasten 2 wird ein Beispiel eines wöchentlichen Konjunkturtrackers für den Euroraum dargestellt, der von der EZB konzipiert wurde. Auf ähnliche Weise haben die Gemeinsame Forschungsstelle der Europäischen Kommission und die Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen die Covid-19-Krise verfolgt, indem sie herkömmliche makroökonomische Messgrößen mit einer Vielzahl von unkonventionellen, höchst heterogenen Echtzeitindikatoren für die vier größten Volkswirtschaften des Eurogebiets kombinierten.¹⁹ Sie entwickelten eine Toolbox, die eine Reihe von Modellen umfasst, darunter lineare und nichtlineare Modelle sowie verschiedene Methoden maschinellen Lernens. Mit ihrer Hilfe soll die große Zahl von Indikatoren aus dem Datenmaterial ausgewertet werden, um ein Nowcasting des BIP zu ermöglichen. Zur Erstellung der BIP-Prognosen erfolgt zunächst eine Schätzung für den gesamten Modellsatz (d. h. für tausende Modelle). Anschließend wird eine automatische Modellselektion vorgenommen, um einen Prognosedurchschnitt zu bilden und die abschließende Prognose zu erstellen.

¹⁸ So nutzen Carvalho et al. Daten zu Kreditkartenumsätzen, um die Auswirkungen der Pandemie auf den Verbrauch in Spanien zu bestimmen. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass der Konsum stark auf die Lockdowns und deren Lockerung auf nationaler und regionaler Ebene reagiert hat. Dieser Effekt schlägt sich insbesondere im Warenkorb der Haushalte mit geringem Einkommen nieder. Siehe V. M. Carvalho, S. Hansen, Á. Ortiz, J. R. García, T. Rodrigo, S. Rodríguez Mora und J. Ruiz, [Tracking the COVID-19 Crisis with High-Resolution Transaction Data](#), Discussion Paper des CEPR, Nr. 14642, 2020.

¹⁹ Dazu zählen insbesondere Google-Suchanfragen, Besuche auf Wikipedia-Seiten, Indikatoren zur Luftqualität (die Luftverschmutzung dient hierbei als Konjunkturindikator), Mikrodaten zum Luftverkehr, nachrichtenbasierte Indikatoren zu Themen wie Wirtschaft, Arbeitslosigkeit und Inflation, nachrichtenbasierte Stimmungsinformationen, Strompreise und Konsum (witterungsbereinigt), auf Airbnb-Daten basierende Indikatoren, Mobilitätsindikatoren auf der Grundlage von Mobilfunkdaten, Mobilitätsindikatoren aus Google sowie Lkw-Maut-Daten.

Kasten 2

Wöchentlicher Konjunkturtracker für den Euroraum

Gabriel Pérez-Quirós und Lorena Saiz

Seit dem Ausbruch der Pandemie haben verschiedene Zentralbanken und internationale Institutionen experimentelle Konjunkturtracker auf Tages- und Wochenbasis entwickelt, die auf einer Kombination unterschiedlicher Hochfrequenzindikatoren beruhen.²⁰ So erstellt beispielsweise die Federal Reserve Bank of New York den Weekly Economic Index (WEI), der sieben wöchentliche Indikatoren für die US-Wirtschaft kombiniert.²¹ Ausgehend von einer ähnlichen Methodik veröffentlicht die Deutsche Bundesbank den wöchentlichen Aktivitätsindex (WAI) für die deutsche Wirtschaft, der nicht nur neun Wochenindikatoren, sondern auch die monatliche Industrieproduktion und das vierteljährliche BIP einbindet.²² Darüber hinaus hat die OECD einen wöchentlichen Konjunkturtracker für einige Länder entworfen, der auf Daten aus Google Trends basiert.²³

Diese Indikatoren erscheinen durchaus vielversprechend. Bei ihrer Erstellung ergeben sich jedoch drei zentrale technische Schwierigkeiten. Erstens senkt die kurze Zeitspanne, auf die sich Hochfrequenzdaten beziehen, deren Zuverlässigkeit bei der Herstellung ökonometrischer Zusammenhänge, die sich im Zeitverlauf als stabil erweisen, im Vergleich zu langen Zeitreihen monatlicher Konjunkturindikatoren.²⁴ Zweitens sind hochfrequente Indikatoren äußerst verrauscht, zeigen komplexe saisonale Muster und unterliegen in manchen Fällen häufigen Datenrevisionen. Unter den besonderen Umständen der Coronakrise erwiesen sich diese Indikatoren als sehr aussagekräftig (d. h. das Signal-Rausch-Verhältnis war hoch). Es ist allerdings nach wie vor fraglich, ob sie in Normalzeiten nicht lediglich die bereits verlässlichen Signale, die aus den üblichen monatlichen Indikatoren gewonnen werden, mit zusätzlichem Rauschen belasten.²⁵ Drittens gibt es kein standardisiertes Verfahren zur Auswahl von Indikatoren. Bislang werden zumeist Hochfrequenzindikatoren verwendet, die ohne Weiteres für jede Volkswirtschaft verfügbar sind. Durch das Fehlen einheitlicher Auswahlverfahren reduziert sich das Potenzial zum „Lernen aus dem Querschnitt“. Zudem wird das zuvor angesprochene Repräsentativitätsproblem verstärkt.

Der in diesem Kasten vorgestellte wöchentliche Konjunkturtracker für das Eurogebiet begegnet den zuvor geschilderten Problemen, indem er verlässliche monatliche Indikatoren mit einer langjährigen hohen Prognosegüte und aktuelle hochfrequente (nicht standardisierte) Indikatoren miteinander kombiniert. Die Indikatoren wurden dabei anhand verschiedener Kriterien ausgewählt: a) Sie sind für einen ausreichend langen Zeitraum (mindestens drei Jahre) verfügbar, b) sie weisen kein übermäßiges Rauschen auf, und c) das Gewicht des Indikators im Gesamttaggregat aller

²⁰ Mehrere Beiträge wurden beim EZB-Workshop „Tracking the economy with high-frequency data“ vorgestellt, der am 16. Oktober 2020 stattfand.

²¹ Siehe D. J. Lewis, K. Mertens, J. H. Stock und M. Trivedi, [Measuring Real Activity Using a Weekly Economic Index](#), Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Nr. 920, 2020.

²² Siehe S. Eraslan und T. Götz, [An unconventional weekly activity index for Germany](#), Technical Paper der Deutschen Bundesbank, Nr. 02/2020, 2020.

²³ Siehe N. Woloszko, [Tracking activity in real time with Google Trends](#), Working Paper des OECD Economics Department, Nr. 1634, 2020.

²⁴ Siehe auch die folgenden empfohlenen Darstellungen der Fachliteratur: M. Banbura, D. Giannone und L. Reichlin, [Nowcasting](#), in: M. P. Clements und D. F. Hendry (Hrsg.), *Oxford Handbook of Economic Forecasting*, Oxford University Press, 2011, S. 63-90; M. Camacho, G. Pérez-Quirós und P. Poncela, [Short-term Forecasting for Empirical Economists: A Survey of the Recently Proposed Algorithms](#), *Foundations and Trends in Econometrics*, Bd. 6, Nr. 2, 2013, S. 101-161.

²⁵ Siehe S. Delle Chiaie und G. Pérez-Quirós, *High frequency indicators. why? when? and how? A users' guide*, Mimeo, 2021.

Indikatoren ist statistisch signifikant und wirtschaftlich aussagekräftig (dabei handelt es sich im Fall des hier erörterten Indikators um eine Hauptkomponente).²⁶

Die Konzeption des Trackers basiert auf einer Hauptkomponentenanalyse mit unbalancierten Daten nach Stock und Watson.²⁷ Zunächst wird ein nur auf wöchentliche Datenreihen zurückgreifender Tracker mittels der Hauptkomponentenanalyse berechnet, um die fehlenden Beobachtungen zu Beginn und gegebenenfalls am Ende der Stichprobe zu ergänzen. Die wöchentlichen Datenreihen werden in monatliche Wachstumsraten umgewandelt.²⁸ Falls erforderlich werden Saisonbereinigungsverfahren eingesetzt, um saisonale Effekte auszuschalten. Dann werden die monatlichen Variablen in wöchentliche Frequenzdaten konvertiert, indem für alle Wochen des Monats das gleiche Monatsniveau unterstellt wird. Anschließend werden die monatlichen Wachstumsraten für jede Woche berechnet. Mit all diesen Daten wird die Hauptkomponentenanalyse noch einmal durchgeführt. Dabei werden alle Indikatoren einbezogen, die ursprünglich auf Wochen- und Monatsbasis zur Verfügung standen. Die erste Hauptkomponente ist der Tracker, der die Entwicklung der monatlichen Aktivität mit einer wöchentlichen Frequenz abbildet (siehe Abbildung A, Grafik a).²⁹ Die Visualisierung des Trackers anhand von Indexwerten und monatlicher Frequenz vermittelt einen Eindruck davon, wie stark die Wirtschaftsleistung während der Pandemie im Vergleich zum Vorpandemieniveau zurückgegangen ist. Vor allem spiegelt der Verlauf der Indexwerte des Trackers im Jahr 2020 die Entwicklung des BIP sehr gut wider (Abbildung A, Grafik b). Insgesamt ist der Tracker, der in Bezug auf die Indikatoren eine angemessene Balance zwischen Aktualität und Verlässlichkeit findet, aufgrund seiner recht guten Ergebnisse ein hilfreiches Werkzeug, um die konjunkturelle Entwicklung in Echtzeit zu verfolgen.

²⁶ Zu den wöchentlichen Frequenzindikatoren gehören der Stromverbrauch, der Lkw-Maut-Fahrleistungsindex, Google-Suchanfragen (zu Restaurants, Arbeitsstellen, Reisen, Hotels) sowie Finanzindikatoren (CISS, Euro STOXX, VSTOXX). Die monatlichen Frequenzindikatoren umfassen Luftfracht und Beschäftigung für die vier größten Euro-Länder, die Industrieproduktion, den Auftragseingang in der Industrie, die Kfz-Neuzulassungen und die Einzelhandelsumsätze (Volumen) im Eurogebiet, Warenausfuhren innerhalb des Euroraums und in Länder außerhalb des Eurogebiets (Wert), den Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor sowie den Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung.

²⁷ Siehe J. H. Stock und M. W. Watson, [Macroeconomic Forecasting Using Diffusion Indexes](#), Journal of Business and Economic Statistics, Bd. 20, Ausgabe 2, 2002, S. 147-162.

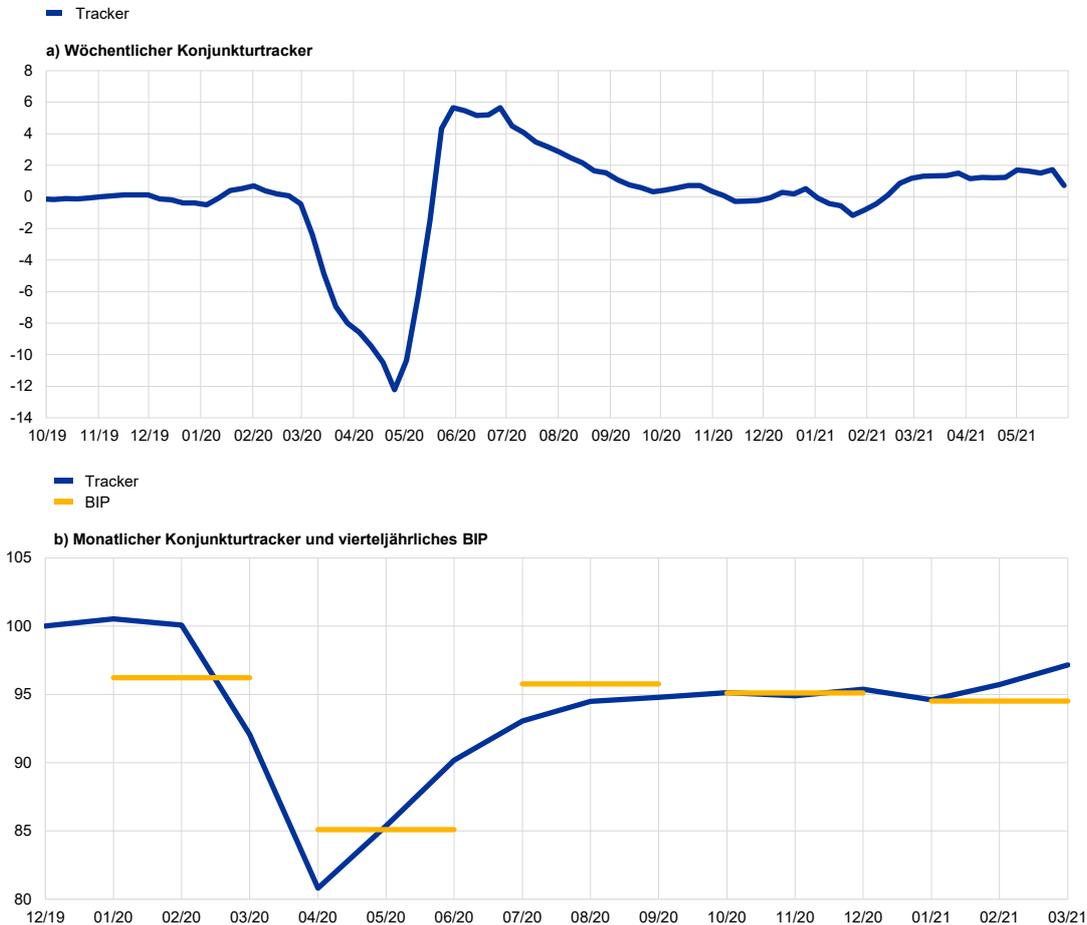
²⁸ Da einige Monate fünf Wochen und andere Monate nur vier Wochen lang sind, wird die monatliche Wachstumsrate der fünften Woche eines Monats konventionsgemäß stets mit der letzten Woche des Vormonats verglichen.

²⁹ Aufgrund seiner Konzeption beinhaltet der Tracker keine Einheiten, da die Hauptkomponentenanalyse eine Datenstandardisierung erfordert. Deshalb muss der Tracker neu skaliert werden, um ihn mit dem Mittelwert und der Varianz des realen BIP-Wachstums kompatibel zu machen. Der Skalierungsfaktor lässt sich anhand der Relation zwischen der monatlichen und der vierteljährlichen Aktivität nach Mariano und Murasawa bestimmen. Siehe R. S. Mariano und Y. Murasawa, [A new coincident index of business cycles based on monthly and quarterly series](#), Journal of Applied Econometrics, Bd. 18, Ausgabe 4, 2003, S. 427-443.

Abbildung A

Konjunkturtracker für den Euroraum

(Grafik a: Veränderung gegen Vormonat in %; Grafik b: Indexwerte, 100 = Dezember 2019 bzw. Q4 2019)



Quellen: EZB-Berechnungen und Eurostat.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf die Woche des 29. Mai 2021 (Tracker) und auf das erste Quartal 2021 (BIP).

3 Warum sind Algorithmen für maschinelles Lernen bei der Auswertung von Big Data nützlich?

- **Durch die Nutzung von Big Data lassen sich die Prognosen des BIP und anderer makroökonomischer Aggregate verbessern, doch erst durch den Einsatz von Algorithmen für maschinelles Lernen kann das volle Potenzial dieser Daten ausgeschöpft werden.** Die Ausführungen in Abschnitt 2 zeigen, dass die Verbesserung der Prognosegüte häufig in speziellen Situationen zum Tragen kommt, beispielsweise wenn herkömmliche monatliche Indikatoren für das Referenzquartal noch nicht vorliegen. Der vorliegende Abschnitt konzentriert sich auf den Modellierungsrahmen. Dabei wird die Ansicht vertreten, dass Machine-Learning-Methoden dazu beitragen, den vollen Nutzen aus der Verwendung von Big Data zu ziehen. Techniken des maschinellen Lernens dienen in erster Linie dazu, Muster in Daten zu erkennen oder eine Zielvariable vorherzusagen. Algorithmen für maschinelles Lernen bewerten und

validieren Prognosemodelle in Teildatensätzen (Trainingsdatensatz). Letztendlich besteht das Ziel jedoch darin, die beste Prognosegüte auch mit einem anderen Teildatensatz zu erzielen (Testdatensatz). Es gibt keine eindeutige Trennung zwischen maschinellem Lernen und klassischen Methoden, da einige herkömmliche Ansätze (z. B. lineare Regression, Hauptkomponentenanalyse) auch in der Literatur zum maschinellen Lernen durchaus verbreitet sind. Dennoch hat diese Fachliteratur eine Reihe neuer und ausdifferenzierter Modelle hervorgebracht, die das Instrumentarium der angewandten Wirtschaftswissenschaften stark bereichern dürften. Darüber hinaus ist wohl festzuhalten, dass bislang vor allem die Vorhersage im Mittelpunkt des maschinellen Lernens stand, wohingegen traditionellere ökonometrische und statistische Analyseverfahren auch darauf abzielen, kausale Zusammenhänge zwischen wirtschaftlichen Variablen zu erkennen.³⁰ An dieser Stelle zeigt sich allerdings eine rapide Veränderung, weil sich Forschende auf dem Gebiet des maschinellen Lernens zunehmend auch mit der Problematik der Inferenz und der Kausalität befassen, obwohl diese höchst innovative Forschung im politischen Kontext noch kaum Anwendung findet.³¹ Im vorliegenden Abschnitt soll erörtert werden, wie herkömmliche ökonometrische Methoden sinnvoll durch maschinelles Lernen ergänzt werden können, insbesondere um die Möglichkeiten zur Konjunkturanalyse besser zu nutzen, die sich durch Big Data eröffnen. Zudem wird auf einige Beiträge zur Prognose/zum Nowcasting des BIP eingegangen (siehe Kasten 3) und anhand von Beispielen aufgezeigt, wie Algorithmen aus dem Bereich des maschinellen Lernens interessante Einsichten für die Politik liefern können, beispielsweise im Hinblick auf die Ursachen für wirtschaftspolitische Unsicherheit (siehe Kasten 4).

- **Das Volumen der neu verfügbaren Datenbestände stellt für sich genommen oft bereits ein Hindernis für die Nutzung herkömmlicher ökonometrischer Methoden dar.** Zwar wurden Verfahren zur Reduzierung der Datendimensionalität eingeführt, die u. a. auf klassischen Methoden wie Faktormodellen und der Hauptkomponentenanalyse beruhen, doch wird zunehmend auch auf neuere Varianten des maschinellen Lernens zurückgegriffen. Eine Beschreibung einzelner Methoden ist im Rahmen dieses Aufsatzes nicht möglich. Es ist allerdings festzuhalten, dass Machine-Learning-Verfahren verschiedene wünschenswerte Besonderheiten aufweisen, mit denen sich die Daten zusammenfassen lassen und die somit eine zielgerichtete Reduzierung hochdimensionaler Daten auf einige überschaubare Indikatoren ermöglichen.

³⁰ Ein guter Überblick über Konzepte und Anwendungen des maschinellen Lernens im Rahmen des Zentralbankwesens und der politischen Analyse findet sich in C. Chakraborty und A. Joseph, [Machine learning at central banks](#), Staff Working Paper der Bank of England, Nr. 674, 2017.

³¹ Siehe beispielsweise M. H. Farrell, T. Liang und S. Misra, [Deep Neural Networks for Estimation and Inference](#), *Econometrica*, Bd. 89, Nr. 1, 2021; V. Semenova, M. Goldman, V. Chernozhukov und M. Taddy, [Estimation and Inference on Heterogeneous Treatment Effects in High-Dimensional Dynamic Panels](#), [arXiv.org](#), 2021.

- Ein erster wesentlicher Vorteil von Methoden des maschinellen Lernens liegt darin, dass mit ihnen relevante Informationen aus umfangreichen unstrukturierten Datenbeständen extrahiert und ausgewählt werden können.** Im Umgang mit Big Data stellt sich aufgrund der großen Menge zumeist irrelevanter Informationen das Problem der Datenauswahl. Durch das Vorhandensein umfangreicher unstrukturierter Datenbestände wird dies noch weiter erschwert.³² In einigen einfachen Fällen können die Variablen manuell ausgewählt werden; dies ist in der Regel dann möglich, wenn sehr spezifische Größen prognostiziert werden sollen. So konzentrieren sich Choi und Varian in ihrer richtungsweisenden Arbeit mit Google Trends beispielsweise auf Kfz-Verkäufe, Anträge auf Arbeitslosenunterstützung, Reisezielplanungen und das Verbrauchervertrauen.³³ Sobald makroökonomische Aggregate ins Spiel kommen, wird die Auswahl der maßgeblichen Variablen schnell heikel. Machine-Learning-Methoden bieten hier sehr hilfreiche Werkzeuge, um die aussagekräftigsten Variablen auszuwählen und ihr Informationspotenzial auszuschöpfen. Auch einige Techniken, die aus der Literatur zur Modellkombination abgeleitet wurden, haben sich im Hinblick auf die Erhöhung der Prognosegenauigkeit als beliebt und erfolgreich erwiesen. Dabei wird eine große Anzahl ökonometrischer Modelle zunächst geschätzt. Anschließend wird ihre Prognosegüte beurteilt. Die abschließende Prognose ergibt sich aus der Bildung des Prognosedurchschnitts der besten Modelle. Somit werden diejenigen Modelle und erklärenden Variablen ausgewählt, die nützliche Informationen liefern. Gleichmaßen führen sogenannte Ensemble-Methoden wie Random Forests und Bagging verschiedene „Sichtweisen“ der Daten zusammen, die sich aus konkurrierenden Modellen ergeben. Auf diese Weise verleihen sie den Vorhersagen zusätzliche Flexibilität und Robustheit.
- Der zweite wichtige Vorteil von Machine-Learning-Methoden ist die mit ihnen verbundene Möglichkeit, recht allgemeine Formen von Nichtlinearitäten zu erfassen.** Dies ist völlig unabhängig vom betreffenden Datenvolumen generell ein Vorteil von Machine-Learning-Ansätzen; allerdings ergibt sich bei Big Data von Natur aus eine besondere Tendenz zu Nichtlinearitäten. Diese inhärenten Nichtlinearitäten lassen sich beispielsweise anhand von Daten aus sozialen Netzwerken veranschaulichen. In diesen Fällen kann ein bestimmtes Thema Kaskaden- oder Schneeballeffekte innerhalb des Netzwerks auslösen, die sich nicht in lineare Regressionsmodelle überführen lassen. Weitere Beispiele umfassen Google Trends und Google-Suchkategorien, die mithilfe von Algorithmen für maschinelles Lernen zusammengestellt werden. Diese wiederum bestimmen die Kategorie, in die eine Internetsuche fällt.³⁴ Auch Textdaten werden zusammengetragen, indem in hohem Maße nichtlineare Algorithmen für maschinelles Lernen etwa auf Nachrichtenelemente angewandt werden. Generell sind Nichtlinearitäten und

³² Siehe D. Giannone, M. Lenza und G. Primiceri, *Economic Predictions with Big Data: The Illusion of Sparsity*, *Econometrica*, im Erscheinen.

