

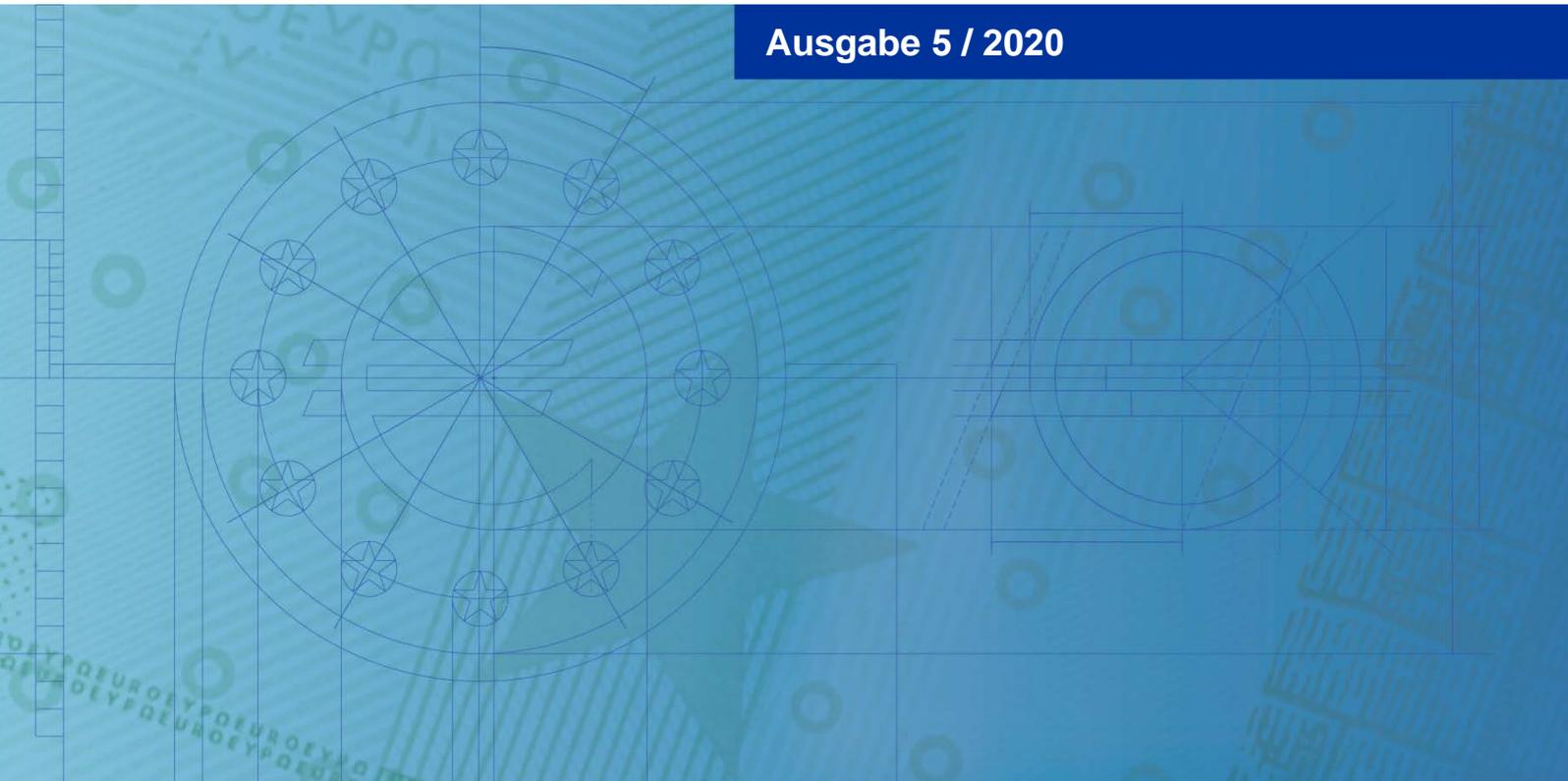


EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

# Wirtschaftsbericht

Ausgabe 5 / 2020



# Inhalt

<b>Aktuelle wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen</b>	<b>3</b>
Zusammenfassung	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	7
2 Finanzielle Entwicklungen	12
3 Konjunkturerholung	15
4 Preise und Kosten	22
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	26
<b>Kästen</b>	<b>30</b>
1 Spannungen an den Refinanzierungsmärkten für US-Dollar und die Bedeutung von Swaplinien der Zentralbanken während der Covid-19-Krise	30
2 Der drastische Handelseinbruch im Jahr 2020 und der verstärkende Einfluss globaler Wertschöpfungsketten	39
3 Die geldpolitische Reaktion der EZB auf die Covid-19-Krise – Auswirkungen der Maßnahmen	45
4 Aktienmärkte im Euro-Währungsgebiet und die sich wandelnden Erwartungen in Bezug auf die Konjunkturerholung	52
5 Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet – eine vorläufige Einschätzung	60
6 Arbeitsmarktentwicklung im Euro-Währungsgebiet auf Basis von Hochfrequenzdaten	66
7 Jüngste Entwicklung der Nahrungsmittelpreise im Euro-Währungsgebiet	74
8 Veränderung der Kreditnachfrage von Unternehmen im Euro-Währungsgebiet im Zuge der Covid-19-Pandemie und ihre Bestimmungsfaktoren	80
<b>Aufsätze</b>	<b>89</b>
1 Gebrauchsgüterkonsum im Euro-Währungsgebiet	89
2 Bestimmungsfaktoren der steigenden Erwerbsbeteiligung – die Bedeutung von Reformen der Alterssicherung	118
3 Liquiditätsverteilung und Zahlungsabwicklung in TARGET2	145
<b>Statistik</b>	<b>164</b>

# Abkürzungen

## Länder

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

## Sonstige

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

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

# Aktuelle wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen

## Zusammenfassung

Die seit der letzten geldpolitischen Sitzung von Anfang Juni verfügbar gewordenen Daten signalisieren, dass die Wirtschaftstätigkeit im Euro-Währungsgebiet wieder anzieht, auch wenn sie nach wie vor deutlich geringer ist als vor der Corona-Pandemie (Covid-19) und die Aussichten weiterhin mit hoher Unsicherheit behaftet sind. Die Gesamtinflation wird derzeit durch niedrigere Energiepreise gebremst, und der Preisdruck dürfte aufgrund des starken Wachstumsrückgangs des realen BIP und der damit zusammenhängenden deutlichen Zunahme der wirtschaftlichen Unterauslastung sehr verhalten bleiben. Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB wirken allmählich auf die Wirtschaft des Euroraums durch. Sie unterstützen die Erholung maßgeblich und helfen so, der pandemiebedingten Abwärtsverschiebung der projizierten Inflationsentwicklung entgegenzuwirken. Der Ausblick ist jedoch von hoher Unsicherheit und Abwärtsrisiken geprägt. Vor diesem Hintergrund beschloss der EZB-Rat, den geldpolitischen Kurs insgesamt unverändert zu belassen und die Anwendung aller bestehenden geldpolitischen Maßnahmen erneut zu bekräftigen.

Die Maßnahmen zur Eindämmung des Coronavirus wurden inzwischen zwar weltweit gelockert, doch erweist sich die globale Erholung nach wie vor als uneinheitlich, ungewiss und lückenhaft. Aus Umfragedaten lässt sich ablesen, dass die Weltwirtschaft nach ihrem beispiellosen Einbruch in der ersten Jahreshälfte 2020 die Talsohle durchschritten haben dürfte. Das vorsichtige Verhalten der Verbraucher deutet allerdings auf eine gedämpfte Wachstumsdynamik in der nahen Zukunft hin. Während sich die Erholung in China fortsetzt, sind die Aussichten in den Vereinigten Staaten noch immer höchst unsicher, wenngleich einige Daten überraschend positiv ausgefallen sind. Auch im Vereinigten Königreich und in Japan deuten die Indikatoren darauf hin, dass der Tiefpunkt in einigen Sektoren erreicht sein könnte, doch die Wirtschaftstätigkeit ist weiterhin sehr verhalten. In diesem Umfeld ist die Inflationsdynamik weltweit nach wie vor gedämpft.

Im Berichtszeitraum verschob sich die Terminkurve des Euro Overnight Index Average (EONIA) geringfügig nach unten und wies bei den kurzen Laufzeiten eine leichte Inversion auf, allerdings ohne die Erwartung, dass eine unmittelbare Leitzinssenkung bevorstünde. Die Renditen langfristiger Staatsanleihen aus dem Euroraum gingen aufgrund der gesunkenen risikofreien Zinssätze ebenfalls zurück, wobei sich die Renditeabstände etwas verringerten. Die Aktienkurse setzten ihre Erholung von den im März erreichten Tiefständen fort. Die Spreads von Unternehmensanleihen gingen weiter zurück, sind aber immer noch größer als Ende Februar. An den Devisenmärkten wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung leicht auf.

Die neu verfügbaren Daten und Umfrageergebnisse deuten darauf hin, dass sich die Wirtschaftstätigkeit im Mai und Juni parallel zur anhaltenden Eindämmung der Virusausbreitung und der damit verbundenen Lockerung der Lockdown-Maßnahmen gegenüber dem im April erreichten konjunkturellen Tiefpunkt wesentlich verbessert hat. Dennoch bleiben die Konjunkturindikatoren deutlich unter den vor der Pandemie verzeichneten Werten; die Erholung befindet sich in der Anfangsphase und fällt je nach Sektor und Land weiterhin unterschiedlich aus. Nachdem das reale BIP im Euroraum im ersten Quartal 2020 im Vergleich zum Vorquartal um 3,6 % zurückgegangen war, dürfte es im zweiten Quartal insgesamt noch stärker gesunken sein. Dies deckt sich weitgehend mit den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Juni 2020. Es gibt erste Anzeichen, dass sich die Konsumausgaben erholen, und auch die Industrieproduktion zieht wieder merklich an. Die verhaltene Arbeitsmarktentwicklung und das Vorsichtssparen der privaten Haushalte belasten unterdessen die Konsumausgaben. Die Investitionstätigkeit wird von den eingetrübten Geschäftsaussichten und der großen Unsicherheit gebremst; die Schwäche der Weltwirtschaft beeinträchtigt die Auslandsnachfrage nach Waren und Dienstleistungen des Euro-Währungsgebiets.

Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge erhöhte sich die am HVPI gemessene jährliche Teuerung im Euroraum von 0,1 % im Mai auf 0,3 % im Juni, was in erster Linie einer weniger negativen Entwicklung der Energiepreise geschuldet war. Ausgehend von den aktuellen Preisen und den Terminpreisen für Öl und unter Berücksichtigung der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland dürfte sich die Gesamtinflation in den kommenden Monaten erneut verringern, bevor sie Anfang 2021 wieder anzieht. Mittelfristig wird die schwächere Nachfrage zu einem Abwärtsdruck auf die Inflation führen. Dieser dürfte nur teilweise durch den Aufwärtsdruck ausgeglichen werden, der sich durch Angebotsengpässe ergibt. Die marktbasieren Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen liegen nach wie vor auf einem niedrigen Niveau.

Seit März 2020 wird das Geldmengenwachstum durch die Corona-Pandemie deutlich beschleunigt. Ausschlaggebend hierfür sind der akute Liquiditätsbedarf der Unternehmen zur Finanzierung laufender Ausgaben und eine starke Präferenz der Wirtschaftsakteure für eine vorsorgliche Liquiditätshaltung. Die inländische Kreditvergabe blieb auch im Mai die wichtigste Quelle der Geldschöpfung, was vor allem auf die Dynamik der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und den Nettoerwerb von Staatsanleihen im Rahmen der Ankaufprogramme des Eurosystems zurückzuführen war. Aus der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Juli 2020 geht hervor, dass die Kreditnachfrage der Unternehmen nach wie vor im Zeichen der Corona-Pandemie stand und vor allem aufgrund des hohen Bedarfs an Notfall-Liquidität stark zunahm. Zugleich blieben die Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten – gestützt durch finanz- und geldpolitische Maßnahmen – günstig. Darüber hinaus wirken sich die äußerst vorteilhaften Kreditzinsen, die auf eine anhaltend robuste Transmission der geldpolitischen Maßnahmen hindeuten, positiv auf das Wirtschaftswachstum im Euroraum aus.

Vor diesem Hintergrund sind weiterhin umfangreiche geldpolitische Impulse erforderlich, um die wirtschaftliche Erholung zu unterstützen und die Preisstabilität auf mittlere Sicht zu gewährleisten. Daher hat der EZB-Rat beschlossen, seinen sehr akkommodierenden geldpolitischen Kurs nochmals zu bestätigen.

Ferner hat der EZB-Rat beschlossen, die Leitzinsen der EZB unverändert zu belassen. Er geht davon aus, dass die Leitzinsen so lange auf ihrem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden, bis sich die Inflationsaussichten im Projektionszeitraum deutlich einem Niveau annähern, das hinreichend nahe, aber unter 2 % liegt, und bis sich diese Annäherung in der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation durchgängig widerspiegelt.

Die Ankäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) mit einem Umfang von insgesamt 1 350 Mrd € werden fortgesetzt. Diese Ankäufe tragen zur Lockerung des allgemeinen geldpolitischen Kurses bei und helfen so, der pandemiebedingten Abwärtsverschiebung der projizierten Inflationsentwicklung entgegenzuwirken. Die Ankäufe werden auch weiterhin flexibel über den Zeitverlauf, die Anlageklassen und die Länder hinweg durchgeführt. Dies ermöglicht es dem EZB-Rat, Risiken für die reibungslose Transmission der Geldpolitik wirksam abzuwehren. Der EZB-Rat wird die Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des PEPP mindestens bis Ende Juni 2021 und in jedem Fall so lange durchführen, bis die Phase der Corona-Krise seiner Einschätzung nach überstanden ist. Die Tilgungsbeträge der im Rahmen des PEPP erworbenen Wertpapiere werden mindestens bis Ende 2022 bei Fälligkeit wieder angelegt. Das zukünftige Auslaufen des PEPP-Portfolios wird in jedem Fall so gesteuert, dass eine Beeinträchtigung des angemessenen geldpolitischen Kurses vermieden wird.

Die Nettoankäufe gemäß dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) im Umfang von monatlich 20 Mrd € werden zusammen mit den Ankäufen unter dem zusätzlichen vorübergehenden Rahmen in Höhe von 120 Mrd € bis zum Ende des Jahres fortgesetzt. Der EZB-Rat geht weiterhin davon aus, dass die monatlichen Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des APP so lange fortgesetzt werden, wie dies zur Verstärkung der akkommodierenden Wirkung seiner Leitzinsen erforderlich ist, und dass sie beendet werden, kurz bevor er mit der Erhöhung der EZB-Leitzinsen beginnt. Er beabsichtigt, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere weiterhin bei Fälligkeit für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem er mit der Erhöhung der Leitzinsen beginnt, vollumfänglich wieder anzulegen und in jedem Fall so lange wie erforderlich, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodation aufrechtzuerhalten.

Der EZB-Rat wird zudem weiterhin reichlich Liquidität über seine Refinanzierungsgeschäfte zur Verfügung stellen. Vor allem beim zuletzt durchgeführten Geschäft der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) war eine sehr hohe Mittelaufnahme zu verzeichnen, wodurch die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen und private Haushalte unterstützt wurde.

Die geldpolitischen Maßnahmen, die der EZB-Rat seit Anfang März ergriffen hat, tragen entscheidend dazu bei, die Erholung der Wirtschaft des Euroraums zu unterstützen und die Preisstabilität auf mittlere Sicht zu wahren. Sie wirken sich insbesondere auf die Liquiditäts- und Finanzierungsbedingungen in der Wirtschaft positiv aus und helfen, die Kreditvergabe an private Haushalte und Unternehmen aufrechtzuerhalten und günstige Finanzierungsbedingungen für alle Sektoren und Länder zu gewährleisten. Darüber hinaus hat die Europäische Kommission kürzlich einige Leitlinien für staatliche Garantien veröffentlicht, um mögliche Klippeneffekte während des Auslaufens der Garantien zu vermeiden. Zugleich ist der EZB-Rat angesichts des derzeitigen Umfelds, in dem ein hohes Maß an Unsicherheit und eine deutliche wirtschaftliche Unterauslastung herrschen, weiterhin fest entschlossen, innerhalb seines Mandats alles zu tun, was erforderlich ist, um alle Bürgerinnen und Bürger im Euroraum in dieser äußerst schwierigen Zeit zu unterstützen. Dies betrifft in erster Linie seine Aufgabe, im Rahmen der Erfüllung seines Preisstabilitätsmandats die Transmission der Geldpolitik in allen Bereichen der Wirtschaft und in allen Ländern zu gewährleisten. Der EZB-Rat ist daher nach wie vor bereit, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Teuerungsrate – im Einklang mit seiner Verpflichtung auf Symmetrie – auf nachhaltige Weise seinem Ziel annähert.

## Außenwirtschaftliches Umfeld

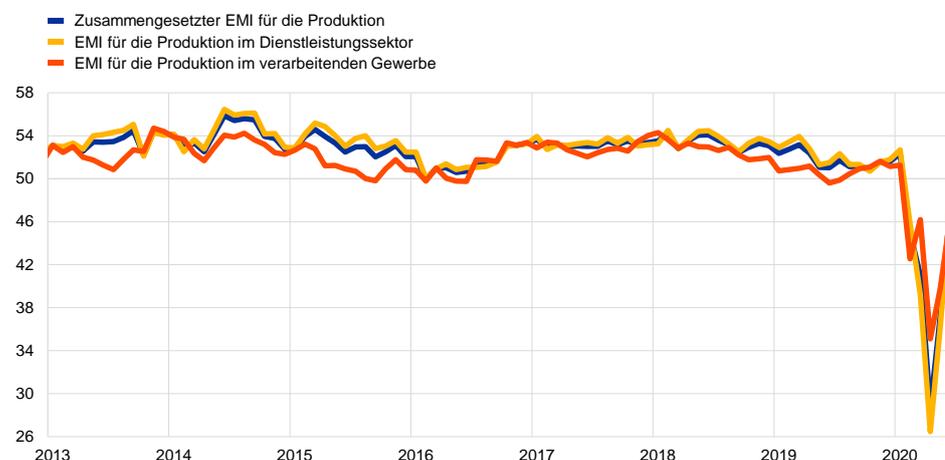
**Die Maßnahmen zur Eindämmung des Coronavirus wurden zwar weltweit gelockert, doch erweist sich die globale Erholung nach wie vor als uneinheitlich, ungewiss und unvollständig.** Die weltwirtschaftlichen Aussichten werden noch immer maßgeblich von der Entwicklung der Corona-Pandemie (Covid-19) bestimmt. Die Zahl der Neuinfektionen steigt weltweit weiter an. Betroffen sind vor allem die Vereinigten Staaten und Lateinamerika sowie mehrere andere bedeutende Schwellenländer (z. B. Indien und Südafrika). Zugleich deuten Indikatoren für wirksame Lockdown-Maßnahmen, die die offiziellen Maßnahmen mit tatsächlichen Mobilitätsdaten verbinden, auf eine stetig zunehmende und schrittweise Öffnung der meisten Volkswirtschaften seit Ende Mai hin. Diese Kombination aus einer Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen und der Zunahme neuer Covid-19-Fälle in vielen Ländern führt dazu, dass die globale Belegung höchst unsicher ist.

**Aus Umfragedaten lässt sich ablesen, dass die Weltwirtschaft nach ihrem beispiellosen Einbruch in der ersten Jahreshälfte 2020 die Talsohle durchschritten haben dürfte.** Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euroraum) erholte sich im Juni weiter von seinem Tiefstand im April und erreichte 47,6 Punkte (siehe Abbildung 1). Der im Juni verzeichnete Anstieg war über alle Teilkomponenten hinweg breit angelegt. So wies auch der Dienstleistungssektor, der sich bislang nicht so positiv entwickelt hatte wie das verarbeitende Gewerbe, eine kräftige Erholung auf. Die Verbesserungen waren zudem in fast allen wichtigen Industrie- und Schwellenländern zu beobachten. Allerdings liegen die EMIs für sämtliche Länder (außer China) weiter unterhalb der Wachstumsschwelle von 50 Punkten, was auf eine weltweit nach wie vor schwache Wirtschaftstätigkeit schließen lässt.

## 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 2020.

#### Die Zurückhaltung der Verbraucher deutet auf eine schleppende Erholung in naher Zukunft hin.

Das Verbrauchervertrauen verbessert sich zwar langsam in jenen Staaten, in denen die Pandemie frühzeitig eingedämmt wurde (wie etwa in China und Südkorea), verharrt aber unter dem Niveau vor Ausbruch des Virus. Die hohe Unsicherheit könnte eine nur zögerliche und fragile Belebung des Konsums implizieren, zumal die Neuinfektionen weltweit gestiegen sind.

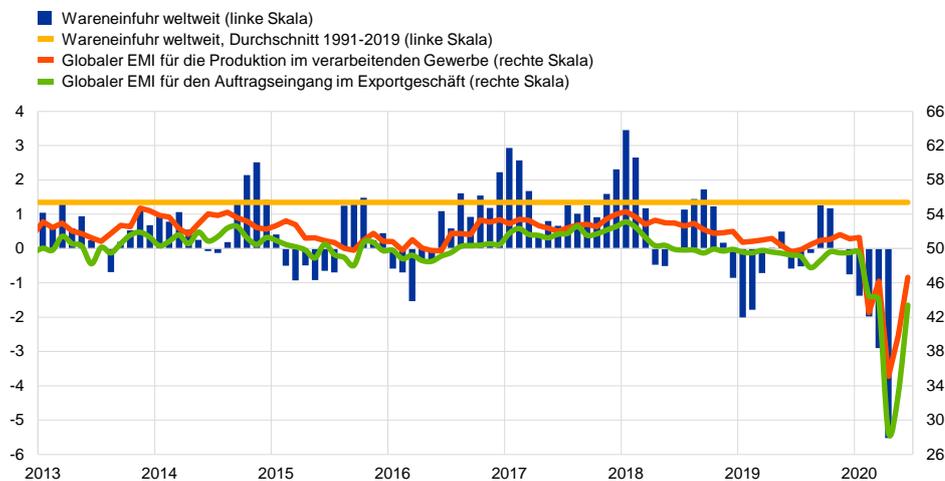
#### Der Welthandel war im April weiterhin sehr schwach; was einen außerordentlichen Rückgang des Handels im zweiten Quartal nahelegt.

Die globalen Wareneinfuhren (ohne Eurogebiet) brachen im April ein, nachdem sie bereits in den beiden vorangegangenen Monaten gesunken waren. Als weltweit die schärfsten Eindämmungsmaßnahmen ergriffen wurden, kam es zeitgleich zu einer Talfahrt des internationalen Handels. Der globale EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft (ohne Euroraum) wies im Mai und Juni eine Verbesserung auf, signalisierte aber nach wie vor eine schwache Handelsdynamik (siehe Abbildung 2).

## 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 2020 (Wareneinfuhr weltweit) bzw. Juni 2020 (EMIs).

**Die weltweite Inflation verlangsamte sich im Mai weiter.** In den OECD-Mitgliedstaaten schwächte sich der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise im Mai auf 0,7 % ab, was einem stärkeren Rückgang der Energiepreise geschuldet war. Indessen legte die Teuerungsrate für Nahrungsmittel etwas zu. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet lag die Preissteigerungsrate stabil bei 1,6 %. Die Abschwächung der Inflation war breit angelegt und in den meisten Industrieländern wie auch in wichtigen nicht der OECD angehörenden Schwellenländern zu beobachten. Was die künftige Entwicklung angeht, so ist weltweit mit einem weiterhin gedämpften Inflationsdruck zu rechnen. Grund hierfür dürfte neben dem Rückgang der Ölpreise auch die verhaltene Nachfrage sein.