³³ H. Choi und H. Varian, *Predicting the Present with Google Trends*, *Economic Record*, Bd. 88, Ausgabe s1, The Economic Society of Australia, Juni 2012, S. 2-9.

³⁴ Diese Angaben sind lediglich als „unfertige“ Datenreihen verfügbar; konkret werden sie zunächst anhand von Google-Kriterien trendbereinigt und im Anschluss redimensioniert, sodass sie immer Werte zwischen 0 und 100 aufweisen.

Wechselwirkungen zwischen Variablen in der Makroökonomie durchaus verbreitet, was auf bestehende finanzielle Friktionen und Unsicherheiten zurückzuführen ist. Verschiedene Untersuchungen (z. B. Coulombe et al.) kamen zu dem Ergebnis, dass Machine-Learning-Methoden einen nützlichen Beitrag zu makroökonomischen Vorhersagen leisten können, da sich mit ihnen Nichtlinearitäten besser erfassen lassen. Diese Methoden können beispielsweise nichtlineare Zusammenhänge unter anderem zwischen Finanzierungsbedingungen und der Konjunktur erfassen und somit die Wirtschaftsentwicklung und insbesondere Rezessionen genauer vorhersagen (siehe Kasten 3). Darüber hinaus können Machine-Learning-Ansätze herkömmliche Methoden (z. B. Kreditscoring- und logistische Regressionsmodelle) bei der Prognose von Zahlungsausfällen auf Verbraucher- und Unternehmensebene übertreffen, da sie nichtlineare Zusammenhänge zwischen dem Zahlungsausfall und den individuellen Merkmalen der Person einbeziehen.³⁵

- **Vor allem die Corona-Pandemie ist ein Ausgangspunkt nichtlinearer Zusammenhänge.** Im Verlauf der Pandemie wurden für viele makroökonomische Größen extreme Werte verzeichnet, die weit außerhalb der Bandbreite vergangener Messungen lagen. Mit ökonometrischen Methoden wie der linearen Zeitreihenanalyse wird versucht, durchschnittliche Verlaufsmuster in historischen Daten zu entdecken. Weichen die aktuellen Daten stark ab, so kann die lineare Extrapolation aus historischen Verlaufsmustern zu verzerrten Ergebnissen führen. Die Zentralbanken, die Europäische Kommission und andere Institutionen haben ihre Nowcasting-Modelle angepasst, um nicht standardgemäße Daten sowie Nichtlinearitäten zu erfassen.³⁶
- **Techniken maschinellen Lernens stellen schließlich das Hauptwerkzeug dar, mit dem sich ein breites Spektrum von Phänomenen messen lässt, die ansonsten nicht quantifizierbar wären.** Das hervorstechendste Beispiel der letzten Jahre ist die drastische Zunahme der Textdatenanalyse. Heutzutage werden umfangreiche Textkorpora ausgewertet und in Zahlen umgewandelt, die sich für Prognosen verwenden lassen. So ergänzen zum Beispiel viele aktuelle, jedoch verrauschte textbasierte Vertrauensindikatoren derzeit die herkömmlichen Umfragen, die mit einer erheblichen zeitlichen Verzögerung zur Verfügung stehen und deren Teilnehmerinnen und Teilnehmer nicht zwangsläufig „verhaltensgemäß abstimmen“, sowie marktbasierter Indikatoren,

³⁵ Siehe P. G. Coulombe, M. Leroux, D. Stefanovic und S. Surprenant, [How is Machine Learning Useful for Macroeconomic Forecasting?](#), [arXiv.org](#), 2020. Zu Rezessionswahrscheinlichkeiten siehe S. D. Vrontos, J. Galakis und I. D. Vrontos, [Modelling and predicting U.S. recessions using machine learning techniques](#), *International Journal of Forecasting*, Bd. 37, Ausgabe 2, 2021, S. 647-671. Im Hinblick auf das Random-Forest-Verfahren zur Erfassung nichtlinearer Beziehungen zwischen Finanzierungsbedingungen und konjunktureller Entwicklung siehe M. T. Kiley, [Financial Conditions and Economic Activity: Insights from Machine Learning](#), Finance and Economics Discussion Series, 2020-095, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2020. Zur Vorhersage von Verbraucherausfällen siehe S. Albanesi und D. F. Vamossy, [Predicting Consumer Default: A Deep Learning Approach](#), Working Paper Series des NBER, Nr. w26165, 2019. Zu Unternehmensausfällen siehe T. Pike, H. Sapriza und T. Zimmermann, [Bottom-up leading macroeconomic indicators: An application to non-financial corporate defaults using machine learning](#), Finance and Economics Discussion Series, 2019-070, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2019.

³⁶ Siehe beispielsweise F. Huber, G. Koop, L. Onorante, M. Pfarrhofer und J. Schreiner, [Nowcasting in a pandemic using non-parametric mixed frequency VARs](#), *Journal of Econometrics*, im Druck, 2020.

bei denen sich Erwartungen und andere Faktoren wie die Risikoaversion in den Daten niederschlagen. Auf frühere Arbeiten, die sich auf Wortzählungen stützten, folgten differenziertere Ansätze.³⁷ Auf unüberwachtem Lernen basierende Techniken der zweiten Generation werden auch in öffentlichen Institutionen und insbesondere in Zentralbanken verwendet, um die Wirkung ihrer Kommunikation zu beurteilen. Nach Baker et al. werden nun auch Konzepte wie die wirtschaftspolitische Unsicherheit, die sich zuvor nur schwer quantifizieren ließen, auf der Grundlage ihrer wirtschaftlichen Folgen bewertet und in Prognosen einbezogen.³⁸ Beispiele hierfür finden sich in Kasten 3 und Kasten 4.

Kasten 3

Nowcasting des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet anhand der auf Zeitungsartikeln basierenden Stimmung

Julian Ashwin, Eleni Kalamara und Lorena Saiz

Im vorliegenden Kasten werden Indikatoren der wirtschaftlichen Stimmungslage im Euroraum dargestellt. Ermittelt wurden diese anhand von Zeitungsartikeln, die in den vier größten Euro-Ländern in den jeweils wichtigsten Landessprachen erschienen sind.³⁹ ⁴⁰ Aus diesen täglich verfügbaren Indikatoren ergeben sich aktuelle Konjunktursignale, die mit den aus herkömmlichen Stimmungsindikatoren wie dem Einkaufsmanagerindex (EMI) abgeleiteten Signalen vergleichbar sind. Damit lassen sich zudem Nowcasts des realen BIP-Wachstums im Eurogebiet deutlich verbessern.

Zur Erstellung textbasierter Stimmungsindikatoren finden sich in der Literatur in der Regel zwei Ansätze. Dem bekanntesten zufolge werden einfache Wortzählungen auf der Grundlage vordefinierter Korpora (Wörterbücher oder Lexika) herangezogen. Allerdings wurden die meisten dieser Wörterbücher für die englische Sprache entwickelt. Für das Euro-Währungsgebiet müssen aufgrund der dortigen Vielsprachigkeit entweder neue Wörterbücher für weitere Sprachen erstellt oder Texte ins Englische übersetzt werden. Alternativ können mithilfe berechnungsintensiverer modellbasierter Methoden wie dem Semantischen Clustering oder Topic-Modelling-Verfahren Themenbereiche (sogenannte Topics) extrahiert werden, anhand derer sich die Stimmung und die ihr zugrunde liegenden Faktoren näherungsweise bestimmen lassen. In diesem Kasten basieren die Stimmungskennzahlen auf Wortzählungen. Hierzu wurden ins Englische übersetzte Presseartikel verwendet. Die Grundlage bildeten dabei verschiedene bekannte englische

³⁷ Siehe Q. Le und T. Mikolov, [Distributed Representations of Sentences and Documents](#), Proceedings of the 31st International Conference on Machine Learning, Bd. 32, 2014, S. 1188-1196.

³⁸ Siehe S. R. Baker, N. Bloom und S. J. Davis, [Measuring Economic Policy Uncertainty](#), The Quarterly Journal of Economics, Bd. 131, Ausgabe 4, 2016, S. 1593-1636.

³⁹ Im vorliegenden Kasten werden die wichtigsten Ergebnisse der von Ashwin, Kalamara und Saiz durchgeführten Studie zusammengefasst:
J. Ashwin, E. Kalamara und L. Saiz, *Nowcasting Euro Area GDP with News Sentiment: A Tale of Two Crises*, Manuskript, 2021.

⁴⁰ Es handelt sich um Artikel, die in 15 wichtigen Printmedien in Frankreich, Deutschland, Italien und Spanien veröffentlicht wurden. Sie wurden der Datenbank Dow Jones Factiva DNA entnommen und stammen aus der Zeit vom 1. Januar 1998 bis zum 31. Dezember 2020.

Wörterbücher.⁴¹ Aus Platzgründen wird an dieser Stelle nur auf diejenigen Stimmungsindikatoren Bezug genommen, die mithilfe des Wörterbuchs der Finanzstabilität und des allgemeinen Wörterbuchs VADER ermittelt wurden.⁴²

Unabhängig davon, welches Wörterbuch herangezogen wurde, und trotz eines gewissen statistischen Rauschens korrelieren die aus Zeitungsartikeln gewonnenen Stimmungsindikatoren für die Zeit von 2000 bis 2019 stark mit dem zusammengesetzten EMI (siehe Abbildung A, Grafik a). Diese Messgrößen bilden also tatsächlich die Stimmungslage ab. Sollen jedoch Wendepunkte erkannt werden, so kommt es auf die Wahl des Wörterbuchs an. Der erste Stimmungsindikator bildet die Große Rezession sehr gut ab, was aufgrund der finanziellen Natur der Krise nicht überrascht. Die Covid-19-Krise hingegen lässt sich mit dieser Messgröße nicht erfassen (siehe Abbildung A, Grafik b), obschon ihr Verlauf mit dem Verhalten der Finanzmärkte und der Entwicklung der Finanzierungsbedingungen übereinstimmt, die vor dem Hintergrund einer sehr starken politischen Reaktion günstig geblieben sind. Im Gegensatz dazu erweist sich das allgemeine Wörterbuch im Zeitverlauf als konsistenter und robuster. Um herauszufinden, welches Textwörterbuch für die jeweilige Aufgabe am besten geeignet ist, scheint demnach die Art des wirtschaftlichen Schocks von großer Bedeutung zu sein.

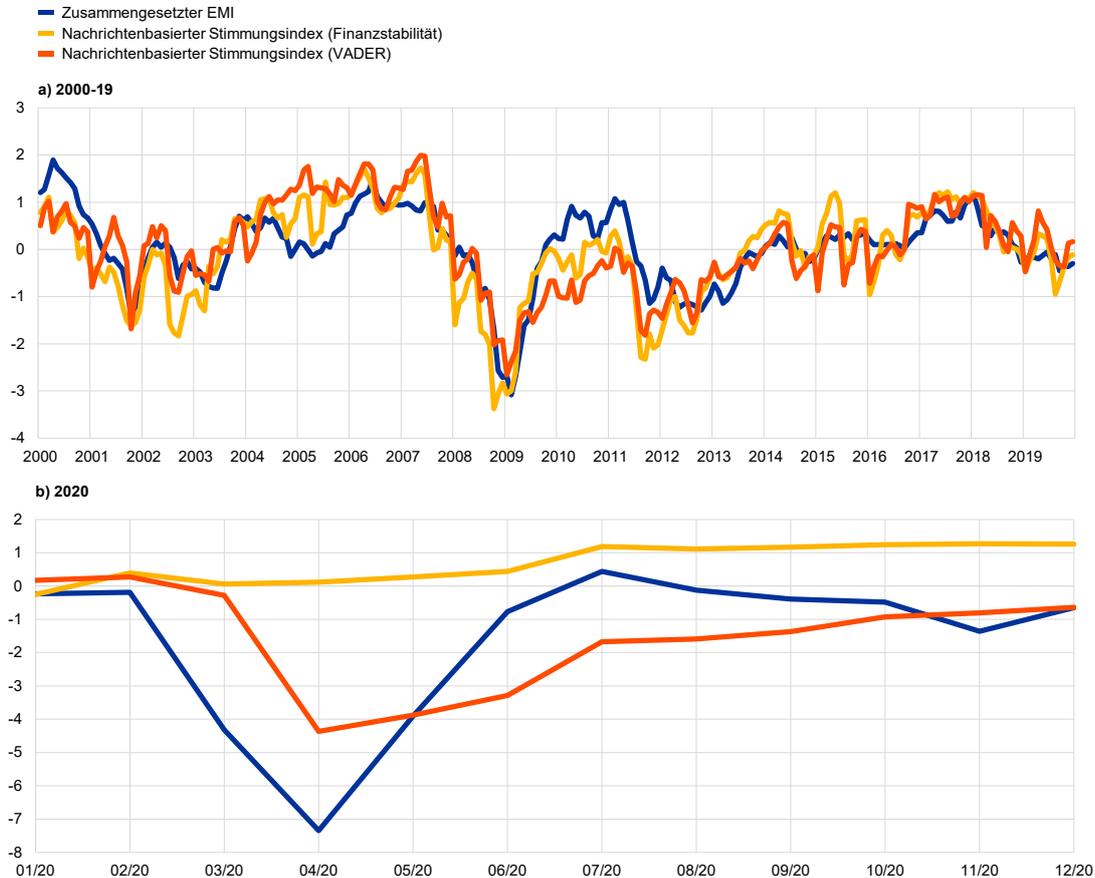
⁴¹ Die Presseartikel werden mittels Google Translate API ins Englische übertragen. Es wurden Robustheitsprüfungen vorgenommen. Im Rahmen dieser Prüfungen wurde diese Methode mit dem Einsatz von Wörterbüchern in der jeweiligen Landessprache oder sogar mit der Übersetzung von Wörterbüchern ins Englische verglichen. Insgesamt lassen sich mit der Übersetzung von Presseartikeln ins Englische die robustesten und verlässlichsten Ergebnisse erzielen.

⁴² Quelle für das Wörterbuch der Finanzstabilität ist: R. Correa, K. Garud, J.-M. Londono-Yarce und N. Mislang, [Constructing a Dictionary for Financial Stability](#), IFDP Notes, Board of Governors of the Federal System, Juni 2017. Quelle für das Wörterbuch VADER (Valence Aware Dictionary and sEntiment Reasoner) ist: C. J. Hutto und E. Gilbert, [VADER: A Parsimonious Rule-based Model for Sentiment Analysis of Social Media Text](#), Eighth International AAAI Conference on Weblogs and Social Media (8th ICWSM 2014), Ann Arbor, Michigan, USA, Juni 2014.

Abbildung A

EMI und nachrichtenbasierte Indizes für die Stimmung im Euroraum

(standardisierte Einheiten)



Quellen: EZB-Berechnungen, Factiva, IHS Markit und Eurostat.

Anmerkung: Der nachrichtenbasierte Stimmungsindeks basiert auf Zeitungsartikeln, die in den vier größten Euro-Ländern erschienen sind. Als Kennzahl dient die Summe der positiven und negativen Wörter, wobei entweder ein Wörterbuch der Finanzstabilität (Correa et al.) oder ein allgemeines Wörterbuch (VADER) zugrunde gelegt wird. Der zusammengesetzte EMI und die nachrichtenbasierten Stimmungsindeks werden über den historischen Mittelwert und die Varianz standardisiert.

Verschiedene Studien kommen zu dem Ergebnis, dass Vorhersagen wichtiger makroökonomischer Variablen durch Textanalysen deutlich optimiert werden können.⁴³ Eine gewisse Steigerung der Prognosegenauigkeit (nicht ausgewiesen) konnte für BIP-Nowcasts in Echtzeit festgestellt werden, bei denen der zusammengesetzte EMI und textbasierte Stimmungsmessgrößen als wichtigste Prädiktoren dienten. Sie tritt insbesondere bei Nowcasts auf, die in der ersten Hälfte des Quartals (d. h. in den ersten sechs Wochen) erstellt werden, da zu diesem Zeitpunkt die meisten anderen Indikatoren für das BIP-Nowcasting noch nicht vorliegen. Dieses Ergebnis steht im Einklang mit anderen Fachstudien. Um den tatsächlichen Nutzen der Aktualität textbasierter Informationen voll auszuschöpfen, ist allerdings die Art des ausgewählten Modells von Bedeutung. Lineare Standardverfahren (z. B. die einfache lineare Regression nach der OLS-Methode) erzielen in wirtschaftlich ruhigen Zeiten, in denen es keine großen Verschiebungen bei den Wirtschafts-

⁴³ Siehe beispielsweise L. A. Thorsrud, [Words are the New Numbers: A Newsy Coincident Index of the Business Cycle](#), *Journal of Business & Economic Statistics*, Bd. 38, Ausgabe 2, 2020, S. 393-409; V. H. Larsen und L. A. Thorsrud, [The value of news for economic developments](#), *Journal of Econometrics*, Bd. 210, Ausgabe 1, 2019, S. 203-218; E. Kalamara, A. Turrell, C. Redl, G. Kapetanios und S. Kapadia, [Making text count: economic forecasting using newspaper text](#), Staff Working Paper der Bank of England, Nr. 865, Mai 2020; A. H. Shapiro, M. Sudhof und D. J. Wilson, [Measuring news sentiment](#), *Journal of Econometrics*, im Druck, 2020.

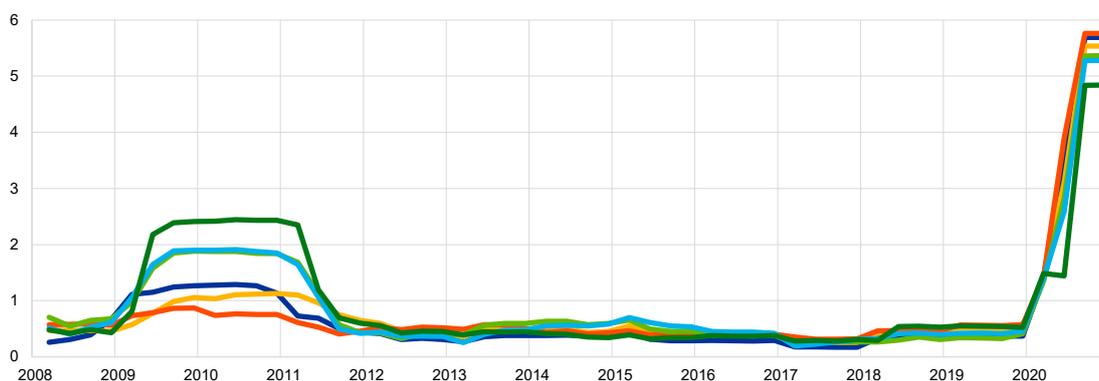
aussichten gibt, gute Ergebnisse. Kommt es aber zu extremen Wirtschaftsschocks, können Machine-Learning-Modelle Nichtlinearitäten erfassen und das Rauschen herausfiltern (siehe Abbildung B). Ridge-Regressionen bildeten die Finanzkrise besser ab, was sich daran ablesen lässt, dass sie die geringste Wurzel des mittleren quadratischen Prognosefehlers aufweisen. Dies ist vor allem dann der Fall, wenn der auf dem Wörterbuch der Finanzstabilität basierende Stimmungsindikator einbezogen wird. Während der Pandemie konnten die besten Prognoseergebnisse jedoch durch mit neuronalen Netzwerken arbeitende Modelle erzielt werden, die während der Finanzkrise noch am schlechtesten abgeschnitten hatten. Dies könnte darauf zurückzuführen sein, dass es vor der Finanzkrise keine ähnlich gelagerten Krisen in der Trainingsdatenbank gab, von denen das Modell hätte lernen können. So lautet auch ein Kritikpunkt in Bezug auf die komplexeren Machine-Learning-Modelle, dass sie große Datenmengen zum Lernen benötigen, dass sie also „datenhungrig“ sind.

Abbildung B Prognosegenauigkeit

Wurzel des mittleren quadratischen Prognosefehlers

(in Prozentpunkten)

- Lineare Regression nach der OLS-Methode (VADER)
- Ridge-Regressionen (VADER)
- Ridge-Regressionen (Stabilität)
- Boosting (VADER)
- Random Forest (VADER)
- Neuronales Netzwerk (VADER)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Wurzel des mittleren quadratischen Prognosefehlers über ein rollierendes Zeitfenster von acht Quartalen. Die Aktualisierung der Prognosen erfolgt am Ende des ersten Monats des Referenzquartals. Die Referenzvariable ist das Wachstum des realen BIP mit Rechenstand zum 24. März 2021.

Kasten 4

Ursachen wirtschaftspolitischer Unsicherheit im Euro-Währungsgebiet und ihr Einfluss auf Nachfragekomponenten

Andrés Azqueta-Gavaldón, Dominik Hirschbühl, Luca Onorante und Lorena Saiz

In diesem Kasten wird beschrieben, wie Big-Data-Verfahren und auf maschinellem Lernen basierende Analysen anhand von Textdaten eingesetzt werden können, um die Unsicherheit zu messen. Ähnlich wie die „wirtschaftliche Stimmung“ lässt sich auch die Unsicherheit nicht direkt beobachten und nur anhand von Näherungswerten messen. Neue Erkenntnisse in der Literatur zeigen, dass Textdaten gute Näherungswerte für diese latente Variable liefern können. So schlugen Baker, Bloom und Davies in ihrer richtungweisenden Arbeit vor, einen Index der wirtschafts-

politischen Unsicherheit zu erstellen, dessen Grundlage ein zuvor spezifizierter Satz von in Zeitungsartikeln verwendeten Schlüsselwörtern sein sollte.⁴⁴ Im Rahmen ihrer aktuellen Forschung hat die EZB einen Index der wirtschaftspolitischen Unsicherheit für die vier größten Euro-Länder erstellt. Hierzu wurden Zeitungsartikel mithilfe von Machine-Learning-Algorithmen analysiert.⁴⁵ Der Hauptvorteil dieses Ansatzes besteht darin, dass er ohne Weiteres auf verschiedene Sprachen angewendet werden kann, ohne auf Schlüsselwörter angewiesen zu sein, da der zugrunde liegende Algorithmus den Text ohne Vorinformationen in Themenbereiche (Topics) einordnet. Dadurch ist das Verfahren weniger anfällig für Stichprobenverzerrungen. Überdies werden dabei Themenbereiche erkannt, die die wirtschaftspolitische Unsicherheit insgesamt (z. B. finanz-, geld- oder handelspolitische Unsicherheit) in Zeitungsartikeln zum Ausdruck bringen. Für die Formulierung von Narrativen und die wirtschaftliche Analyse kann sich dies als besonders nützlich erweisen.⁴⁶ Im Stichprobenzeitraum von 2000 bis 2019 wurde eine Auswahl von Presseartikeln aus Frankreich, Deutschland, Italien und Spanien mithilfe von Machine-Learning-Methoden analysiert. Folgende Themenbereiche oder Ursachen in Bezug auf wirtschaftspolitische Unsicherheit wurden dabei immer wieder zutage gefördert: Geldpolitik, Finanzpolitik, politische, geopolitische und handelspolitische Aspekte, europäische Regulierung, nationale Regulierung und Energiepolitik.