**Die Ölnotierungen sind seit der letzten Sitzung des EZB-Rats um mehr als 10 % gestiegen; Hintergrund waren eine konjunkturelle Erholung und ein rückläufiges Ölangebot aufgrund der Anfang Mai vereinbarten Kürzung der Fördermengen.** Gestützt wurden die Ölpreise durch eine überraschend starke Zunahme der Ölnachfrage, die mit der Lockerung der Lockdown-Maßnahmen einherging. Die Nachfrage nach Öl dürfte im zweiten Halbjahr 2020 und noch bis ins Jahr 2021 verhalten bleiben. Dabei sollte der Ölverbrauch unterhalb des im Jahr 2019 beobachteten Niveaus verharren. Allerdings wurden die Schätzungen zur Ölnachfrage zuletzt nach oben korrigiert, nachdem in einer Reihe von Ländern die Corona-Maßnahmen gelockert worden waren. Bei der Wiederherstellung des Gleichgewichts am Ölmarkt spielten neben der anziehenden Nachfrage auch die Drosselung des Angebots eine Rolle. Zur Erholung der Ölnotierungen trug insbesondere die OPEC+-Vereinbarung zwischen den großen Ölproduzenten Anfang Mai bei, auf deren Grundlage die Förderung um nahezu 10 Millionen Barrel pro Tag reduziert wurde. Aber auch die umfassende Schließung von Ölquellen in den USA leistete einen Beitrag. Die Metallpreise haben sich seit Mitte April ebenfalls deutlich erholt; sie stiegen seit der letzten Sitzung des EZB-Rats um rund 2 %.

**In den Vereinigten Staaten fielen die Konjunkturdaten zuletzt überraschend positiv aus, die Wirtschaftstätigkeit ist jedoch nach wie vor schwach.** Mit der schrittweisen Lockerung der Lockdown-Maßnahmen hat sich die wirtschaftliche Aktivität belebt, und verschiedene Konjunkturindikatoren zeigten wieder eine positive Tendenz. Die Einzelhandelsumsätze und die Gastronomie erholten sich im Mai spürbar, da sich Zahlungen der Regierung zur Ankurbelung der Konjunktur positiv auf die Ausgaben der privaten Haushalte auswirkten. Hinzu kam, dass die Arbeitnehmer zum Teil wieder an ihren Arbeitsplatz zurückkehren konnten. Auch die Industrieproduktion legte im Mai zu, wenn auch nicht ganz so stark. Die Arbeitsmarktdaten fielen ebenfalls unerwartet positiv aus. Im Mai und Juni wurden in den USA 7,5 Millionen neue Arbeitsplätze geschaffen, wodurch etwa ein Drittel der seit Februar abgebauten Stellen wieder ausgeglichen werden konnte. Laut den Daten für Juni wurde zwar ein Rekordzuwachs an Arbeitsplätzen verzeichnet, doch ist bei der Interpretation der Arbeitsmarktdaten derzeit Vorsicht geboten, denn sie basieren auf einer Mitte des Monats durchgeführten Umfrage und tragen daher den zuletzt regional verschärften Lockdown-Maßnahmen noch nicht Rechnung. Ungeachtet des erneuten Rückgangs der Arbeitslosenquote (um 2,2 Prozentpunkte auf nun 11,1 %) bleibt die Unterauslastung am Arbeitsmarkt auf einem historisch hohen Niveau. Insgesamt scheinen die jüngsten Daten wie schon andere Variablen zuvor zu bestätigen, dass die Wirtschaftsentwicklung in den USA die Talsohle erreicht hat, sie lassen aber keine merkliche Konjunkturaufhellung erkennen. Wichtige Indikatoren für die Vereinigten Staaten liegen nach wie vor deutlich unter dem vor der Pandemie verzeichneten Stand. Zudem könnte die steigende Zahl an Neuinfektionen erneute Eindämmungsmaßnahmen nach sich ziehen bzw. die Lockerung bestehender Maßnahmen verzögern, wodurch sich die Gefahr erhöht, dass die wirtschaftliche Erholung beeinträchtigt wird.

**In Japan normalisiert sich die konjunkturelle Dynamik allmählich, da die Corona-Maßnahmen im Mai nach und nach aufgehoben wurden.** Nachdem das reale BIP im ersten Quartal um 0,6 % geschrumpft war, führten die verstärkten Bemühungen um eine Eindämmung des Virus in Japan im April und Mai dazu, dass sich die Industrieproduktion, der Außenhandel und die privaten Konsumausgaben erheblich verringerten. Die jüngste Tankan-Umfrage bestätigte eine spürbare Eintrübung des Geschäftsklimas im verarbeitenden Gewerbe und bei den Dienstleistungen im zweiten Jahresviertel. Darüber hinaus ließ sie auch einen deutlichen Rückgang bei den Investitionsvorhaben kleiner Unternehmen erkennen, die in Bezug auf den wirtschaftlichen Ausblick weiterhin zurückhaltend agierten. Die Bank von Japan kündigte auf ihrer letzten Sitzung an, ihr Sonderprogramm zur Stützung der Unternehmensfinanzierung von 75 Billionen JPY auf 110 Billionen JPY aufzustocken. Zu diesem Programm zählen der Ankauf von Commercial Paper und Unternehmensanleihen sowie spezielle Kreditgeschäfte. Zeitgleich zu den zuletzt ergriffenen Maßnahmen kam es im April und im Mai zu einer deutlichen Beschleunigung des Kreditwachstums. Darin dürften sich die akkommodierenden Kreditvergabebedingungen der Banken sowie eine höhere Nachfrage nach Betriebsmitteln durch japanische Unternehmen widerspiegeln. Auch die Regierung hat erhebliche Stimulierungsmaßnahmen in die Wege geleitet. So verabschiedete sie zwei Nachtragshaushalte für das Haushaltsjahr 2020 im Umfang von etwa 10 % des BIP.

**Für das Vereinigte Königreich wird mit einem beispiellosen Konjunkturunbruch im zweiten Quartal gerechnet; im Zuge der Aufhebung der Eindämmungsmaßnahmen dürfte die Wirtschaftsleistung danach nur langsam wieder zunehmen.** Das reale BIP erhöhte sich im Mai im Vergleich zum Vormonat um 1,8 %, im gleitenden Dreimonatsdurchschnitt war jedoch angesichts der strikten Lockdown-Maßnahmen ein Minus von 19,1 % zu verzeichnen. Der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor lag im zweiten Vierteljahr durchweg unterhalb von 50 Punkten, was auf eine anhaltende Nachfrageschwäche hindeutet. Beim Auftragseingang insgesamt wie auch bei jenem im Exportgeschäft kam es unterdessen den vierten Monat in Folge zu einem Rückgang. Die Aussichten für eine rasche Trendwende im dritten Quartal sind nach wie vor gering. Wenngleich die Wiedereröffnung von Freizeiteinrichtungen und die Reiseerleichterungen, die Anfang Juli in Kraft getreten sind, zur Ankurbelung der Konjunktur beitragen, bleiben das Unternehmer- und das Verbrauchervertrauen verglichen mit dem Stand vor dem Lockdown auf niedrigem Niveau. Der Verlauf der Erholung wird auch von den Planungen für künftige politische Unterstützungsmaßnahmen abhängen. Die Geldpolitik im Vereinigten Königreich verleiht der Konjunktur weiterhin Auftrieb, die finanzpolitische Unterstützung dürfte aber gegenüber der ersten Jahreshälfte weniger umfangreich ausfallen, obwohl im Juli weitere fiskalische Stimulierungsmaßnahmen angekündigt wurden.

**Die Erholung in China schreitet ungeachtet der schwachen Auslandsnachfrage voran.** Angesichts der Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen signalisieren hochfrequente Indikatoren eine anhaltende Normalisierung der Wirtschaftsentwicklung im Juni. Was die harten Daten betrifft, so kehrte sich das Wachstum der Industrieproduktion im April ins Positive und gewann im Mai mit einem Plus von 4,4 % gegenüber dem Vorjahr weiter an Schwung. Während die Einzelhandelsumsätze im Vorjahresvergleich erneut sanken, war die kürzerfristige Wachstumsdynamik positiv. Die EMI-Daten zeichnen ein ähnliches, wenn auch uneinheitliches Bild. So kehrte das verarbeitende Gewerbe bereits im März in den expansiven Bereich zurück, wobei die geringeren Auftragseingänge im Exportgeschäft die Erholungsdynamik bremsen. Unterdessen haben die chinesischen Behörden weitere fiskalische und geldpolitische Impulse zur Abfederung des wirtschaftlichen Schocks gesetzt. Mithilfe der Finanzpolitik sollen die Beschäftigung und das Wirtschaftswachstum stabilisiert werden; hierzu werden die Arbeitslosenversicherung, Investitionen und Steuerentlastungen ausgeweitet. Die finanzpolitischen Maßnahmen werden durch geldpolitische flankiert, mit denen sichergestellt werden soll, dass ausreichend Liquidität im Bankensystem vorhanden ist. Zudem werden Leitzinssenkungen vorgenommen, das Mindestreserve-Soll verringert und Banken angewiesen, Zahlungsrückstände von Unternehmen aufzufangen.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

**Der EONIA (Euro Overnight Index Average) und der neue Tagesgeld-Referenzzinssatz €STR (Euro Short-Term Rate) notierten im Betrachtungszeitraum (4. Juni bis 15. Juli 2020) im Schnitt bei -46 bzw. -55 Basispunkten.**<sup>1</sup>

Im selben Zeitraum erhöhte sich die Überschussliquidität um etwa 642 Mrd € auf rund 2 816 Mrd €, was vor allem auf die Mittelaufnahme über die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) sowie die Wertpapierkäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) und des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) zurückzuführen war.

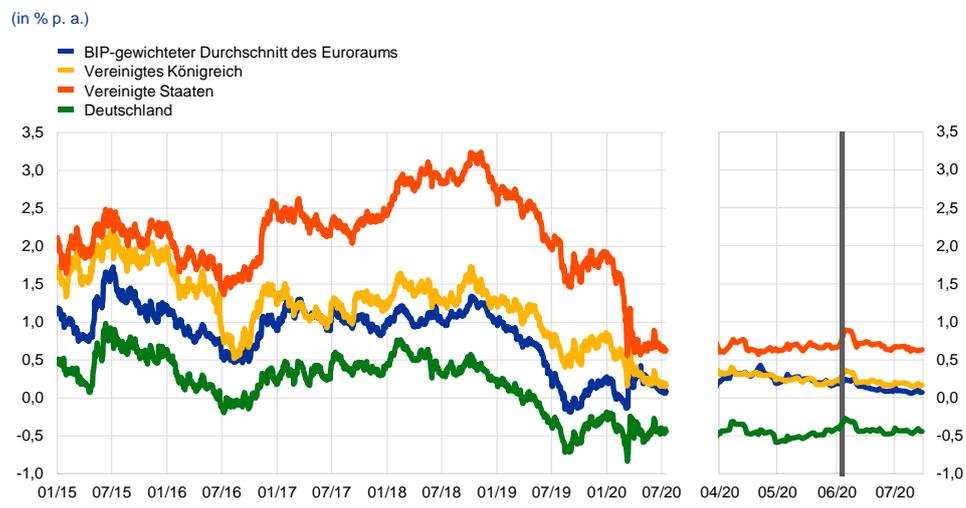
**Die Terminzinskurve des EONIA hat sich seit Anfang Juni etwas nach unten verlagert, obwohl die Märkte nicht davon auszugehen scheinen, dass eine Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität unmittelbar bevorsteht.** Die Kurve verschob sich bei allen Laufzeiten über drei Jahren im Schnitt um gut 10 Basispunkte nach unten. Bei den kurzen Laufzeiten verzeichnet sie einen leicht invertierten Verlauf und liegt etwa am Jahresende 2021 rund 10 Basispunkte unter dem aktuellen Niveau des EONIA. Die Entwicklung der EONIA-Terminzinskurve hängt möglicherweise mit der Ankündigung des PEPP vor dem Hintergrund des drastischen Rückgangs der Wirtschaftsleistung und vermehrter Bedenken hinsichtlich der Auswirkungen der anhaltenden globalen Ausbreitung der Corona-Pandemie (Covid-19) zusammen. Insgesamt liegen die EONIA-Terminzinsen bei den Zeithorizonten bis 2027 nach wie vor unter null, da die Märkte weiterhin mit einer länger anhaltenden Negativzinsphase rechnen.

**Die Renditen langfristiger Staatsanleihen aus dem Euroraum gingen zurück, während es Anzeichen gab, dass die Wirtschaft nach ihrem Einbruch die Talsohle durchschritten hat.** Die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsschuldtitel aus dem Euro-Währungsgebiet sank im Betrachtungszeitraum um etwa 15 Basispunkte auf 0,07 % (siehe Abbildung 3). Dies spiegelte mehr oder weniger den Rückgang des zehnjährigen Zinssatzes für Tagesgeld-Swaps (OIS-Satz) um 12 Basispunkte wider. Nach einem leichten Anstieg in der ersten Woche des Berichtszeitraums setzte ein Zinsrückgang ein, unter anderem als Reaktion auf den Beschluss des EZB-Rats vom 4. Juni zur Ausweitung des PEPP und die Bekanntmachung der Federal Reserve vom 10. Juni, wonach die US-Leitzinsen für längere Zeit nahe null bleiben dürften. Dass die neuen Datenmeldungen deutlich günstiger ausfielen als von den Märkten erwartet, schien sich nicht positiv in den Zinsen niederzuschlagen; Grund hierfür war möglicherweise, dass die Daten weiterhin mit einer anhaltenden – wenngleich langsameren – Kontraktion im Konjunkturzyklus im Einklang standen. Die komplexen Verhandlungen, die schließlich in der Verabschiedung der Aufbau- und Resilienzfazilität der Europäischen Union mündeten, könnten die Entwicklung der Staatsanleiherenditen im Berichtszeitraum zeitweise in beide Richtungen beeinflusst haben. Mit Blick auf weitere Länder sanken in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich die

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

Renditen zehnjähriger Staatsschuldtitel indessen um rund 20 Basispunkte auf 0,63 % bzw. um etwa 15 Basispunkte auf 0,17 %.

**Abbildung 3**  
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Tageswerte. Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 4. Juni 2020. Der Ausschnitt zeigt die Entwicklung der Staatsanleiherenditen seit dem 1. April 2020 an. Die letzten Angaben beziehen sich auf den 15. Juli 2020.

**Die Renditeabstände von Staatsanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet in Relation zum risikofreien OIS-Satz haben sich relativ wenig verändert; die Spreads stiegen zunächst leicht an, begannen dann zu sinken und lagen schließlich am Ende des Beobachtungszeitraums geringfügig unter dem Stand von Anfang Juni.** Die Renditeabstände deutscher, spanischer und portugiesischer Staatsanleihen schmälerten sich um 3 bis 5 Basispunkte, während sich die Spreads französischer und italienischer Papiere mit einem Minus von 1 Basispunkt nur minimal verkleinerten. Alles in allem verringerte sich der BIP-gewichtete Spread für den Euroraum im Verhältnis zum OIS-Satz um 2 Basispunkte auf knapp 40 Basispunkte.

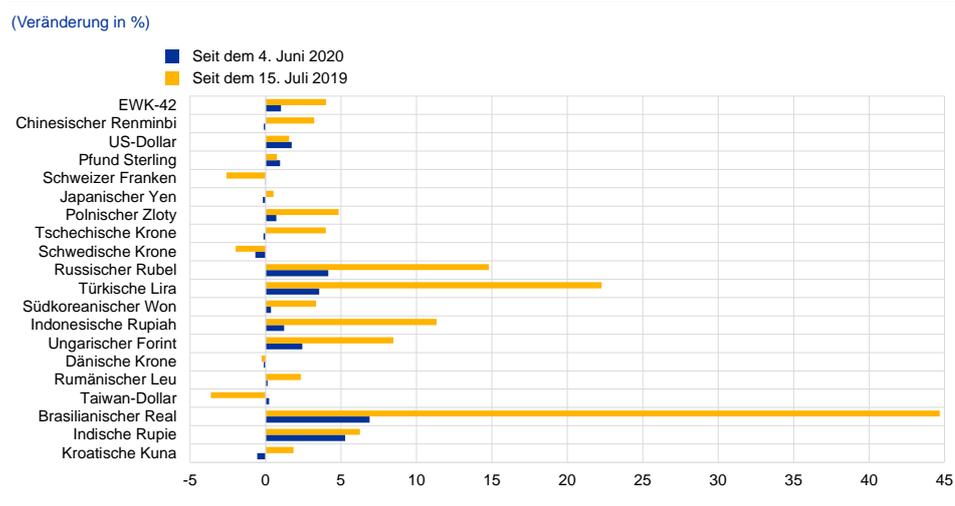
**Die Börsennotierungen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und Banken aus dem Euro-Währungsgebiet zogen an, wodurch die drastischen Verluste, die seit Ende Februar aufgrund der vermehrten Bedenken im Zusammenhang mit Covid-19 verzeichnet worden waren, zunehmend ausgeglichen wurden.** Im Berichtszeitraum legten die Aktienkurse von nichtfinanziellen Unternehmen und Banken im Eurogebiet um 2 % bzw. 3,2 % zu. Insgesamt liegen die Notierungen für beide Sektoren noch immer rund 5 % bzw. 30 % unter dem Stand vom 24. Februar, als die Bewertungen durch den Ausbruch von Covid-19 außerhalb Chinas erstmals in Mitleidenschaft gezogen wurden. Daran zeigt sich, dass sich die Kurse von Bankaktien erheblich schlechter entwickelt haben als Papiere anderer Branchen. Während verbesserte Gewinnerwartungen die Aktienkurse gestützt haben, haben höhere Risikoprämien, die vor allem mit den Bedenken der Marktteilnehmer hinsichtlich der weiterhin starken Zunahme der Covid-19-Fälle weltweit und einer möglichen zweiten Pandemiewelle zusammenhängen, die Bewertungen gedrückt.

**Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Eurogebiet waren im Berichtszeitraum rückläufig.** Sowohl bei Investment-Grade-Anleihen

nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften als auch bei Anleihen des Finanzsektors verkleinerte sich der Abstand gegenüber dem risikofreien Zinssatz geringfügig (um knapp 10 Basispunkte) und belief sich am 15. Juli auf 104 bzw. 120 Basispunkte. Damit haben sich die Spreads zwar gegenüber den Anfang April erreichten Höchstständen deutlich verringert, doch sind sie noch immer doppelt so hoch wie Ende Februar. Die im Vergleich zum Jahresbeginn erhöhten Risiken, die in den Spreads von Unternehmensanleihen sowie in den Aktienkursen eingepreist sind, zeugen möglicherweise davon, dass die Märkte in den nächsten Quartalen einen deutlichen Anstieg der Unternehmensinsolvenzen erwarten.

**An den Devisenmärkten wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung insgesamt auf** (siehe Abbildung 4). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro (gemessen an den Währungen von 42 der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets) stieg im Berichtszeitraum um 1,0 % an. Dies spiegelte größtenteils eine Stärkung insbesondere gegenüber den Währungen der Länder wider, deren Wirtschaft und Finanzmärkte stärker von den Auswirkungen der Covid-19-Pandemie betroffen waren. So gewann der Euro in Relation zu einigen Schwellenlandwährungen an Wert, insbesondere gegenüber dem brasilianischen Real (um 6,9 %), dem russischen Rubel (um 4,2 %) und der türkischen Lira (um 3,6 %), sowie gegenüber dem US-Dollar (um 1,7 %) und dem Pfund Sterling (um 1,0 %). Zugleich schwächte sich die Gemeinschaftswährung gegenüber dem japanischen Yen (um 0,2 %) und dem chinesischen Renminbi (um 0,1 %) nur sehr leicht ab und blieb zum Schweizer Franken praktisch unverändert.

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



Quelle: EZB.  
Anmerkung: „EWK-42“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 42 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums. Eine positive Veränderung zeigt eine Aufwertung des Euro an, eine negative eine Abwertung. Stichtag für die Berechnung der prozentualen Veränderung war der 15. Juli 2020.

## 3 Konjunktorentwicklung

**Nachdem das reale BIP des Euro-Währungsgebiets im ersten Quartal 2020 deutlich geschrumpft war, zeichnet sich mit der allmählichen Aufhebung der Maßnahmen zur Eindämmung des Coronavirus (Covid-19) eine konjunkturelle Erholung ab.** Die Wirtschaftsleistung insgesamt sank im ersten Jahresviertel 2020 um 3,6 % gegenüber dem Vorquartal,<sup>2</sup> nachdem im Schlussquartal 2019 noch ein Zuwachs von 0,1 % verzeichnet worden war (siehe Abbildung 5). Eine Aufschlüsselung nach Komponenten zeigt, dass diese Entwicklung durch die Binnennachfrage und den Außenhandel bestimmt wurde, von denen mit -3,5 bzw. -0,4 Prozentpunkten im ersten Vierteljahr 2020 negative Wachstumsimpulse ausgingen, wohingegen die Vorratsveränderungen mit +0,3 Prozentpunkten einen leicht positiven Beitrag zum BIP-Wachstum leisteten. Konjunkturindikatoren zufolge erreichte der durch die Covid-19-Pandemie bedingte Rückgang der Wirtschaftsleistung im April 2020 seinen Tiefpunkt. Umfrageergebnisse, Hochfrequenzindikatoren und harte Daten lassen darauf schließen, dass mit der allmählichen Wiedereröffnung der Wirtschaft eine breit angelegte, aber langsame und von Land zu Land uneinheitliche Erholung eingesetzt hat. Die Umfrageergebnisse deuten für Mai und Juni auf eine konjunkturelle Aufhellung sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor hin. Dies stimmt ebenfalls zuversichtlich, dass sich die Belegung im dritten Quartal fortsetzen wird.

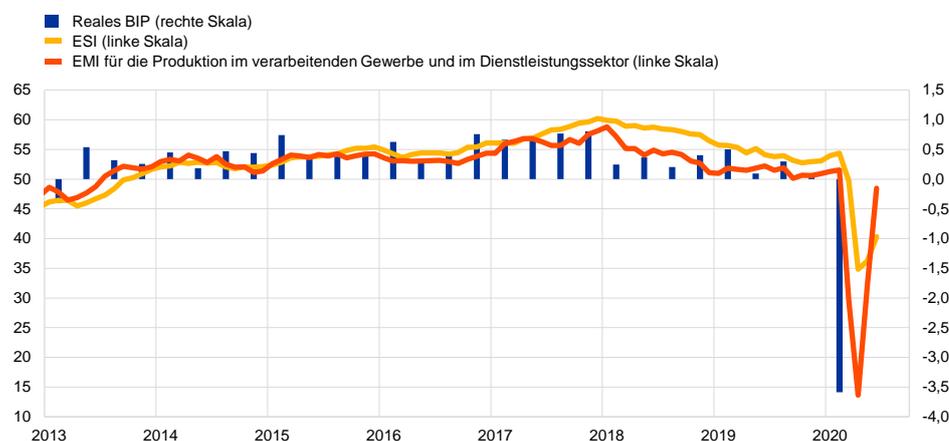
---

<sup>2</sup> Die BIP-Schätzung wurde am 9. Juni 2020 von Eurostat veröffentlicht. Wie erwartet fielen die Revisionen größer aus als die üblichen +/-0,1 Prozentpunkte, da einige Länder ihre nationalen Schätzmethoden anpassen und alternative Quellen bzw. andere Modelle zugrunde legen mussten, um die Störung der Verfügbarkeit von Ausgangsdaten zu beheben und die bestmögliche Qualität zu gewährleisten. Die nun vorliegenden vollständigeren Daten aus Primärquellen haben bereits zu einer Aufwärtskorrektur der Schnellschätzung um 0,2 Prozentpunkte gegenüber der vorläufigen BIP-Schnellschätzung vom 30. April 2020 geführt.