Für wirtschaftspolitische Unsicherheit gibt es verschiedene Ursachen, die die Entscheidungen von Verbrauchern und Unternehmen auf jeweils unterschiedliche Weise beeinflussen. Erhöht sich beispielsweise die Unsicherheit hinsichtlich künftiger Zölle, so kann dies Auswirkungen auf die Absicht eines Unternehmens haben, eine neue Produktionsstätte zu errichten oder einen neuen Exportmarkt zu erschließen. Dies liegt daran, dass die Frage nach den künftigen Bedingungen dann besonders relevant ist, wenn es um kostenintensive, unumkehrbare Entscheidungen geht. Die Unsicherheit hinsichtlich des künftigen geldpolitischen Kurses kann hingegen für die Ausgabenentscheidungen sowohl der Unternehmen als auch der Verbraucher bedeutsam sein, denn sie wirkt sich auf deren Erwartungen bezüglich der Wirtschaftsentwicklung und der Finanzierungsbedingungen aus.

Durch eine einfache strukturelle vektorautoregressive Analyse (SVAR-Analyse) wird bestätigt, dass von einem Anstieg (mithilfe von Machine Learning ermittelter) wirtschaftspolitischer Unsicherheit ein beträchtlicher negativer Einfluss auf die privaten Konsumausgaben und die Unternehmensinvestitionen (die näherungsweise anhand der Ausrüstungsinvestitionen geschätzt werden) im Euroraum ausgeht. Die Investitionen werden hierbei stärker in Mitleidenschaft gezogen als der Konsum, was den Schluss zulässt, dass sich die Unsicherheit deutlicher auf die Angebotsseite auswirkt.⁴⁷ Was die Ursachen für wirtschaftspolitische Unsicherheit anbelangt, so werden aus Platzgründen lediglich energie-, handels- und geldpolitische Unsicherheiten betrachtet. Erwartungsgemäß haben geldpolitisch bedingte Unsicherheitsschocks einen deutlich negativen

⁴⁴ Siehe S. R. Baker, N. Bloom und S. J. Davis, [Measuring Economic Policy Uncertainty](#), The Quarterly Journal of Economics, Bd. 131, Ausgabe 4, 2016, S. 1593-1636.

⁴⁵ Konkret wird ein kontinuierliches Bag-of-Words-Modell verwendet, um die Wörter zu ermitteln, die in der jeweiligen Sprache den engsten Zusammenhang mit „Wirtschaft“ und „Unsicherheit“ aufweisen. Anschließend wird ein auf der latenten Dirichlet Allocation (LDA) basierender Algorithmus angewendet, um die Presseartikel in Themenbereiche (Topics) einzuordnen. Siehe A. Azqueta-Gavaldón, D. Hirschbühl, L. Onorante und L. Saiz, [Economic policy uncertainty in the euro area: an unsupervised machine learning approach](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2359, Januar 2020.

⁴⁶ Siehe hierzu EZB, [Bestimmung der Ursachen wirtschaftspolitischer Unsicherheit im Euro-Währungsgebiet mittels Machine Learning](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 5/2019, August 2019.

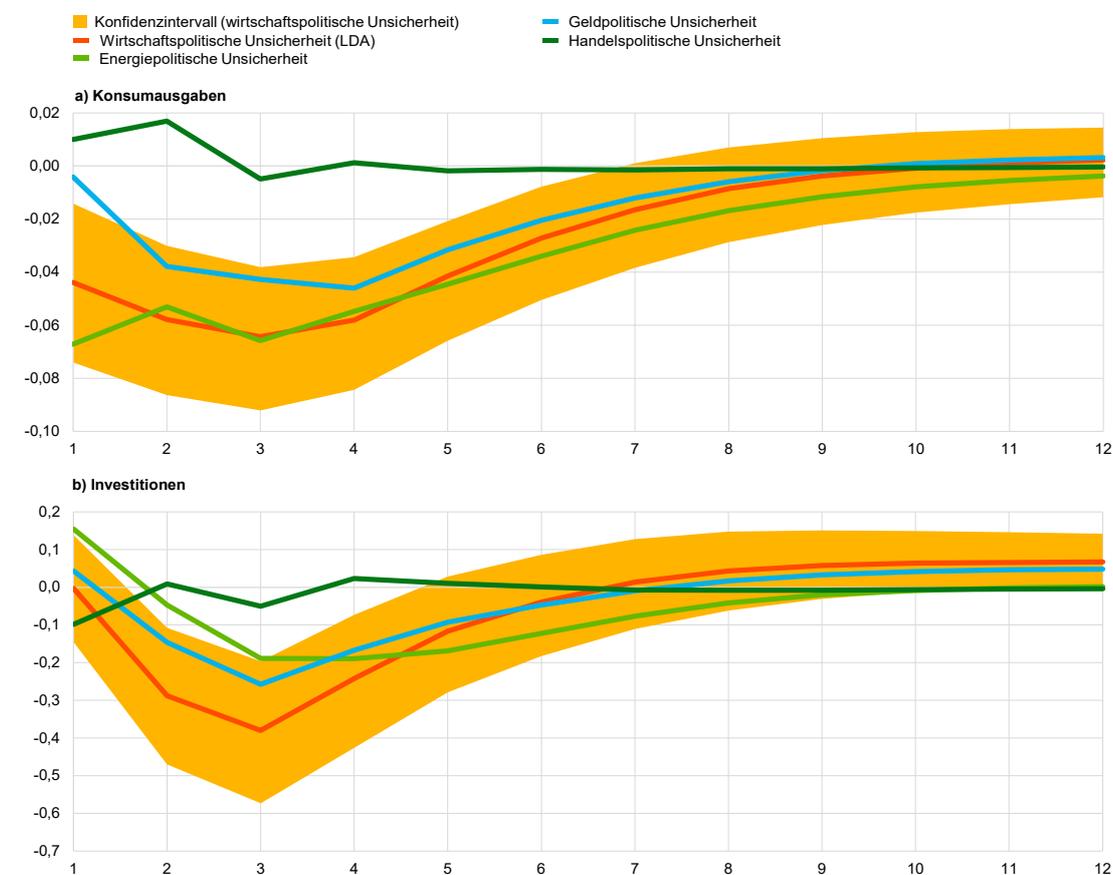
⁴⁷ Siehe B. Born und J. Pfeifer, [Policy risk and the business cycle](#), Journal of Monetary Economics, Bd. 68, 2014, S. 68-85; J. Fernández-Villaverde, P. Guerrón-Quintana, K. Kuester und J. Rubio-Ramírez, [Fiscal Volatility Shocks and Economic Activity](#), American Economic Review, Bd. 105, Nr. 11, 2015, S. 3352-3384.

Einfluss sowohl auf die Investitionen als auch auf den Verbrauch. Im Gegensatz dazu zeigt eine steigende handelspolitische Unsicherheit in beiden Fällen keine signifikanten Auswirkungen. Darüber hinaus dämpft eine höhere energiepolitische Unsicherheit den Verbrauch in stärkerem Maße als andere Ursachen, wohingegen ihr Effekt auf die Investitionen zwar schwächer, aber im Zeitverlauf beständiger ist. Hierbei handelt es sich um aggregierte Ergebnisse. Allerdings dürfte die wirtschaftspolitische Unsicherheit auf Unternehmensebene für Kapitalanlagen eine größere Rolle spielen als auf aggregierter Ebene.⁴⁸

Abbildung A

Impulsantwort der Konsumausgaben (Grafik a) und der Investitionen (Grafik b) auf wirtschaftspolitische Unsicherheitschocks

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



Quellen: Azqueta-Gavaldón et al. und Eurostat.

Anmerkung: Die Impulsantworten verdeutlichen die Reaktion der Konsumausgaben und der Investitionen auf einen positiven Schock von einer Standardabweichung für jede der Messgrößen der wirtschaftspolitischen Unsicherheit. Ihre Schätzung erfolgt mittels einer bayesianischen strukturellen Vektorautoregression (SVAR). Die Schocks werden anhand einer Cholesky-Zerlegung mit den Variablen in folgender Reihenfolge ermittelt: Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen, Messgröße der wirtschaftspolitischen Unsicherheit, private Konsumausgaben, Ausrüstungsinvestitionen, kurzfristiger Schattenzins und Euro STOXX. Für alle Variablen werden vierteljährliche Wachstumsraten angegeben; ausgenommen hiervon ist der kurzfristige Schattenzins, für den ein Niveau bestimmt wird. Der Schätzzeitraum erstreckt sich von 2000 bis 2019. Die Messgrößen der Unsicherheit sind standardisiert, sodass die Größe der Schocks vergleichbar ist. Das Konfidenzintervall entspricht dem Kredititätsintervall von 68 % der SVAR im Rahmen des Index der wirtschaftspolitischen Unsicherheit.

⁴⁸ Beispielsweise zeigen Gulen und Ion, dass in der Querschnittsbetrachtung kein einheitlicher Zusammenhang zwischen politischer Unsicherheit und Kapitalanlagen besteht. So ergibt sich für Unternehmen mit höherer Anlageirreversibilität und für stärker von staatlichen Investitionen abhängende Unternehmen ein deutlich stärkerer Zusammenhang. Husted, Rogers und Sun legen Belege dafür vor, dass in den Vereinigten Staaten die Unternehmensinvestitionen durch geldpolitische Unsicherheit deutlich verzögert werden. Siehe H. Gulen und M. Ion, [Policy Uncertainty and Corporate Investment](#), *Review of Financial Studies*, Bd. 29, Ausgabe 3, 2016, S. 523-564; L. Husted, J. Rogers und B. Sun, [Monetary policy uncertainty](#), *Journal of Monetary Economics*, Bd. 115, 2020, S. 20-36.

4 Schlussfolgerungen, Herausforderungen und Chancen

Im vorliegenden Aufsatz wurde beschrieben, wie herkömmliche Verfahren zur Konjunkturanalyse durch Big-Data- und Machine-Learning-Methoden ergänzt werden können. Die Corona-Pandemie, die einen außergewöhnlichen Schock darstellt, ist hierfür ein gutes Beispiel. Krisenbedingt wurden die Verbreitung und Weiterentwicklung von Machine-Learning-Techniken und Big-Data-Verfahren in beispiellosem Tempo vorangetrieben. Es hat sich vor allem gezeigt, dass alternative Datenquellen zeitnähere Signale zur Wirtschaftslage liefern und dazu beitragen können, die Wirtschaftsentwicklung zu messen. Darüber hinaus hat die Krise Nichtlinearitäten in der Wirtschaft ans Licht gebracht, was eine Anpassung bestehender Modelle oder die Entwicklung neuer Ansätze erforderlich macht. So können Methoden des maschinellen Lernens mit Nichtlinearitäten besser umgehen als herkömmliche Verfahren. Mit den neuen Datenquellen und Methoden sind jedoch nicht nur neue Chancen, sondern auch gewisse Herausforderungen verbunden.

Mittels Big-Data-Verfahren kann ein größeres Spektrum an aktuellen (z. B. textbasierten oder internetbasierten) Indikatoren zur Prognose herangezogen werden, was allerdings zuweilen zu Problemen hinsichtlich der Reproduzierbarkeit und Überprüfbarkeit führen kann. Insbesondere textbasierte Stimmungsindikatoren haben sich als nutzbringend erwiesen, da sie automatisch mit höherer Frequenz und kostengünstiger erstellt werden können als umfragebasierte Indikatoren. Für die Erstellung konventioneller Wirtschaftsdaten (beispielsweise zur Industrieproduktion) gelten harmonisierte Verfahren, um länderübergreifend eine hohe Qualität, Kontinuität und Vergleichbarkeit im Zeitverlauf zu garantieren. Alternative Daten hingegen werden weder primär zu Wirtschaftsanalysezwecken erhoben, noch werden sie durch unabhängige Statistikämter beschafft und validiert. Aus diesem Grund erwachsen aus ihrer Anwendung im Rahmen von Entscheidungsprozessen für Zentralbanken verschiedene Risiken, weil die Reproduzierbarkeit von Ergebnissen und die Überprüfbarkeit beeinträchtigt sein könnten. Da alternative Daten zu anderen Zwecken erhoben werden (z. B. für Kreditkartentransaktionen) oder Nebenprodukte anderer Dienstleistungen sind (z. B. von Zeitungsartikeln durch die Digitalisierung von Zeitungen), weisen sie häufig ein starkes statistisches Rauschen auf und müssen mit Vorsicht behandelt werden. Abgesehen davon stellen der Datenzugang und Beschränkungen bei der Datenweitergabe wichtige Problembereiche dar, die sich zuweilen negativ auf die Reproduzierbarkeit der Ergebnisse auswirken können. All diese Risiken gilt es sorgfältig abzuwägen, wenn es darum geht, knappe Ressourcen für die Softwareentwicklung und die Klärung rechtlicher Fragen aufzuwenden sowie die IT-Infrastruktur bedarfsgerecht anzupassen.⁴⁹

⁴⁹ Doerr et al. stellen fest, dass für die Zentralbanken die Schaffung der erforderlichen IT-Infrastruktur eine wesentliche Herausforderung darstellt. Die meisten Anwendungen zur Konjunkturanalyse erfordern nur eine relativ geringe Rechnerleistung. Siehe S. Doerr, L. Gambacorta und J. M. Serena, [Big data and machine learning in central banking](#), Working Paper der BIZ, Nr. 930, 2021.

Obschon diese Instrumente eine nützliche Ergänzung darstellen, sind sie aufgrund von Problemen bei der Interpretierbarkeit und statistischen Inferenz derzeit nicht als Ersatz für Standarddaten und -methoden anzusehen. Machine-Learning-Verfahren können dazu beitragen, die Unzulänglichkeiten von Big Data zu überwinden und deren volles Potenzial auszuschöpfen. Im Zusammenspiel mit Big Data sind Methoden des maschinellen Lernens in der Lage, bessere Ergebnisse zu liefern als herkömmliche Statistikverfahren und ein genaues Bild der Wirtschaftsentwicklung zu zeichnen. Trotz der guten Prognosegüte ist es aufgrund der Komplexität dieser Methoden oft schwierig, Prognoserevisionen zu interpretieren und vor allem diese zu kommunizieren. Die Interpretierbarkeit von Machine-Learning-Techniken verbessert sich jedoch rasch (zuletzt basierend auf Shapley-Werten).⁵⁰ Zudem sind Techniken für das maschinelle Lernen ursprünglich nicht darauf ausgelegt, kausale Zusammenhänge zu erkennen. Für politische Entscheidungsträger ist diese Fähigkeit jedoch außerordentlich wichtig. Derzeit besteht die größte Herausforderung darin, Machine-Learning-Methoden so zu verbessern, dass sie Kausalitäten erfassen können. Dadurch könnten sie zu einer vielversprechenden Ergänzung und sinnvollen Alternative zu etablierten Methoden werden.⁵¹

⁵⁰ Joseph schlug ein neues Rahmenwerk auf der Grundlage von Shapley-Regressionen vor, das die statistische Inferenz für nichtlineare oder nichtparametrische Modelle wie künstliche neuronale Netze, Support Vector Machines und Random Forests generalisiert. Siehe A. Joseph, [Parametric inference with universal function approximators](#), Staff Working Paper der Bank of England, Nr. 784, 2019 (aktualisiert am 22. Juli 2020).

⁵¹ Siehe M. H. Farrell, T. Liang und S. Misra, [Deep Neural Networks for Estimation and Inference](#), *Econometrica*, Bd. 89, Ausgabe 1, Januar 2021, S. 181-213.

3 Die Bedeutung des Staates für den Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften während der Covid-19-Krise

Celestino Girón und Marta Rodríguez-Vives

1 Einleitung

Die globalen wirtschaftlichen Verwerfungen, die sich durch die Corona-Pandemie und die entsprechenden Eindämmungsmaßnahmen ergaben, machten umfangreiche staatliche Interventionen zur Stützung von Unternehmen erforderlich. Um die negativen Folgen der weltweit eingeführten Beschränkungen und damit auch die Auswirkungen der Krise auf den Unternehmenssektor abzumildern, setzten die Regierungen rasch eine Reihe unterschiedlichster Instrumente ein.

Im Euro-Währungsgebiet konzentrierte sich der überwiegende Teil der staatlichen Interventionen 2020 und im ersten Halbjahr 2021 darauf, Liquiditäts- und Solvenzrisiken zu minimieren sowie die Beschäftigung im Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zu stützen. Die Haushaltspakete bestanden zu rund zwei Dritteln aus direkten Hilfen für Unternehmen und Beschäftigte; daneben wurden Staatsgarantien für Kredite gewährt. Der genaue Umfang der Hilfsmaßnahmen lässt sich nur schwer beziffern, da im Verlauf der Coronakrise die anfänglichen Maßnahmen verlängert und neue Maßnahmen eingeführt wurden. Zudem wurden in den einzelnen Ländern diverse finanzpolitische Instrumente eingesetzt.¹ Aus Tabelle 1 geht hervor, dass sich die Unterstützung der nichtfinanziellen Unternehmen im gesamten Euroraum 2020 auf rund 2,6 % des BIP belief (einschließlich Maßnahmen zur befristeten Freistellung von Beschäftigten); das fiskalische Hilfspaket insgesamt betrug 4,1 % des BIP.² Angesichts der Eindämmungsmaßnahmen, die die Volkswirtschaften im Euroraum vor allem im ersten Halbjahr 2021 belasteten, wurden die Hilfen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im laufenden Jahr fortgesetzt. Es ist zu erwarten, dass sie in etwa die gleiche Größenordnung erreichen werden wie im vergangenen Jahr. Außerdem betrug der Ermächtigungsrahmen für staatliche Kreditgarantien 2020 rund 19 % des BIP und dürfte auch 2021 ähnlich hoch ausfallen.

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

² Die beschäftigungspolitischen Maßnahmen können das Ergebnis diskretionärer Maßnahmen oder bereits bestehender automatischer Mechanismen der Sozialversicherungssysteme sein. In den hier vorgestellten Berechnungen werden allerdings nur die diskretionären Ad-hoc-Maßnahmen berücksichtigt, die im Zusammenhang mit der Covid-19-Krise umgesetzt wurden. Hierbei handelt es sich zumeist um Subventionen und Transferzahlungen an Unternehmen (einschließlich Kurzarbeitsregelungen).

Tabelle 1

Finanzpolitische Unterstützungsmaßnahmen im Euroraum während der Covid-19-Krise (in % des BIP)

	2020	2021	2022
Finanzpolitisches Maßnahmenpaket insgesamt	4,1	4,4	1,5
darunter: Unterstützung für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	2,6	2,5	0,7
Ermächtigungsrahmen für staatliche Kreditgarantien	19,1	19,2	-

Quelle: Gesamtwirtschaftliche Projektionen des Eurosystems vom Juni 2021 (Eurosystem staff Broad Macroeconomic Projection Exercise projections – BMPE).

Anmerkung: Das finanzpolitische Maßnahmenpaket insgesamt umfasst diskretionäre Anpassungen der Staatsausgaben und -einnahmen, Kurzarbeitsregelungen und zeitlich befristete Steuerstundungen und -gutschriften. Nicht enthalten sind Kapitalzuführungen und automatische Stabilisatoren (siehe hierzu Abschnitt 2). Zu den Hilfen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zählen hier direkte Transfers und Subventionen für Unternehmen sowie Kurzarbeitsregelungen.

Durch die staatlichen Maßnahmen im Eurogebiet konnten der Rückgang der Produktion sowie Beschäftigungs- und Einkommensverluste begrenzt werden; zudem waren die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften dadurch in der Lage, Liquiditätspuffer aufzubauen. Insgesamt wurde so ein deutlich stärkerer Konjunkturrückgang vermieden. Das Wirtschaftswachstum im Euroraum lag 2020 zwar deutlich im negativen Bereich, brach aber mit -6,8 % weniger stark ein, als in der Herbstprognose 2020 der Europäischen Kommission mit -7,8 % erwartet worden war. Die Hilfen für nichtfinanzielle Unternehmen wirkten sich beispielsweise über Programme zur Sicherung von Arbeitsplätzen auf das Einkommen der privaten Haushalte aus. Dies trug auch dazu bei, die Folgen der Krise für die Produktion abzumildern. Ferner leisteten die politischen Maßnahmen im Verbund mit einem erheblichen Vorsichtssparen und der vorsorglichen Kreditaufnahme einen Beitrag zur Minimierung von Liquiditätsrisiken und führten insgesamt zu höheren Liquiditätspolstern.³ Überdies halfen die massiven staatlichen Reaktionen zugunsten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften auch dabei, während der Covid-19-Krise Spannungen im Bankensektor vorzubeugen.

Im vorliegenden Aufsatz werden die staatlichen Interventionen im Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften des Euroraums aus bilanzieller Sicht untersucht; das Hauptaugenmerk liegt dabei auf den Erkenntnissen aus dem Jahr 2020. Der Aufsatz gliedert sich wie folgt: Abschnitt 2 beleuchtet die breite Palette finanzpolitischer Maßnahmen, die den Regierungen zur Unterstützung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zur Verfügung stehen. In Abschnitt 3 wird erörtert, welche Auswirkungen die staatlichen Maßnahmen im Jahr 2020 auf die Bilanzen der nichtfinanziellen Unternehmen hatten. Eine Beschreibung möglicher Folgen für die Bilanzen der öffentlichen Haushalte findet sich in Abschnitt 4. Abschnitt 5 enthält eine abschließende Zusammenfassung.

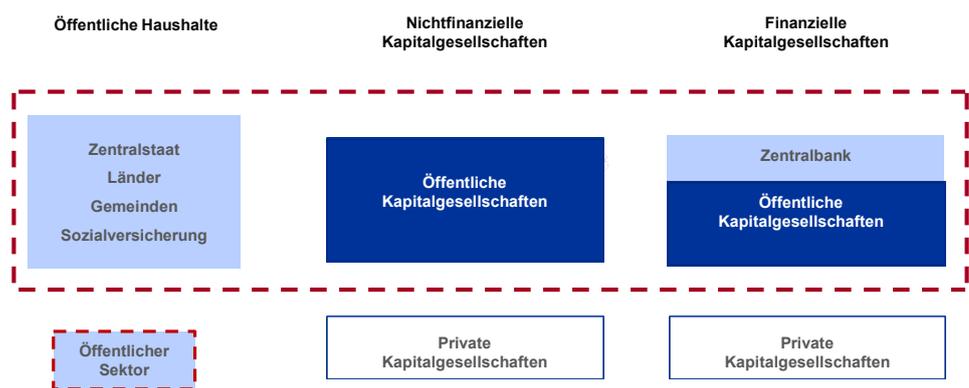
³ Den Berechnungen der EZB zufolge wären rund 20 % bis 25 % der Unternehmen in Spanien, Deutschland und Frankreich von Zahlungsunfähigkeit bedroht gewesen, wenn die Politik nicht gehandelt hätte, und nach Schätzungen der Europäischen Kommission könnten etwa 35 % der Firmen in einem mittleren Szenario Liquiditätsprobleme bekommen (siehe EZB, [Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf das Produktionspotenzial im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 7/2020, November 2020).

2 Staatliche Interventionen im nichtfinanziellen Unternehmenssektor: wesentliche Konzepte, Definitionen und Maßnahmen

Eine gezielte und zeitnahe staatliche Unterstützung für den Unternehmenssektor ist ein wichtiger Bestandteil des Instrumentariums, auf das die Länder während einer Krise zurückgreifen können. Angesichts der Produktions- und Betriebsstörungen, die durch die staatlichen Beschränkungen zum Schutz der öffentlichen Gesundheit verursacht wurden, sind staatliche Hilfen für Firmen im speziellen Fall einer Pandemie nachvollziehbarer. Die nachfolgende Analyse konzentriert sich auf den Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, zu dem private und öffentliche Unternehmen zählen, die Waren produzieren und nichtfinanzielle Dienstleistungen erbringen (zur Abgrenzung zwischen diesem Sektor und dem Sektor der finanziellen Kapitalgesellschaften siehe Schaubild 1).⁴

Schaubild 1

Öffentliche Haushalte, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und finanzielle Kapitalgesellschaften



Quelle: Eigene Darstellung auf Basis des Government Finance Statistics Manual des IWF und des ESVG 2010.
Anmerkung: Öffentliche Kapitalgesellschaften sind Unternehmen, die vom Staat kontrolliert werden, da dieser mehr als 50 % der Anteile besitzt. Ihre Bilanzen können mit der des Sektors Staat konsolidiert werden.

⁴ Öffentliche Kapitalgesellschaften verfügen über eine eigene Rechtspersönlichkeit und sind Marktproduzenten. Sie werden von staatlichen Einheiten kontrolliert, die oft als staatseigene Unternehmen bezeichnet werden. In der Praxis zählen hierzu üblicherweise Versorgungs- und Transportunternehmen oder öffentlich-private Partnerschaften zur Umsetzung großer Investitionsprojekte. Die öffentlichen finanziellen Kapitalgesellschaften (S.12 in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen) umfassen die Zentralbank und alle öffentlichen Kapitalgesellschaften, die finanzielle Mittlertätigkeiten und Kredit- und Versicherungshilftätigkeiten ausüben, sowie Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen. Diese Kategorie beinhaltet typischerweise verstaatlichte Banken und/oder Entwicklungsbanken, die der Staat kontrolliert (mit einem Aktienanteil von mehr als 50 %). Bei einer weiter gefassten Definition des „öffentlichen Sektors“ erfolgt eine konsolidierte Betrachtung der Bilanz des Sektors Staat und der finanziellen und nichtfinanziellen öffentlichen Kapitalgesellschaften.

Als Hauptargument für zeitlich befristete staatliche Interventionen wird ins Feld geführt, dass dadurch die Anfälligkeit der Unternehmen in Zeiten wirtschaftlicher Turbulenzen verringert wird; dies kann dazu beitragen, die Stabilität der Gesamtwirtschaft und des Finanzsystems zu gewährleisten (z. B. durch die Beschäftigungssicherung und den Schutz privater Haushalte vor Einkommensverlusten).⁵ Dies ist nicht nur für systemrelevante Großunternehmen, sondern auch für kleine und mittlere Unternehmen (KMUs) wichtig, da diese in vielen europäischen Ländern eine große Rolle spielen. Gegen staatliche Interventionen im Unternehmenssektor könnte hingegen unter anderem sprechen, dass solche Maßnahmen zu einer möglichen Verzerrung des Wettbewerbs und der Effizienz bei der Bereitstellung von Waren und Dienstleistungen führen sowie die Staatsfinanzen belasten und Risiken für die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen bergen.⁶ Diese Argumente sind im Umfeld einer Pandemie mit allgemeinen Marktverwerfungen infolge der Beschränkungen zum Schutz der öffentlichen Gesundheit jedoch von geringerer Relevanz. Die genannten Risiken werden zudem durch die auf EU-Ebene bestehenden Beihilfavorschriften und die Rolle der Wettbewerbsbehörden entschärft. Insgesamt hängt der Erfolg der staatlichen Interventionen von mehreren Faktoren ab, unter anderem vom Tempo der Erholung des BIP, den Finanzierungskosten (d. h. den Staatsanleiherenditen), der Strategie für den Ausstieg aus den staatlichen Hilfen und der Erlösquote bei Forderungsausfällen (die auch von der Art des gewählten finanzpolitischen Instruments und der Qualität der Sicherheiten abhängt).

Staatliche Interventionen im Unternehmenssektor können direkt oder indirekt erfolgen. Das gängigste Instrument auf der Ausgabenseite sind Subventionen oder Transferleistungen, die dem Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften direkt zur Verfügung gestellt werden. Auf der Einnahmenseite gibt es ein breites Spektrum an Steuersenkungs- und Sozialversicherungsmaßnahmen. Alternativ besteht die Möglichkeit, die Finanzierung der Unternehmen durch Staatsgarantien, direkte Kredite, Transferleistungen oder Kapitalzuführungen zu erleichtern. Die politische Entscheidung zwischen direkten Transfers und Kapitalzuführungen ist nicht leicht zu treffen. Bei kleineren Firmen könnten Transferzahlungen bevorzugt werden, da hier Beteiligungen zu kompliziert zu handhaben wären. Gezielte finanzpolitische Hilfen oder Kapitalzuführungen könnten hingegen bei hoch verschuldeten Unternehmen besser geeignet sein als die Bereitstellung zusätzlicher Kredite oder Garantien, da sie das Risiko einer Insolvenz verringern. Zudem hat der Staat bei Kapitalzuführungen Einfluss auf die Unternehmensentscheidungen.⁷ Interventionen mittels Beteiligungskapitals oder ähnlicher Instrumente wirken sich auch günstig auf die Investitionsanreize der Unternehmen aus, denn sie verhindern einen möglichen Schuldenüberhang. Um die verfügbaren Ressourcen effizient und nachhaltig zu

⁵ Auch andere Fiskalimpulse können als ergänzendes Instrument eingesetzt werden, um die Erholung der Nachfrage/Konjunktur und damit das Unternehmenseinkommen zu fördern. Auf der Ausgabenseite sind dies üblicherweise Investitionen, auf der Einnahmenseite die Senkung indirekter Steuern. Eine Analyse sämtlicher Fiskalimpulse für die Wirtschaft wird im vorliegenden Aufsatz jedoch nicht vorgenommen.

⁶ Siehe D. Lojsch Hartwig, M. Rodríguez-Vives und M. Slavik, [The size and composition of government debt in the euro area](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 132, 2011.

⁷ Siehe B. Mojon, D. Rees und C. Schmieder, [How much stress could Covid put on corporate credit? Evidence using sectoral data](#), BIS Quarterly Review, März 2021, S. 55-70.

verteilen, ist es wichtig, überlebensfähige von nicht überlebensfähigen Firmen zu unterscheiden. Letztere weisen langfristig eine negative Ertragsentwicklung auf und sind daher auf staatliche Unterstützung angewiesen, um fortbestehen zu können.

Die anfängliche Reaktion zur Unterstützung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften während der Pandemie war in der Regel breit angelegt und zielte darauf ab, die bestehende Produktionsstruktur zu bewahren. Auch wenn die Länder ihre nationalen Maßnahmen in unterschiedlichem Umfang und mit verschiedenen Zeitplänen umgesetzt haben, war ihre anfängliche Reaktion darauf ausgelegt, die Folgen der Krise für die Wirtschaft zu begrenzen. Dies stellt eine Voraussetzung für eine rasche Erholung nach der Pandemie dar. Durch die Interventionen im Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften sollten krisenbedingte Insolvenzen, ein Marktaustritt überlebensfähiger Firmen und Arbeitsplatzverluste minimiert werden. Damit wurden indirekt auch der Sektor der finanziellen Kapitalgesellschaften (z. B. Banken) geschützt und die Verflechtung zwischen Staaten, Banken und Unternehmen aufrechterhalten.⁸ In der Folge wurde auch darauf geachtet, die erforderlichen Voraussetzungen für eine nachhaltige Erholung zu schaffen und den Strukturwandel zu fördern – insbesondere den Übergang zu einer ökologischen Wirtschaft und die Digitalisierung. Das bereits im Juli 2020 verabschiedete Programm „Next Generation EU“ (NGEU), das sich auf 750 Mrd € beläuft und dessen Herzstück die Aufbau- und Resilienzfazilität (RRF) ist, dürfte hierbei eine wichtige Rolle spielen. Hauptziel der RRF ist die Förderung öffentlicher und privater Investitionen im Verbund mit Strukturreformen in den Mitgliedstaaten im Zeitraum 2021-2026.⁹ Dies stellt eine einzigartige Gelegenheit dar, das Potenzialwachstum, die Schaffung von Arbeitsplätzen sowie die wirtschaftliche und soziale Resilienz in den Mitgliedstaaten zu stärken.

In Tabelle 2 sind die unterschiedlichen staatlichen Interventionen zusammengefasst, die zu Beginn der umfassenden Lockdowns im März/April 2020 ergriffen und im späteren Jahresverlauf 2020 sowie 2021 ausgeweitet wurden, um nichtfinanzielle Unternehmen direkt oder indirekt zu unterstützen. Einige Instrumente haben nur einen kurzfristigen Effekt und fallen in die Kategorie der einzelstaatlichen diskretionären finanzpolitischen Maßnahmen (beispielsweise Steuerstundungen, einmalige Zuschüsse oder Subventionen und Einkommensbeihilfen für Erwerbstätige). Andere sind eher finanzieller Natur und mittel- bis langfristig ausgelegt, wie etwa die Bereitstellung von Eventualverbindlichkeiten und Rekapitalisierungen. Schuldenmoratorien und Umschuldungen sind weitere Finanzinstrumente, die in einigen Euro-Ländern zur Verfügung stehen. Zudem wurde eine Reihe von Maßnahmen eingeführt, die der Wirtschaft Impulse verleihen sollen und damit auch die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften indirekt beeinflussen, so zum Beispiel die Senkung direkter und indirekter Steuern und eine Aufstockung der staatlichen Investitionen (siehe Tabelle 2).

⁸ Siehe EZB, Financial Stability Review, [November 2020](#) und [Mai 2021](#). Allerdings sind die Risiken im Zusammenhang mit der Verflechtung von Staaten, Banken und Unternehmen weiterhin relevant und könnten die Erholung im Euroraum beeinträchtigen.

⁹ Die [RRF-Mittel](#) dürften sich auf bis zu 672,5 Mrd € belaufen (davon bis zu 312,5 Mrd € in Form von Transfers und bis zu 360 Mrd € als Darlehen zu konstanten Preisen des Jahres 2018). In welchem Umfang diese Mittel tatsächlich ausgeschöpft werden und wie stark die Unternehmen davon profitieren, lässt sich zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht beurteilen.

Tabelle 2

Systematik staatlicher Interventionen im Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften des Euroraums während der Covid-19-Krise und Auswirkungen auf die Staatshaushalte

Direkte diskretionäre finanzpolitische Maßnahmen	Zweck	Wirkung auf Staatsdefizit (soweit nicht anders angegeben, Defizitanstieg)	Wirkung auf Staatsverschuldung (Anstieg)
Kurzarbeitsregelungen	Beschäftigungsförderung und Entlastung für Unternehmen	Ausgaben (Subventionen und Sozialleistungen)	Ja
Direkte Zuschüsse/Subventionen	Liquiditätshilfen	Ausgaben (Subventionen)	Ja
Kapitalzuführungen, einschließlich Vermögenstransfers an Unternehmen	Liquiditätshilfen	Ausgaben (Vermögenstransfers)	Ja
Stundung von Steuern und Sozialabgaben	Liquiditätshilfen	Kein Defizitanstieg, lediglich Anpassung zwischen kassenwirksamer und periodengerechter Verbuchung	Nein, muss nur kurzfristig finanziert werden
Öffentliche Investitionen	Wirtschaftshilfen	Ausgaben (Bruttoinvestitionen)	Ja
Senkung von indirekten Steuern	Wirtschaftshilfen	Einnahmen	Ja
Senkung von direkten Steuern und Sozialversicherungsbeiträgen	Wirtschaftshilfen	Einnahmen	Ja
Transferleistungen an private Haushalte	Wirtschaftshilfen	Ausgaben (Sozialleistungen)	Ja

Finanzielle Maßnahmen	Zweck	Wirkung auf Defizit	Wirkung auf Verschuldung
Kredite	Liquiditätshilfen	Zinserträge (Defizitrückgang) Mögliche Zinsausgaben, sofern Finanzierung erforderlich (Differenz zwischen den vom Staat erhobenen Zinsen und den Kosten zusätzlicher Schulden)	Deficit-Debt-Adjustments, Veränderung des Nettogeldvermögens einschließlich Kapitalzuführungen Mögliche Wirkung auf Verschuldung, sofern staatliche Finanzierung erforderlich (keine Liquiditätsreserven vorhanden)
Kapitalzuführungen, einschließlich Erwerbs von Unternehmensbeteiligungen	Solvenzhilfen Interventionen zugunsten systemrelevanter und strategischer Unternehmen, Beschränkung von Dividendenausschüttungen/ Managervergütungen, Ausstiegsstrategie	Zinserträge (Defizitrückgang) Mögliche Zinsaufwendungen, sofern Finanzierung erforderlich	Deficit-Debt-Adjustments, Veränderung des Nettogeldvermögens, darunter Kapitalzuführungen Mögliche Wirkung auf Verschuldung, sofern staatliche Finanzierung erforderlich
Staatliche Garantien	Garantien für sämtliche Wirtschaftssektoren	Ausgaben (Kapitalzuführungen), wenn Garantien in Anspruch genommen werden (Defizitanstieg) Einnahmen aus Gebühren für Garantien (Defizitrückgang)	Eventualverbindlichkeit bei Inanspruchnahme
Schuldenmoratorien	Liquiditätshilfen		
Umschuldung	Solvenzhilfen		

Quelle: Eigene Darstellung.

Insgesamt ist anzumerken, dass zur Unterstützung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften während der Coronakrise ein breiteres Spektrum an politischen Maßnahmen ergriffen wurde als in vorherigen Krisen. Zum einen wurden auf nationaler Ebene mehr Instrumente eingesetzt, etwa Fristverlängerungen für Steuererklärungen, Steuerstundungen, raschere Steuerrückerstattungen und großzügigere Verlustverrechnungsmöglichkeiten oder Steuerbefreiungen, einschließlich einer Befreiung von Sozialversicherungsbeiträgen. Zum anderen kamen übergreifende und umfangreiche Konzepte zum Schutz der Löhne von Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmern – in einigen Fällen in Form von Subventionen an nichtfinanzielle Unternehmen – zum Tragen, die über die bestehenden automatischen Mechanismen hinausgehen. Rund zwei Drittel der Firmen im Eurogebiet nutzten mindestens eine der in der Pandemie eingeführten staatlichen Stützungsmaßnahmen.¹⁰

Ermöglicht wurden die umfangreichen nationalen finanzpolitischen Maßnahmen durch die Nutzung der Spielräume, die der Rechtsrahmen bietet. Auf europäischer Ebene zählen hierzu a) die Aktivierung der allgemeinen Ausweichklausel des Stabilitäts- und Wachstumspakts und b) die Lockerung der Regeln für staatliche Beihilfen, die es den Ländern erlaubt, den Unternehmenssektor mit zusätzlichen Maßnahmen zu unterstützen, die über die in diesen Regeln bereits vorgesehenen Finanzhilfen hinausgehen.¹¹ Auf nationaler Ebene wurden andere rechtliche Möglichkeiten genutzt, wie beispielsweise die zeitlich befristete Aussetzung der Insolvenzantragspflicht und Schuldenmoratorien.¹² Diese staatlichen Interventionen wurden wiederum durch eine akkommodierende Geldpolitik flankiert. Während der Pandemie haben sich somit zeitlich befristete finanzpolitische und geldpolitische Maßnahmen ergänzt.

Die Europäische Union selbst hat die Unternehmen im Rahmen der Covid-19-Krise ebenfalls massiv unterstützt. Erstens wurden über die Kreditfazilität SURE seit Oktober 2020 Notfallmittel zur Finanzierung nationaler Kurzarbeitsregelungen in Höhe von 100 Mrd € bereitgestellt. Davon haben die Mitgliedstaaten bis zum Redaktionsschluss dieses Aufsatzes bereits 94,3 Mrd € abgerufen. Zweitens richtete die Europäische Investitionsbank einen europaweiten Garantiefonds im Umfang von 25 Mrd € ein, durch den zusätzliche Finanzmittel von 200 Mrd € für Unternehmen mobilisiert werden sollen. Schwerpunktmäßig konzentriert sich der Fonds auf KMUs, wobei auch nationale Förderbanken involviert sind. Drittens dürfte auch die Aufbau- und Resilienzfazilität, die am 19. Februar in Kraft trat, Unterstützung für Unternehmen leisten, wenn auch eher indirekt. Die erwarteten finanzpolitischen

¹⁰ Einer Umfrage der EZB zufolge griffen rund 55 % der großen Unternehmen und 48 % der KMUs im Euroraum auf staatliche Hilfen für Lohnzahlungen zurück. Etwa 28 % der Großunternehmen und 25 % der KMUs profitierten von Steuersenkungen und Steuerstundungen, und rund 24 % der großen Firmen und 32 % der KMUs nahmen andere staatliche Stützungsmaßnahmen in Anspruch. Ökonometrische Untersuchungen deuten darauf hin, dass anfälliger Unternehmen und solche, die einen Rückgang der Bankkredite verzeichneten, eher finanzpolitische Unterstützung erhielten (siehe EZB, [Auswirkung finanzpolitischer Stützungsmaßnahmen auf den Liquiditätsbedarf von Unternehmen während der Corona-Pandemie](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 4/21, Juni 2021).

¹¹ Am 23. März 2020 billigte der EU-Rat die Aktivierung der allgemeinen Ausweichklausel des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Diese ermöglicht es Mitgliedstaaten, vorübergehend Haushaltsmaßnahmen zur Bekämpfung der Coronakrise zu ergreifen, ohne damit den regelgebundenen Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts zu verlassen. Siehe hierzu die [Erklärung der EU-Finanzministerinnen und -minister zum Stabilitäts- und Wachstumspakt angesichts der COVID-19-Krise](#).

¹² Siehe Deutsche Bundesbank, [Finanzstabilitätsbericht 2020](#).

Impulse, die sich aus den Ausgaben im Rahmen der RRF ergeben, belaufen sich euroraumweit auf mindestens 0,5 % des BIP pro Jahr (gemäß den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Juni 2021).¹³

3 Der Einfluss staatlicher Interventionen auf die Bilanzen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften während der Covid-19-Krise

Die Krise wirkte sich rasch auf die Bilanzen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften aus. Ihr Schuldenstand im Verhältnis zur Bruttowertschöpfung stieg im Euroraum stark an, was sowohl auf den Konjunkturereinbruch als auch darauf zurückzuführen war, dass die Präferenz für Liquidität angesichts der immer größeren Unsicherheit deutlich zunahm. Die Bilanzentwicklung weist zwar viele Ähnlichkeiten mit anderen Krisen der vergangenen 20 Jahre auf. Im Hinblick auf die Bedeutung staatlicher Hilfsmaßnahmen sind jedoch in der gegenwärtigen Pandemie einige Besonderheiten festzustellen.

Als wichtigstes Analyseinstrument dient im Folgenden eine Aufschlüsselung der Veränderungen der Unternehmensverschuldung – d. h. Kredite und Schuldverschreibungen konsolidiert – auf der Aufkommens- und der Verwendungsseite der Sektorkonten (siehe Abbildung 1). Die Schuldendynamik ergibt sich aus einer Kombination von Antriebskräften, die bedingt sind durch

- die Notwendigkeit, den Mangel an Eigenmitteln (neue Anteilsrechte und einbehaltene Gewinne) zur Finanzierung von Investitionen in illiquide Vermögenswerte zu decken. Diese hier als „langfristige Finanzierungslücke“ bezeichnete Differenz ist positiv, wenn die Investitionen in illiquide Aktiva höher sind als die aufgebrachten Eigenmittel. Sie kann sich zum Beispiel aufgrund eines Anstiegs der Bruttoinvestitionen oder einer Verringerung der einbehaltenen Gewinne vergrößern, was unter sonst gleichen Bedingungen einen höheren Fremdkapitalbedarf zur Folge hat;¹⁴
- die Akkumulation liquider Vermögenswerte, was unter sonst gleichen Bedingungen (einschließlich alternativer Finanzierungsquellen wie etwa neuer Anteilsrechte) zu einem höheren Fremdkapitalbedarf führt;

¹³ In der Frühjahrsprognose 2021 der Europäischen Kommission wurde ebenfalls ein Wert von 0,5 % des BIP veranschlagt.