## Abbildung 5

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

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



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

Anmerkung: 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 2020 (reales BIP) bzw. Juni 2020 (ESI und EMI).

### Die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Arbeitsmarkt zeigen sich deutlicher im Rückgang der geleisteten Arbeitsstunden als in der Arbeitslosenquote.

Gegenüber dem vierten Quartal 2019 sank die Beschäftigung im ersten Quartal 2020 um 0,2 % (siehe Abbildung 6). Die Zahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden ging wesentlich stärker zurück (um 3,1 %), was zu einer Verringerung der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden je Erwerbstätigen um 2,9 % führte. Die Arbeitslosenquote stieg im Mai auf 7,4 %. Darin spiegelt sich aber noch nicht wider, wie gravierend die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet tatsächlich sind. Beschäftigungspolitische Maßnahmen wie Kurzarbeit und die vorübergehende Freistellung von Arbeitskräften tragen dazu bei, die Zahl der Entlassungen zu begrenzen. Damit lässt sich zum Teil auch die verhaltene Reaktion der Arbeitslosenquote erklären.<sup>3</sup>

### Die kurzfristigen Arbeitsmarktindikatoren haben sich nach einem beispiellosen Einbruch im März und April teilweise erholt.

Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Beschäftigung erhöhte sich im Juni auf 43,2 Punkte nach 37,8 Punkten im Mai und 33,4 Zählern im April, als er auf den niedrigsten Stand seit Beginn der Aufzeichnungen fiel (siehe Abbildung 6). Allerdings deutet das aktuelle Niveau des EMI nach wie vor auf einen erheblichen Beschäftigungsabbau hin. Hochfrequenzindikatoren liefern indes gewisse Hinweise darauf, dass die Arbeitsnachfrage ihre Talsohle erreicht hat.<sup>4</sup>

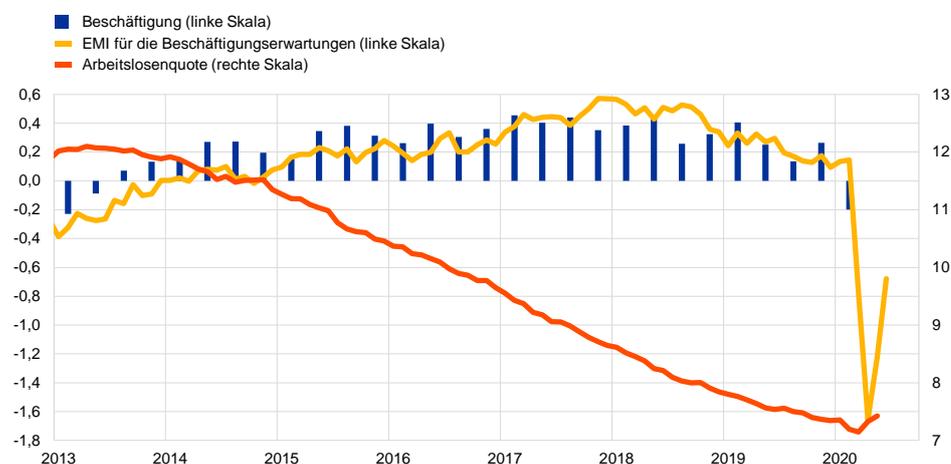
<sup>3</sup> Siehe hierzu Kasten 5 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

<sup>4</sup> Siehe hierzu Kasten 6 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

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

**Seit Mai sind deutliche Anzeichen einer Konsumerholung zu erkennen.** Die verfügbaren Indikatoren weisen auf einen Ausgabenanstieg nach der Lockerung der Lockdown-Maßnahmen hin. Nachdem der Einzelhandel im April im Vormonatsvergleich noch ein Minus von 12 % verzeichnet hatte, wurde im Mai ein Plus von 17,8 % gegenüber dem Vormonat verbucht. Im Juni dürften die Umsätze im Einzelhandel weiter gestiegen sein. Nach drastischen Rückgängen um 57,3 % bzw. 45,8 % im März und April erhöhten sich die Pkw-Neuzulassungen im Mai um 140 % gegenüber dem Vormonat. Damit lagen sie allerdings immer noch rund 50 % unter ihrem Monatsdurchschnitt des Jahres 2019. Die bis Juni vorliegenden Daten zum Verbrauchervertrauen lassen ebenfalls darauf schließen, dass die Konsumausgaben im Mai und Juni im Vergleich zum April stark ausgeweitet wurden, wenngleich sie nach wie vor deutlich niedriger sind als vor dem Lockdown. Dementsprechend war die Sparquote der privaten Haushalte im ersten Quartal 2020 mit 16,9 % so hoch wie nie zuvor. Auch wenn zweifellos Vorsichtsmotive die Sparquote der privaten Haushalte in die Höhe treiben, scheint das Zwangssparen die Haupttriebfeder der aktuellen Zunahme der Ersparnisse zu sein. Anders als während der globalen Finanzkrise schlägt sich der Anstieg der Ersparnisse vor allem in höheren Bankeinlagen und weniger in sinkenden Kreditströmen nieder.

**In nächster Zeit dürfte ein gewisser Nachfragestau seine Wirkung entfalten, dessen Umfang jedoch noch sehr ungewiss ist.** Der Rückgang der privaten Konsumausgaben entfällt etwa zur Hälfte auf Ausgabenkomponenten, die sich zeitlich aufschieben lassen (z. B. der Kauf von Elektronik und Pkw). Dies deutet auf eine mögliche aufgestaute Nachfrage nach diesen Gütern im Zuge der Aufhebung der Eindämmungsmaßnahmen hin. Als aufgestaute Nachfrage wird ein rascher Anstieg der Produktnachfrage im Gefolge eines Wirtschaftsabschwungs bezeichnet, der vorübergehend das vor dem Abschwung verzeichnete Nachfrageniveau übersteigt. Da die Verbraucher während einer Rezession tendenziell von Käufen

Abstand nehmen und in der aktuellen Situation aufgrund des Lockdowns gezwungen gewesen sein könnten, Anschaffungen zu verschieben, dürfte ein Nachholbedarf entstanden sein, der mit den ersten Anzeichen einer Erholung und einer Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen zum Tragen kommen könnte. Zwar weisen die jüngsten Einzelhandelsdaten auf eine kräftige Erholung in einer Reihe von Produktkategorien hin, doch lässt sich zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht feststellen, ob sich darin ein umfassender Nachholbedarf oder eher eine pandemiebedingte Verschiebung in den Warenkörben (z. B. hin zum Erwerb von Fahrrädern und Homeoffice-Ausstattung) widerspiegelt. Der bis Juni vorliegenden Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission zufolge gehen die privaten Haushalte weiterhin davon aus, dass sie trotz der angesammelten Ersparnisse in den kommenden zwölf Monaten weniger Geld für größere Anschaffungen ausgeben werden als in den zurückliegenden zwölf Monaten. Dies lässt darauf schließen, dass die Verbraucher unter anderem angesichts des höheren Arbeitslosigkeitsrisikos wohl weiter Konsumzurückhaltung üben werden.

**Der Rückgang der Unternehmensinvestitionen infolge der Lockdown- und Eindämmungsmaßnahmen, die seit März 2020 in allen Euro-Ländern ergriffen wurden, dürfte angesichts erster Anzeichen einer Erholung im April seinen Tiefpunkt erreicht haben.** Die Daten zur Produktion im April und Mai zeigen einen drastischen Rückgang der Erzeugung und der Umsätze im verarbeitenden Gewerbe, der auf eine Kombination aus Angebots- und Nachfragefaktoren im Zusammenhang mit der Covid-19-Pandemie zurückzuführen war. Dadurch wurden die Unternehmensinvestitionen erheblich in Mitleidenschaft gezogen. Im März und April brach die Investitionsgüterproduktion – ein Indikator der Investitionen ohne Bauten – um 39 % ein. Noch gravierender waren die Produktionseinbußen im gleichen Zeitraum bei den Fahrzeugen (mit einem Minus von 69 %). Der Branchenumfrage der Europäischen Kommission vom April zufolge sank zudem die Kapazitätsauslastung im Investitionsgütergewerbe im zweiten Quartal um 17 Prozentpunkte auf knapp 67 % und damit auf den niedrigsten Stand seit Beginn der Zeitreihe. Allerdings geht aus den aktuellen Produktions- und Umfragedaten hervor, dass im Mai ausgehend von diesen niedrigen Werten eine Erholung einsetzte, die sich im Juni noch verstärkte. Die Produktion von Investitionsgütern nahm im Mai kräftig um 25,4 % und der Fahrzeugbau sogar um 84 % zu. Dessen ungeachtet liegen die Produktionsniveaus weiterhin deutlich unter ihrem Stand vom Februar. Auch die Umfrageindikatoren sprechen für eine beginnende Erholung. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) stabilisierte sich im Mai und wies im Juni den stärksten Anstieg seit Einführung der Zeitreihe auf. Darüber hinaus ist das Vertrauen im Investitionsgütergewerbe seit dem Tiefstand vom April kontinuierlich gestiegen. Ein ähnliches Bild vermitteln die Indikatoren des EMI für das verarbeitende Gewerbe. Trotz der Verbesserungen bei diesen Indikatoren blieb der Auftragsbestand im Investitionsgütersektor, insbesondere im Hinblick auf die Exporte, den Umfragen der Europäischen Kommission zufolge im Juni niedrig. Hinzu kommt, dass laut den Sektorkonten für das Euro-Währungsgebiet der Bruttobetriebsüberschuss der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im ersten Quartal 2020 stark rückläufig war und der zusammengesetzte Indikator der EZB für systemischen Stress nach wie vor hohe Werte aufweist. Darüber hinaus bleiben trotz massiver politischer Anstrengungen auf

Ebene des Euroraums und der EU zur Bereitstellung von Liquidität und Krediten an Unternehmen erhebliche Abwärtsrisiken für die Investitionsvorhaben der Firmen bestehen. Diese ergeben sich aus der zunehmenden Verschuldung, potenziellen Insolvenzen und möglichen Ausfällen der Unternehmen bei langfristigen Zahlungsverpflichtungen sowie einem sinkenden Cashflow.<sup>5</sup>

**Die Wohnungsbauinvestitionen im Euro-Währungsgebiet gingen im ersten Quartal drastisch zurück, während zum Ende des zweiten Quartals erste Anzeichen einer Besserung sichtbar wurden.** In den ersten drei Monaten des laufenden Jahres verringerten sich die Wohnungsbauinvestitionen im Euroraum um 5,8 % gegenüber dem Vorquartal. Sie wiesen damit die niedrigste Wachstumsrate seit Beginn der Zeitreihe im Jahr 1995 auf. Grund für dieses schwache Ergebnis war in erster Linie die umfassende Schließung von Baustellen. Die negative Dynamik wurde durch den hohen Auftragsrückstand bei Bauprojekten (vor allem in Deutschland und den Niederlanden) zum Teil abgemildert und ging mit einer Abnahme der Transaktionsvolumina einher, die nur geringe Auswirkungen auf die Wohnimmobilienpreise hatte. Da die Eindämmungsmaßnahmen bis Ende April in mehreren Ländern weiter verschärft wurden, ist für das zweite Quartal mit einem noch stärkeren Einbruch der Wohnungsbauinvestitionen im Eurogebiet zu rechnen. Den Umfrageergebnissen der Europäischen Kommission zufolge waren die Bauunternehmen im zweiten Jahresviertel mit Produktionshemmnissen von beispiellosem Ausmaß konfrontiert. Ursächlich hierfür waren vor allem die Finanzierungsbedingungen, was auf mögliche Liquiditätsengpässe hindeutet, sowie andere Faktoren, die mit den Folgen der Eindämmungsmaßnahmen für die Geschäftstätigkeit zusammenhängen dürften. Gleichwohl wies der EMI für die Produktion im Baugewerbe des Euroraums, nachdem er im April seine Talsohle erreicht hatte, im Mai und Juni angesichts der Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen Anzeichen einer Verbesserung auf. In Frankreich und Italien lag er sogar leicht über der Wachstumsschwelle. Umfrageergebnisse zur Einschätzung der Auftragslage seitens der Unternehmen deuten für die nächste Zeit auf moderate Aussichten für eine Erholung im Wohnungsbau hin. Umfragen zu den Bau- und Renovierungsvorhaben der privaten Haushalte zeichnen ein ähnliches Bild. Die pandemiebedingte Unsicherheit könnte sich sogar noch stärker und länger auf die Baukonjunktur auswirken, indem sie private Haushalte und Investoren möglicherweise darin bestärkt, Immobiliengeschäfte zu verschieben, bis eine wirksame medizinische Lösung für Covid-19 gefunden ist.

**Nachdem der Handel mit Ländern außerhalb und innerhalb des Euroraums bereits im ersten Quartal 2020 stark zurückgegangen war, kam es im April mit dem Aufkommen neuer Epizentren der Covid-19-Pandemie zu einem Einbruch der Exporte des Eurogebiets in Drittländer sowie des Handels der Euro-Länder untereinander.** Die Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie wirkten sich im ersten Quartal sehr negativ auf den Handel mit Ländern innerhalb wie auch außerhalb des Euro-Währungsgebiets aus. Die Ausfuhren des Euroraums in Drittländer verringerten sich weitaus stärker als die Einfuhren aus Drittländern. Infolgedessen fiel der Beitrag des Außenhandels zum BIP mit -0,4 Prozentpunkten

---

<sup>5</sup> Siehe hierzu Kasten 8 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

negativ aus. Der Handel innerhalb des Eurogebiets verzeichnete im ersten Jahresviertel vor allem aufgrund von Störungen der Lieferketten bei Vorleistungsgütern und infolge der Investitionsgüterentwicklung einen kräftigen Rückgang. Da im April im gesamten Euro-Währungsgebiet drastische Lockdown-Maßnahmen in Kraft traten, brach der nominale Warenhandel innerhalb des Euroraums weiter ein und nahm im Vergleich zum Vormonat um 21,7 % ab. Die Exporte in Länder außerhalb des Eurogebiets waren auch im April stärker betroffen als die Importe aus diesen Ländern. Während die nominalen Wareneinfuhren aus Ländern außerhalb des Euroraums im April aufgrund der geringeren Binnen- nachfrage im Euro-Währungsgebiet ein Minus von 13 % gegenüber dem Vormonat aufwiesen, brachen die Warenausfuhren in Drittländer mit dem Übergreifen der Pandemie auf wichtige Handelspartner im Vormonatsvergleich nominal um 24,5 % ein. Im April verringerte sich die volumenmäßige Warenausfuhr in die Vereinigten Staaten um 32 %, nach China um 11 % und nach Brasilien um 36 % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat. Frühindikatoren deuten darauf hin, dass die Talsohle beim Handelswachstum wohl im April erreicht wurde. Der EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft des Euroraums stieg im Juni wieder auf 42,5 Punkte an (nach 18,9 Zählern im April). Der Handel im verarbeitenden Gewerbe, insbesondere im Automobilsektor, konnte sich mit der Wiedereröffnung von Fabriken teilweise erholen. Wenngleich die Sektoren Reisen und Verkehr nach wie vor am stärksten betroffen sind, zieht der Handel in diesen Bereichen mit der Aufhebung der Reisebeschränkungen langsam wieder an. Dies zeigt sich auch an den seit Mitte Juni leicht zunehmenden Flugkapazitäten. Trotz dieser Besserungstendenzen dürfte sich der Handel im Euro-Währungsgebiet in Anbetracht der asynchron verlaufenden Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen in wichtigen Handelspartnerländern und der anhaltenden Auswirkungen auf das Vertrauen uneinheitlich und nur unvollständig erholen.

**Zwar lassen die aktuellen Wirtschaftsdaten – insbesondere die Umfrageergebnisse – erste Anzeichen einer Erholung erkennen, für das zweite Quartal 2020 deuten sie jedoch nach wie vor auf einen historischen Rückgang der Wirtschaftsleistung im Euroraum hin.** Der Covid-19-Ausbruch und die damit verbundenen Eindämmungsmaßnahmen führten zu zunehmenden Angebotsbeschränkungen und einer rasch sinkenden Nachfrage. Sie beeinträchtigten damit die Aktivität im verarbeitenden Gewerbe und insbesondere im Dienstleistungssektor. Was die jüngsten Umfrageergebnisse betrifft, so fielen der von der Europäischen Kommission veröffentlichte ESI wie auch der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor im April auf ein Rekordtief. Im Mai und Juni stiegen einige Indikatoren wieder stark an, viele liegen aber weiterhin unter ihrem langfristigen Niveau. Sowohl der ESI als auch der EMI signalisieren über Länder und Wirtschaftssektoren hinweg eine breit angelegte Erholung. Bestätigt wird diese konjunkturelle Belebung auch durch Hochfrequenzindikatoren wie den Stromverbrauch.

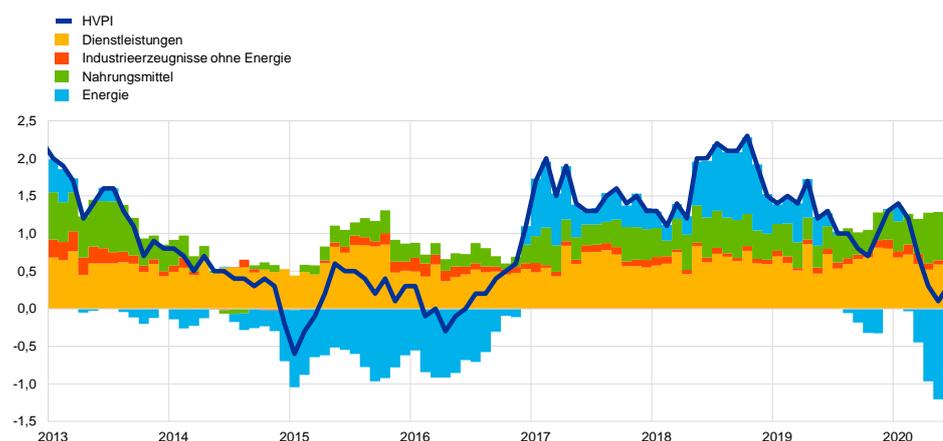
**Blickt man über die Verwerfungen infolge der Corona-Pandemie hinaus, so nimmt das Wachstum im Euro-Währungsgebiet im Zuge der schrittweisen Aufhebung der Eindämmungsmaßnahmen wieder Fahrt auf. Gestützt wird es dabei durch günstige Finanzierungsbedingungen, den finanzpolitischen Kurs im Euroraum und eine Erholung der Weltwirtschaft.** Allerdings ist die Unsicherheit nach wie vor äußerst hoch. Daher lassen sich das wahrscheinliche Ausmaß und die Dauer der Erholung nur sehr schwer vorhersagen. Die Ergebnisse des aktuellen, Anfang Juli von der EZB durchgeführten [Survey of Professional Forecasters](#) zeigen, dass die Wachstumsprognosen des privaten Sektors für das BIP gegenüber der vorangegangenen Umfrage von Anfang April für 2020 weiter nach unten und für 2021 nach oben korrigiert wurden.

## 4 Preise und Kosten

**Die Teuerungsrate nach dem HVPI ist der Schnellschätzung von Eurostat zufolge leicht von 0,1 % im Mai auf 0,3 % im Juni 2020 gestiegen.** Dies spiegelt in erster Linie eine Verlangsamung des jährlichen Rückgangs der Energiepreise wider (-9,4 % im Juni nach -11,9 % im Vormonat). Dem weniger starken Energiepreisrückgang stand unter anderem eine weitere Abschwächung der Energiepreisrückgang stand unter anderem eine weitere Abschwächung der Teuerung bei Nahrungsmitteln auf 3,1 % im Juni gegenüber, die im Mai 3,4 % und im April 3,6 % betragen hatte.<sup>6</sup> Dabei gilt es zu beachten, dass die HVPI-Daten aufgrund von Schwierigkeiten bei der Preiserhebung immer noch einer erhöhten Messunsicherheit unterliegen. Der Anteil der imputierten Preise ist zwar von 22 % im Mai auf 11 % im Juni gesunken, fällt aber insbesondere bei den Dienstleistungen nach wie vor höher aus als üblich.<sup>7</sup>

**Abbildung 7**  
Beiträge der Komponenten zur HVPI-Gesamtinflation im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

**Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation waren rückläufig.** Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel verringerte sich im Juni auf 0,8 %, verglichen mit 0,9 % im Mai und April sowie 1,2 % im Februar. Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass die Teuerungsrate bei den Dienstleistungen von 1,3 % im Mai auf 1,2 % im Juni sank, während sie bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie mit 0,2 % unverändert blieb. Für die übrigen Messgrößen lagen entsprechende Daten nur bis Mai 2020 vor. Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr und Bekleidung war im Mai mit 1,1 % gegenüber April unverändert, wohingegen die persistente und

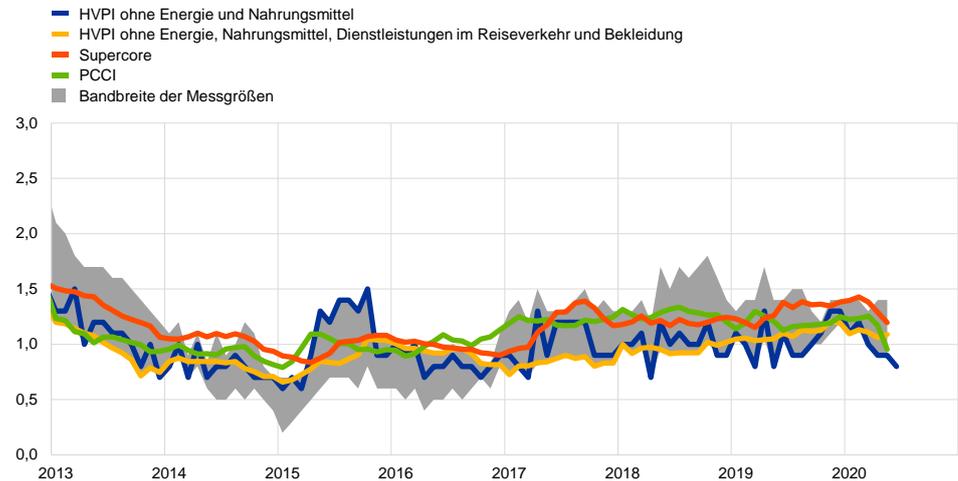
<sup>6</sup> Weitere Einzelheiten zur jüngsten Entwicklung der Nahrungsmittelpreise finden sich in Kasten 7 des vorliegenden Wirtschaftsberichts.

<sup>7</sup> Nähere Informationen sind der [Methodik von Eurostat zum HVPI](#) zu entnehmen.

gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) von 1,2 % auf 1,0 % und der Supercore-Indikator<sup>8</sup> von 1,3 % auf 1,2 % zurückgingen.

**Abbildung 8**  
Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

**Der Preisdruck bei den im HVPI erfassten Industrieerzeugnissen ohne Energie war auf den nachgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette zwar stabil, schwächte sich aber auf den vorgelagerten Stufen etwas ab.** Die Änderungsrate der inländischen Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel blieb im Mai mit 0,5 % konstant, und auch die entsprechende Teuerungsrate für importierte Konsumgüter ohne Nahrungsmittel belief sich im Mai gegenüber April unverändert auf 0,0 %. Auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette verringerte sich die Teuerung inländischer Vorleistungsgüter unterdessen von -2,6 % auf -2,9 %, während die Änderungsrate der Einfuhrpreise für Vorleistungsgüter von -2,2 % im April auf -2,0 % im Mai stieg.