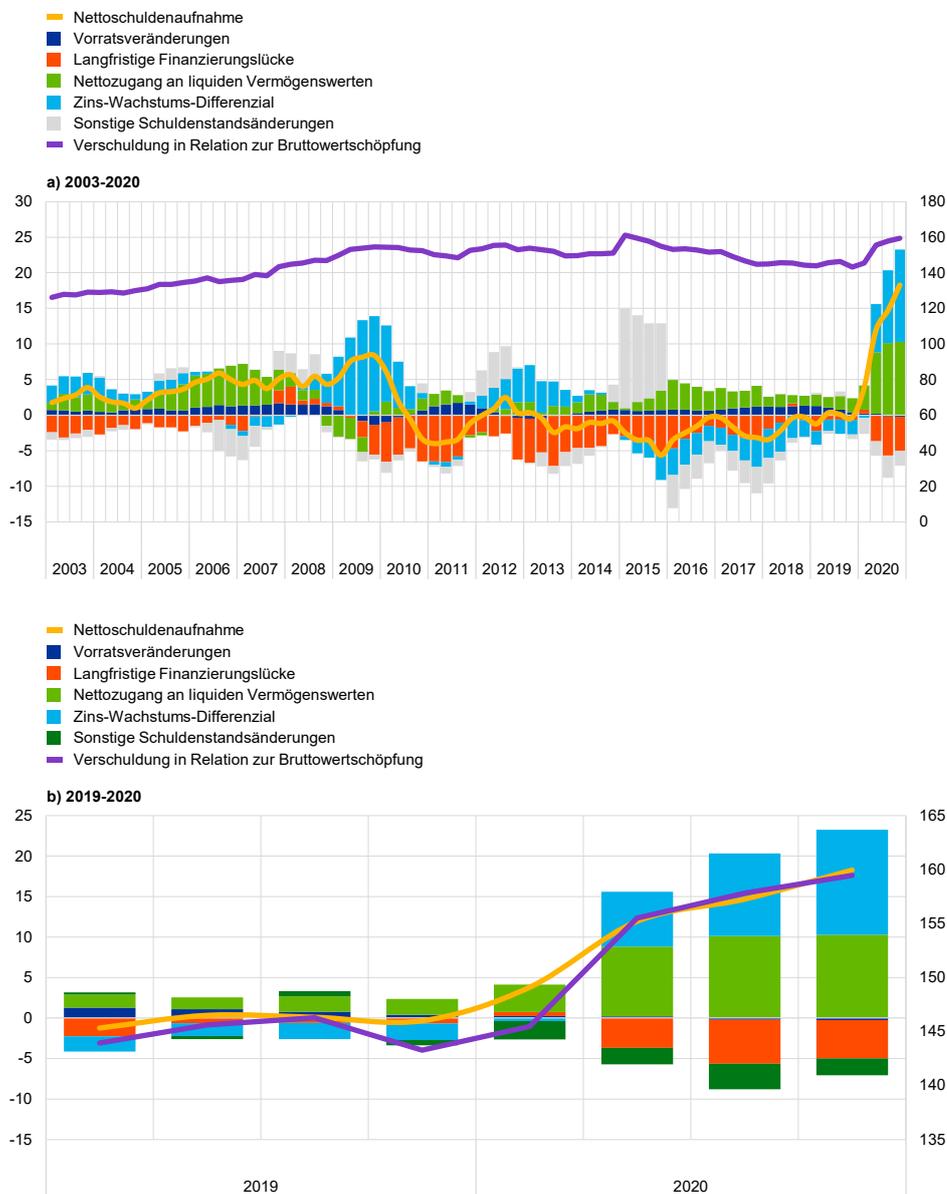
¹⁴ Im Einzelnen werden Transaktionen im Posten „langfristige Finanzierungslücke“ wie folgt berechnet: a) Investitionen zuzüglich b) der Nettogeldvermögensbildung ohne Bargeld, Einlagen, Schuldverschreibungen und Finanzderivate (d. h. weniger liquide Vermögenswerte – die Komponente umfasst in erster Linie den Erwerb von Anteilsrechten und Nettoforderungen aus Handelskrediten) abzüglich c) einbehaltener Gewinne (gemessen als Unternehmensersparnis) plus Zinserträge (im Posten „Zins-Wachstums-Differenzial“ erfasst) abzüglich d) der Emission von Anteilsrechten.

- die konjunkturbedingte Nettoaufstockung der Vorräte, die wie die Akkumulation liquider Vermögenswerte einen Verschuldungsdruck erzeugt;
- das „Zins-Wachstums-Differenzial“, das die über das Wertschöpfungswachstum hinausgehende Zinslast bemisst und die Veränderung der Verschuldung im Verhältnis zur Wertschöpfung widerspiegelt, welche sich mechanisch aus Faktoren ergibt, die nicht direkt mit Verschuldungsentscheidungen der Unternehmen verknüpft sind: Die Zinsausgaben hängen von den in der Vergangenheit aufgelaufenen Schulden ab, und die Entwicklung der Wertschöpfung beeinflusst das Verhältnis über den Nennereffekt.

Abbildung 1

Beitrag zur Veränderung der Verschuldung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum

(Vierteljahrssummen; in % der Unternehmenswertschöpfung)



Quellen: EZB und Eurostat.

Anmerkung: Bei den als Balkendiagramm dargestellten Zeitreihen handelt es sich um kumulierte gleitende Vierteljahrssummen der Sektorkonten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften auf der Aufkommens- und der Verwendungsseite, ohne Schuldenaufnahme und einschließlich nicht transaktionsbedingter Veränderungen der Forderungen und Verbindlichkeiten, ausgedrückt in Prozent der Bruttowertschöpfung über die vier Quartale. Die Stromgrößen sind in analytische Kategorien untergliedert (siehe die Erläuterungen im Haupttext und in Fußnote 18). Die statistische Diskrepanz zwischen finanziellen und nichtfinanziellen Strömen ist in der „langfristigen Finanzierungslücke“ enthalten. Die Zeitreihe zum „Zins-Wachstums-Differenzial“ beinhaltet einen fiktiven negativen Strom, der sich daraus ergibt, dass die Wachstumsrate der Bruttowertschöpfung während der vier Quartale auf den Bestand an Verbindlichkeiten zu Beginn der vier Quartale angewandt wird. Dementsprechend zeigen die Balken in der Summe die Gesamtveränderung der Verschuldung im Verhältnis zur Bruttowertschöpfung innerhalb der vier Quartale. Die Linie stellt die Balkensumme auf Basis der Transaktionen dar, was rechnerisch der Nettoschuldenaufnahme in Prozent der Bruttowertschöpfung über die vier Quartale hinweg entspricht.

Abbildung 1 zeigt die Veränderungen der Unternehmensverschuldung in Relation zur Bruttowertschöpfung, die auf die vier oben genannten Antriebskräfte zurückzuführen sind und aus denen sich in der Summe die als gelbe Linie dargestellte Nettoschuldenaufnahme (Bruttoaufnahme abzüglich Tilgungen) ergibt. Darüber hinaus sind die durch andere Faktoren (z. B. Neubewertungen und Neuklassifizierungen sowie sonstige statistische Behandlungen) bedingten Schuldenstandsänderungen sowie das Niveau der Verschuldungsquote (rechte Skala) ausgewiesen.

Die Coronakrise hatte ein ungünstiges Zins-Wachstums-Differenzial zur Folge, was eine wichtige – wenn auch wohl nur vorübergehende – Determinante des Verschuldungsanstiegs war (siehe hellblaue Balken in Abbildung 1). Ursächlich für diese Entwicklung war der Wirtschaftseinbruch, wohingegen die Zinsspreads durch die geldpolitischen Stützungsmaßnahmen in Grenzen gehalten werden konnten. Dies steht im Gegensatz zu den Beobachtungen der Jahre 2008-2009, als der Anstieg des Zins-Wachstums-Differenzials aus einer Kombination von negativem Wachstum und hohen Zinsaufschlägen resultierte, sowie zur Rezession in den Jahren 2012-2013, als die Entwicklung vor dem Hintergrund der Staatsschuldenkrise von großen Zinsdifferenzen bestimmt wurde.

Liquide Vermögenswerte spielen in der aktuellen Krise eine völlig andere Rolle als zu Beginn der globalen Finanzkrise (siehe hellgrüne Balken in Abbildung 1). Sie waren 2020 ausschlaggebend für den Anstieg der Verschuldungsquote, nachdem durch den Covid-19-Schock im ersten Halbjahr eine Rekord-Kreditaufnahme und eine schwache Investitionstätigkeit verzeichnet worden waren.¹⁵ Dies schlug sich auch in einer verhaltenen Entwicklung der Nettoverschuldung der Unternehmen nieder. Ähnlich wie in vorherigen Krisen leistet der durch die schwache Konjunktur bedingte Lagerabbau (dunkelblaue Balken) einen negativen Beitrag zur Schuldenakkumulation der Unternehmen.

Die Coronakrise bewirkte auch eine Veränderung der langfristigen Finanzierungslücke (siehe rote Balken). Diese Finanzierungslücke war eine nachhaltige und robuste Triebkraft des Verschuldungsabbaus nach der Weltfinanzkrise und spiegelte eine verhaltene Investitionstätigkeit und den bevorzugten Rückgriff auf Eigenkapital und Innenfinanzierungsmittel wider. Vor dem Hintergrund wieder zunehmender Investitionen lief die Wirkung dieses Faktors in den Jahren 2018 und 2019 allmählich aus.¹⁶ Mit der Covid-19-Krise wurde der Trend abrupt gebrochen, und die Finanzierungslücke begann – ähnlich wie nach der globalen Finanzkrise in den Jahren von 2008 bis 2013 – erneut einen spürbaren Beitrag zum Verschuldungsabbau zu leisten.

¹⁵ Während der Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in den Jahren 2008-2009 auf den Mangel an kurzfristigen Finanzierungsmitteln reagierte, indem er auf die in den Vorjahren angesammelten liquiden Vermögenswerte zurückgriff, führte der anders geartete Pandemieschock zu einem beispiellosen Aufbau von Liquidität und verstärkte somit einen aufwärtsgerichteten Trend, der bereits seit 2014 zu beobachten ist.

¹⁶ Von 2010 bis 2015 bewegten sich die entsprechenden Werte in der Regel zwischen -3 % und -7 % und standen damit in deutlichem Gegensatz zu der Zeit vor der Finanzkrise. Von Ende 2007 bis Mitte 2009 lagen sie üblicherweise bei über -2 % oder gar im positiven Bereich (d. h., die Eigenmittelfinanzierung reichte zur Deckung der langfristigen Investitionen nicht aus). Abbildung 2 zeigt die Entwicklung der langfristigen Finanzierungslücke ab 2016, als die dynamische Nachkrisenphase auslief.

Die staatlichen Interventionen lassen sich an dem 2020 gestiegenen Anteil der Subventionen und Kapitalzuführungen an den gesamten Finanzressourcen ablesen. In Abbildung 2 sind die Mittel aus staatlichen Unterstützungsleistungen in zwei Kategorien aufgeschlüsselt, und zwar in „Subventionen“, zu denen laufende Transfers und Lohnstützungsmaßnahmen gerechnet werden,¹⁷ und in „Kapitalzuführungen“, zu denen Vermögenstransfers und der Erwerb von Anteilsrechten durch den Staat zählen.¹⁸ Auf Subventionen und Kapitalzuführungen entfällt seit Ende 2017 ein verhältnismäßig hoher Anteil. Grund hierfür ist vor allem ein allgemeiner Rückgang der privaten Eigenmittelfinanzierung (insbesondere bedingt durch eine im Vergleich zu früheren Perioden geringere Emission neuer Anteilsrechte, worin sich auch eine Präferenz für Anleiheemissionen widerspiegelt). Im Jahr 2020 beschleunigte sich dieser Trend. Subventionen und Kapitalzuführungen nahmen zu, während die private Eigenmittelfinanzierung weiter gedämpft blieb. Ausschlaggebend für die letztgenannte Entwicklung war ein Rückgang des Betriebsüberschusses vor Subventionen (um 1,4 Prozentpunkte gegenüber der Wertschöpfung von Ende 2019, als Vierquartalssummen gerechnet).

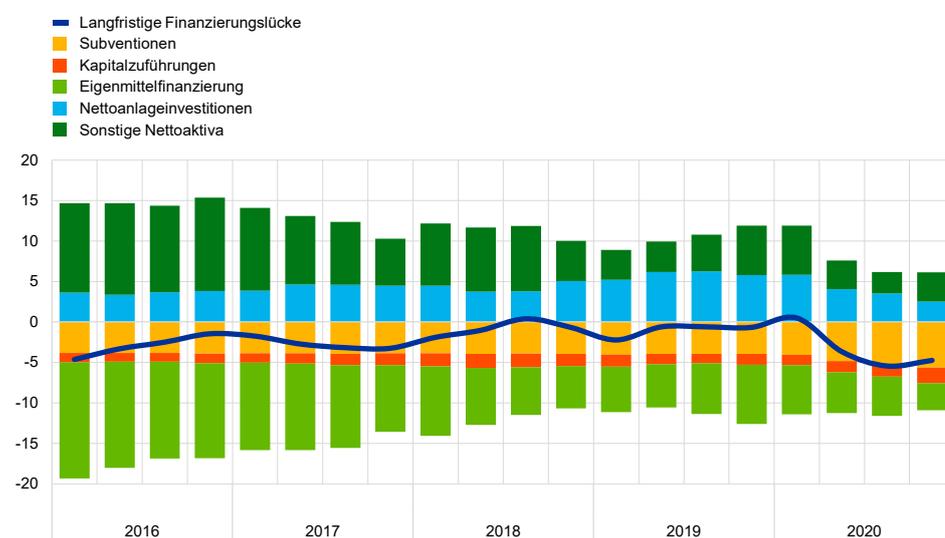
¹⁷ In den Sektorkonten mancher Euro-Länder werden nicht alle Lohnstützungsmaßnahmen dem Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zugerechnet, sondern als direkte Einkommenstransfers an private Haushalte verbucht. Es könnte daher argumentiert werden, dass die hier vorgenommene Analyse die tatsächlichen Hilfen für nichtfinanzielle Unternehmen auf der Verwendungsseite unterzeichnet.

¹⁸ Zu den übrigen Komponenten der Finanzierungslücke zählen die „Eigenmittelfinanzierung“ (Begebung neuer Anteilsrechte und einbehaltene Gewinne bereinigt um staatliche Stützungsmaßnahmen und Zinsausgaben), reale Investitionen bereinigt um Abschreibungen des Kapitalstocks (Nettoanlageinvestitionen) sowie sonstige Investitionen, insbesondere langfristige Finanzanlagen („sonstige Nettoaktiva“). Die Aufschlüsselung in Abbildung 2 entspricht den in Fußnote 14 beschriebenen Positionen mit der Ausnahme, dass einbehaltene Gewinne und die Emission von Anteilsrechten weiter in die Beiträge staatlicher Unterstützungsmaßnahmen und sonstiger Teilkomponenten, die zusammengefasst als „Eigenmittelfinanzierung“ der Unternehmen bezeichnet werden, untergliedert sind.

Abbildung 2

Finanzierungslücke des Sektors der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum

(Vierteljahrsummen; in % der Unternehmenswertschöpfung)



Quellen: EZB und Eurostat.

Anmerkung: Die gleitenden Vierteljahrsummen auf der Verwendungsseite der Sektorkonten sind unterhalb der Linie (d. h. als negative Beiträge zur Finanzierungslücke und somit zum Fremdkapitalbedarf) und auf der Aufkommenseite oberhalb der Linie (als positive Beiträge zur Finanzierungslücke und zum Fremdkapitalbedarf) dargestellt und in Prozent der Bruttowertschöpfung in den vier Quartalen ausgedrückt. Die Aufkommens- und die Verwendungsseite sind in analytische Kategorien unterteilt (siehe die Erläuterungen im Haupttext und in Fußnote 14). Die statistische Diskrepanz zwischen Aufkommens- und Verwendungsseite ist im Posten „sonstige Nettoaktiva“ enthalten.

Im Schlussquartal 2020 machten die von staatlicher Seite bereitgestellten Mittel insgesamt 70 % der gesamten Eigenmittel nichtfinanzieller Unternehmen aus, verglichen mit einem durchschnittlichen Anteil von weniger als 40 % bis 2020. Infolge ihres beträchtlichen Anstiegs fielen die Subventionen und Kapitalzuführungen im Jahr 2020 erstmals höher aus als die Investitionen und der Aufbau langfristigen Finanzvermögens, die bis Ende 2020 stark rückläufig waren.

4 Staatliche Interventionen: Risiken für die Bilanzen der öffentlichen Haushalte

Staatliche Interventionen zugunsten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften verursachen explizite und implizite Kosten in den Staatsbilanzen. Erstens handelt es sich bei den diskretionären finanzpolitischen Maßnahmenpaketen, die im Jahr 2020 zur Bewältigung der Covid-19-Krise verabschiedet wurden und auch noch 2021 zum Tragen kamen, vorwiegend um direkte Finanzhilfen mit einem unmittelbaren und substanziellen Effekt auf den Finanzierungssaldo. Zweitens ging den Regierungen aufgrund der Beschränkungen für die Wirtschaft ein Teil der Steuereinnahmen verloren.¹⁹ Drittens hat sich die Krise durch die staatlichen Finanzhilfen in Form von Kapitalzuführungen und Krediten

¹⁹ Steuerstundungen werden zwar von den Mitgliedstaaten häufig als Teil der Gesamtkosten von Haushaltspaketen ausgewiesen, sie haben jedoch in der Regel keine Auswirkung auf den Finanzierungssaldo.

auch auf die Staatsverschuldung ausgewirkt. Viertens könnten zusätzliche Eventualverbindlichkeiten (vor allem staatlich garantierte Kredite) je nachdem, welche Risiken mit deren tatsächlicher Inanspruchnahme verbunden sind, auch in Zukunft Einfluss auf den öffentlichen Schuldenstand nehmen. Darüber hinaus besteht die Gefahr, dass private nichtfinanzielle Unternehmen zwangsläufig unter staatliche Obhut genommen werden müssen.

Die Coronakrise belastet die öffentlichen Haushalte erheblich, was sich auf kurze Sicht in wachsenden Defiziten und Schuldenquoten niederschlägt. Das Haushaltsdefizit im Euro-Währungsgebiet stieg von 0,6 % des BIP im Jahr 2019 auf 7,2 % des BIP 2020, d. h. um rund 700 Mrd €. Hauptgrund hierfür war neben dem rückläufigen Wirtschaftswachstum die Umsetzung diskretionärer Maßnahmen auf der Ausgabenseite, wohingegen die Gesamteinnahmen gegenüber 2019 nur geringfügig sanken.

Die gesamtstaatliche Schuldenquote im Euroraum, die 2019 bei 83,9 % gelegen hatte, erhöhte sich 2020 auf 98,0 %.²⁰ Die Schulden der Euro-Länder nahmen von 2019 bis 2020 um 1 100 Mrd € zu. Allerdings wird die Schuldenquote den Projektionen zufolge im Jahr 2021 mit rund 100 % ihren Höchststand erreichen und danach wieder leicht sinken. Ausschlaggebend hierfür sind günstige Zins-Wachstums-Differenziale und rückläufige Defizite. Der sprunghafte Anstieg des Schuldenstands im Jahr 2020 resultiert nicht nur aus den hohen Defiziten, sondern spiegelt auch die Kredite und Kapitalzuführungen an Unternehmen sowie den Erwerb sonstiger finanzieller Vermögenswerte wider. Diese Transaktionen sind nicht in den Defizitzahlen enthalten, sondern in den Deficit-Debt-Adjustments, die sich im Euroraum auf 400 Mrd € (2,4 % des BIP) beliefen. Der Nettozugang an finanziellen Vermögenswerten erreichte im Jahr 2020 einen historischen Höchststand. Gründe hierfür waren a) beträchtliche Bestände an Bargeld und Einlagen (2,0 % des BIP) angesichts der Tatsache, dass die Länder im Vorgriff auf einen möglichen Liquiditätsbedarf Mittel durch Emission von Schuldtiteln aufnahmen, b) Kreditgewährungen und Kapitalzuführungen (0,5 % des BIP) als Ausdruck der politischen Bemühungen, den Unternehmen öffentliche Finanzmittel zur Verfügung zu stellen, und c) „sonstige Forderungen“ (-0,1 % des BIP) infolge von Steuerrückstellungen und Programmen zur Steuerstundung. Die kräftige Anleiheemission im vergangenen Jahr bestand überwiegend aus langfristigen Schuldtiteln (mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr), die einen Anteil von 61 % am gesamten Finanzierungsbedarf im Eurogebiet hatten, während auf kurzfristige Schuldtitel 33 % entfielen.

Die Bereitstellung von Eventualverbindlichkeiten wirkt sich stützend auf die Gesamtwirtschaft aus. Um zu vermeiden, dass aus Liquiditätsengpässen insbesondere bei KMUs Solvenzrisiken erwachsen, sind viele Regierungen seit März/April 2020 neue Eventualverbindlichkeiten eingegangen. Dabei handelte es sich zumeist um direkte staatlich garantierte Kredite, die sich nicht in der amtlichen Schuldenstatistik niederschlagen. Die von Land zu Land unterschiedlichen rechtlichen Rahmenbedingungen erschweren einen Vergleich der jeweiligen staatlichen Garantien für Unternehmen. Einige Garantieprogramme wurden neu aufgelegt, andere bestanden bereits vor Ausbruch der Krise. Die außerbilanzielle

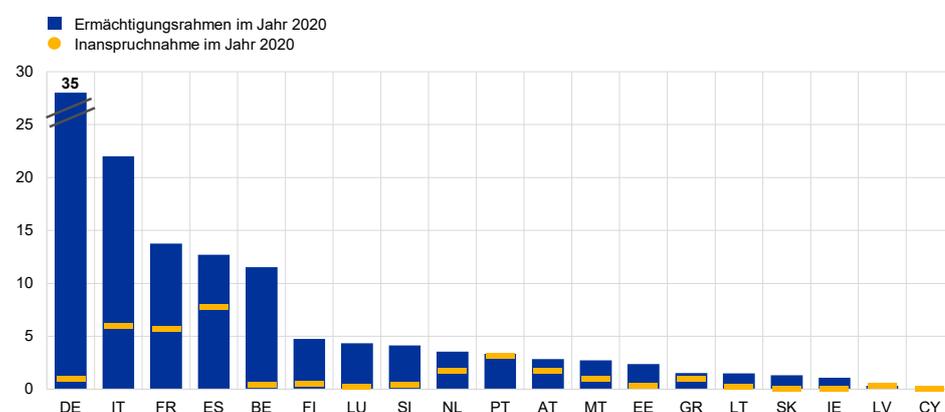
²⁰ Siehe Eurostat, [euroindikatoren](#), 22. April 2021.

Position hatte im Jahr 2020 einen durchschnittlichen Umfang von rund 2 000 Mrd € oder 19 % des BIP, verglichen mit 9 % des BIP Ende 2019. Die potenziellen Verluste für die Staaten sind zwar beträchtlich, halten sich aber bislang offenbar insgesamt in Grenzen. Die Inanspruchnahme der Garantien belief sich bis Ende 2020 auf aggregierter Ebene auf lediglich rund 4 % des BIP (wobei zwischen den Ländern große Unterschiede bestanden).²¹ Eine länderübergreifend und im Zeitverlauf einheitliche Quantifizierung der staatlichen Garantien für den Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften gestaltet sich schwierig. In Abbildung 3 werden zumindest Schätzungen für die Länder des Euroraums im Jahr 2020 vorgelegt.²²

Abbildung 3

Ermächtigungsrahmen für staatliche Kreditgarantien und Inanspruchnahme von Garantien im Jahr 2020 in den Ländern des Euroraums

(Kreditgarantien bzw. Ermächtigungen dafür (einschließlich Inanspruchnahme); in % des BIP)



Quellen: Schätzungen der Working Group on Public Finance im Rahmen der gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Juni 2021 (Eurosystem staff Broad Macroeconomic Projection Exercise projections – BMPE) und des ESRB-Berichts „Financial stability implications of support measures to protect the real economy from the COVID-19 pandemic“ vom Februar 2021.