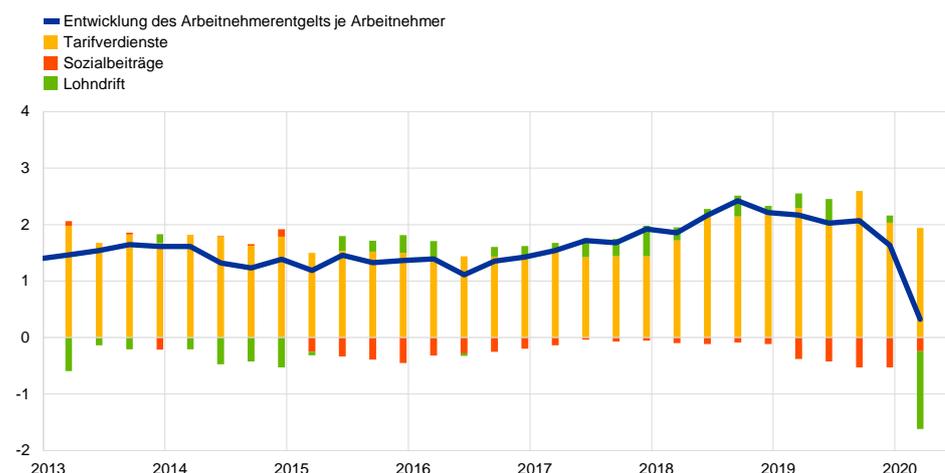
**Das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer brach im ersten Quartal 2020 ein, was im Wesentlichen auf den Rückgang der geleisteten Arbeitsstunden zurückzuführen war.** Die jährliche Zuwachsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer sank von 1,6 % im Schlussquartal 2019 auf 0,3 % im ersten Jahresviertel 2020. Der Rückgang war über Länder und Sektoren hinweg breit angelegt. Ausschlaggebend für die spürbare Wachstumsverlangsamung beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im Euro-Währungsgebiet war allen voran die deutliche Verringerung der geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten nach dem

<sup>8</sup> Siehe auch EZB, Die als „Supercore“ bezeichnete Messgröße der zugrunde liegenden Inflation, Kasten 2, in: [Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2018, Juni 2018, sowie EZB, Die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) als Messgröße der zugrunde liegenden Inflation, Kasten 3 im selben Aufsatz.

Ausbruch der Corona-Pandemie (Covid-19) sowie den damit verbundenen Lockdown- und Eindämmungsmaßnahmen. Die Auswirkungen der Kurzarbeit und zeitweiligen Freistellungen sowie der Eindämmungsmaßnahmen sind auch im jährlichen Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Stunde erkennbar, das sich von 1,8 % im letzten Jahresviertel 2019 auf 3,1 % im ersten Quartal 2020 erhöhte. Zurückzuführen ist dies auf die signifikante Verringerung der tatsächlich geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten. Diese gegenläufigen Entwicklungen spiegeln den Effekt der Regelungen für Kurzarbeit und befristete Freistellungen wider, durch die Einbußen beim Arbeitseinkommen abgefedert werden. Die Tarifverdienste stiegen im ersten Quartal 2020 um 2,0 %, wobei die jüngste Entwicklung beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer einen starken Abwärtseffekt in der Lohndrift implizierte.<sup>9</sup> Allerdings überzeichnet der Rückgang des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer den Verlust an Arbeitseinkommen, da eine Reihe von Ländern die staatlichen Stützungsmaßnahmen statistisch unter Transfers und nicht unter Arbeitnehmerentgelt erfasst.<sup>10</sup>

**Abbildung 9**  
Beiträge der Komponenten des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



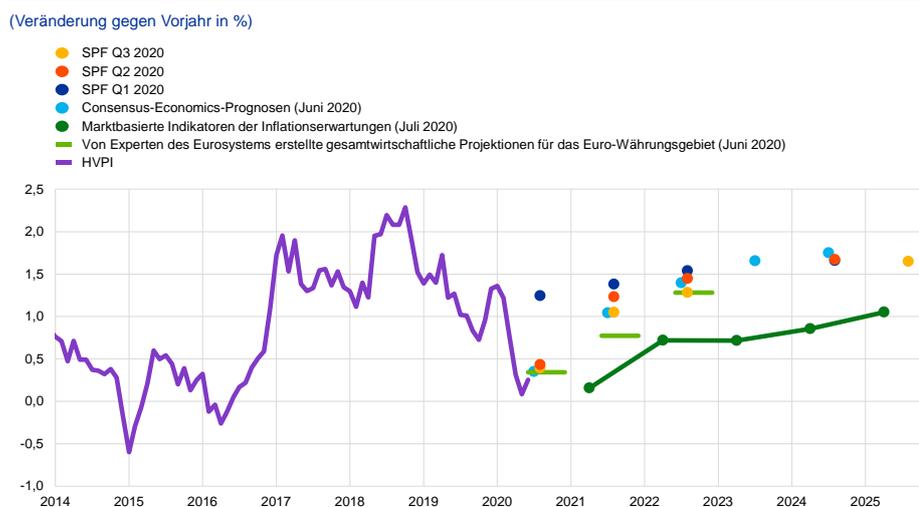
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2020.

**Die marktbasieren Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen erhöhten sich im Berichtszeitraum (4. Juni bis 15. Juli 2020) etwas weiter in Richtung des Niveaus von Ende Februar, während die umfragebasierten Indikatoren der Inflationserwartungen leicht zurückgingen.** Der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren setzte seine Erholung gegenüber dem am 23. März 2020 verzeichneten Allzeittief von 0,72 % fort und lag am 15. Juli bei 1,12 %. Insgesamt fiel sein Anstieg über den gesamten Berichtszeitraum hinweg mit 5 Basispunkten moderat aus. Die aus Optionen abgeleitete (risikoneutrale) Wahrscheinlichkeit einer Deflation in den nächsten fünf Jahren verringerte sich

<sup>9</sup> Weitere Informationen zur Lohndrift finden sich in: EZB, [Aktuelle Entwicklung der Lohndrift im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 8/2018, Dezember 2018.  
<sup>10</sup> Siehe hierzu auch EZB, [Kurzarbeitsregelungen: Auswirkungen auf Löhne und verfügbares Einkommen](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 4/2020, Juni 2020.

gegenüber ihrem Höchststand von Ende März dieses Jahres spürbar und erreichte in etwa das Niveau von Ende Februar. Dies könnte bis zu einem gewissen Grad auch dem jüngsten Ölpreisanstieg zuzuschreiben sein. Obwohl im Berichtszeitraum eine Zunahme zu beobachten war (insbesondere auf sehr lange Sicht), liefert das zukunftsgerichtete Profil der marktbasierenden Indikatoren der Inflationserwartungen nach wie vor Hinweise auf eine länger andauernde Phase niedriger Inflationsraten. Der Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB für das dritte Quartal 2020 deutet auf eine weitere Abwärtsrevision der Inflationserwartungen im Euroraum für das dritte Jahresviertel hin, die den Auswirkungen von Covid-19, den Eindämmungsmaßnahmen und der fortdauernden Unsicherheit geschuldet ist. Die durchschnittliche Punktprognose für die jährliche HVPI-Inflation liegt derzeit für 2020 bei 0,4 %, für 2021 bei 1,0 % und für 2022 bei 1,3 %. Dies stellt eine Abwärtskorrektur um 0,2 Prozentpunkte für das Jahr 2021 und um 0,1 Prozentpunkte für das Jahr 2022 dar. Wenngleich die Veränderung in nicht gerundeter Rechnung sehr gering war, sanken die durchschnittlichen langfristigen Inflationserwartungen von 1,7 % in der letzten Erhebung auf einen neuen historischen Tiefstand von 1,6 %.

**Abbildung 10**  
**Marktbasierende und umfragebasierte Indikatoren der Inflationserwartungen**

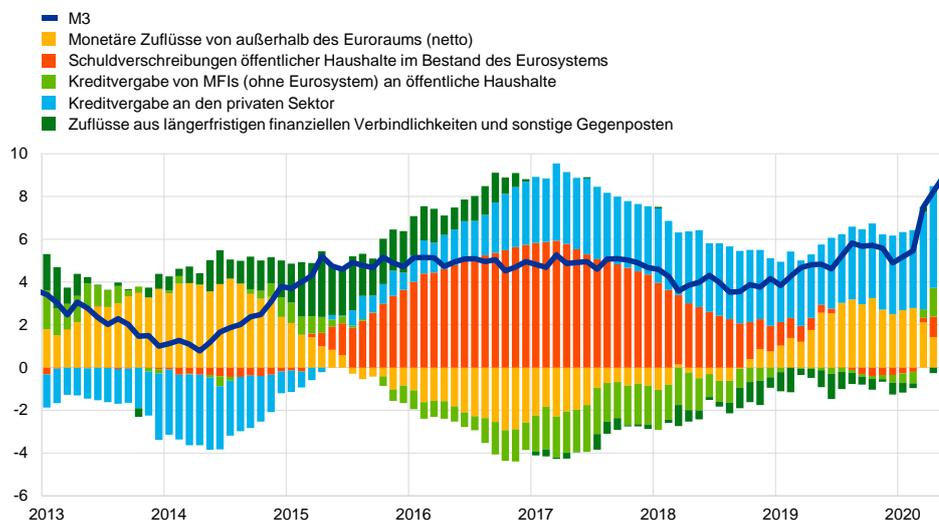


Quellen: Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB, Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet (Juni 2020) und Consensus Economics (8. Juni 2020).  
 Anmerkung: Die SPF-Umfrage für das dritte Quartal 2020 wurde vom 30. Juni bis zum 6. Juli 2020 durchgeführt. Die aus Marktpreisen abgeleitete Kurve 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 der Inflationserwartungen beziehen sich auf den 15. Juli 2020.

**Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 beschleunigte sich im Mai weiter.** Das Geldmengenaggregat M3 verzeichnete erneut kräftige Zuflüsse, was auf einen anhaltend starken Liquiditätsaufbau vor dem Hintergrund der Unsicherheit im Zusammenhang mit der pandemiebedingten Krise hindeutet. Die Jahreswachstumsrate von M3 erhöhte sich von 8,2 % im April auf 8,9 % im Mai 2020 (siehe Abbildung 11). Während die konjunkturelle Eintrübung das M3-Wachstum dämpfte, leistete die außerordentlich hohe Liquiditätsnachfrage der Unternehmen und privaten Haushalte einen deutlich positiven Wachstumsbeitrag. Ausschlaggebend für den Zuwachs der Geldmenge M3 war insbesondere das eng gefasste Aggregat M1, das die liquidesten Komponenten von M3 umfasst. Die Jahreswachstumsrate von M1 erhöhte sich von 11,9 % im April auf 12,5 % im Mai 2020, was in erster Linie auf eine abermals schnellere jährliche Zunahme der täglich fälligen Einlagen zurückzuführen war. Während die höheren Einlagenbestände der Unternehmen noch immer vor allem mit Vorsichtsmotiven zusammenhängen dürften, könnten bei den privaten Haushalten auch die weiterhin beschränkten Konsummöglichkeiten eine Rolle gespielt haben. Die sonstigen kurzfristigen Einlagen und marktfähigen Instrumente leisteten im Mai einen leicht positiven Beitrag zum jährlichen M3-Wachstum.

**Abbildung 11**  
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 Wertpapieren des privaten Sektors (ohne MFIs) im Euroraum. Somit schlägt sich darin auch der Erwerb von Schuldverschreibungen von Nicht-MFIs durch das Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) nieder. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2020.

**Die inländische Kreditvergabe blieb auch im Mai 2020 die wichtigste Quelle der Geldschöpfung.** Die Kreditvergabe an den privaten Sektor (siehe die blauen Balkenabschnitte in Abbildung 11) stellt aufseiten der Gegenposten seit 2018 die Haupttriebfeder des M3-Wachstums dar. Sie nahm auch im Mai weiter zu, wofür vor allem ein Anstieg der Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen verantwortlich war. Darüber hinaus trug der Nettoerwerb von Schuldverschreibungen öffentlicher

Haushalte durch das Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) der EZB im Mai stärker zum M3-Wachstum bei als in den Monaten davor (siehe die roten Balkenabschnitte in Abbildung 11).<sup>11</sup> Auch die verstärkte Kreditausreichung der MFIs (ohne Eurosystem) an öffentliche Haushalte stützte das M3-Wachstum (siehe die hellgrünen Balkenabschnitte in Abbildung 11). Der Beitrag der jährlichen monetären Zuflüsse von außerhalb des Euroraums (netto) schwächte sich indes etwas ab (siehe die gelben Balkenabschnitte in Abbildung 11), was insbesondere darauf zurückzuführen war, dass es im März und April zu Abflüssen kam und der Zufluss im Mai gering ausfiel. Die längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten und sonstigen Gegenposten hatten einen leicht dämpfenden Einfluss auf das M3-Wachstum.

**Die Dynamik der Unternehmenskredite belebte sich im Mai weiter.**<sup>12</sup> Die jährliche Zuwachsrate der Bankkredite an den privaten Sektor erhöhte sich von 4,9 % im April auf 5,3 % im Mai 2020 (siehe Abbildung 12). Dies war auf einen erneuten Anstieg der Jahreswachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von 6,6 % im April auf 7,3 % im Mai zurückzuführen. Die Ausweitung der Vergabe von Unternehmenskrediten war durch den operativen Finanzierungsbedarf der Firmen vor dem Hintergrund gesunkener Cashflows bedingt. Als sich die Anzeichen verdichteten, dass die Erholung wohl mehr Zeit in Anspruch nehmen wird, verlagerte sich die Kreditnachfrage der Unternehmen weiter von kurzfristigen hin zu mittel- und langfristigen Darlehen. Aus den Ergebnissen der jüngsten [Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet](#), die üblicherweise eine Vorlaufeigenschaft gegenüber dem tatsächlichen Kreditwachstum aufweisen, geht hervor, dass die Banken für das dritte Quartal 2020 mit einer weiteren, wenn auch nicht mehr so starken Zunahme der Kreditnachfrage der Unternehmen rechnen. Die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an private Haushalte stabilisierte sich im Mai 2020 bei 3,0 %, nachdem sie zuvor zwei Monate in Folge gesunken war (ausgehend von 3,4 % im März). Die divergierende Entwicklung der Kreditvergabe an Unternehmen und Privathaushalte im Mai wird durch die Antworten der Banken auf die Fragen zu Kreditangebot und -nachfrage untermauert. Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB, insbesondere die sehr günstigen Bedingungen für die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III), dürften einen Anreiz für die Banken darstellen, Kredite an alle Akteure des privaten Sektors zu vergeben.

---

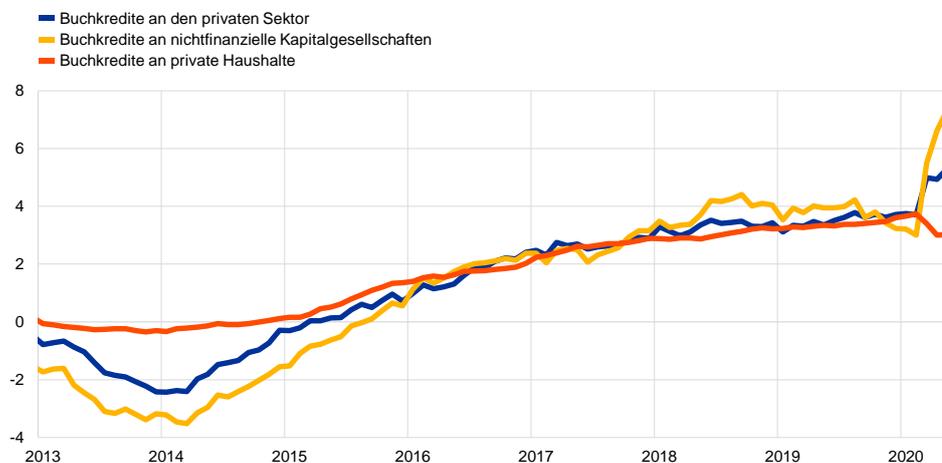
<sup>11</sup> Eine weiter gehende Analyse der Wirksamkeit der Maßnahmen der EZB findet sich in Kasten 3 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

<sup>12</sup> Weitere Informationen zu den Auswirkungen der Pandemie auf die Kreditvergabebedingungen der Banken und den Finanzierungsbedarf der Unternehmen aus sektoraler Sicht finden sich in Kasten 8 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

## Abbildung 12

### Buchkredite an den privaten Sektor

(Jahreswachstumsrate)



Quelle: EZB.

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

**Aus der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Juli 2020 geht hervor, dass die Kreditnachfrage der Unternehmen zuletzt weiterhin im Zeichen der Corona-Pandemie (Covid-19) stand und vor allem aufgrund des hohen Bedarfs an Notfall-Liquidität stark zunahm.** Für das zweite Quartal 2020

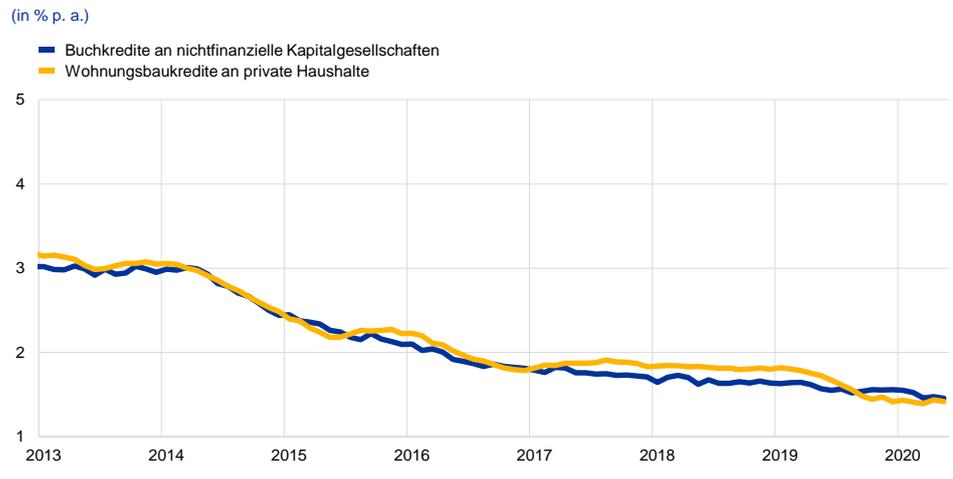
meldeten unter dem Strich so viele Banken eine gestiegene Nachfrage der Unternehmen nach Krediten bzw. eine höhere Inanspruchnahme von Kreditlinien wie noch nie seit Beginn der Umfrage im Jahr 2003. Dabei glich der gestiegene Finanzierungsbedarf für Lagerhaltung und Betriebsmittel den negativen Beitrag der Kreditnachfrage für Anlageinvestitionen mehr als aus. Zugleich blieben die Richtlinien für die Gewährung von Krediten und Kreditlinien an Unternehmen günstig.<sup>13</sup> Förderlich waren hierbei nach Aussage der befragten Banken die in den meisten Ländern gewährten staatlichen Kreditgarantien sowie die geldpolitischen Maßnahmen. Verschärfend wirkte indes vor allem die Risikoeinschätzung (im Zusammenhang mit der Verschlechterung der allgemeinen Konjunkturaussichten sowie der unternehmensspezifischen Lage). Daneben vermeldeten die Banken auch eine geringere Risikotoleranz als in der vorherigen Umfragerunde. Für das dritte Quartal 2020 rechnen sie im Schnitt mit einer erheblichen Verschärfung der Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten im Zusammenhang mit dem erwarteten Auslaufen staatlicher Kreditgarantieprogramme in einigen großen Euro-Ländern. Bei den privaten Haushalten verringerte sich die Nettonachfrage nach Wohnungsbaukrediten und Konsumentenkrediten im zweiten Quartal spürbar, was dem schwächeren Verbrauchervertrauen, den sich eintrübenden Aussichten am Wohnimmobilienmarkt sowie den eingeschränkten Konsummöglichkeiten während der strengen Lockdown-Phasen zuzuschreiben war. Die Richtlinien für die Vergabe

<sup>13</sup> Im zweiten Quartal 2020 meldeten unter dem Strich 1 % der Banken eine Straffung der Kreditrichtlinien (d. h. der internen Richtlinien oder Kriterien einer Bank für die Kreditgewährung) für Kredite und Kreditlinien an Unternehmen. Per saldo 20 % der befragten Institute verschärfen indes nach eigenen Angaben ihre Richtlinien für Wohnungsbaukredite und 25 % ihre Richtlinien für Konsumentenkredite und sonstige Kredite an private Haushalte.

von Krediten an private Haushalte wurden im zweiten Quartal 2020 deutlich gestrafft. Diese Entwicklung war auf eine Verschlechterung der Einkommens- und Beschäftigungsaussichten der privaten Haushalte infolge der Covid-19-Pandemie zurückzuführen. Für das dritte Quartal 2020 rechnen die Banken insgesamt mit einer weiteren Verschärfung der Kreditrichtlinien für Privathaushalte. Zugleich gehen sie davon aus, dass sich die Kreditnachfrage der privaten Haushalte im Zuge einer Lockerung der coronabedingten Einschränkungen dann wieder belebt.

**Die äußerst günstigen Kreditzinsen wirkten sich weiterhin positiv auf das Wirtschaftswachstum im Eurogebiet aus.** Die Kreditzinsen stabilisierten sich auf ihren historischen Tiefständen und entwickelten sich damit weitgehend im Einklang mit den (längerfristigen) Referenzzinssätzen am Markt. Die gewichteten Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und an private Haushalte blieben im Mai 2020 mit 1,46 % bzw. 1,42 % praktisch unverändert (siehe Abbildung 13). Während die gravierenden wirtschaftlichen Auswirkungen der Pandemie auf die Einnahmen der Unternehmen, die Beschäftigungsaussichten der privaten Haushalte und die Bonität der Kreditnehmer insgesamt einen Aufwärtsdruck auf die Kreditzinsen der Banken ausüben, wirken die kräftigen politischen Impulse, die als Reaktion auf die pandemiebedingte Krise gesetzt wurden – insbesondere die geldpolitischen Maßnahmen der EZB und die staatlichen Kreditgarantien – in die entgegengesetzte Richtung.

**Abbildung 13**  
Gewichtete Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Die gewichteten Zinsen für Bankkredite errechnen sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monats-Durchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2020.

# Kästen

## 1 Spannungen an den Refinanzierungsmärkten für US-Dollar und die Bedeutung von Swaplinien der Zentralbanken während der Covid-19-Krise

Gianluca Persi

**Die Bedingungen für die Refinanzierung in US-Dollar haben sich seit etwa Ende Februar 2020 verschärft, als das Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage bei gleichzeitiger Volatilität an den Finanzmärkten zu steigenden Refinanzierungsaufschlägen führte.** Der vorliegende Kasten befasst sich mit diesen Spannungen am Markt für Devisenswaps, an dem die Marktteilnehmer einander Liquidität in zwei Währungen (z. B. Euro und US-Dollar) mit der Zusage leihen, diese zu einem späteren Zeitpunkt und zu einem vorab vereinbarten Wechselkurs zurückzutauschen. Es wird aufgezeigt, dass sich die zwischen Zentralbanken abgeschlossenen Swaplinien positiv auf die Funktionsfähigkeit des Marktes für EUR/USD-Devisenswaps ausgewirkt haben. Auf der Grundlage dieser Swap-Vereinbarungen kann das Eurosystem die Banken im Euro-Währungsgebiet mit US-Dollar versorgen.<sup>1</sup> Mit der Ausweitung der Swaplinien und der sich daraus ergebenden Bereitstellung von US-Dollar über häufiger stattfindende liquiditätszuführende Geschäfte wurden zwei Ziele verfolgt: zum einen den unmittelbaren Refinanzierungsbedarf der Banken in US-Dollar zu decken und zum anderen die Marktaktivität zu fördern, da die an den US-Dollar-Geschäften teilnehmenden Institute eine höhere Bereitschaft zeigten, als Intermediär aufzutreten und die beim Eurosystem aufgenommenen Mittel an andere Marktteilnehmer auszureichen. Dies trug entscheidend dazu bei, die Spannungen an den Refinanzierungsmärkten für US-Dollar abzubauen und die ordnungsgemäße Funktionsweise des Marktes für EUR/USD-Devisenswaps wiederherzustellen. Die Analyse basiert auf Transaktionsdaten, die im Rahmen der Geldmarktstatistik der EZB (Money Market and Statistical Reporting – MMSR) erhoben wurden.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Swap-Vereinbarungen zwischen Zentralbanken ermöglichen es einer Zentralbank (hier der EZB), Liquidität in Fremdwährung (US-Dollar) von der ausgebenden Zentralbank (Federal Reserve System) zu erhalten. Diese behält die empfangene Währung (Euro) als Sicherheit bis zur Fälligkeit. Die erstgenannte Zentralbank reicht die erhaltene Fremdwährungsliquidität ihrerseits gegen notenbankfähige Sicherheiten an die Banken im Inland weiter. Die vom Eurosystem angebotenen Tendergeschäfte in US-Dollar werden als Mengentender mit Vollzuteilung durchgeführt, d. h., die EZB teilt alle Gebote zu, die sie von ihren Geschäftspartnern gegen zugelassene Sicherheiten erhält (siehe [Pressemitteilung der EZB](#) vom 17. Juni 2014). Im Jahr 2011 richtete die EZB zusammen mit der Bank of England, der Bank of Canada, der Bank von Japan, der Federal Reserve und der Schweizerischen Nationalbank ein Netz von Swap-Vereinbarungen ein, über das sich die teilnehmenden Zentralbanken Liquidität in Fremdwährung voneinander beschaffen können. Weitere Einzelheiten hierzu finden sich auf der [Website der EZB](#) sowie der [Website der Federal Reserve](#).

<sup>2</sup> Die Geldmarktstatistik setzt sich aus Einzeltransaktionsdaten der – gemessen am Bilanzwert – 50 größten Banken im Euroraum zusammen und beinhaltet auch deren Devisenswap-Aktivitäten. Nähere Einzelheiten hierzu finden sich auf der [Website der EZB](#).

**Vor dem Hintergrund der hohen Marktvolatilität und Risikoscheu infolge der Corona-Pandemie (Covid-19) stieg der Basisspread von EUR/USD-Devisenswaps stark an. Er ist ein wichtiger Indikator der Refinanzierungskosten europäischer Banken in US-Dollar.** Der Spread ergibt sich aus der Differenz zwischen den durchschnittlichen impliziten Zinsen für die Aufnahme von US-Dollar am Markt für EUR/USD-Devisenswaps und dem risikofreien Zinssatz für US-Dollar, der dem US-Dollar-OIS-Satz (Overnight Index Swap) entspricht. Unter normalen Marktbedingungen ist der Basisspread von Devisenswaps gering<sup>3</sup> und spiegelt lediglich vorübergehende Marktspannungen wider, beispielsweise im Umfeld von Bilanzstichtagen. Ab Ende Februar jedoch erhöhten die europäischen Banken die Prämie, die sie für die Beschaffung von Mitteln in US-Dollar am Markt für EUR/USD-Devisenswaps zu zahlen bereit waren. Dies führte zu einer Ausweitung des Basisspreads von Devisenswaps, hinter der sich eine deutlich höhere Nachfrage nach US-Dollar verbarg, da die Marktteilnehmer in Erwartung möglicher Liquiditätsabflüsse in die Realwirtschaft Bargeld horteten. Europäische Banken und Unternehmen, die allgemein ein hohes Geschäftsaufkommen in US-Dollar aufweisen, waren hiervon ebenfalls betroffen. Am 28. Februar lag der Basisspread von Devisenswaps am Tagesgeldmarkt bei 25 Basispunkten und verdoppelte sich damit in nur drei Tagen. Parallel dazu weitete sich der Spread bei einer Laufzeit von drei Monaten am 3. März auf 49 Basispunkte aus. Dies entsprach einer Zunahme von 30 Basispunkten gegenüber dem im Februar 2020 verzeichneten Durchschnittswert (siehe Abbildung A).

**Trotz der Ankündigung vom 15. März 2020, erweiterte Swaplinien zwischen den Zentralbanken einzuführen, stieg die Prämie für die Aufnahme von US-Dollar am Markt für EUR/USD-Devisenswaps besonders in den kurzen Laufzeitbereichen zunächst weiter an.** Angesichts der sich weltweit verschärfenden Refinanzierungsbedingungen in US-Dollar gaben die Federal Reserve, die EZB, die Bank von Japan, die Bank of England, die Schweizerische Nationalbank und die Bank of Canada am 15. März eine koordinierte Aktion zur Stärkung der Liquiditätsversorgung in US-Dollar über unbefristete Swap-Vereinbarungen bekannt.<sup>4</sup> Im Zuge dessen teilte die EZB mit, dass das Eurosystem ab dem 18. März zusätzlich zu den bestehenden Geschäften mit einwöchiger Laufzeit auch US-Dollar-Geschäfte mit einer Laufzeit von 84 Tagen anbieten werde. Außerdem wurden die Zinssätze für beide Operationen um 25 Basispunkte auf den USD-OIS-Satz zuzüglich 25 Basispunkten gesenkt. Die bloße Ankündigung brachte bei den Aufschlägen für Refinanzierungen in US-Dollar am Markt für EUR/USD-Devisenswaps kaum Entlastung, vor allem im kurzen Laufzeitbereich. Dementsprechend begannen die kurzfristigen Zinssätze für die Aufnahme von US-Dollar exponentiell zu steigen. Der Basisspread von Devisenswaps mit täglicher Fälligkeit erreichte am 17. März, also am Vortag des ersten USD-Geschäfts im Rahmen der erweiterten Swaplinien, mit 644 Basispunkten einen Höchststand.

<sup>3</sup> Im Januar und Februar 2020 waren die Basisspreads von Devisenswaps bei Laufzeiten von weniger als drei Monaten beispielsweise im Schnitt geringer als 0,2 %.

<sup>4</sup> Siehe [Pressemitteilung der EZB](#) vom 15. März 2020.

**Die Zuteilung der ersten USD-Geschäfte des Eurosystems auf Basis der seit dem 18. März günstigeren Preiskonditionen führte am Markt für EUR/USD-Devisenswaps zu einer deutlichen Entspannung bei den kurzfristigen Refinanzierungsbedingungen in US-Dollar, während die längeren Laufzeiten weniger profitierten.** Als am 18. März das USD-Geschäft mit einer Laufzeit von 84 Tagen erstmals seit dem Frühjahr 2014 angeboten wurde, teilte die EZB 44 Bietern des 84-tägigen Geschäfts 76 Mrd USD und 22 Bietern des 7-tägigen Geschäfts 36 Mrd USD zu. Damit wurde mit 112 Mrd USD an diesem Tag der höchste Zuteilungsbetrag innerhalb eines Tages seit 2008 verzeichnet. Beide Operationen waren deutlich günstiger als vergleichbare Geschäfte zu Marktkonditionen. Rückmeldungen der Marktteilnehmer zeigten, dass das hohe Zuteilungsvolumen und die große Zahl bietender Banken dem Stigma einer Teilnahme der Institute an diesen Geschäften entgegengewirkt haben. Nach der Veröffentlichung der Ergebnisse der USD-Geschäfte meldeten die MMSR-Berichtspflichtigen wesentlich niedrigere Aufschläge für USD-Refinanzierungen im kurzfristigen Segment. So sank der Basisspread von Devisenswaps im Tagesgeldbereich um 476 Basispunkte auf 168 Basispunkte. Im Gegensatz dazu verringerte sich der Basisspread von Devisenswaps mit dreimonatiger Laufzeit nur vorübergehend (und in geringerem Umfang) von 157 Basispunkten auf 107 Basispunkte und stieg anschließend bis zum 19. März wieder auf 144 Basispunkte an. Bedingt durch die äußerst unsicheren Marktaussichten aufgrund möglicher abrupter US-Dollar-Abflüsse horteten die Banken zunächst Liquidität, die sie über die USD-Fazilität des Eurosystems erhalten hatten. Von dieser Liquidität wurde nur ein Teil an den Markt ausgereicht. Dies betraf vornehmlich die kürzeren Laufzeiten, weshalb die Entlastung bei den Aufschlägen für die längerfristige Refinanzierung in US-Dollar geringer ausfiel.

**Erst als die USD-Geschäfte mit 7-tägiger Laufzeit ab dem 23. März<sup>5</sup> täglich angeboten wurden, verbesserten sich die Refinanzierungsbedingungen in allen Laufzeitbereichen nachhaltig, da die Unsicherheit über die Verfügbarkeit von US-Dollar nachließ.** Die Marktteilnehmer erachteten die Einführung täglicher Operationen als hilfreich, da die Unsicherheit über die Verfügbarkeit von US-Dollar zur Deckung des täglichen Finanzierungsbedarfs durch den neuen Rhythmus abnahm. Zusätzlich zu den täglichen USD-Geschäften mit 7-tägiger Laufzeit führte das Eurosystem auch weiterhin wöchentliche Operationen mit der längeren Laufzeit von 84 Tagen durch. Damit wurde sichergestellt, dass den Banken im Euroraum auch im längeren Laufzeitbereich US-Dollar zur Verfügung standen. Diese beiden Maßnahmen zusammengenommen trugen dazu bei, dass die über die USD-Geschäfte aufgenommene Liquidität schrittweise an die Märkte weitergegeben

---

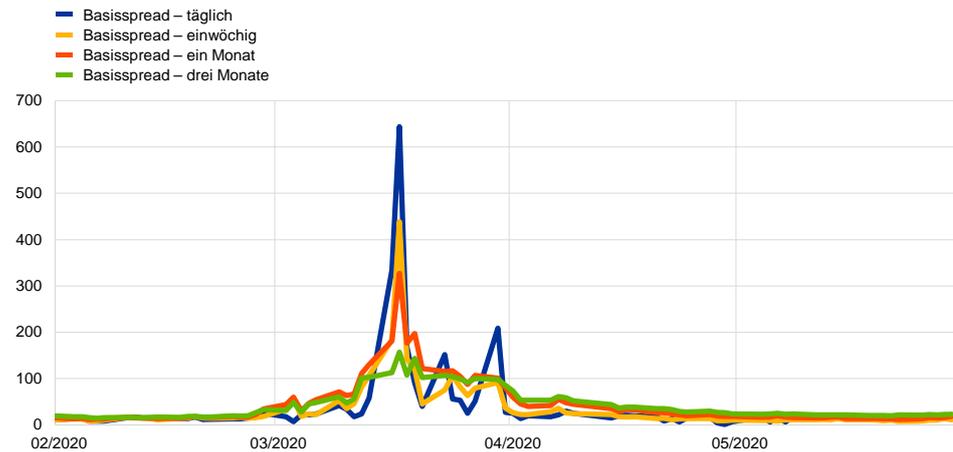
<sup>5</sup> Am 20. März kündigten die Federal Reserve, die EZB, die Bank von Japan, die Bank of England, die Schweizerische Nationalbank und die Bank of Canada an, die Operationen mit 7-tägiger Laufzeit nicht mehr wöchentlich, sondern täglich durchzuführen. Die täglichen Geschäfte wurden mit Wirkung vom 23. März 2020 eingeführt und sollten die Liquiditätsbereitstellung über die unbefristeten USD-Swap-Vereinbarungen weiter verbessern. Nähere Angaben finden sich in der [Pressemitteilung der EZB](#) vom 20. März 2020.

wurde und die Prämien für Refinanzierungsmittel in US-Dollar wirksam gesenkt werden konnten.<sup>6</sup>

### Abbildung A

Spread zwischen dem Zinssatz für die Aufnahme von US-Dollar am Markt für EUR/USD-Devisenswaps und dem risikofreien Zinssatz für US-Dollar

(in Basispunkten)



Quellen: EZB, Geldmarktstatistik, Bloomberg.

Anmerkung: Als risikofreier Zinssatz für US-Dollar bei täglicher Fälligkeit wird der effektive Zielzinssatz für Tagesgeld (Federal Funds Rate) der Fed verwendet. Für die anderen Laufzeiten werden die USD-OIS-Sätze herangezogen. Der Zinssatz für die Aufnahme von US-Dollar entspricht dem Satz, den die MMSR-Berichtspflichtigen zahlen, um am Markt für EUR/USD-Devisenswaps US-Dollar mit verschiedenen Laufzeiten aufzunehmen. Der Tagesgeldsatz für die Aufnahme von US-Dollar am Markt für EUR/USD-Devisenswaps basiert auf Tomorrow/Next-Geschäften.

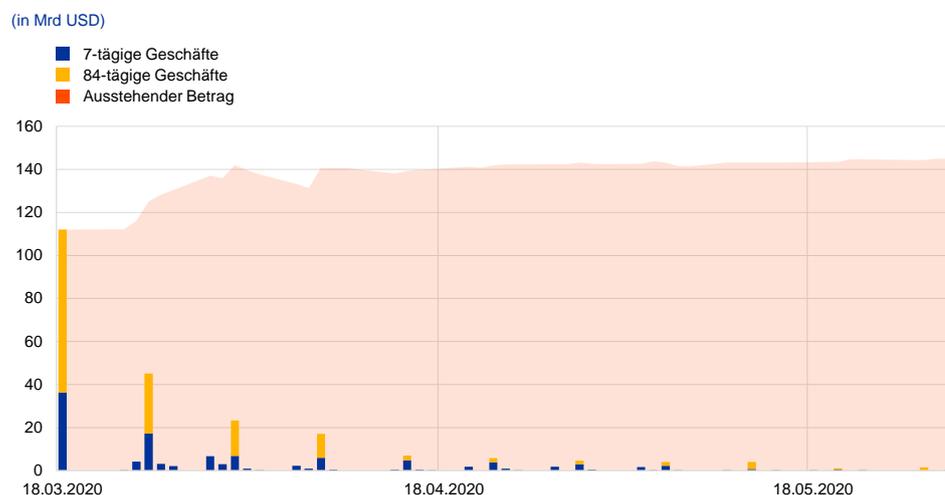
### Die Refinanzierungskosten in US-Dollar am Markt für EUR/USD-Devisenswaps lagen vor dem Ende des Quartals im März allerdings nach wie vor auf erhöhtem Niveau.

Da die Banken am Quartalsende bestimmte aufsichtliche Kennzahlen melden müssen, sind sie in der Regel bestrebt, ihre Bilanz am Quartalsende nicht durch Intermediationstätigkeiten auszuweiten. Das Quartalsende im März ist in Ländern wie Japan, wo sich die Steuern an der Bilanzsumme bemessen, auch das Ende des Geschäftsjahrs für Banken. Deshalb fiel die Entlastung durch die USD-Geschäfte gegen Ende des Quartals geringer aus. Infolgedessen entwickelten sich die Refinanzierungsbedingungen an den Märkten für EUR/USD-Devisenswaps vor Ablauf des Quartals sowohl bei den kurzen als auch bei den langen Laufzeiten weiterhin volatil. Der Basisspread von Devisenswaps mit täglicher Fälligkeit war nach wie vor höher als vor der Covid-19-Krise und stieg zum Quartalsende im März 2020 kräftig an. Am 30. März belief er sich auf 209 Basispunkte und war damit 88 Basispunkte höher als am Ende des ersten Quartals 2019. Bei dreimonatigen Laufzeiten lag der Spread indessen in der letzten Märzwoche bei durchschnittlich 95 Basispunkten, was etwa dem Fünffachen des Durchschnittswerts vom Februar 2020 entsprach.

<sup>6</sup> Zu den Auswirkungen der täglichen Geschäfte und der langfristigen Tender in US-Dollar auf die Refinanzierungsbedingungen der Banken im Euroraum siehe EZB, [Erfahrungen mit liquiditätszuführenden Fremdwährungsswaps zwischen Zentralbanken](#), Monatsbericht August 2014.

**Nach dem Quartalsende sank die Prämie für die Aufnahme von US-Dollar am Markt für EUR/USD-Devisenswaps weiter; die Refinanzierungsbedingungen in US-Dollar begannen sich zu normalisieren, und die USD-Geschäfte des Eurosystems verloren allmählich an Attraktivität, was zu einer geringeren Inanspruchnahme dieser Geschäfte führte.** Die Basisspreads der Devisenswaps kehrten im April schrittweise auf ihr übliches Niveau zurück, da sich die Stimmung am Markt aufhellte und die Bedenken hinsichtlich der Verfügbarkeit von USD-Liquidität nachließen. Die Aufschläge für die kurzfristige Refinanzierung in US-Dollar (für Laufzeiten zwischen einem Tag und einer Woche) gingen nach dem Quartalsende rasch zurück und erreichten bis Mitte April wieder annähernd das Niveau aus der Zeit vor der Pandemie. Bei den Basisspreads längerfristiger Devisenswaps verlief die Normalisierung langsamer. Doch auch sie stabilisierten sich bis Ende April in etwa auf dem Vorkrisenniveau. Im Zuge dieser Entwicklung und angesichts der Situation in anderen Ländern verloren die USD-Geschäfte des Eurosystems ab April ihren wirtschaftlichen Reiz. Die Inanspruchnahme der US-Dollar-Fazilität des Eurosystems ging daher im Zeitverlauf deutlich zurück. In der zweiten Hälfte des Monats Mai teilte die EZB insgesamt weniger als 3 Mrd USD und somit 173 Mrd USD weniger als in der zweiten Märzhälfte zu (siehe Abbildung B). Am 21. April gab es erstmals seit Beginn der erweiterten USD-Geschäfte keine Gebote mehr. In der Folgezeit kam es immer häufiger zu Geschäften ohne Zuteilung, worin sich die Normalisierung der Refinanzierungsbedingungen in US-Dollar am EUR/USD-Devisenswapmarkt widerspiegelte.

**Abbildung B**  
Tägliche Zuteilung und ausstehende Beträge der USD-Geschäfte des Eurosystems



Quelle: EZB.

**Die Umsätze am Markt für EUR/USD-Devisenswaps blieben während der gesamten Krise stabil, wobei die Marktteilnehmer – in Erwartung einer Verschärfung der Refinanzierungsbedingungen in US-Dollar – zunächst ihre Geschäfte mit längeren Laufzeiten intensivierten.** Die Transaktionsdaten aus der Geldmarktstatistik weisen in den Wochen vor dem Höhepunkt der Krise einen deutlichen Umsatzanstieg bei Laufzeiten von mehr als einem Monat aus. Dies deutet darauf hin, dass die Marktteilnehmer angesichts der sich verschlechternden

Refinanzierungsbedingungen in US-Dollar und in Erwartung einer weiteren Zuspitzung an den Märkten versuchten, die Finanzierung in US-Dollar zu den vorherrschenden Preisen zu sichern. Das Umsatzvolumen bei Laufzeiten von mehr als einem Monat, einschließlich Termingeschäften, blieb bis zum 19. März,<sup>7</sup> dem Abwicklungstermin des ersten erweiterten USD-Geschäfts, erhöht. Aufgrund der größeren Handelsvolumina im längerfristigen Bereich stieg der tägliche Gesamtumsatz am Markt vom 25. Februar bis zum 19. März 2020 im Vergleich zum restlichen Monat Februar im Schnitt um mehr als ein Drittel auf rund 250 Mrd USD an (siehe Abbildung C).

**Die USD-Geschäfte der Zentralbanken stützten die Funktionsfähigkeit des Marktes für EUR/USD-Devisenswaps, da die über das Eurosystem abgerufene USD-Liquidität den Weg an den Markt weitergegeben wurde. Allerdings war eine allgemeine Verlagerung hin zu kürzeren Laufzeiten zu beobachten.**

Insgesamt blieb die Aktivität am EUR/USD-Devisenswapmarkt erhöht, nachdem die Zentralbanken die verstärkte Versorgung mit US-Dollar eingeführt hatten, und stieg nach dem Quartalsende im März weiter an. Dies ist ein Anzeichen dafür, dass die von Banken über die Geschäfte des Eurosystems aufgenommenen Mittel an andere Marktteilnehmer weitergegeben wurden und so zur Deckung der krisenbedingt höheren Nachfrage nach US-Dollar beitrugen. Die Zunahme der Aktivität am Markt für EUR/USD-Devisenswaps war im April vor allem bei kurzen Laufzeiten zu beobachten. Zurückzuführen war dies auf die hohe Risikoaversion und die Präferenz der Marktteilnehmer, überschüssige Liquidität vor allem in kurzen Laufzeitbereichen zu verleihen. So erhöhte sich insbesondere das Volumen der eintägigen Transaktionen nach dem Quartalsende im März um mehr als 50 % von tagesdurchschnittlich 118 Mrd USD im ersten Quartal 2020 auf einen Tagesdurchschnitt von 184 Mrd USD im Zeitraum vom 1. April bis zum 20. April. Das Volumen und die Laufzeitstruktur erreichten schließlich Ende April wieder das Vorkrisenniveau.

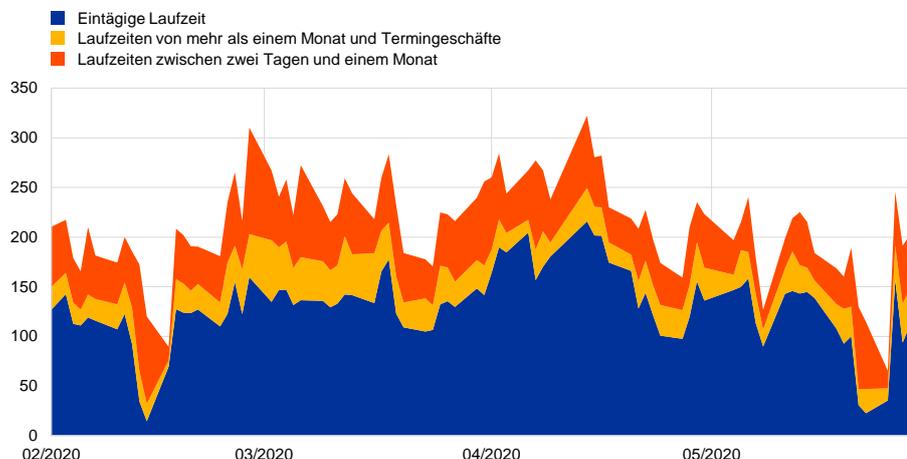
---

<sup>7</sup> Zwischen dem 25. Februar und dem 19. März meldeten die MMSR-Berichtspflichtigen einen durchschnittlichen Tagesumsatz von 45 Mrd USD bei Laufzeiten von mehr als einem Monat (einschließlich Termingeschäften). Dieses Volumen fiel um 50 % höher aus als das durchschnittliche tägliche Handelsvolumen im Januar und Februar 2020.

## Abbildung C

### Tägliches Transaktionsvolumen von EUR/USD-Devisenswaps nach Laufzeit

(in Mrd USD)



Quellen: EZB, Geldmarktstatistik.

Anmerkung: Das tägliche Transaktionsvolumen berücksichtigt sowohl die von den MMSR-Berichtspflichtigen gemeldeten Verleihungen als auch die Mittelaufnahmen am Markt für EUR/USD-Devisenswaps.