Die Entwicklung öffentlicher Kapitalgesellschaften birgt auch ohne explizite Staatsgarantien ein zusätzliches Aufwärtsrisiko für die staatliche

Verschuldung. Treten Verluste ein, erwachsen aus öffentlichen Kapitalgesellschaften zusätzliche Risiken für die Staatsbilanzen.²³ Daten von Eurostat zeigen, dass sich die dem Sektor der öffentlichen Kapitalgesellschaften zuzurechnenden Verbindlichkeiten in den Staatsbilanzen vor der Pandemie in Grenzen hielten.²⁴ Dies könnte sich jedoch im Zeitverlauf ändern, wie sich in der

²¹ Diese Zahlen geben das jeweilige Gesamtvolumen der Ermächtigungen für staatliche Kreditgarantien wieder (und nicht den mobilisierten Gesamtbetrag einschließlich fremdfinanzierter privater Mittel).

²² Dabei ist zu beachten, dass hier keine Differenzierung zwischen den Begünstigten erfolgt, d. h., es wird weder zwischen Großunternehmen, KMUs und Einzelunternehmen noch zwischen den Risikoprofilen in der jeweiligen Kategorie unterschieden.

²³ Das Konzept des öffentlichen Sektors (siehe Schaubild 1) kann in diesem Zusammenhang ein nützliches Zusatzinstrument zur Überwachung der Risiken in den Staatsbilanzen sein (siehe IWF, *Fiscal Monitor*, Oktober 2018).

²⁴ Siehe Eurostat, *Products Eurostat News* vom 29. Januar 2021, unter Bezugnahme auf Richtlinie 2011/85/EU des Rates („Sechserpaket“). Der Sektor der öffentlichen finanziellen Kapitalgesellschaften ist jedoch seit der Weltfinanzkrise aufgrund staatlicher Kapitalzuführungen und Vermögensverwaltungsgesellschaften relativ groß. Einige dieser Unternehmen (sogenannte Zweckgesellschaften) werden unter der Kategorie „öffentlicher Sektor“ geführt (Europäische Kommission, 2015).

globalen Finanzkrise gezeigt hat. Die Erfahrung lehrt, dass erfolgreiche Privatisierungen und Veräußerungen gut vorbereitet sein müssen. Das bedeutet aber auch, dass einem möglichen Druck widerstanden werden muss, überstürzt zu reprivatisieren. Nach den Leitlinien der OECD sind die Auswirkungen solcher Transaktionen auf das jeweilige Unternehmen, den Markt und die Gesamtwirtschaft sorgfältig zu prüfen, was dazu führen könnte, dass Staatsbeteiligungen noch einige Zeit in den staatlichen Portfolios verbleiben.²⁵

5 Schlussbemerkungen

Die in der Covid-19-Krise von den Regierungen der Euro-Länder ergriffenen Stützungsmaßnahmen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften haben im Verbund mit der Nutzung gewisser Spielräume, die der jeweilige rechtliche Rahmen auf europäischer und nationaler Ebene gestattet, größere Verwerfungen wie etwa eine Insolvenzwellen verhindert. Die Länder des Euroraums leiteten im Jahr 2020 eine Vielzahl von Hilfsmaßnahmen ein, die unter anderem zu einem beispiellosen Anstieg der liquiden Aktiva in den Unternehmensbilanzen beigetragen haben, da die wirtschaftliche Unsicherheit privaten Investitionen entgegenstand. Mithilfe öffentlicher Mittel konnten die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ihre Liquiditätspuffer zur Abfederung künftiger Schocks aufstocken, sodass eine tragfähige Entwicklung der Unternehmensverschuldung sichergestellt werden konnte. Dabei sind allerdings erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Unternehmen und Ländern zu beobachten. Zudem wurden die Kreditgarantien nur in relativ geringem Umfang in Anspruch genommen. Dies lässt neben einer gewissen Verschärfung der Kreditvergabebedingungen auch darauf schließen, dass die Nachfrage in den meisten Ländern schwach war. Die Inanspruchnahme von Kreditgarantien könnte sich aber in naher Zukunft erhöhen. Neben staatlich garantierten Krediten haben die Regierungen die Möglichkeit, Kapital zuzuführen und direkte Darlehen zu vergeben. Je nach Tiefe und Dauer der Covid-19-Krise könnten Risiken aus weiteren Kapitalzuführungen zum Tragen kommen. Insgesamt ergeben sich potenzielle Risiken aus einer zunehmenden Verflechtung zwischen Staaten, Banken und Unternehmen.

Art und Umfang der staatlichen Unterstützung für den Unternehmenssektor werden sich 2021 und in den Folgejahren in Abhängigkeit vom weiteren Verlauf der Pandemie und den damit verbundenen Eindämmungsmaßnahmen sowie vom Tempo der wirtschaftlichen Erholung weiter verändern. Nach den umfangreichen finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen, die in den Jahren 2020-2021 auf nationaler Ebene ergriffen wurden, wird nun die EU einen größeren Beitrag zu Investitionen und zur wirtschaftlichen Erholung leisten. Die im Rahmen der Aufbau- und Resilienzfazilität (RRF) bereitgestellten Mittel zielen unter

²⁵ Die OECD-Leitlinien zur Corporate Governance von Staatsunternehmen verweisen unter anderem darauf, dass der Öffentlichkeit eine nachvollziehbare Begründung für die Reprivatisierung vorzulegen ist, damit kein Verdacht auf unlautere Motive aufkommt. Vor Beginn der Transaktion sollte ein gesunder Wettbewerb gewährleistet sein. Eine entscheidende Rolle spielt hier die Unabhängigkeit von Privatisierungsberatern. Eine angemessene Unternehmensbewertung und ein angemessener Verkaufspreis sind wichtige Voraussetzungen für den Erfolg. Hierfür gilt allgemein der Grundsatz des beizulegenden Marktwerts. Bei einem Verkauf unter Marktwert sollten die Gründe von Anfang an klar benannt und transparent dargelegt werden, um die Integrität des Verfahrens sicherzustellen.

anderem darauf ab, den digitalen und ökologischen Wandel der europäischen Volkswirtschaften zu fördern. Den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Juni 2021 zufolge dürfte das Euro-Währungsgebiet vor einer kräftigen Erholung stehen. Für 2021 und 2022 wird mit einer Wachstumsrate von 4,6 % bzw. 4,7 % gerechnet. Mit zunehmender Dynamik der wirtschaftlichen Belebung wird es darauf ankommen, von einer breit angelegten zu einer gezielteren Unterstützung einzelner Sektoren und Unternehmen überzugehen, um die staatlichen Risikopositionen und die Abhängigkeit der Unternehmen von staatlicher Hilfe zu verringern. Zugleich sollten potenzielle Ansteckungseffekte vermieden werden, die sich aus spezifischen sektoralen Ungleichgewichten ergeben. Diese könnten sich – über (notleidende) Kredite – auf Banken auswirken und mögliche negative Rückkopplungsschleifen zwischen Staaten und dem Finanzsektor verstärken.²⁶

²⁶ Siehe EZB, [Financial Stability Review](#), Mai 2021.

Statistik

Statistik

Inhaltsverzeichnis

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

Zusätzliche Informationen

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

Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

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

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes; saisonbereinigt)									Wareneinfuhr ¹⁾		
	Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex						Globaler Einkaufsmanagerindex ²⁾			Global	Industrieländer	Schwellenländer
	Global ²⁾	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungen	Auftrags-eingänge im Exportgeschäft			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	-4,4	-4,6	-4,2
2020 Q3	51,9	53,1	57,5	45,6	54,7	52,4	52,6	51,7	49,0	7,9	8,6	7,3
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	4,9	2,0	8,0
Q2	57,5	65,3	61,9	49,6	53,0	56,8	53,9	58,8	52,9	.	.	.
2021 Jan.	53,3	58,7	41,2	47,1	52,2	47,8	54,0	53,0	49,3	4,6	4,2	5,1
Febr.	54,3	59,5	49,6	48,2	51,7	48,8	53,7	54,4	49,8	3,7	2,1	5,5
März	55,3	59,7	56,4	49,9	53,1	53,2	53,6	55,9	51,7	4,9	2,0	8,0
April	57,5	63,5	60,7	51,0	54,7	53,8	54,4	58,5	53,3	4,7	2,0	7,6
Mai	59,0	68,7	62,9	48,8	53,8	57,1	54,4	60,6	53,6	.	.	.
Juni	56,2	63,7	62,2	48,9	50,6	59,5	53,0	57,3	51,8	.	.	.

Quellen: Markit (Spalten 1-9), CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis und EZB-Berechnungen (Spalten 10-12).

1) „Global“ und „Industrieländer“ ohne Euroraum. Jahres- und Quartalswerte als Veränderung gegen Vorperiode in %; Monatswerte als Veränderung des Dreimonatsdurchschnitts gegen vorangegangenen Dreimonatsdurchschnitt in %. Alle Daten saisonbereinigt.

2) Ohne Euroraum.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum ¹⁾						Vereinigte Staaten	Japan
	Euro Short-Term Rate (€STR) ²⁾	Tagesgeld (EONIA)	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmontatsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2018	-0,45	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2020	-0,55	-0,46	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,64	-0,07
2020 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
Juni	-0,56	-0,48	-0,55	-0,54	-0,51	-0,48	0,13	-0,09

Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

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

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

2.2 Zinsstrukturkurven

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

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euroraum ^{1), 2)}					Euroraum ^{1), 2)}	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euroraum ^{1), 2)}			
	3 Monate	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2020 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
Juni	-0,65	-0,69	-0,70	-0,56	-0,20	0,49	1,40	0,68	-0,72	-0,68	-0,22	0,45

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 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
Juni	455,3	4 105,8	958,5	305,3	188,6	97,4	168,5	831,8	850,4	375,9	287,2	883,4	4 238,5	28 943,2

Quelle: Refinitiv.

2 Finanzielle Entwicklungen

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

	Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite				Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten	
	Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz ³⁾	Mit anfänglicher Zinsbindung				Effek- tiver Jahres- zinssatz ³⁾			
			Bis zu 2 Jah- ren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr	Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren		Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren	Mehr als 10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2020 Juni	0,02	0,35	0,23	0,71	5,28	16,02	4,41	5,14	5,57	1,87	1,44	1,64	1,38	1,39	1,68	1,42
Juli	0,02	0,35	0,22	0,74	5,16	15,92	4,73	5,27	5,70	2,00	1,43	1,59	1,34	1,38	1,67	1,40
Aug.	0,02	0,35	0,19	0,71	5,20	15,88	5,33	5,35	5,88	1,91	1,42	1,61	1,31	1,40	1,67	1,40
Sept.	0,02	0,35	0,19	0,70	5,23	15,86	5,08	5,25	5,75	1,94	1,39	1,61	1,31	1,37	1,66	1,38
Okt.	0,02	0,35	0,20	0,69	5,18	15,82	5,14	5,26	5,80	2,03	1,37	1,56	1,27	1,36	1,64	1,36
Nov.	0,02	0,35	0,20	0,71	5,11	15,78	5,01	5,25	5,90	2,04	1,37	1,54	1,29	1,35	1,63	1,35
Dez.	0,01	0,35	0,17	0,72	4,99	15,78	4,93	5,08	5,71	1,93	1,35	1,52	1,27	1,33	1,62	1,32
2021 Jan.	0,01	0,35	0,22	0,68	5,00	15,81	4,84	5,32	5,87	1,91	1,35	1,49	1,29	1,35	1,60	1,33
Febr.	0,01	0,35	0,23	0,66	5,01	15,74	5,05	5,25	5,86	1,98	1,30	1,48	1,27	1,32	1,58	1,31
März	0,01	0,35	0,20	0,61	4,98	15,77	4,88	5,12	5,72	1,94	1,32	1,43	1,24	1,32	1,58	1,31
April	0,01	0,35	0,21	0,62	4,89	15,75	5,16	5,17	5,78	1,98	1,32	1,49	1,27	1,31	1,59	1,31
Mai ^(p)	0,01	0,34	0,19	0,58	4,89	15,76	5,16	5,31	5,93	2,04	1,32	1,43	1,26	1,31	1,61	1,32

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

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

	Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Gewichteter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio €			Mehr als 1 Mio €			
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2020 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	2,00	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	2,02	1,56	1,45	1,40	1,09	0,71	1,23	1,39
April	-0,01	-0,18	0,25	1,80	2,04	1,96	1,98	1,57	1,44	1,40	1,31	1,33	1,38	1,56
Mai ^(p)	-0,01	-0,23	0,19	1,80	1,87	1,95	2,04	1,57	1,45	1,42	1,16	1,17	1,27	1,46

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

2 Finanzielle Entwicklungen

2.6 Von Ansässigen im Euroraum begebene Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen und Ursprungslaufzeiten

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

	Umlauf							Bruttoabsatz ¹⁾						
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte			
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte		
													FMKGs	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Kurzfristig														
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	455	177	70	.	45	114	49
2020 Dez.	1 527	454	144	.	97	714	118	336	164	60	.	30	51	31
2021 Jan.	1 584	495	141	.	99	718	131	493	246	46	.	37	121	43
Febr.	1 544	475	143	.	102	702	121	371	164	44	.	32	103	27
März	1 583	486	148	.	94	726	130	458	218	50	.	30	118	43
April	1 558	474	144	.	98	706	136	413	180	40	.	39	107	47
Mai	1 531	462	147	.	99	692	130	409	187	47	.	37	105	33
Langfristig														
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	17 243	3 892	3 169	.	1 451	8 006	725	295	68	70	.	27	114	16
2020 Dez.	17 243	3 892	3 169	.	1 451	8 006	725	204	40	104	.	17	36	7
2021 Jan.	17 314	3 897	3 130	.	1 459	8 093	736	315	90	52	.	21	133	19
Febr.	17 511	3 904	3 188	.	1 459	8 209	751	325	57	84	.	20	144	19
März	17 709	3 967	3 231	.	1 475	8 274	763	371	107	94	.	27	125	17
April	17 713	3 952	3 223	.	1 470	8 308	760	316	64	77	.	17	146	12
Mai	17 832	3 946	3 240	.	1 484	8 393	769	276	46	73	.	23	121	12

Quelle: EZB.

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

2.7 Wachstumsraten und Umlauf von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

(in Mrd €; Veränderung in %)

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien			
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte					
											FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Umlauf											
2018	16 959,9	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	6 639,0
2020	18 770,2	4 345,9	3 313,3	.	1 547,5	8 720,3	843,2	8 448,7	469,3	1 321,5	6 658,0
2020 Dez.	18 770,2	4 345,9	3 313,3	.	1 547,5	8 720,3	843,2	8 448,7	469,3	1 321,5	6 658,0
2021 Jan.	18 898,6	4 392,0	3 271,3	.	1 557,6	8 810,9	866,8	8 331,8	446,6	1 317,4	6 567,8
Febr.	19 055,1	4 379,5	3 331,6	.	1 560,4	8 911,4	872,2	8 649,0	520,6	1 407,6	6 720,8
März	19 291,7	4 453,1	3 378,7	.	1 568,5	8 999,1	892,4	9 237,8	542,9	1 467,6	7 227,3
April	19 270,9	4 426,0	3 367,1	.	1 568,2	9 013,8	895,7	9 457,6	554,3	1 467,6	7 435,6
Mai	19 362,4	4 407,6	3 387,0	.	1 583,8	9 085,1	898,9	9 655,7	575,7	1 508,9	7 571,1
Wachstumsraten											
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	2,6	.	12,4	10,9	24,3	1,1	0,0	3,1	0,8
2020 Dez.	7,4	1,2	2,6	.	12,4	10,9	24,3	1,1	0,0	3,1	0,8
2021 Jan.	7,4	0,3	2,8	.	11,6	11,3	25,5	1,3	-0,1	4,5	0,7
Febr.	7,7	-0,3	4,0	.	10,8	11,8	25,1	1,5	-0,1	4,7	0,9
März	8,5	2,2	4,1	.	11,9	11,9	24,5	1,7	1,4	5,0	1,1
April	7,0	0,9	4,5	.	8,2	10,2	19,5	2,0	1,4	5,3	1,5
Mai	5,6	0,2	5,0	.	5,7	8,1	12,3	2,3	1,4	6,1	1,6

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

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

	EWK-19						EWK-42	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2018	99,9	95,5	94,1	90,6	80,9	89,2	117,3	94,9
2019	98,1	93,1	92,9	88,8	79,1	86,6	115,4	92,3
2020	99,6	93,4	94,1	89,2	78,9	87,5	119,4	93,8
2020 Q3	101,1	94,7	95,3	90,0	79,0	87,9	121,7	95,4
Q4	101,2	94,7	95,4	90,2	75,9	87,8	122,3	95,5
2021 Q1	100,7	94,6	95,2	89,8	75,1	87,5	121,7	95,3
Q2	100,5	94,0	94,5	.	.	.	121,9	94,9
2021 Jan.	101,3	95,3	95,7	-	-	-	122,4	96,1
Febr.	100,6	94,5	95,3	-	-	-	121,5	95,2
März	100,3	94,1	94,8	-	-	-	121,2	94,8
April	100,6	94,1	94,9	-	-	-	121,9	95,1
Mai	100,8	94,2	94,6	-	-	-	122,3	95,1
Juni	100,2	93,8	93,9	-	-	-	121,5	94,6
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>							
2021 Juni	-0,6	-0,4	-0,8	-	-	-	-0,6	-0,5
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2021 Juni	0,5	0,0	-0,2	-	-	-	2,1	0,8

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	Tschechische Krone 3	Dänische Krone 4	Ungarischer Forint 5	Japanischer Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumänischer 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 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
Q2	7,784	7,528	25,638	7,436	354,553	131,930	4,529	0,862	4,9240	10,141	1,098	1,206
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
Juni	7,739	7,498	25,454	7,436	349,937	132,631	4,501	0,859	4,9238	10,117	1,094	1,205
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2021 Juni	-0,9	-0,3	-0,4	0,0	-1,0	0,0	-0,6	-0,4	0,0	-0,3	-0,3	-0,8
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2021 Juni	-2,9	-0,9	-4,6	-0,2	0,6	9,5	1,2	-4,5	1,7	-3,5	2,1	7,0

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen während des Berichtszeitraums)

	Insgesamt ¹⁾			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bestände (Auslandsvermögensstatus)												
2020 Q2	28 147,8	28 214,2	-66,5	11 309,8	9 464,6	9 868,7	11 969,9	-66,0	6 130,3	6 779,7	905,0	15 309,0
Q3	28 066,2	28 063,8	2,5	11 116,0	9 314,9	10 009,8	12 055,5	-91,9	6 122,8	6 693,4	909,6	15 148,3
Q4	28 335,8	28 453,7	-118,0	10 976,2	9 408,4	10 700,4	12 347,1	-75,2	5 854,6	6 698,3	879,8	14 809,7
2021 Q1	29 619,9	29 737,7	-117,8	11 320,4	9 605,4	11 436,4	13 070,4	-115,2	6 128,8	7 061,9	849,5	15 416,3
Bestände in % des BIP												
2021 Q1	260,5	261,6	-1,0	99,6	84,5	100,6	115,0	-1,0	53,9	62,1	7,5	135,6
Transaktionen												
2020 Q2	135,7	111,9	23,8	69,3	177,9	377,2	202,6	40,8	-354,8	-268,6	3,2	-
Q3	184,7	86,7	98,0	24,7	-2,3	96,2	78,8	-31,8	92,3	10,3	3,4	-
Q4	31,2	-94,7	125,8	-97,9	13,5	355,0	-239,9	-19,6	-208,4	131,8	2,1	-
2021 Q1	513,5	428,7	84,8	70,6	7,7	259,7	165,4	7,2	179,1	255,5	-3,0	-
2020 Dez.	-199,1	-249,1	50,0	-113,3	-9,6	176,3	-124,1	-30,6	-233,2	-115,4	1,7	-
2021 Jan.	328,5	283,3	45,2	61,6	19,5	95,9	92,0	13,7	158,2	171,8	-0,9	-
Febr.	119,8	101,0	18,8	21,5	4,9	84,2	-2,7	-1,0	16,7	98,8	-1,6	-
März	65,2	44,4	20,8	-12,5	-16,7	79,6	76,2	-5,6	4,2	-15,1	-0,5	-
April	208,9	208,2	0,7	38,5	13,8	62,2	46,0	4,6	102,7	148,4	0,7	-
Mai	110,2	76,2	33,9	41,2	38,9	63,4	-7,1	-2,4	6,6	44,4	1,4	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen												
2021 Mai	943,7	569,9	373,8	27,5	53,1	949,6	186,6	-22,3	-15,6	330,1	4,5	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP												
2021 Mai	8,3	5,0	3,3	0,2	0,5	8,4	1,6	-0,2	-0,1	2,9	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 ¹⁾		
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorrats- verände- rungen ²⁾	Zusam- men	Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	
					Bau- investi- tionen	Ausrüstungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</i>												
2018	11 589,5	11 120,5	6 224,9	2 369,1	2 431,1	1 176,6	747,0	500,9	95,5	469,0	5 577,7	5 108,7
2019	11 952,4	11 540,2	6 379,4	2 455,9	2 653,2	1 257,0	771,0	618,5	51,7	412,2	5 761,7	5 349,6
2020	11 359,2	10 933,6	5 904,9	2 573,3	2 487,7	1 215,6	680,8	584,1	-32,2	425,6	5 177,0	4 751,4
2020 Q2	2 611,6	2 530,2	1 346,7	633,9	546,9	274,3	143,3	127,6	2,6	81,5	1 114,1	1 032,6
Q3	2 907,9	2 767,8	1 528,7	649,1	619,6	310,0	179,3	128,5	-29,7	140,1	1 302,7	1 162,6
Q4	2 912,7	2 773,7	1 488,8	660,5	635,6	316,5	183,0	134,3	-11,1	139,0	1 364,3	1 225,3
2021 Q1	2 927,6	2 790,3	1 472,7	663,4	644,1	324,1	184,8	133,4	10,1	137,3	1 395,7	1 258,4
<i>In % des BIP</i>												
2020	100,0	96,3	52,0	22,7	21,9	10,7	6,0	5,1	-0,3	3,7	-	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2020 Q2	-11,4	-12,0	-12,6	-2,6	-19,3	-12,0	-17,4	-32,9	-	-	-18,5	-20,0
Q3	12,4	10,2	14,1	5,3	13,0	13,2	24,8	-0,5	-	-	16,6	11,6
Q4	-0,6	-0,4	-2,9	0,5	2,6	1,6	1,9	6,0	-	-	3,9	4,9
2021 Q1	-0,3	-0,6	-2,2	-0,2	0,1	1,1	1,3	-3,6	-	-	0,6	0,1
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2018	1,9	1,8	1,5	1,1	3,1	3,7	3,9	0,6	-	-	3,6	3,7
2019	1,4	2,2	1,3	1,7	6,7	3,5	2,0	21,2	-	-	2,4	4,4
2020	-6,4	-6,3	-7,9	1,4	-7,4	-4,9	-12,5	-6,3	-	-	-9,0	-8,9
2020 Q2	-14,4	-14,0	-16,1	-1,6	-20,2	-13,9	-26,7	-24,4	-	-	-21,1	-20,7
Q3	-4,0	-4,1	-4,6	3,0	-4,4	-3,3	-8,4	-1,2	-	-	-8,6	-9,3
Q4	-4,6	-6,6	-7,4	3,1	-10,7	-1,0	-5,3	-31,5	-	-	-4,8	-9,0
2021 Q1	-1,3	-4,0	-5,3	2,9	-6,3	2,4	6,4	-31,8	-	-	-0,6	-6,2
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2020 Q2	-11,4	-11,8	-6,7	-0,6	-4,5	-1,3	-1,0	-2,2	-0,1	0,3	-	-
Q3	12,4	9,9	7,4	1,3	2,8	1,4	1,4	0,0	-1,5	2,5	-	-
Q4	-0,6	-0,4	-1,5	0,1	0,6	0,2	0,1	0,3	0,5	-0,2	-	-
2021 Q1	-0,3	-0,6	-1,1	0,0	0,0	0,1	0,1	-0,2	0,6	0,3	-	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2018	1,9	1,8	0,8	0,2	0,6	0,4	0,2	0,0	0,1	-	-	-
2019	1,4	2,2	0,7	0,4	1,4	0,4	0,1	0,9	-0,3	-0,8	-	-
2020	-6,4	-6,0	-4,2	0,3	-1,6	-0,5	-0,8	-0,3	-0,5	-0,4	-	-
2020 Q2	-14,4	-13,6	-8,6	-0,3	-4,6	-1,5	-1,7	-1,4	-0,1	-0,8	-	-
Q3	-4,0	-4,0	-2,4	0,6	-0,9	-0,4	-0,5	-0,1	-1,2	0,0	-	-
Q4	-4,6	-6,4	-4,0	0,6	-2,5	-0,1	-0,3	-2,1	-0,6	1,8	-	-
2021 Q1	-1,3	-3,8	-2,8	0,6	-1,4	0,3	0,4	-2,1	-0,2	2,5	-	-