### Banken, die an den USD-Geschäften des Eurosystems teilnahmen, gaben die Liquidität an andere Marktteilnehmer weiter und sorgten so für eine Entspannung der Refinanzierungsbedingungen in US-Dollar am Markt für EUR/USD-Devisenswaps, insbesondere bei kurzen Laufzeiten. Die

Transaktionsdaten aus der Geldmarktstatistik zeigen insbesondere, dass eine große Gruppe von Banken des Euroraums, die sich an den USD-Geschäften des Eurosystems beteiligten, ihr tägliches Volumen an kurzfristigen USD-Ausleihungen deutlich erhöhte. Allein im Zeitraum vom 1. April bis zum 20. April nahm dieses Volumen bei rückläufigen Risikoprämien für die Refinanzierung in US-Dollar um durchschnittlich 34 Mrd USD zu. Da die MMSR-Berichtspflichtigen zu den größten Banken in Europa zählen, handeln sie in der Regel mit einer Vielzahl von Geschäftspartnern, sodass davon auszugehen ist, dass die USD-Liquidität breit gestreut wurde.<sup>8</sup>

**Die Bereitstellung von US-Dollar über die Geschäfte des Eurosystems ermöglichte es großen europäischen Banken, ihrer Funktion als Intermediäre für USD-Liquidität, die durch die Krise im März beeinträchtigt worden war, wieder nachzukommen.** Die MMSR-Berichtspflichtigen sind wichtige Intermediäre am US-Dollar-Markt und stellen verschiedenen anderen Marktteilnehmern entsprechende Liquidität zur Verfügung. Insgesamt betrachtet sind sie in der Regel Nettoverleiher von US-Dollar am Markt für EUR/USD-Devisenswaps. Dies bedeutet, dass sie über einen Überschuss an US-Dollar verfügen, den sie in normalen Zeiten am EUR/USD-Devisenswapmarkt anlegen. Einige von ihnen stellten jedoch fest, dass sich ihre Nettogläubigerposition – gemessen als Differenz zwischen den von

<sup>8</sup> Zwischen dem 1. September 2019 und dem 17. März 2020 stellten die MMSR-Berichtspflichtigen pro Tag durchschnittlich 578 verschiedenen Geschäftspartnern USD-Liquidität am EUR/USD-Devisenswapmarkt zur Verfügung. Vom 18. März (als die erweiterten Swaplinien eingeführt wurden) bis zum 30. April stieg die tägliche Anzahl der Geschäftspartner, die US-Dollar bei MMSR-Berichtspflichtigen aufnahmen, im Schnitt auf 648 an, was einem Zuwachs von rund 12 % entspricht.

ihnen am EUR/USD-Devisenswapmarkt verliehenen und aufgenommenen USD-Beständen – im Zuge der sich verschärfenden Krise verschlechterte. So sank der gesamte Nettoüberschuss von 153 Mrd USD auf 82 Mrd USD (siehe Abbildung D). Darüber hinaus entfielen rund drei Viertel der gesamten Inanspruchnahme der USD-Geschäfte des Eurosystems auf MMSR-Berichtspflichtige.<sup>9</sup> Insgesamt verzeichneten diese einen sehr starken Rückgang ihrer Nettogläubigerposition und verbuchten im Vorfeld der Einführung der erweiterten Geschäfte sogar Finanzierungsdefizite in US-Dollar am Markt für EUR/USD-Devisenswaps. Die Nettogläubigerposition der anderen, nicht an den Geschäften des Eurosystems beteiligten Berichtspflichtigen schrumpfte indessen nur geringfügig. Nachdem Erstere an den USD-Geschäften des Eurosystems teilgenommen hatten, normalisierte sich ihre Nettogläubigerposition am EUR/USD-Devisenswapmarkt allmählich. Sie erreichte am 21. Mai einen Stand von 161 Mrd USD und lag damit 79 Mrd USD über dem Wert, der auf dem Höhepunkt der Krise am 17. März verzeichnet wurde. Dies deutet darauf hin, dass die USD-Geschäfte wirksam zur Entlastung des Marktes beitrugen und die Auswirkungen der in der ersten Märzhälfte registrierten Schocks ausgleichen konnten, da die Funktionsfähigkeit des Marktes allmählich wiederhergestellt wurde und die Banken zunehmend bereit waren, als Intermediäre aufzutreten. Die Swapplinien zwischen den Zentralbanken wirkten somit den Folgen der Spannungen am USD-Refinanzierungsmarkt entgegen. Dies kam auch der Kreditvergabe der Banken an private Haushalte und Unternehmen im In- und Ausland zugute.

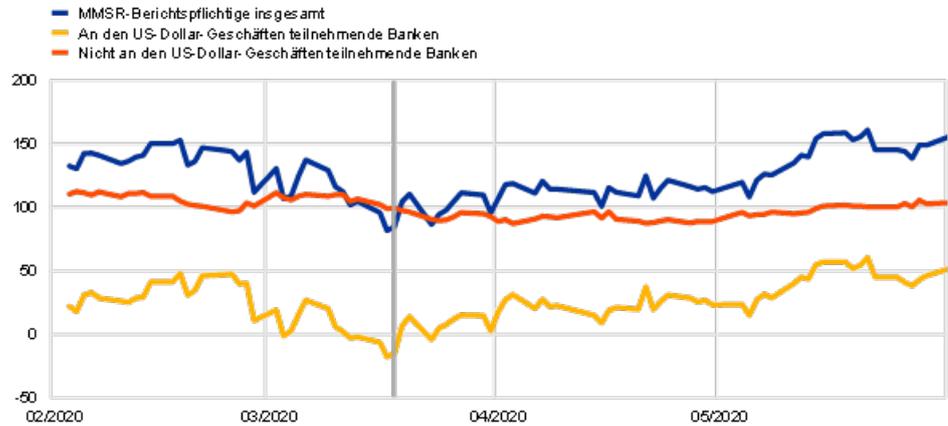
---

<sup>9</sup> Die Auswertung erfolgte anhand der Ergebnisse der vom Eurosystem in der Zeit vom 18. März bis zum 7. April durchgeführten USD-Geschäfte. Die Gruppe der MMSR-Berichtspflichtigen, die als „teilnehmende“ Banken bezeichnet werden, besteht aus den Instituten, die im vorgenannten Zeitraum die USD-Geschäfte des Eurosystems in Anspruch genommen haben. Berichtspflichtige, die nicht oder nur in sehr geringem Umfang an den Geschäften teilnahmen, wurden der Gruppe der „nicht teilnehmenden“ Banken zugeordnet.

## Abbildung D

### Nettogläubigerposition in US-Dollar der MMSR-Berichtspflichtigen am EUR/USD-Devisenswapmarkt

(in Mrd USD)



Quellen: EZB, Geldmarktstatistik.

Anmerkung: Nettogläubigerposition bei der Ausleihe von US-Dollar gegen Euro. Angaben im Gegenwert in US-Dollar, berechnet durch Multiplikation der Nettogläubigerposition in Euro mit dem EUR/USD-Devisenkassakurs des jeweiligen Tages. Ein negativer Wert zeigt ein Finanzierungsdefizit in US-Dollar an. Die graue Linie kennzeichnet den Beginn der erweiterten USD-Geschäfte am 18. März. Als teilnehmende Banken gelten die MMSR-Berichtspflichtigen, die zwischen dem 18. März und dem 7. April 2020 an den USD-Geschäften teilnahmen.

## 2 Der drastische Handelseinbruch im Jahr 2020 und der verstärkende Einfluss globaler Wertschöpfungsketten

Simone Cigna und Lucia Quaglietti

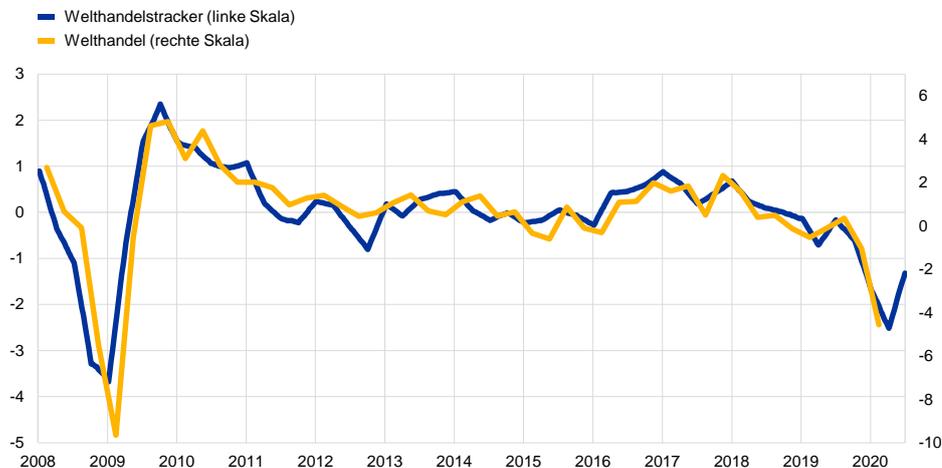
**In diesem Kasten wird die Übertragung der wirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie (Covid-19) über globale Wertschöpfungsketten untersucht.**

Die Weltwirtschaft wird gegenwärtig vom einem beispiellosen Schock heimgesucht. Die Auswirkungen der Pandemie werden im weiteren Verlauf vor allem den Welthandel hart treffen. Im vorliegenden Kasten wird die Rolle globaler Wertschöpfungsketten im Kontext der Corona-Pandemie beleuchtet, um ihren Effekt auf den globalen Handel zu quantifizieren. Die Ergebnisse legen nahe, dass der Rückgang des Welthandels durch die globalen Wertschöpfungsketten deutlich verstärkt werden könnte.

**Der Welthandel hat sich infolge der Covid-19-Pandemie abgeschwächt und dabei Wertschöpfungsketten weltweit in Mitleidenschaft gezogen.** Aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen geht hervor, dass die Exporte und Importe der wichtigsten Volkswirtschaften im ersten Quartal 2020 erheblich einbrachen. Ein neuer wöchentlicher Handelstracker, der auf zeitnah verfügbaren Handelsindikatoren basiert, signalisiert für das zweite Quartal 2020 einen noch stärkeren Rückgang (siehe Abbildung A), wobei jedoch zuletzt gewisse Anzeichen einer Erholung erkennbar waren. Den [von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2020](#) zufolge dürften die weltweiten realen Einfuhren (ohne den Euroraum) im Jahr 2020 mit rund 13 % so stark wie nie zuvor zurückgehen, bevor 2021 und 2022 wieder positive Wachstumsraten von 8,0 % bzw. 4,3 % verzeichnet werden. Eine Ursache für diesen Einbruch sind Unterbrechungen der globalen Wertschöpfungsketten. Die Corona-Pandemie hat die Wertschöpfungsketten in Asien, Europa sowie Nord- und Südamerika beeinträchtigt und dadurch das Risiko eines Dominoeffekts mit Rückkopplungsschleifen erhöht, der den Kollaps des Welthandels verstärken könnte. Der kräftige Rückgang der chinesischen Exporte von Vorleistungsgütern in fast alle Zielregionen im ersten Quartal 2020 (siehe Abbildung B) lässt darauf schließen, dass die globalen Wertschöpfungsketten bereits durch den Lockdown in China stark in Mitleidenschaft gezogen wurden.

## Abbildung A Wöchentlicher Handelstracker

(linke Skala: Standardabweichungen vom Mittelwert; rechte Skala: Veränderung gegen Vorquartal in %)

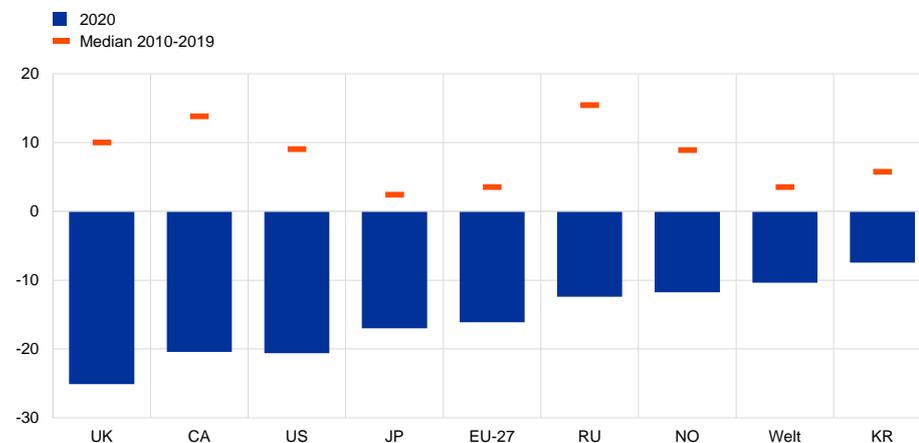


Quellen: Haver und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Tracker basiert auf einer Regression der weltweiten Importe (ohne den Euroraum) auf eine Hauptkomponente eines kleinen Panels wöchentlicher Handelsindikatoren (einschließlich Lags), einige monatliche Indikatoren, eine Konstante und Lags der abhängigen Variable. Die in der wöchentlichen Hauptkomponente enthaltenen Indikatoren wurden anhand ihrer Korrelation mit dem Welthandel, ihrer Verfügbarkeit und ihrer Aktualität ausgewählt.

## Abbildung B Chinesische Exporte von Vorleistungsgütern

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Trade Data Monitor und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung basiert auf Nominaldaten für den Zeitraum von Januar bis März 2020. Bei den dargestellten Handelspartnern handelt es sich um das Vereinigte Königreich (UK), Kanada (CA), die Vereinigten Staaten (US), Japan (JP), die 27 EU-Mitgliedstaaten (EU-27), Russland (RU), Norwegen (NO) und Südkorea (KR).

**Lieferkettenverflechtungen spielen bei der grenzüberschreitenden Übertragung von Schocks eine wichtige Rolle.** Die Ausweitung der globalen Wertschöpfungsketten ist zwar seit der weltweiten Finanzkrise 2008 zum Erliegen gekommen, doch der Handel mit Vorleistungsgütern ist mit einem Anteil von mehr als 40 % am gesamten Welthandel nach wie vor bedeutend. Dies hat wichtige Implikationen für den Zusammenhang zwischen Nachfrage, Handel und Produktion. Traditionelle Modelle gehen davon aus, dass die Importe eines Landes von seiner Binnennachfrage abhängen. In einer Welt, die von komplexen internationalen

Lieferketten geprägt ist, sind aber auch Veränderungen der Nachfrage in Drittländern relevant. Im Durchschnitt werden mehr als 20 % der weltweiten Importe als Vorleistungen für inländische Produktionsprozesse verwendet und gehen in Produkte ein, die anschließend wieder exportiert werden. Das komplexe Netz der Lieferverflechtungen spielt auch bei der Übertragung von Schocks über Ländergrenzen hinweg eine wichtige Rolle. So können sich nationale Nachfrageschocks über das globale Produktionsnetz auf vorgelagerte Stufen der Lieferkette, also auf Vorleistungsgüterlieferanten, übertragen, wobei der ursprüngliche Schock durch einen „Peitscheneffekt“<sup>10</sup> verstärkt werden kann. Umgekehrt können Versorgungsstörungen auch auf nachgelagerte Stufen durchwirken.

### **Die Verbreitung und Verstärkung der durch die Corona-Pandemie bedingten Nachfrageschocks lassen sich mithilfe globaler Input-Output-Tabellen messen.**

Zur Beurteilung der Rolle globaler Wertschöpfungsketten wurden zwei quantitative Bewertungen durchgeführt. Eine erste, statische Analyse liefert eine Näherung erster Ordnung dazu, wie sich die durch den Ausbruch von Covid-19 entstandenen Nachfrageschocks entlang globaler Wertschöpfungsketten verbreiten und sich dadurch die Auswirkungen auf den Handel und die Produktion im Ausland verstärken können. Hierbei wurden Input-Output-Daten der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) zu 20 großen Industrie- und Schwellenländern verwendet, um die durch die Pandemie ausgelösten sektoralen Produktionseinbußen über die globale Produktionsstruktur hinweg ausfindig zu machen und die Ausbreitung von Nachfrageschocks über die globalen Wertschöpfungsketten quantitativ zu beurteilen.<sup>11</sup> Dazu wurden die über zwei unterschiedliche Kanäle wirkenden Spillover-Effekte für Importe und Exporte getrennt quantifiziert: zum einen die „direkten“ Effekte, die sich im Zuge des traditionellen Handels – d. h. durch bilaterale Handelsbeziehungen – ergeben, und zum anderen die „indirekten“ Effekte, die auf Nachfrageschwankungen in Drittländern zurückzuführen sind und Vorleistungsgüter betreffen, die mindestens zwei Landesgrenzen überschreiten.<sup>12</sup>

---

<sup>10</sup> Der Peitscheneffekt beschreibt das Phänomen, dass die Nachfrage nach Teilen und Komponenten durch einen Schock beeinträchtigt wird und sich diese Störung auf den vorgelagerten Stufen der Lieferkette zunehmend verstärkt. Unternehmen entlang der gesamten Lieferkette sehen sich gezwungen, ihre Lagerbestände an das neue erwartete Nachfrageniveau anzupassen. Empirische Belege für diesen Effekt finden sich beispielsweise in: G. Alessandria, J. P. Kaboski und V. Midrigan, [US Trade and Inventory Dynamics](#), *American Economic Review*, Bd. 101, Nr. 3, Mai 2011.

<sup>11</sup> Anhand von Input-Output-Daten der OECD für die Weltwirtschaft wurden die sektoralen Verluste (EZB-Schätzungen), die im Zuge der Pandemie auftreten könnten, über die globale Produktionsstruktur hinweg für eine Reihe von Industrie- und Schwellenländern ermittelt. Da die verschiedenen Sektoren unterschiedlich stark in grenzüberschreitende Produktionsketten eingebunden sind, hängt die Gesamtreaktion des Welthandels von der sektoralen Zusammensetzung der Verluste in den einzelnen Ländern ab. Es wurden partielle Elastizitäten berechnet, die für jedes Land und jeden Sektor die durch die Pandemie hervorgerufenen inländischen und ausländischen Nachfrageschocks in proportionale Veränderungen der Produktion sowie der Importe und Exporte von Endprodukten und Vorleistungsgütern aus allen Ländern und Sektoren bzw. in alle Länder und Sektoren überführen. Anhand dieser Elastizitäten wurden dann, getrennt nach Importen und Exporten, die durch die Pandemie entstandenen Verluste ermittelt. Dabei lag das Augenmerk besonders auf der Verstärkung der durch die Pandemie verursachten Nachfrageschocks. Sind inländische und ausländische Sektoren gleichzeitig von Lockdowns betroffen, können Versorgungsstörungen durch globale Wertschöpfungsketten kaum verstärkt werden. Nähere Informationen zur verwendeten Methodik finden sich in: R. Bems, R. Johnson und K.-M. Yi, [Demand Spillovers and the Collapse of Trade in the Global Recession](#), *IMF Economic Review*, Ausgabe 58, Nr. 2, 2010.

<sup>12</sup> Dies entspricht der Definition von globalen Wertschöpfungsketten in A. Borin und M. Mancini, [Follow the Value Added: Tracking Bilateral Relations in Global Value Chains](#), November 2017.

**Die Verflechtungen über globale Wertschöpfungsketten könnten den Rückgang des Welthandels deutlich verstärken.**

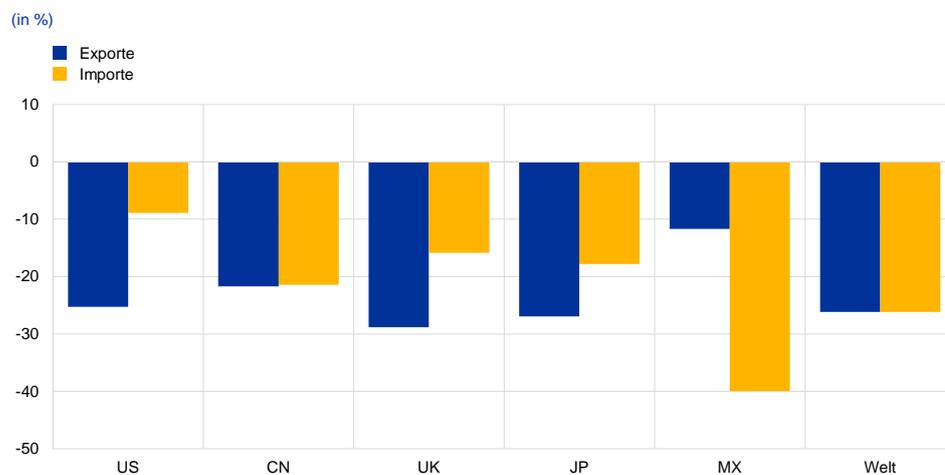
Abbildung C zeigt den geschätzten Verstärkungseffekt von Lieferkettenverflechtungen als prozentualen Anteil des über den direkten Kanal erfolgenden Handelsrückgangs. In den Vereinigten Staaten könnte dieser bei den Importen mit 8 % und bei den Exporten mit 20 % zu Buche schlagen. In China, Japan und im Vereinigten Königreich fallen die Spillover-Effekte unter Umständen sogar noch größer aus, vor allem bei den Importen. In Bezug auf die Weltwirtschaft könnten globale Wertschöpfungsketten den sich über direkte Handelsbeziehungen (d. h. im traditionellen Handel) ergebenden Einbruch der Importe und Exporte kurzfristig um etwa 25 % verstärken. Was die aus indirekten Verflechtungen resultierenden globalen Exporteinbußen anbelangt, so entfallen rund 20 % des gesamten geschätzten Rückgangs auf Südkorea, Deutschland und China als wichtige Drehkreuze in den Lieferketten. Wenn sich die Weltwirtschaft in den kommenden Quartalen erholt, könnten die über globale Wertschöpfungsketten bestehenden Verflechtungen den Welthandel allerdings auch zusätzlich ankurbeln. In den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2020 wird davon ausgegangen, dass sich der Welthandel schneller erholt als die Weltkonjunktur.

**Die sich durch globale Wertschöpfungsketten ergebenden Spillover-Effekte dürften sich auch in der Konjunktorentwicklung niederschlagen, wobei der tatsächliche Effekt von der relativen Position der einzelnen Länder in diesen Ketten abhängen wird.**

So könnten die Importe in Ländern, die in der Wertschöpfungskette nachgelagert sind, wie beispielsweise Mexiko, stärker einbrechen als die Exporte (siehe Abbildung C), sodass die Wirtschaftstätigkeit dort unter dem Strich etwas angekurbelt werden könnte. Dies hängt damit zusammen, dass die Produktion in Mexiko in besonderem Maße von importierten Vorleistungen abhängt, die dann als Fertigprodukte wieder exportiert werden. Demgegenüber dürfte die Wirtschaftstätigkeit in Ländern wie dem Vereinigten Königreich, die in den globalen Wertschöpfungsketten eine vorgelagerte Position einnehmen, negativ beeinflusst werden, da die Exporte hier stärker sinken dürften als die Importe.

### Abbildung C

#### Rückgang der Exporte und Importe durch Spillover-Effekte entlang der globalen Wertschöpfungsketten



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt den zusätzlichen Rückgang, der sich für jedes Land aufgrund von Spillover-Effekten ergeben kann, die durch globale Wertschöpfungsketten bedingt sind. Die Spillover-Effekte sind ausgedrückt in Prozent der Einbußen, die im Zuge des traditionellen Handels entstehen können, d. h. bei der Einfuhr und Ausfuhr von 1) Endprodukten und 2) Vorleistungsgütern in der Produktion für die inländische Absorption. Die Abbildung zeigt die kurzfristigen Auswirkungen dieser Effekte. Bei den dargestellten Ländern handelt es sich um die Vereinigten Staaten (US), China (CN), das Vereinigte Königreich (UK), Japan (JP) und Mexiko (MX).

#### Aus einer zweiten, quantitativen Analyse geht hervor, dass die globalen Wertschöpfungsketten bereits im ersten Quartal 2020 beeinträchtigt waren.