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
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
2018	10 385,3	174,5	2 055,6	528,1	1 961,0	501,8	474,8	1 166,3	1 208,6	1 957,8	356,8	1 204,2
2019	10 710,7	177,1	2 074,8	569,2	2 036,3	533,3	475,9	1 202,3	1 252,8	2 022,0	366,9	1 241,7
2020	10 229,4	175,2	1 939,7	559,5	1 794,5	547,0	463,6	1 210,0	1 168,2	2 052,5	319,2	1 129,8
2020 Q2	2 353,5	45,0	429,5	125,5	382,7	129,9	113,2	294,3	265,4	496,5	71,7	258,2
Q3	2 616,0	43,6	498,3	143,7	472,8	140,6	115,7	304,4	294,6	519,6	82,8	291,9
Q4	2 622,1	43,2	512,6	147,9	456,5	140,1	115,4	306,1	301,1	522,5	76,5	290,6
2021 Q1	2 641,3	43,5	527,6	147,3	451,2	142,0	117,6	308,0	303,3	524,6	76,2	286,3
In % der Wertschöpfung												
2020	100,0	1,7	19,0	5,5	17,5	5,3	4,5	11,8	11,4	20,1	3,1	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2020 Q2	-11,7	0,4	-14,7	-12,6	-21,3	-4,1	-2,6	-2,6	-14,1	-6,3	-23,6	-9,3
Q3	12,2	0,5	16,3	13,8	23,0	7,4	2,8	2,9	11,2	9,1	22,7	14,2
Q4	-0,5	0,0	3,1	2,0	-3,8	-0,8	-0,5	-0,1	1,4	-1,3	-11,4	-1,5
2021 Q1	0,0	-0,9	1,0	-1,1	-1,5	1,6	1,4	-0,1	0,5	0,1	-0,9	-3,5
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2018	1,9	-0,2	1,8	2,4	1,6	6,7	1,0	1,3	3,9	0,9	1,1	1,7
2019	1,3	0,6	-0,7	2,9	2,1	5,3	0,7	1,7	1,8	1,0	1,5	1,5
2020	-6,3	-0,1	-7,0	-5,5	-13,4	1,2	-1,8	-1,0	-8,0	-2,5	-17,3	-7,1
2020 Q2	-14,4	0,1	-18,4	-15,1	-26,2	-3,7	-3,8	-2,8	-16,5	-7,9	-28,6	-14,7
Q3	-4,1	0,6	-5,0	-3,8	-9,3	3,2	-1,4	-0,4	-7,3	0,4	-12,2	-3,2
Q4	-4,6	-0,4	-1,5	-1,6	-12,6	1,2	-1,4	-1,0	-6,0	-1,2	-22,3	-4,7
2021 Q1	-1,3	0,0	3,3	0,4	-8,2	3,7	1,1	0,1	-2,7	0,9	-17,6	-1,4
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2020 Q2	-11,7	0,0	-2,8	-0,7	-3,9	-0,2	-0,1	-0,3	-1,7	-1,2	-0,8	-
Q3	12,2	0,0	3,0	0,7	3,8	0,4	0,1	0,4	1,3	1,8	0,6	-
Q4	-0,5	0,0	0,6	0,1	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,3	-0,4	-
2021 Q1	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2018	1,9	0,0	0,4	0,1	0,3	0,3	0,0	0,2	0,4	0,2	0,0	-
2019	1,3	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2020	-6,3	0,0	-1,3	-0,3	-2,5	0,1	-0,1	-0,1	-0,9	-0,5	-0,6	-
2020 Q2	-14,4	0,0	-3,6	-0,8	-5,0	-0,2	-0,2	-0,3	-1,9	-1,5	-1,0	-
Q3	-4,1	0,0	-1,0	-0,2	-1,8	0,2	-0,1	0,0	-0,9	0,1	-0,4	-
Q4	-4,6	0,0	-0,3	-0,1	-2,4	0,1	-0,1	-0,1	-0,7	-0,2	-0,8	-
2021 Q1	-1,3	0,0	0,6	0,0	-1,5	0,2	0,0	0,0	-0,3	0,2	-0,6	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

3 Konjunktorentwicklung

3.3 Beschäftigung¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Zahl der Erwerbstätigen													
<i>Gewichte in %</i>													
2018	100,0	85,8	14,2	3,1	14,6	6,0	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,2	6,8
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,5	6,0	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,7
2020	100,0	86,0	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	-0,5	1,5	2,8	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	1,4	1,3	1,5	0,6
2020	-1,6	-1,6	-1,9	-3,0	-1,9	0,5	-3,6	1,3	-0,7	0,0	-2,5	0,7	-3,5
2020 Q2	-2,9	-3,0	-2,5	-3,6	-2,2	-0,8	-5,7	0,5	-1,1	-1,3	-4,7	0,2	-5,9
Q3	-2,1	-2,0	-2,2	-2,7	-2,7	0,9	-4,2	0,9	-0,8	0,4	-3,5	0,6	-3,7
Q4	-1,8	-1,8	-1,8	-2,3	-2,3	0,7	-4,6	1,3	-0,7	1,0	-2,2	0,9	-3,9
2021 Q1	-1,9	-1,9	-1,7	-0,4	-2,2	1,3	-5,5	2,1	-0,5	0,4	-1,7	1,2	-5,1
Geleistete Arbeitsstunden													
<i>Gewichte in %</i>													
2018	100,0	81,1	18,9	4,3	15,0	6,8	25,8	3,0	2,5	1,0	13,8	21,7	6,1
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,8	3,1	2,4	1,0	13,9	21,8	6,1
2020	100,0	81,9	18,1	4,3	14,9	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	3,4	1,5	4,0	-1,0	2,7	3,2	1,4	0,4
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	-10,4	-3,4	-7,5	-5,9	-13,5	-1,8	-3,2	-6,4	-7,7	-2,0	-13,3
2020 Q2	-17,0	-15,9	-22,1	-6,6	-16,4	-18,0	-27,3	-6,2	-6,6	-16,8	-17,1	-6,5	-28,0
Q3	-4,8	-4,6	-5,4	-1,7	-5,8	-0,9	-8,8	-2,1	-2,4	-3,2	-6,6	-0,2	-6,3
Q4	-6,2	-5,8	-8,1	-2,3	-5,5	-2,4	-13,3	-0,6	-2,1	-2,6	-5,3	-0,7	-12,5
2021 Q1	-3,1	-3,0	-3,4	1,4	-1,4	4,7	-11,4	1,8	0,7	1,9	-2,0	1,8	-9,7
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2018	0,1	0,3	-0,1	0,6	-0,1	0,6	0,0	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	0,0	-0,2	-0,2	-0,1
2020	-6,2	-5,6	-8,6	-0,4	-5,7	-6,4	-10,3	-3,0	-2,5	-6,4	-5,4	-2,7	-10,2
2020 Q2	-14,5	-13,3	-20,1	-3,1	-14,5	-17,3	-22,9	-6,7	-5,6	-15,8	-13,1	-6,7	-23,5
Q3	-2,8	-2,6	-3,2	1,0	-3,2	-1,8	-4,8	-3,0	-1,6	-3,5	-3,2	-0,8	-2,7
Q4	-4,5	-4,0	-6,4	0,0	-3,2	-3,1	-9,0	-1,9	-1,5	-3,5	-3,2	-1,6	-8,9
2021 Q1	-1,2	-1,1	-1,8	1,8	0,8	3,3	-6,2	-0,3	1,2	1,6	-0,4	0,5	-4,8

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 ¹⁾											Vakanz- quote ³⁾
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ²⁾	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio.	In % der Er- werbs- per- sonen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2020)			100,0			80,6		19,4		51,4		48,6		
2018	163.438	3,9	13.380	8,2	3,8	10.913	7,3	2.467	17,2	6.879	7,9	6.501	8,6	2,1
2019	164.209	3,6	12.406	7,6	3,3	10.102	6,7	2.304	16,0	6.352	7,2	6.054	7,9	2,2
2020	162.523	3,6	12.743	7,8	3,0	10.266	6,9	2.477	17,7	6.553	7,6	6.189	8,2	1,7
2020 Q2	159.963	3,6	11.895	7,4	2,5	9.499	6,5	2.396	17,8	6.253	7,3	5.643	7,6	1,6
Q3	163.000	3,7	13.832	8,5	3,1	11.127	7,5	2.706	19,2	7.096	8,2	6.737	8,9	1,7
Q4	163.169	3,6	13.144	8,1	3,2	10.665	7,1	2.479	17,9	6.756	7,8	6.388	8,4	1,9
2021 Q1	162.171	3,7	13.643	8,4	3,2	10.985	7,4	2.658	18,7	6.932	8,0	6.711	8,9	2,1
2020 Dez.	-	-	13.230	8,2	-	10.718	7,2	2.512	18,1	6.787	7,8	6.443	8,5	-
2021 Jan.	-	-	13.241	8,2	-	10.659	7,2	2.581	18,6	6.831	7,9	6.410	8,5	-
Febr.	-	-	13.253	8,2	-	10.683	7,2	2.570	18,5	6.815	7,9	6.438	8,6	-
März	-	-	13.100	8,1	-	10.533	7,1	2.566	18,4	6.650	7,7	6.450	8,6	-
April	-	-	13.098	8,1	-	10.557	7,2	2.541	18,4	6.690	7,8	6.408	8,5	-
Mai	-	-	12.792	7,9	-	10.389	7,1	2.403	17,5	6.575	7,6	6.217	8,3	-

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. Infolge der Umsetzung der Verordnung über die integrierte europäische Sozialstatistik kommt es im ersten Quartal 2021 zu einem Zeitreihenbruch. 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 zweiten 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 Baugewerbe	EZB-Indikator für den Auftrags-eingang in der Industrie	Einzelhandelsumsätze				Pkw-Neuzulassungen
	Insgesamt		Hauptgruppen						Insgesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Tank- stellen	
	Verarbei- tendes Gewerbe	Vorlei- tungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2018	0,8	1,1	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	-2,0	2,1	-4,3	2,4	0,9	3,7	0,8	1,8
2020	-8,6	-9,1	-7,4	-13,2	-4,7	-5,3	-5,7	-10,7	-0,9	3,6	-2,4	-14,4	-25,0
2020 Q3	-6,8	-7,2	-5,7	-11,8	-2,0	-4,0	-2,3	-7,7	2,5	2,5	3,6	-4,9	-6,9
Q4	-1,6	-1,6	1,4	-3,2	-2,7	-1,7	-1,1	-1,7	1,5	4,5	1,2	-13,8	-9,2
2021 Q1	3,4	3,5	4,9	5,1	-0,3	0,8	2,9	6,8	2,4	2,6	3,1	-5,3	3,4
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	53,8
2021 Jan.	0,4	0,1	1,6	1,7	-3,0	0,6	-2,5	-1,7	-4,8	6,2	-10,8	-17,0	-18,8
Febr.	-1,8	-2,0	-0,6	-2,8	-3,2	-1,8	-5,2	1,4	-1,2	2,6	-3,2	-11,9	-20,8
März	11,7	12,5	13,9	17,4	5,0	3,8	20,0	23,5	13,7	-0,5	27,9	18,1	88,2
April	39,4	42,6	38,6	64,6	24,5	13,5	45,2	68,8	23,3	3,7	42,4	61,9	262,5
Mai	20,5	22,1	24,1	27,6	12,7	7,1	13,6	48,7	9,0	0,1	14,8	28,4	49,5
Juni	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	5,4
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2021 Jan.	1,1	1,0	0,2	1,1	0,6	0,5	0,7	2,0	-5,0	1,0	-9,8	-0,9	-22,5
Febr.	-1,3	-1,3	-0,9	-2,4	0,1	-1,7	-1,7	1,5	4,3	-0,5	8,8	4,5	-1,1
März	0,5	0,6	0,9	-0,3	2,1	1,7	4,0	3,3	4,0	1,9	6,0	-1,1	0,2
April	0,6	0,6	0,9	1,0	2,2	2,0	-0,4	2,9	-3,9	-1,7	-6,1	-1,3	-0,4
Mai	-1,0	-0,8	-0,2	-1,6	-1,9	-1,9	0,9	-0,8	4,6	-0,2	8,8	8,1	1,7
Juni	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,6

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 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
Q2	114,3	11,7	.	-5,5	4,3	0,7	10,5	.	63,1	62,7	54,7	56,8
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	0,5	11,3	-	63,1	62,2	55,2	57,1
Juni	117,9	12,7	-	-3,3	5,1	4,5	17,9	-	63,4	62,6	58,3	59,5

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

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto)	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen ²⁾	Immobilienvermögen	Gewinnquote ³⁾	Sparquote (netto)	Schuldenquote ⁴⁾	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens ¹⁾		Veränderung gegen Vorjahr in %					In % der Nettowertschöpfung	In % des BIP	Veränderung gegen Vorjahr in %			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2017	12,5	93,4	1,8	2,1	6,1	2,7	4,7	35,5	5,9	76,9	2,0	7,2	1,5
2018	13,0	93,7	1,9	2,6	5,1	6,1	3,8	35,0	5,5	76,3	2,1	4,1	1,8
2019	19,6	96,2	-0,2	4,1	-4,9	5,0	4,7	30,8	3,7	83,9	3,2	-14,8	2,0
2020 Q2	16,7	94,8	-3,3	3,3	-15,1	4,1	4,3	31,5	4,1	82,0	2,3	-27,7	1,7
Q3	17,9	95,5	1,1	3,6	-3,4	3,6	4,2	31,0	3,6	82,9	2,8	-14,9	1,9
Q4	19,6	96,2	0,7	4,1	0,2	5,0	4,7	30,8	3,7	83,9	3,2	-15,0	2,0
2021 Q1	20,8	96,3	0,3	4,8	6,5	7,5	4,6	31,9	4,8	84,8	3,9	-3,2	2,2

Quellen: EZB und Eurostat.

- Auf Basis der über vier Quartale kumulierten Summen aus Ersparnis, Verschuldung und verfügbarem Bruttoeinkommen (bereinigt um die Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche).
- 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.
- Die Gewinnquote wird anhand des Unternehmensgewinns (netto) ermittelt, der weitgehend dem Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit in der externen Unternehmensrechnung entspricht.
- Auf Basis der ausstehenden Kredite, Schuldverschreibungen, Handelskredite und Verbindlichkeiten aus Rückstellungen bei Alterssicherungssystemen.

3 Konjunktorentwicklung

3.8 Zahlungsbilanz des Euroraums – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz ¹⁾	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein- nahmen	Ausgaben
	Ein- nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein- nahmen	Aus- gaben	Ein- nahmen	Aus- gaben	Ein- nahmen	Aus- gaben	Ein- nahmen	Aus- gaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2020 Q2	871,7	845,2	26,5	466,8	412,0	193,5	182,4	183,9	179,6	27,5	71,2	11,2	15,8
Q3	953,0	884,9	68,0	548,3	455,8	194,0	187,0	181,8	179,1	28,9	63,0	11,5	10,4
Q4	1 011,9	924,6	87,4	581,3	479,0	220,1	193,4	181,1	173,7	29,5	78,5	23,6	24,5
2021 Q1	1 051,4	948,8	102,5	603,7	497,3	224,1	201,9	193,8	174,4	29,8	75,2	15,2	11,7
2020 Dez.	338,5	303,0	35,5	195,6	160,1	73,4	63,8	59,8	54,1	9,6	24,9	14,8	13,3
2021 Jan.	353,8	307,5	46,3	200,8	157,7	75,5	65,9	67,8	58,8	9,7	25,1	4,2	3,6
Febr.	351,1	316,8	34,4	200,9	164,1	74,5	66,9	65,7	58,9	10,1	26,9	3,7	3,7
März	346,4	324,6	21,8	202,0	175,5	74,2	69,1	60,3	56,7	10,0	23,2	7,3	4,4
April	349,2	327,1	22,1	204,5	179,3	75,2	66,1	58,8	58,2	10,7	23,5	4,6	3,5
Mai	345,9	334,2	11,7	208,7	184,1	73,5	67,2	54,9	60,0	8,8	22,9	5,1	3,1
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2021 Mai	4 018,2	3 707,8	310,4	2 315,6	1 940,5	853,5	777,2	731,9	704,9	117,3	285,3	63,5	58,5
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2021 Mai	35,4	32,6	2,7	20,4	17,1	7,5	6,8	6,4	6,2	1,0	2,5	0,6	0,5

1) Nicht saisonbereinigt.

3.9 Außenhandel des Euroraums (Warenverkehr)¹⁾, Werte und Volumen nach Warengruppen²⁾

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus- fuhren	Ein- fuhren	Zusammen			Nachricht- lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter		Vorleistungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2020 Q2	-23,6	-21,6	446,5	217,5	87,7	133,1	369,3	419,8	217,8	77,6	118,8	318,3	26,0
Q3	-8,7	-11,4	531,5	248,4	108,3	165,2	448,0	469,2	242,6	84,7	133,8	359,3	34,1
Q4	-2,8	-5,9	568,3	265,3	114,0	178,0	478,2	492,5	261,6	86,6	135,0	379,1	35,3
2021 Q1	0,6	0,3	582,0	279,5	114,7	174,8	470,8	512,5	284,4	91,0	130,0	372,4	45,8
2020 Dez.	2,6	-1,0	192,2	90,0	39,0	59,2	160,5	165,5	88,2	29,6	44,6	128,5	13,0
2021 Jan.	-8,9	-14,2	191,7	92,3	37,5	57,8	155,6	163,6	89,6	29,2	41,8	119,1	14,0
Febr.	-2,3	-2,8	192,6	92,1	39,0	57,4	161,6	169,1	93,4	30,0	42,8	126,4	15,6
März	12,5	19,4	197,7	95,2	38,2	59,6	153,7	179,8	101,4	31,8	45,3	126,9	16,2
April	46,7	37,7	198,0	94,6	39,5	60,3	164,5	184,6	105,5	30,6	45,9	133,3	16,8
Mai	31,9	35,1	195,1	.	.	.	158,4	185,8	.	.	.	132,8	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2020 Q2	-23,6	-16,3	81,5	86,3	76,2	79,0	79,1	91,6	89,1	94,9	96,9	90,7	81,5
Q3	-7,1	-6,9	98,5	100,1	95,5	99,6	97,9	101,8	97,0	105,9	110,4	104,1	81,1
Q4	-1,5	-1,0	104,3	105,9	99,5	106,3	103,4	105,5	102,6	107,5	110,9	109,0	84,6
2021 Q1	0,8	0,2	104,5	108,1	100,5	101,9	100,4	104,8	103,2	111,9	105,6	105,3	83,4
2020 Nov.	0,3	1,1	104,7	107,5	97,4	107,1	104,2	106,8	103,9	109,8	112,5	110,8	83,9
Dez.	3,9	3,5	104,9	106,7	101,3	105,3	103,2	104,9	101,8	108,8	109,5	109,8	86,7
2021 Jan.	-7,9	-11,0	103,6	107,1	98,3	102,2	99,5	102,2	100,6	106,9	103,1	101,7	84,4
Febr.	-1,9	-3,4	104,2	107,3	103,3	100,6	103,8	103,8	101,5	111,1	104,4	107,2	85,1
März	11,5	15,6	105,6	109,9	99,8	102,9	97,8	108,5	107,6	117,6	109,4	106,9	80,6
April	41,6	24,9	104,6	107,0	103,5	103,3	103,5	109,7	110,0	112,2	109,3	110,7	83,3

Quellen: EZB und Eurostat.

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

2) Gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories.

4 Preise und Kosten

4.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) ²⁾							Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt			Waren	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	Adminis- trierte Preise
		Insgesamt ohne Energie und Nahrungs- mittel												
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 Q3	105,1	0,0	0,6	-0,7	0,7	0,0	-0,2	-1,9	0,3	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	-0,5	0,5	0,3	-0,4	0,5	
2021 Q1	105,8	1,1	1,2	0,8	1,3	1,3	0,6	-0,4	1,5	6,5	0,6	1,0	1,4	
Q2	107,4	1,8	0,9	2,5	0,9	0,5	0,3	1,4	-0,5	3,7	0,2	1,8	2,4	
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	0,1	-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	1,4	-0,1	0,7	0,0	1,5	2,2	
Mai	107,4	2,0	1,0	2,6	1,1	0,2	0,1	-0,1	0,0	0,8	0,2	1,9	2,4	
Juni	107,7	1,9	0,9	2,8	0,7	0,2	0,2	-0,3	0,1	1,3	0,1	1,8	2,5	

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungs- dienstleistungen		Verkehr	Nachrichten- übermittlung	Freizeitdienst- leistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige
	Zusam- men	Verar- beitete Nahrungs- mittel	Unverar- beitete Nahrungs- mittel	Zusam- men	Industrie- erzeugnisse ohne Energie	Energie	Wohn- 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 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
Q2	0,6	0,8	-0,2	3,6	0,8	12,0	1,4	1,3	0,8	-0,1	0,5	1,6
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	0,5	0,7	0,0	3,8	0,7	13,1	1,4	1,3	1,2	-0,1	0,8	1,6
Juni	0,5	0,8	-0,3	4,1	1,2	12,6	1,4	1,3	0,7	-0,1	0,1	1,7

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

4 Preise und Kosten

4.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe ¹⁾										Bauge- werbe ²⁾	Preise für Wohn- immobilien ³⁾	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien ³⁾
	Insge- samt (Index: 2015 = 100)	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	4,1	
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	2,0	4,5	
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	1,0	1,1	0,6	-9,7	1,2	1,7	
2020 Q2	100,2	-4,5	-3,0	-0,5	-2,7	1,0	1,1	1,5	0,6	-15,5	0,8	2,8	
Q3	101,4	-2,7	-2,0	-0,3	-1,8	0,8	0,5	0,3	0,6	-9,3	0,9	1,1	
Q4	102,6	-1,7	-1,7	0,0	-0,6	0,8	0,0	-0,5	0,7	-6,7	1,5	-0,9	
2021 Q1	105,9	2,1	1,3	1,4	2,6	1,0	0,0	-0,7	0,7	3,8	2,8	.	
2020 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	0,9	-0,4	-1,0	0,7	-0,7	-	-	
Febr.	105,6	1,5	1,0	1,2	2,5	1,0	-0,2	-0,9	0,6	2,3	-	-	
März	106,9	4,4	3,5	2,4	4,4	1,2	0,5	-0,1	0,9	10,3	-	-	
April	107,9	7,6	5,8	3,6	6,9	1,4	1,0	0,8	1,1	20,6	-	-	
Mai	109,3	9,6	7,1	4,9	9,2	1,8	2,0	2,0	1,3	25,1	-	-	

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

1) Nur Inlandsabsatz.

2) Baukostenindex für Wohngebäude.

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

4.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

	BIP-Deflatoren						Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)							
	Insge- samt (saison- berei- tigt; Index: 2015 = 100)	Insge- samt	Inländische Verwendung					Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	Importgewichtet ²⁾			Nach Verwendung gewichtet ²⁾		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2018	103,4	1,4	1,8	1,5	1,8	2,0	1,5	2,2	60,4	-0,9	-6,4	4,3	-0,6	-6,2	5,7
2019	105,3	1,8	1,5	1,1	1,9	2,3	0,9	0,3	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,3	-2,3
2020	106,9	1,6	1,1	0,6	3,3	1,2	-1,3	-2,6	37,0	1,5	3,4	-0,3	-0,9	-0,2	-1,8
2020 Q3	106,4	0,9	0,7	0,1	2,1	1,0	-1,9	-2,8	36,5	1,9	1,5	2,4	-0,7	-2,2	1,0
Q4	107,3	1,3	0,9	0,1	2,9	0,4	-1,4	-2,5	37,4	4,1	0,1	7,9	-0,5	-6,0	6,2
2021 Q1	108,2	1,7	1,7	1,1	2,4	1,1	1,0	0,8	50,4	18,3	9,1	27,3	14,0	5,2	24,6
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	57,0	38,6	20,8	56,4	36,0	20,8	54,4
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	17,5	54,0	33,8	19,4	51,4
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	56,0	41,3	21,0	61,9	37,3	19,4	59,5
Juni	-	-	-	-	-	-	-	-	60,7	39,1	24,1	53,4	36,7	23,5	52,1

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 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	
Q2	30,1	18,2	8,5	15,6	20,4	85,9	60,1	68,2	53,1	
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	17,5	9,4	16,7	19,2	87,1	59,6	69,1	52,6	
Juni	36,0	23,1	10,9	21,9	24,7	88,5	63,2	71,1	55,6	

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

4.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2016 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste ¹⁾
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2018)	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2018	104,3	2,4	2,3	2,7	2,5	2,1	2,0
2019	106,8	2,4	2,6	1,9	2,3	2,7	2,2
2020	110,1	3,1	3,6	1,4	2,8	3,7	1,8
2020 Q2	115,7	4,2	4,9	1,9	4,3	4,0	1,7
Q3	105,1	1,7	2,2	0,0	1,5	2,2	1,7
Q4	116,4	2,8	3,4	0,7	2,3	4,0	1,9
2021 Q1	104,7	1,6	2,2	-0,9	1,3	1,9	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).

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 wirtschaft- liche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Lohnstückkosten												
2018	103,4	1,9	0,8	1,6	2,3	2,1	0,0	0,3	3,6	1,6	2,5	2,1
2019	105,2	1,8	0,8	3,2	0,8	1,0	0,5	0,6	1,9	1,3	2,8	1,6
2020	109,9	4,5	-2,6	2,9	4,6	6,2	0,7	0,6	1,0	5,5	6,0	13,9
2020 Q2	113,4	8,1	-4,3	10,6	7,7	11,8	2,7	1,7	-3,9	8,0	10,6	18,7
Q3	108,3	2,7	-2,8	0,8	6,1	4,2	-1,7	-0,1	3,1	5,2	2,9	10,7
Q4	109,8	3,8	-1,7	-1,1	3,9	5,0	1,6	1,4	3,2	5,4	5,9	23,2
2021 Q1	110,2	1,3	1,4	-3,3	4,4	1,5	0,0	0,4	2,5	3,0	2,4	16,9
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2018	105,3	2,2	1,0	1,9	2,0	2,1	2,7	2,4	3,0	2,6	2,1	3,1
2019	107,3	2,0	3,3	1,6	1,7	1,8	2,2	1,8	2,1	1,8	2,2	2,5
2020	106,6	-0,6	0,5	-2,4	-1,6	-4,6	0,4	-0,5	0,2	-0,5	2,6	-2,5
2020 Q2	102,0	-4,7	-0,4	-7,7	-7,8	-12,5	-1,8	-1,0	-5,2	-5,5	1,7	-9,9
Q3	108,5	0,7	0,7	-1,6	1,2	-1,3	0,3	-0,6	2,4	1,0	2,6	0,9
Q4	108,9	0,9	0,2	-0,2	1,6	-3,8	1,4	0,6	1,3	1,1	3,7	-0,5
2021 Q1	109,2	1,9	1,8	2,1	3,5	-1,3	1,8	1,9	2,3	2,1	2,1	1,4
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2018	101,8	0,3	0,2	0,3	-0,3	0,1	2,7	2,1	-0,6	1,0	-0,4	1,0
2019	102,0	0,2	2,6	-1,5	0,9	0,8	1,7	1,1	0,2	0,5	-0,5	0,9
2020	97,0	-4,9	3,2	-5,2	-6,0	-10,2	-0,2	-1,1	-0,8	-5,7	-3,2	-14,4
2020 Q2	89,9	-11,9	4,1	-16,5	-14,4	-21,7	-4,4	-2,7	-1,3	-12,4	-8,0	-24,1
Q3	100,1	-2,0	3,6	-2,3	-4,6	-5,3	2,1	-0,6	-0,7	-4,0	-0,2	-8,9
Q4	99,1	-2,8	2,0	0,9	-2,2	-8,3	-0,1	-0,7	-1,9	-4,0	-2,1	-19,2
2021 Q1	99,1	0,6	0,4	5,6	-0,9	-2,8	1,8	1,6	-0,1	-0,9	-0,3	-13,3
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2018	105,0	1,9	0,6	2,0	1,0	1,9	2,4	2,3	2,1	2,0	2,0	2,7
2019	107,2	2,2	3,6	2,2	1,9	2,0	2,1	1,4	2,5	2,0	2,4	2,8
2020	112,8	5,2	2,6	3,1	4,0	5,8	3,1	1,7	5,4	4,6	5,0	6,6
2020 Q2	117,3	9,8	4,1	7,1	9,1	12,4	4,6	4,2	6,8	7,4	7,9	12,3
Q3	111,3	3,4	0,6	1,5	2,3	4,0	3,4	0,6	5,3	4,4	3,1	3,2
Q4	113,5	5,1	1,9	2,9	3,7	5,4	2,7	1,8	5,5	4,2	5,2	6,9
2021 Q1	114,3	3,1	0,2	1,1	-0,3	5,7	2,2	0,9	2,8	3,0	1,7	4,0
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2018	102,0	0,2	-0,3	0,4	-0,9	0,1	2,5	1,9	-1,3	0,7	-0,5	0,7
2019	102,5	0,5	3,2	-1,0	1,1	1,2	1,5	0,9	0,2	0,7	-0,4	1,0
2020	103,9	1,4	3,5	0,7	0,4	0,2	2,9	1,5	5,9	-0,3	-0,5	-4,6
2020 Q2	105,6	3,1	7,3	-2,3	3,5	1,6	2,5	3,2	17,1	0,7	-1,5	-0,8
Q3	103,6	0,8	2,5	0,9	-2,9	-0,5	5,2	1,0	2,9	-0,7	0,6	-6,1
Q4	104,5	1,8	2,0	4,3	0,8	0,7	1,7	0,7	1,6	-0,7	-0,5	-11,2
2021 Q1	105,0	1,9	-1,3	4,9	-4,1	3,6	2,0	0,4	-1,8	-0,5	-0,6	-8,7

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

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

	M3												
	M2					M3-M2							
	M1		M2-M1			6	7	8	M3-M2			11	12
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte				Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren			
1	2	3	4	5				9	10				
Bestände													
2018	1 164,2	7 114,7	8 278,9	1 128,3	2 298,9	3 427,2	11 706,1	74,4	521,8	82,0	678,2	12 384,3	
2019	1 221,5	7 726,9	8 948,4	1 073,1	2 362,4	3 435,5	12 383,9	78,7	529,1	19,4	627,1	13 011,0	
2020	1 359,2	8 898,3	10 257,5	1 039,9	2 447,3	3 487,3	13 744,7	100,6	647,0	32,5	780,2	14 524,9	
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	10 257,5	1 039,9	2 447,3	3 487,3	13 744,7	100,6	647,0	32,5	780,2	14 524,9	
2021 Q1	1 391,8	9 144,7	10 536,5	985,2	2 483,7	3 468,9	14 005,4	109,8	612,4	16,8	738,9	14 744,3	
2020 Dez.	1 359,2	8 898,3	10 257,5	1 039,9	2 447,3	3 487,3	13 744,7	100,6	647,0	32,5	780,2	14 524,9	
2021 Jan.	1 380,4	8 995,2	10 375,6	1 004,0	2 456,9	3 460,8	13 836,4	111,3	630,0	29,1	770,5	14 606,9	
Febr.	1 390,5	9 068,1	10 458,7	984,3	2 472,4	3 456,7	13 915,3	108,8	608,8	34,2	751,8	14 667,1	
März	1 391,8	9 144,7	10 536,5	985,2	2 483,7	3 468,9	14 005,4	109,8	612,4	16,8	738,9	14 744,3	
April	1 402,4	9 180,2	10 582,6	965,5	2 486,2	3 451,7	14 034,3	109,3	607,2	24,2	740,7	14 775,0	
Mai ^(p)	1 411,7	9 236,8	10 648,5	964,4	2 486,1	3 450,5	14 099,0	107,2	608,5	32,3	748,0	14 847,0	
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	233,8	266,4	-58,3	37,9	-20,5	245,9	8,0	-34,6	-14,2	-40,8	205,1	
2020 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	93,9	115,1	-36,8	11,2	-25,6	89,5	10,4	-17,0	-3,0	-9,6	79,9	
Febr.	10,2	72,2	82,4	-19,8	15,5	-4,3	78,1	-2,7	-21,2	5,6	-18,3	59,7	
März	1,2	67,7	68,9	-1,7	11,1	9,5	78,4	0,3	3,6	-16,8	-12,9	65,5	
April	10,6	44,6	55,2	-17,3	2,6	-14,7	40,6	0,3	-5,1	7,4	2,5	43,1	
Mai ^(p)	9,3	58,9	68,2	-0,4	-0,1	-0,5	67,7	-1,9	1,3	8,5	7,9	75,6	
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 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	9,8	12,7	12,3	-9,2	4,6	0,3	9,1	13,5	11,4	-15,9	10,5	9,2	
Mai ^(p)	9,1	12,0	11,6	-11,4	4,1	-0,7	8,3	8,7	9,8	60,4	11,3	8,4	

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.2 In M3 enthaltene Einlagen¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ²⁾	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte ⁴⁾
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Bestände													
2018	2 334,0	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	1 106,7	237,8	508,9
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	1 106,7	237,8	508,9
2021 Q1	3 070,9	2 618,1	301,1	143,8	7,8	7 825,2	5 109,3	422,2	2 292,9	0,8	1 126,2	209,1	492,0
2020 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	1 106,7	237,8	508,9
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	1 114,7	229,5	508,2
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	1 119,9	226,9	497,4
März	3 070,9	2 618,1	301,1	143,8	7,8	7 825,2	5 109,3	422,2	2 292,9	0,8	1 126,2	209,1	492,0
April	3 051,0	2 605,7	294,9	143,0	7,4	7 843,8	5 129,3	417,6	2 295,9	0,9	1 127,6	225,2	493,5
Mai ⁽⁶⁾	3 059,0	2 615,2	295,4	141,7	6,8	7 874,1	5 165,1	411,8	2 296,4	0,8	1 143,5	229,4	488,7
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2018	94,6	106,8	-9,7	-1,0	-1,4	326,6	325,4	-45,0	45,6	0,5	1,7	-3,6	19,2
2019	149,6	167,1	-18,9	1,7	-0,4	394,5	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	41,1
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	10,7	-29,3	-16,8
2020 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	0,2	-18,1	-5,5
April	-15,3	-8,8	-5,4	-0,7	-0,3	20,2	21,1	-4,2	3,1	0,1	7,2	16,5	1,7
Mai ⁽⁶⁾	9,1	10,4	0,8	-1,4	-0,6	30,7	36,2	-5,8	0,5	-0,2	17,3	4,3	-4,9
Wachstumsraten													
2018	4,2	5,9	-3,4	-0,7	-16,2	5,2	8,8	-8,0	2,2	66,7	0,2	-1,7	4,6
2019	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,1	2,9	-36,8	2,7	5,3	6,8
2020	20,7	22,6	21,6	-4,6	-46,9	8,7	12,8	-10,9	4,9	-6,5	14,5	10,2	8,8
2020 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 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	12,8	14,8	4,7	-2,7	26,2	8,3	11,5	-10,4	5,4	4,0	8,7	-0,7	5,9
Mai ⁽⁶⁾	8,9	11,6	-5,7	-3,9	47,4	7,9	11,3	-11,2	4,9	-13,7	11,4	-0,8	6,0

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum¹⁾

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt	Bereinigte Kredite ²⁾	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen ³⁾			An Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bestände												
2018	4 684,1	1 008,4	3 664,3	13 416,5	11 123,0	11 483,4	4 404,9	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	12 301,2	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	12 301,2	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 Dez.	5 925,4	996,1	4 917,3	14 343,4	11 927,3	12 301,2	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	4 721,1	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	6 098,5	1 002,6	5 093,5	14 416,4	12 037,1	12 392,9	4 751,0	6 191,2	944,4	150,4	1 505,5	873,8
Mai ^(a)	6 133,2	1 004,3	5 127,1	14 455,1	12 063,7	12 414,4	4 746,0	6 212,9	947,7	157,1	1 505,8	885,6
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2018	91,5	-28,2	119,7	375,0	307,5	382,6	124,1	166,1	-0,3	17,7	88,5	-21,1
2019	-87,2	-23,3	-64,3	452,1	378,3	425,4	115,6	200,4	41,2	21,1	30,5	43,4
2020	1 050,4	13,3	1 037,0	735,8	540,2	561,2	288,9	209,2	26,3	15,8	167,2	28,4
2020 Q2	465,6	-1,9	467,4	185,1	97,6	104,8	120,7	35,8	-53,3	-5,6	76,3	11,2
Q3	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	120,5	3,6	60,8	10,1	9,7	30,0	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 Dez.	79,3	-5,8	85,3	73,1	16,9	43,1	-6,2	19,0	-6,9	11,0	11,5	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	25,2	8,6	15,9	-23,9	-4,0	-12,1	-24,4	27,4	-2,2	-4,7	-12,6	-7,3
Mai ^(a)	37,1	1,7	35,3	41,4	30,8	22,4	-2,9	22,6	4,4	6,7	0,0	10,7
Wachstumsraten												
2018	2,0	-2,7	3,4	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	0,0	16,3	6,1	-2,6
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,1	2,0	5,5
2020	22,3	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 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	18,0	-0,5	22,9	4,0	3,3	3,2	2,6	4,3	0,8	-3,5	7,0	9,0
Mai ^(a)	15,4	-0,2	19,4	3,5	2,8	2,7	1,5	4,3	0,5	1,8	5,6	9,6

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾				
	Insgesamt	Bereinigte Kredite ⁴⁾	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite	
	1					2				3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
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	895,7	1 017,7	2 870,5	6 173,5	6 435,8	694,8	4 785,0	693,7
2020 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.	4 721,1	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	698,1	4 761,7	693,7
März	4 784,0	4 902,0	895,7	1 017,7	2 870,5	6 173,5	6 435,8	694,8	4 785,0	693,7
April	4 751,0	4 870,0	870,5	996,4	2 884,1	6 191,2	6 451,4	690,0	4 808,7	692,6
Mai ^(p)	4 746,0	4 859,8	871,9	972,7	2 901,5	6 212,9	6 471,2	691,1	4 829,7	692,1
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2018	124,1	176,3	18,0	32,8	73,3	166,1	188,4	41,2	134,2	-9,3
2019	115,6	143,9	-13,2	43,6	85,3	200,4	217,2	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	3,6	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 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	-24,4	-27,4	-21,8	-19,4	16,7	27,4	25,3	-0,7	27,9	0,2
Mai ^(p)	-2,9	-11,5	2,0	-23,1	18,2	22,6	21,0	1,5	21,2	-0,1
Wachstumsraten										
2018	2,9	4,1	1,8	4,0	2,9	3,0	3,2	6,3	3,2	-1,3
2019	2,6	3,2	-1,3	5,2	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020	6,5	7,1	-5,6	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	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 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	2,6	3,2	-9,9	3,6	6,8	4,3	3,8	0,3	5,4	1,4
Mai ^(p)	1,5	1,9	-7,6	-2,6	6,1	4,3	3,9	0,6	5,4	0,7

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände ²⁾	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum				Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige			
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren		Kapital und Rücklagen	Zusammen		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Bestände										
2018	389,2	6 817,4	1 940,0	56,1	2 099,7	2 721,6	1 030,0	460,2	187,0	194,9
2019	364,2	7 058,9	1 946,1	50,1	2 156,5	2 906,1	1 455,5	452,3	178,9	187,2
2020	748,8	6 967,3	1 916,7	42,1	1 994,9	3 013,7	1 432,7	539,5	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	748,8	6 967,3	1 916,7	42,1	1 994,9	3 013,7	1 432,7	539,5	130,1	139,2
2021 Q1	699,4	6 894,1	1 898,3	41,2	1 984,7	2 969,9	1 398,0	383,8	127,3	130,3
2020 Dez.	748,8	6 967,3	1 916,7	42,1	1 994,9	3 013,7	1 432,7	539,5	130,1	139,2
2021 Jan.	678,8	6 925,6	1 912,4	42,0	1 970,4	3 000,8	1 472,5	430,0	147,4	146,7
Febr.	684,7	6 880,4	1 905,2	41,4	1 971,9	2 961,9	1 433,5	420,1	145,4	145,7
März	699,4	6 894,1	1 898,3	41,2	1 984,7	2 969,9	1 398,0	383,8	127,3	130,3
April	727,1	6 839,6	1 869,4	41,2	1 968,4	2 960,6	1 448,4	378,4	132,9	131,3
Mai ⁽³⁾	690,4	6 834,6	1 868,1	40,7	1 943,5	2 982,3	1 469,1	314,6	133,5	130,9
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2018	45,5	51,0	-37,8	-4,9	16,1	77,6	88,4	42,6	16,2	23,6
2019	-24,3	107,7	-5,3	-3,3	27,3	89,0	309,4	19,4	-2,7	-2,5
2020	321,6	-32,8	-14,6	-8,0	-99,3	89,2	-45,1	155,8	-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	-57,2	2,1	-4,0	-0,9	-43,9	50,9	-111,2	100,0	-9,8	-8,1
2021 Q1	-49,4	-23,4	-14,8	-0,9	-33,5	25,8	4,1	-187,1	-2,8	-8,8
2020 Dez.	-4,7	14,6	-17,4	-0,4	-5,8	38,3	-57,8	111,4	-18,1	-7,9
2021 Jan.	-70,1	-38,3	-5,8	-0,1	-30,6	-1,7	37,5	-117,5	17,3	7,5
Febr.	5,9	4,3	-7,3	-0,5	-1,8	13,9	-3,2	-20,9	-2,0	-1,0
März	14,8	10,5	-1,7	-0,3	-1,1	13,6	-30,2	-48,8	-18,1	-15,4
April	27,6	-19,2	-21,2	0,0	-2,9	4,9	48,4	1,8	5,6	1,0
Mai ⁽³⁾	-36,7	-27,8	-0,7	-0,3	-21,4	-5,4	-8,1	-59,4	0,6	-0,4
Wachstumsraten										
2018	13,0	0,8	-1,9	-8,0	0,8	2,9	-	-	8,1	7,7
2019	-6,3	1,6	-0,3	-5,9	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020	88,5	-0,5	-0,8	-15,9	-4,6	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2020 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	-0,2	-1,2	-12,7	-4,1	3,5	-	-	-30,7	-33,7
2020 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.	52,8	-0,9	-1,1	-13,9	-6,0	3,2	-	-	-18,3	-23,8
März	56,5	-0,2	-1,2	-12,7	-4,1	3,5	-	-	-30,7	-33,7
April	27,9	-0,2	-2,0	-10,9	-4,2	4,0	-	-	-29,2	-35,4
Mai ⁽³⁾	5,4	-0,8	-2,3	-9,6	-5,0	3,2	-	-	-32,1	-38,1

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	Arbeitsnehmer- 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 Bestimmungsfaktoren¹⁾

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Veränderung der Schuldenquote ²⁾	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 Schuldverschreibungen¹⁾

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

	Schuldendienst – Fälligkeit bis zu 1 Jahr ²⁾					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren ³⁾	Nominale Durchschnittsrenditen ⁴⁾						
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände					Transaktionen	
		Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung		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
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	15,7	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	15,9	14,5	5,1	1,4	0,4	7,9	1,7	1,0	-0,3	2,1	2,1	-0,1	0,6
Mai	15,8	14,4	4,8	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,1	2,1	-0,1	0,6
Juni	15,5	14,1	5,2	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,0	2,1	-0,1	0,5

Quelle: EZB.

1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilssektoren 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

Für die Erstellung des Wirtschaftsberichts ist das Direktorium der EZB verantwortlich. Die Übersetzungen werden von den nationalen Zentralbanken angefertigt und veröffentlicht. Für die deutsche Fassung ist die Deutsche Bundesbank verantwortlich. In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.

Alle Rechte vorbehalten. Die Anfertigung von Kopien für Ausbildungszwecke und nichtkommerzielle Zwecke ist mit Quellenangabe gestattet.

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 21. Juli 2021.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-KatalognummerQB-BP-21-005-DE-N (Online-Version)