Dabei wurde untersucht, ob die Exporte der in der chinesischen Wertschöpfungskette vorgelagerten Länder durch die Covid-19-bedingten Lockdowns und die damit einhergehenden Nachfrageschocks in China im Februar 2020 in Mitleidenschaft gezogen wurden. Die Schätzungen basieren auf einem monatlichen Panel-Modell, das 37 Länder und 22 Branchen umfasst. Für jede Branche und jedes Land wurde die Veränderung der Gesamtausfuhren von Vorleistungsgütern auf eine Variable regressiert, die durch Multiplikation einer Dummy-Variablen (welche im Februar 2020 als Proxy für den Covid-19-Schock in China den Wert 1 erhielt) mit einem für jedes einzelne Branchen-Länder-Paar berechneten Maß der Vorgelagertheit gegenüber China gewonnen wird.<sup>13</sup> Die Ergebnisse legen nahe, dass die Länder, die China in der Wertschöpfungskette vorgelagert sind, am stärksten getroffen wurden. Hier brachen die Exporte entlang der Lieferkette pro Stufe um jeweils weitere rund 3,8 % ein. Diese Resultate sind allerdings aufgrund des begrenzten Betrachtungszeitraums mit Vorsicht zu interpretieren. Sie bestätigen jedoch, dass die globalen Wertschöpfungsketten grundsätzlich verstärkend wirken. Zudem deutet eine Aufschlüsselung der Ergebnisse nach Regionen darauf hin, dass sich der Rückgang

<sup>13</sup> Der Index der Vorgelagertheit basiert auf der Anzahl der zwischengeschalteten Produktionsstufen bei den Exporten jedes Branchen-Länder-Paars vor der Absorption in China. Bei der Erstellung des Index wird dem Produktionsanteil eines Branchen-Länder-Paars, der direkt an Endverbraucher in China verkauft wird, der Wert 1 zugewiesen; der Produktionsanteil, der an Endverbraucher in China verkauft wird, nachdem er von einer weiteren Branche als Vorleistungsgut verwendet wurde, erhält den Wert 2, und so weiter. Berechnet wird der Index anhand nominaler Daten aus den Input-Output-Tabellen der TiVA-Datenbank (Trade in Value Added Database) der OECD für das Jahr 2015. Die Ergebnisse dürften daher empfindlich auf Preiseffekte reagieren. Siehe A. Ferrari, [Global Value Chains and the Business Cycle](#), Februar 2019.

der chinesischen Nachfrage bislang vor allem auf die Handelspartner in der asiatischen Wertschöpfungskette ausgewirkt hat.

**Der Ausbruch der Covid-19-Pandemie hat die wechselseitige Abhängigkeit der Länder bei der Lieferung von Vorleistungen und Endprodukten sichtbar gemacht.** Die Analyse in diesem Kasten legt nahe, dass der Einbruch des Welthandels, der sich infolge bilateraler Handelsbeziehungen ergibt, durch Spillover-Effekte entlang der globalen Wertschöpfungsketten um etwa 25 % verstärkt werden könnte. Diese Erkenntnis wird durch ökonometrische Analysen untermauert, denen zufolge die der chinesischen Produktion vorgelagerten Lieferanten, insbesondere diejenigen in der asiatischen Wertschöpfungskette, wohl am stärksten von der Entwicklung der Pandemie in China betroffen waren. Die Verwerfungen im Zusammenhang mit Covid-19 könnten sich längerfristig als eine Art Altlast für die globalen Lieferketten erweisen. Dies könnte zu einer Überprüfung der Produktionsprozesse und zu einer erheblichen Rückverlagerung der Produktion in die Ursprungsländer der Unternehmen führen.

### 3 Die geldpolitische Reaktion der EZB auf die Covid-19-Krise – Auswirkungen der Maßnahmen

John Hutchinson und Simon Mee

**Seit März 2020 zeigt sich immer deutlicher, welche gravierenden Auswirkungen die durch das Coronavirus (Covid-19) ausgelöste Krise auf die Wirtschaft und das Finanzsystem hat.** Die EZB hat entschlossen reagiert und eine Reihe gezielter Maßnahmen verabschiedet, die dem beispiellosen Ausmaß der Krise gerecht werden und zudem vorübergehender Natur sind, da die Notlage und ihre Nachwirkungen im Zeitablauf absorbiert werden dürften. Durch dieses Maßnahmenpaket wurden die Liquiditäts- und Finanzierungsbedingungen der Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet gestützt, besonders ungünstige Rückkopplungseffekte zwischen Realwirtschaft und Finanzmärkten abgewendet und das Vertrauen gestärkt. Darüber hinaus dürften die Maßnahmen wesentlich dazu beitragen, dass sich die Inflation im Euroraum einem Niveau von unter, aber nahe 2% nachhaltig annähert.

#### Auswirkungen der Maßnahmen auf die Bedingungen an den Finanzmärkten

**Der vorliegende Kasten befasst sich mit den Auswirkungen der von der EZB als Reaktion auf die Corona-Krise ergriffenen Maßnahmen, insbesondere mit dem Ankauf von Vermögenswerten und den gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRG III).** Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB verfolgten drei Ansätze: a) Stabilisierung der Märkte, um einer Fragmentierung vorzubeugen und den geldpolitischen Transmissionsmechanismus im Eurogebiet aufrechtzuerhalten, b) Bereitstellung umfangreicher Zentralbankliquidität zur Unterstützung der Kreditvergabe an die Realwirtschaft und c) Wahrung einer hinreichend akkommodierenden Gesamtausrichtung der Geldpolitik.<sup>14</sup>

**Als sich das gravierende Ausmaß der Pandemiekrise zeigte, schichteten die Anleger ihre Portfolios um; hierdurch entstanden Liquiditätsengpässe an mehreren Wertpapiermärkten, und die Nachfrage nach sicheren Anlagen stieg.** Der Einbruch der Aktien- und Rentenmarktindizes trug in Verbindung mit dem Anstieg der marktbasierenden Finanzierungskosten der Unternehmen dazu bei, dass sich die Finanzierungsbedingungen von Mitte Februar bis Mitte März 2020 deutlich verschärften. In diesem Umfeld ging von zahlreichen Märkten ein sehr konkretes

<sup>14</sup> Vertiefende Analysen finden sich bei P. R. Lane in a) [Pandemic central banking: the monetary stance, market stabilisation and liquidity](#), Rede anlässlich eines Webinars des Institute for Monetary and Financial Stability Policy, 19. Mai 2020, b) [The ECB's monetary policy response to the pandemic: liquidity, stabilisation and supporting the recovery](#), Rede anlässlich des von Frankfurt Main Finance organisierten Financial Center Breakfast Webinar, 24. Juni 2020, c) [Expanding the pandemic emergency purchase programme](#), Beitrag im Blog der Europäischen Zentralbank, 5. Juni 2020 und d) [The monetary response to the pandemic emergency](#), Beitrag im Blog der Europäischen Zentralbank, 1. Mai 2020. Siehe auch I. Schnabel in a) [Die Geldpolitik der EZB in der Corona Krise – erforderlich, geeignet, verhältnismäßig](#), Rede anlässlich des Petersberger Sommerdialogs, 27. Juni 2020, und b) [The ECB's policy in the COVID-19 crisis – a medium-term perspective](#), Rede anlässlich eines Online-Seminars der Florence School of Banking & Finance, 10. Juni 2020.

Risiko in Form von negativen Liquiditätsspiralen und übermäßigen Vermögenspreiskorrekturen aus. Hierdurch hätte die Finanzstabilität gefährdet und die Transmission der Geldpolitik beeinträchtigt werden können.

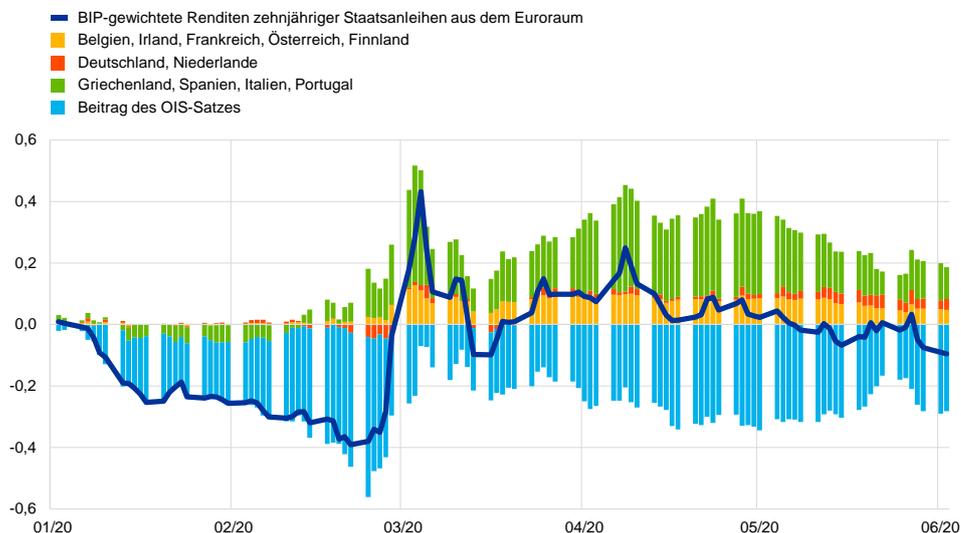
**In einer Währungsunion kann eine erhöhte Risikowahrnehmung verstärkte Fluchtbewegungen auslösen, in deren Zuge Kapital zwischen den unterschiedlichen Staatsanleihemärkten umgeschichtet wird.** Da Staatsanleiherenditen häufig als Richtwert für die Bepreisung von Vermögenswerten und die Berechnung von Kreditzinsen dienen, stört eine volatile Entwicklung der Renditeabstände von Staatsanleihen, sofern sie nicht auf Fundamentaldaten zurückzuführen ist, die Transmission der Geldpolitik im gesamten Euroraum.

**Die Ankündigung des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) im März 2020 hatte – auch wegen dessen inhärenter Flexibilität – eine starke marktstabilisierende Wirkung.** In Phasen von erhöhtem Marktstress sind politische Maßnahmen zur Lockerung der Bilanzrestriktionen im privaten Sektor besonders effektiv. Die Ankündigung des PEPP bewirkte somit, dass sich die Finanzierungsbedingungen nicht weiter verschärften. Die so wichtige Transmission von Änderungen der Zinssätze für Tagesgeld-Swaps (OIS-Sätze) auf die BIP-gewichtete Zinsstrukturkurve von Staatsanleihen aus dem Euroraum war dank der hier bis März 2020 bestehenden engen Verbindung möglich, wurde jedoch durch die Covid-19-Krise zunehmend beeinträchtigt. Dank der Ankündigung des PEPP konnte diese Transmission jedoch wiederhergestellt werden (siehe Abbildung A). Nach Bekanntgabe des PEPP verringerte sich die Fragmentierung deutlich, womit auch ein entsprechender Rückgang der BIP-gewichteten Staatsanleiherenditen einherging.

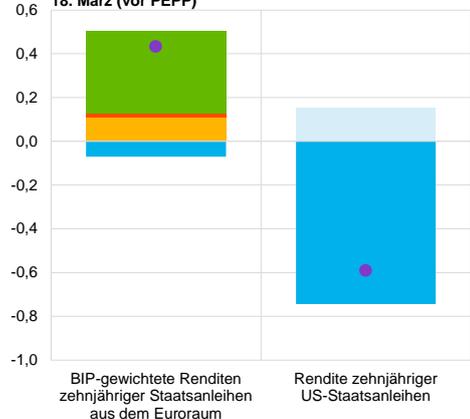
## Abbildung A

### Renditen von Staatsanleihen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten – Einflussfaktoren

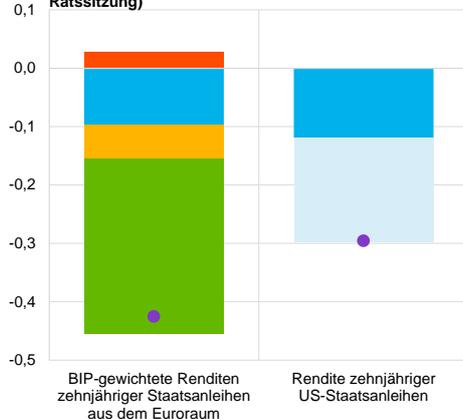
(in Prozentpunkten)



Veränderung: 15. Januar (Ausbreitung von Covid-19) bis 18. März (vor PEPP)



Veränderung: 18. März (ab PEPP) bis 5. Juni (nach EZB-Ratssitzung)



Quelle: EZB-Berechnungen.

**Ein weiterer wesentlicher Bestandteil der geldpolitischen Reaktion der EZB auf die Covid-19-Krise war die Bereitstellung umfangreicher Zentralbankliquidität zur Unterstützung der Kreditvergabe an die Realwirtschaft.** Für den Euroraum ist dies besonders wichtig, da die Banken dort eine zentrale Rolle bei der Finanzintermediation spielen. Zentralbankliquidität wird sowohl über gezielte als auch über nicht gezielte Programme bereitgestellt. Im April 2020 erfolgte eine Anpassung der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III), bei der ein deutlich günstigerer Zinssatz für den Zeitraum von Juni 2020 bis Juni 2021 eingeführt wurde. Ein Beschluss zur Anhebung des Höchstbetrags, den Geschäftspartner im Rahmen von GLRG-III-Geschäften aufnehmen können, war bereits im März 2020 gefasst

worden.<sup>15</sup> Im Einklang mit diesen Entwicklungen meldeten die Teilnehmer der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet (Bank Lending Survey – BLS) im April 2020 per saldo einen lockernden Effekt auf die Bedingungen für die Kreditgewährung und eine positive Auswirkung auf die – insbesondere für die nächsten sechs Monate zu erwartenden – Kreditvolumina. Nach der Änderung der Bedingungen für die GLRG-III-Geschäfte weiteten Banken ihre Refinanzierung über die Zentralbanken stark aus. Bei dem im Juni 2020 durchgeführten GLRG III nahmen die Banken insgesamt 1 308 Milliarden € auf. Dies war der höchste Betrag, der jemals im Rahmen eines einzelnen Refinanzierungsgeschäfts zugeteilt wurde. Was die nicht gezielten Programme anbelangt, so kündigte die EZB im März 2020 zusätzliche längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) an, um dem Finanzsystem des Euroraums unmittelbar Liquidität zuzuführen. Des Weiteren wurde im April 2020 eine Reihe nicht gezielter längerfristiger Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäfte (PELTROs) bekannt gegeben. Die PELTROs dienen als Absicherung und sollen dazu beitragen, als Reaktion auf die Krise ausreichend Liquidität zur Verfügung zu stellen und die Bedingungen am Geldmarkt zu glätten.<sup>16</sup>

**Nachdem das Ziel der Marktstabilisierung und Aufrechterhaltung der Kreditvergabe an die Realwirtschaft erreicht war und deutlicher wurde, wie sich die Pandemie auf das Basisszenario für die gesamtwirtschaftlichen Aussichten auswirkte, konnte durch die Anpassung des PEPP im Juni 2020 eine weitere Lockerung des allgemeinen geldpolitischen Kurses herbeigeführt werden.** Dem PEPP kommen zwei Aufgaben zu: Es soll die geldpolitische Transmission am Beginn der Wirkungskette neu beleben und den allgemeinen geldpolitischen Kurs lockern. Dementsprechend und als Reaktion auf die pandemiebedingte Abwärtsrevision der Inflation über den Projektionshorizont wurde das PEPP im Juni 2020 angepasst, um einen noch expansiveren allgemeinen geldpolitischen Kurs zu erreichen, der besser mit den Aussichten für die mittelfristige Inflationsentwicklung in Einklang steht. Mit den Wertpapierkäufen extrahiert die EZB das Durationsrisiko der Anleger und verstärkt somit den Effekt der Negativzinspolitik und der Forward Guidance auf die Zinssätze, indem sie auf einen Renditerückgang am mittleren und langen Ende der Zinsstrukturkurve hinwirkt.<sup>17</sup>

---

<sup>15</sup> So liegt der Zinssatz der im Zeitraum von Juni 2020 bis Juni 2021 durchgeführten GLRG-III-Geschäfte 50 Basispunkte unter dem für diese Zeit geltenden durchschnittlichen Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems. Geschäftspartner, deren anrechenbare Nettokreditvergabe den Schwellenwert für das Wachstum der Kreditvergabe erreicht, erhalten von Juni 2020 bis Juni 2021 sogar einen Zinssatz, der 50 Basispunkte niedriger ist als der durchschnittliche Zinssatz für die Einlagefazilität im gleichen Zeitraum. Es kann ein Betrag in Höhe von bis zu 50 % des Bestands an anrechenbaren Krediten aufgenommen werden.

<sup>16</sup> Die PELTROs umfassen insgesamt sieben Refinanzierungsgeschäfte, von denen das erste am 20. Mai 2020 stattfand. Die Laufzeiten enden gestaffelt zwischen Juli und September 2021. Die Geschäfte werden als Mengentender mit Vollzuteilung durchgeführt. Der Zinssatz liegt 25 Basispunkte unter dem durchschnittlichen Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, der während der Laufzeit des jeweiligen PELTRO gilt.

<sup>17</sup> Eine umfassendere Auseinandersetzung mit dem Durationsrisiko findet sich in: P. R. Lane, [The yield curve and monetary policy](#), öffentlicher Vortrag am Centre for Finance and the Department of Economics, University College London, 25. November 2019.

**Schätzungen zufolge haben die Beschlüsse zum PEPP vom März und Juni 2020 sowie zur Aufstockung des Wertpapierankaufprogramms (APP) insgesamt eine Verringerung der zehnjährigen BIP-gewichteten Rendite von Staatsanleihen um knapp 45 Basispunkte bewirkt.**<sup>18</sup> Diese Schätzungen dürften allerdings eher konservativ sein, denn sie beruhen auf der geschätzten Elastizität von Staatsanleiherenditen gegenüber Käufen, die im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) getätigt wurden. Belege aus Ereignisstudien, in denen die Finanzmarktreaktionen auf die Ankündigungen zum PEPP untersucht werden, lassen vermuten, dass die PEPP-Elastizität höher ist als die PSPP-Elastizität. Somit würde der Einfluss auf die Renditen möglicherweise etwas unterschätzt. Die höhere Elastizität des PEPP könnte dessen flexiblere Ausgestaltung widerspiegeln. Dank dieser Flexibilität lässt sich das Programm als wirksames Instrument in einem von Marktstress geprägten Umfeld einsetzen, da Käufe vorübergehend in jene Marktsegmente gelenkt werden können, in denen sie am dringendsten erforderlich sind.<sup>19</sup> Möglicherweise wären also die Staatsanleiherenditen ohne das PEPP sogar auf ein deutlich höheres Niveau gestiegen.

## Gesamtwirtschaftliche Auswirkungen

**Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB wirkten der durch die Corona-Krise bedingten Verschärfung der Finanzierungsbedingungen für die Wirtschaft des Euroraums entgegen; sie haben damit maßgeblich die Realwirtschaft und letztlich auch die Preisstabilität gestützt.** Diese Unterstützung erfolgt im Wesentlichen über zwei Dimensionen: a) durch die Stützung der mittelfristigen Wachstums- und Inflationsaussichten und b) durch die Beseitigung von Extremrisiken im Basisszenario.

**Was die Stützung der mittelfristigen Wachstums- und Inflationsaussichten anbelangt, so schätzen die Experten der EZB, dass das PEPP, die Aufstockung des APP und die jüngste Anpassung der GLRG III zusammengenommen rund 1,3 Prozentpunkte zum realen BIP-Wachstum im Euroraum und rund 0,8 Prozentpunkte zur jährlichen Teuerungsrate über den Projektionszeitraum beitragen werden** (siehe Abbildung B). Auch wenn die Geldpolitik in der Regel erst mit einer gewissen Verzögerung übertragen wird, lässt sich durch rasches und

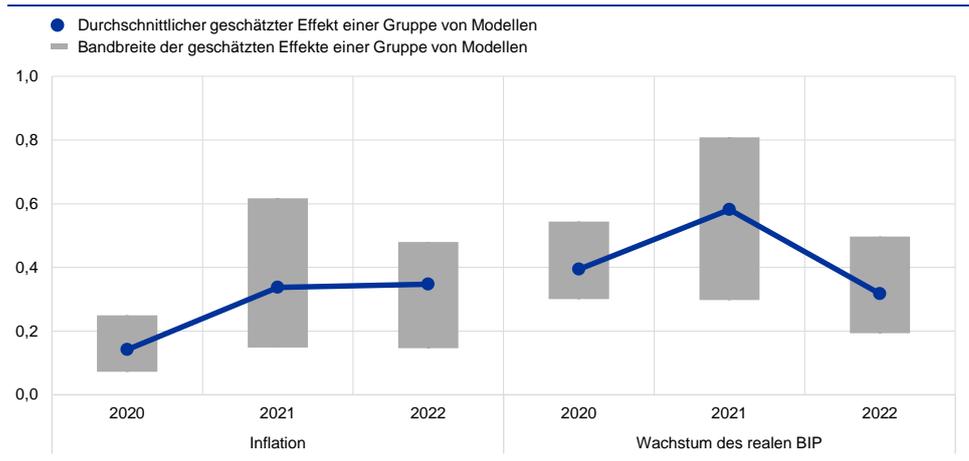
<sup>18</sup> Hierbei wurden das im März angekündigte PEPP mit einem Gesamtvolumen von 750 Mrd €, dessen im Juni angekündigte Aufstockung um 600 Mrd € und die ebenfalls im März angekündigte zusätzliche zeitweilige Aufstockung des APP um 120 Mrd € bis Ende 2020 berücksichtigt.

<sup>19</sup> Die stärkere Wirkung des Erwerbs von Vermögenswerten in Zeiten von Marktspannungen steht im Einklang mit den theoretischen Erkenntnissen in D. Vayanos und J. Vila, A preferred-habitat model of the term structure of interest rates, Working Paper des NBER, Nr. 15487, 2009. Zugleich können stärkere Marktspannungen zu einer Segmentierung der Märkte führen und Portfolioumschichtungen erschweren (wie beispielsweise beim LSAP1, dem Ankaufprogramm der US-Notenbank). Siehe A. Krishnamurthy und A. Vissing-Jorgensen, The Effects of Quantitative Easing on Long-term Interest Rates, Brookings Papers on Economic Activity, 2011, S. 215-265; A. Krishnamurthy und A. Vissing-Jorgensen, The Ins and Outs of LSAPs, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2013, Mimeo; S. D'Amico und T. B. King, Flow and Stock Effects of Large-Scale Treasury Purchases: Evidence on the Importance of Local Supply, Journal of Financial Economics, Bd. 108, Nr. 2, 2013, S. 425-448. C. Altavilla, G. Carboni und R. Motto betrachten das APP der EZB in einem Zeitraum geringerer Marktspannungen. Sie gelangen zu dem Schluss, dass lokale Angebotskanäle eine geringere Rolle spielen als der Durations- und der Kreditrisikokanal; siehe [Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 1864, 2015.

entschiedenes Handeln während einer Krise das Verbraucher- und Unternehmensvertrauen positiv beeinflussen, wodurch die Transmission der Geldpolitik auf Wachstum und Inflation beschleunigt und gestützt werden kann.

### Abbildung B

Geschätzter Effekt der seit März 2020 gefassten EZB-Beschlüsse (PEPP, Aufstockung des APP, Anpassung der GLRG III) auf die zentrale Tendenz von Inflation und Konjunktur



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der geschätzte Effekt einer Gruppe von Modellen bezieht sich auf den Durchschnitt folgender Modelle: eine vom Eurosystem für Simulationsrechnungen verwendete Modellreihe, ein bayesianisches VAR-Modell (nach M. Rostagno, C. Altavilla, G. Carboni, W. Lemke, R. Motto, A. Saint-Guilhem und J. Yiangou, *A tale of two decades: the ECB's monetary policy at 20*, Working Paper Series der EZB, Nr. 2346, Dezember 2019), das neue Euroraum-Modell (NAWM-II) und das BASE-Modell der EZB.

**Nicht vollständig berücksichtigt sind in diesen Schätzungen die Vorteile, die sich aus einer Vermeidung der mit Wirtschaftskrisen wie der Covid-19-Krise einhergehenden Rückkopplungen zwischen der Realwirtschaft und den Finanzmärkten ergeben; hier besteht der wichtigste Beitrag der Geldpolitik darin, Extremrisiken zu beseitigen, die in Bezug auf das Basisszenario der gesamtwirtschaftlichen Aussichten entstehen könnten.** Wie die ökonometrische Evidenz zeigt, verläuft die gesamtwirtschaftliche Reaktion auf Schocks für die Finanzierungsbedingungen deutlich nichtlinear. Mit anderen Worten: Wie sich eine gegebene Veränderung der Finanzierungsbedingungen auswirkt, hängt vom Zustand der Wirtschaft ab. Dies bedeutet, dass finanzielle Friktionen und Bilanzrestriktionen bei akuten Finanzmarktspannungen massive Nichtlinearitäten nach sich ziehen. Diese können wiederum dazu führen, dass es bei einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen zu deutlich größeren kontraktiven Effekten kommt. Angesichts der Schwere des durch die Covid-19-Krise ausgelösten Schocks ist davon auszugehen, dass eine Verschärfung der Finanzierungsbedingungen im aktuellen Umfeld vielfach stärker wirken würde als es bei den durchschnittlichen Elastizitäten, die in Abbildung B zur Quantifizierung der Auswirkungen der Geldpolitik verwendet wurden, der Fall wäre. Geldpolitische Maßnahmen, die einer Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen entgegenwirken, dürften daher stärker zur Preisstabilität beitragen als in der obigen Quantifizierung, der Standardelastizitäten unter eher normaleren Bedingungen zugrunde liegen.

**Insgesamt stellten die Maßnahmen der EZB eine effektive und effiziente Reaktion auf die Covid-19-Krise dar und sind unter den aktuellen Umständen mit Blick auf die Verfolgung des Preisstabilitätsmandats der EZB angemessen.**

Die Wirksamkeit der EZB-Maßnahmen zeigt sich klar an den besseren Finanzierungsbedingungen für die Gesamtwirtschaft. In der Kombination von Wertpapierkäufen und GLRGs kommt die Effizienz des Instrumentariums im derzeitigen Umfeld zum Ausdruck. Ferner stehen die Maßnahmen in einem angemessenen Verhältnis zu den ernsthaften Risiken für das EZB-Mandat, denn bezüglich der mittelfristigen Inflationsaussichten steht zu erwarten, dass es aufgrund der Covid-19-Krise unter dem Strich zu einer deutlich disinflationären Entwicklung kommen wird. Die EZB überwacht die Begleiterscheinungen ihrer geldpolitischen Maßnahmen fortlaufend. Da das Preisstabilitätsziel der EZB ohne derartige Maßnahmen weiteren Abwärtsrisiken unterworfen gewesen wäre, überwogen jedoch eindeutig die Argumente für eine geldpolitische Lockerung mithilfe des PEPP.

## 4 Aktienmärkte im Euro-Währungsgebiet und die sich wandelnden Erwartungen in Bezug auf die Konjunkturerholung

Miguel Ampudia, Daniel Kapp, Kristian Kristiansen und Cornelius Nicolay

### Aktuelle Entwicklung der Aktienkurse und der Gewinnerwartungen

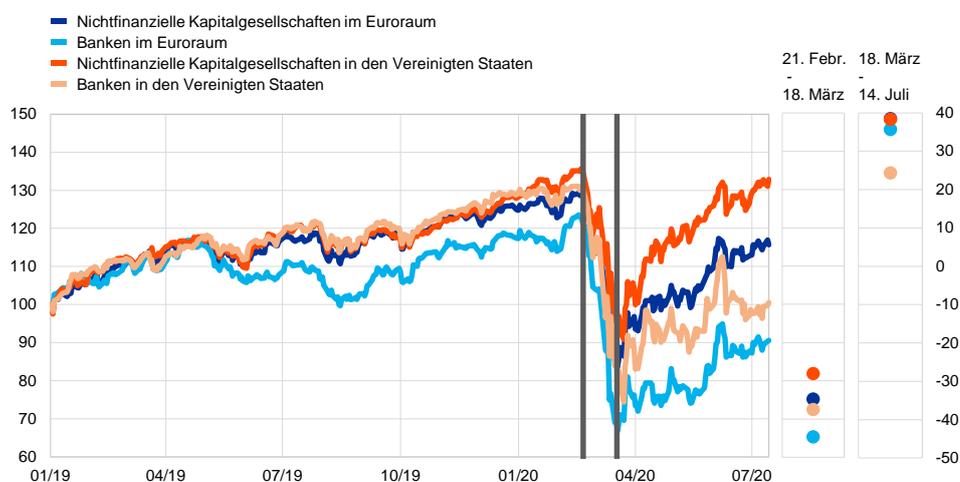
**Aufgrund der erwarteten wirtschaftlichen Folgen der weltweiten Ausbreitung des Coronavirus (Covid-19) und der damit verbundenen erheblichen Unsicherheit gaben die Aktienkurse im Euroraum von Februar bis Mitte März 2020 um mehr als 30 % nach** (siehe Abbildung A). Gleichzeitig

verschlechterten sich die Liquiditätsbedingungen spürbar, wie sich an der deutlichen Ausweitung der Geld-Brief-Spanne ablesen ließ. Diese Entwicklung war nicht nur an den Aktienmärkten zu beobachten.

#### Abbildung A

##### Aktienkurse im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(1. Januar 2019 = 100)



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

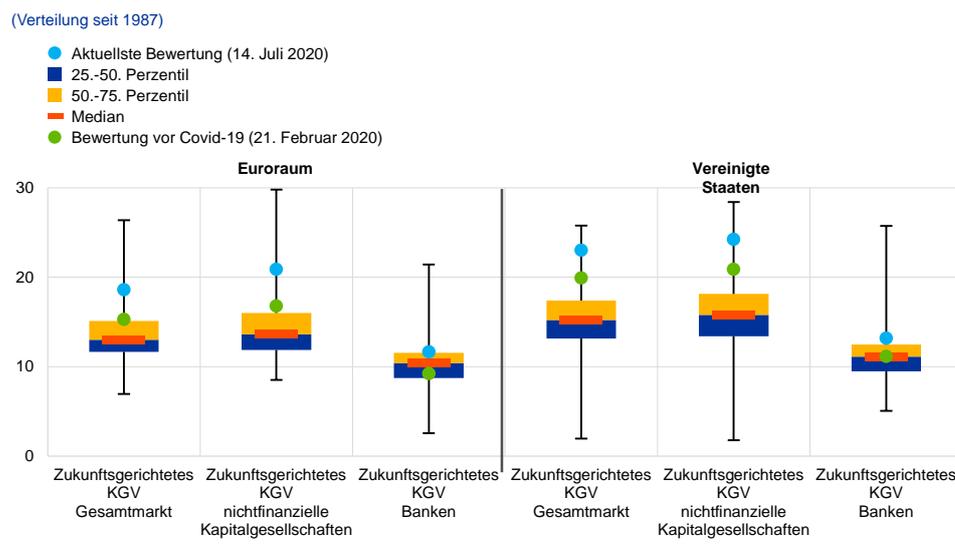
Anmerkung: Dow-Jones-Euro-STOXX-Gesamtindex für das Euro-Währungsgebiet und Standard & Poor's 500 für die Vereinigten Staaten. Die senkrechten Linien markieren den Freitag vor Beginn der coronabedingten Finanzmarkturbulenzen (21. Februar 2020) und den Tag der Ankündigung des PEPP (18. März 2020). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 14. Juli 2020.

**Nach Ankündigung des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) begannen sich die Aktienkurse im Euroraum zu erholen (siehe Abbildung A); die Märkte funktionierten wieder annähernd normal, und die Geld-Brief-Spannen verkleinerten sich erheblich.** Gestützt durch die Maßnahmen von Zentralbanken

und Regierungen in vielen Ländern stiegen die Aktiennotierungen, insbesondere jene von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in den USA, deutlich an. Bei einem Vergleich mit der historischen Verteilung von zukunftsgerichteten Messgrößen stellt sich die Erholung der Aktienkurse noch stärker dar (siehe Abbildung B). Aufgrund von Anpassungen der kurzfristigen Gewinnerwartungen und einer weitgehenden

Normalisierung der Aktienrisikoprämien liegt das zukunftsgerichtete Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften inzwischen über dem Stand vor dem Ausbruch von Covid-19. Dies gilt zwar auch für Banken im Euroraum, doch deren Bewertungen fallen nach wie vor verhaltener aus. Vor dem Hintergrund der zuletzt raschen Anpassung der Gewinnerwartungen ist bezüglich der Aussagekraft von KGV-Messgrößen allerdings Vorsicht geboten.

**Abbildung B**  
Bilanzielle Messgrößen der Aktienbewertung



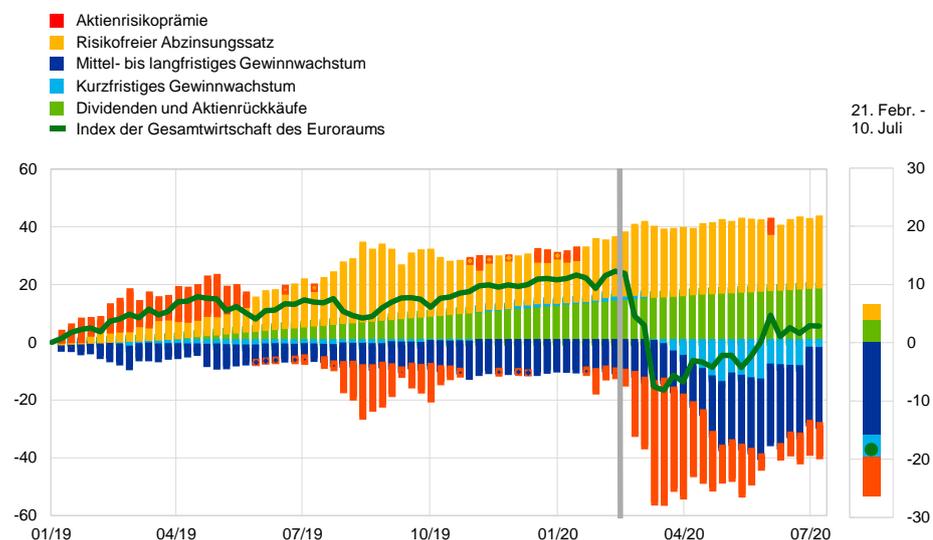
Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Das zukunftsgerichtete KGV für den Euroraum wird seit 1987 monatlich erfasst. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 14. Juli 2020.

**Hauptgrund für den Wiederanstieg der Aktienkurse ist eine Erholung der Risikoneigung; eine Zerlegung anhand eines Dividendenbarwertmodells legt nahe, dass diese die gesunkenen Gewinnerwartungen mehr als ausgeglichen zu haben scheint** (siehe Abbildung C). Von Anfang Februar bis Mitte März 2020 erhöhte sich die Aktienrisikoprämie im Euroraum von 8 % auf 12 %. Nach der Ankündigung des PEPP sank sie wieder unter 9 %. Zwar ist die Schätzung der Aktienrisikoprämie mit einer gewissen Unsicherheit behaftet, doch einem Dividendenbarwertmodell zufolge sind sowohl der anfängliche Rückgang der Aktienkurse als auch deren anschließende Erholung zum Großteil auf die Schwankungen der Aktienrisikoprämie zurückzuführen. Zugleich korrigierten Analysten ihre Gewinnerwartungen nach unten. Nach Einführung der Lockdown-Maßnahmen in den Ländern des Euroraums kehrten sich die kürzerfristigen Erwartungen für das Gewinnwachstum erstmals seit 2009 ins Negative. Die Talsohle scheint jedoch zuletzt durchschritten worden zu sein, da nun davon ausgegangen wird, dass sich die Konjunkturerholung allmählich stabilisiert. Die längerfristigen Gewinnerwartungen der Analysten zeigten sich dagegen bis Mitte April 2020 überraschend robust, was mit den Aussichten auf eine kräftige und rasche Erholung der Gewinne im Einklang stand (siehe Abbildung D). Zuletzt wurden sie allerdings um mehr als 3 Prozentpunkte auf unter 8 % pro Jahr nach unten korrigiert. Trotz dieses Rückgangs liegen die längerfristigen Gewinnerwartungen weiterhin über dem während der globalen Finanzkrise verzeichneten Tiefstand.

### Abbildung C

#### Zerlegung der Aktienkurse im Euroraum anhand eines Dividendenbarwertmodells und Gewinnwachstumerwartungen für den Euro-STOXX-Index

(linke Skala: in %; kumulative Veränderung, im Januar 2019 auf null zurückgesetzt; rechte Skala: in %; kumulative Veränderung seit 21. Februar 2020)



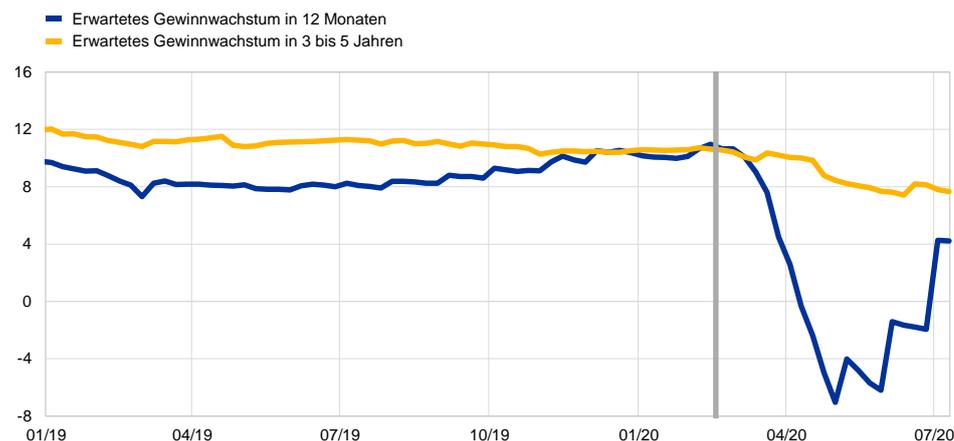
Quellen: Refinitiv, IBES, Consensus Economics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Zerlegung beruht auf einem Dividendenbarwertmodell. Es umfasst Aktienrückkäufe. Künftige Cashflows werden mit Zinssätzen mit entsprechender Fälligkeit abgezinst. Zudem enthält es fünf Zeithorizonte für das erwartete Dividendenwachstum. Einzelheiten hierzu finden sich in: EZB, [Messung und Interpretation der Eigenfinanzierungskosten im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2018, Juni 2018. Die senkrechte Linie markiert den Freitag vor Ausbruch der coronabedingten Finanzmarkturbulenzen (21. Februar 2020). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 10. Juli 2020.

### Abbildung D

#### Gewinnwachstumerwartungen für den Euro-STOXX-Index

(in % p. a.)



Quellen: Refinitiv, IBES und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Das von den Marktteilnehmern erwartete Gewinnwachstum bezieht sich auf die Zeithorizonte von zwölf Monaten sowie von drei bis fünf Jahren. Die senkrechte Linie markiert den Freitag vor Ausbruch der coronabedingten Finanzmarkturbulenzen (21. Februar 2020). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 10. Juli 2020.

## Aktienkurse und kurzfristige bzw. längerfristige Revisionen des gesamtwirtschaftlichen Ausblicks

### **Angesichts der anhaltenden sukzessiven Abwärtskorrektur der längerfristigen Gewinnerwartungen stellt die Erholung der kurzfristigen Gewinnerwartungen ein wichtiges Gegengewicht dar.**

Aktienkurse spiegeln den abgezinste Gegenwartswert aller künftigen Dividendenströme wider. Dabei hängt die Gewichtung der Dividenden auf kurze Sicht vom Diskontierungsfaktor des Anlegers (einschließlich der geforderten Aktienrisikoprämie) ab. Daher könnten die (anfängliche) Stabilität der längerfristigen Gewinnerwartungen (in mehr als einem Jahr) und die jüngste Aufhellung der kurzfristigen Gewinnaussichten (d. h. im Laufe des nächsten Jahres) teilweise eine Erklärung dafür sein, warum die Aktiennotierungen recht robust blieben und sich derzeit erholen. Es wurde eine Regressionsanalyse anhand vergangener Prognosereihen von Consensus Economics durchgeführt. Dabei sollte untersucht werden, wie sich frühere Veränderungen der Erwartungen bezüglich des BIP-Wachstums über unterschiedliche Zeithorizonte auf die Aktienkurse auswirkten. Die Ergebnisse der Analyse deuten darauf hin, dass Anleger kurz- und längerfristige Erwartungen tendenziell gleich gewichten, wenn es darum geht, die Folgen gesamtwirtschaftlicher Entwicklungen für die Märkte zu beurteilen. Insgesamt bleibt das Risiko eines deutlichen weiteren Rückgangs der Aktienkurse bestehen. Dies gilt insbesondere dann, wenn die langfristigen Aussichten für das BIP-Wachstum abermals nach unten korrigiert werden oder die jüngsten Aufwärtskorrekturen des kurzfristigen Ausblicks zurückgenommen werden sollten (z. B. aufgrund einer möglichen zweiten Corona-Welle und der entsprechenden politischen Gegenmaßnahmen).

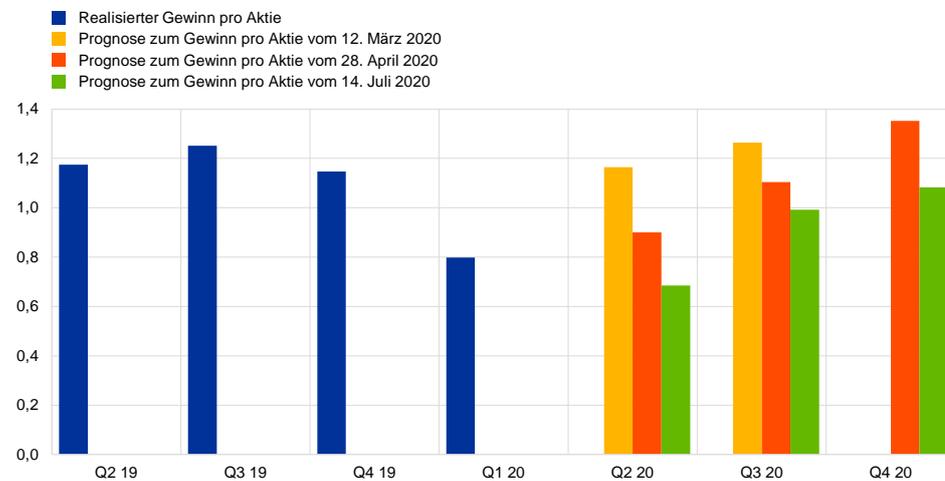
## **Hinweise zur Form der Erholung, abgeleitet aus Prognosen zum Gewinn pro Aktie, Dividenden und Optionen**

**Neben den längerfristigen Erwartungen der Analysten zum Gewinnwachstum werden auch die Prognosen zum Gewinn pro Aktie für die längeren Zeithorizonte weiterhin nach unten korrigiert** (siehe Abbildung E). Mitte März 2020 deutete das Verlaufsmuster der aus Umfragen ermittelten vierteljährlichen Gewinnprognosen trotz der geringen realisierten Gewinne im ersten Quartal dieses Jahres nach wie vor weitgehend auf eine V-förmige Erholung hin. Die Analysten gingen von einer raschen Erholung ab dem zweiten Quartal aus, da erwartet wurde, dass die Länder ihre Lockdown-Maßnahmen allmählich zurücknehmen würden. Seitdem wurde das allgemeine Niveau der mittelfristigen Gewinnerwartungen ungeachtet der Ankündigung des PEPP weiter nach unten korrigiert, wenngleich sich die Aktienkurse im Euroraum im selben Zeitraum erholten.

## Abbildung E

### Prognose zum Gewinn pro Aktie für den Euro-STOXX-Index

(in €/Aktie)



Quellen: Refinitiv, IBES und EZB-Berechnungen.

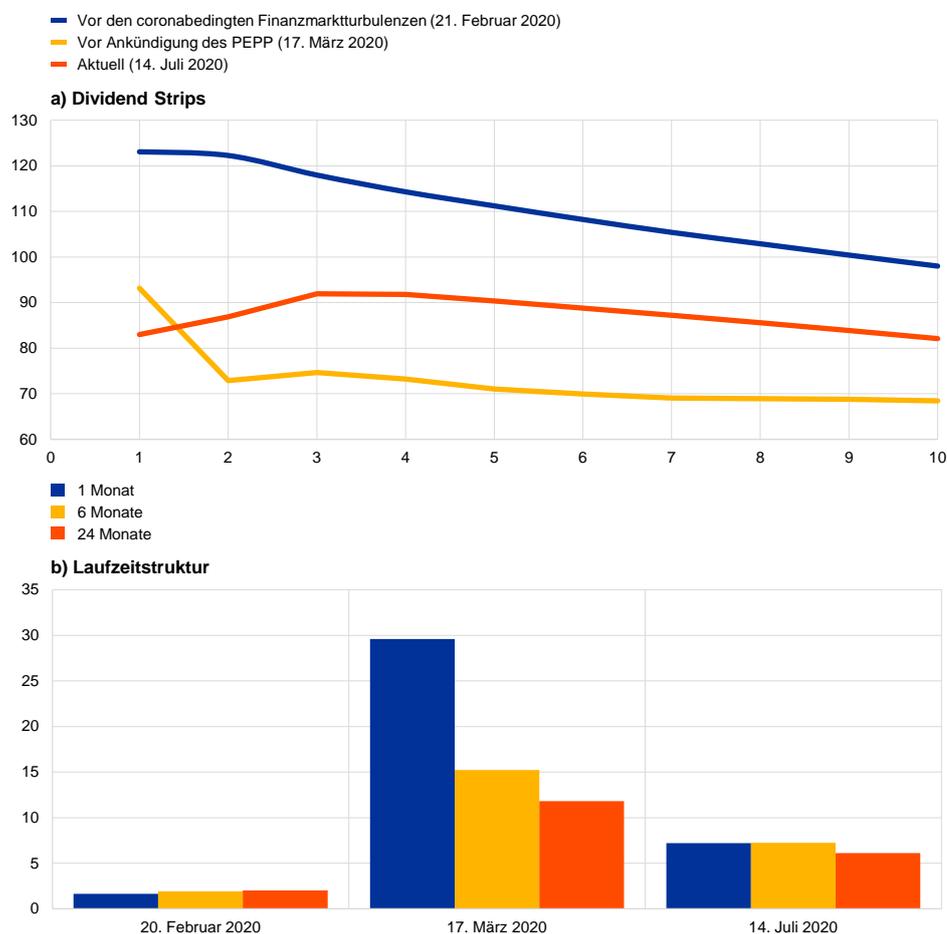
Anmerkung: Anhand der Marktkapitalisierung gewichtetes Aggregat des Gewinns pro Aktie und der Prognosen zum Gewinn pro Aktie einzelner Unternehmen (wöchentliche Daten). Beim 12. März 2020 handelt es sich um das Datum der EZB-Ratssitzung vom März dieses Jahres. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 14. Juli 2020.

**Betrachtet man Terminpreise anstelle von Umfragen, so scheint die Einschätzung der künftigen Aussichten sogar noch weniger optimistisch auszufallen** (siehe Abbildung F, Grafik a). Die Laufzeitstruktur der Ansprüche auf zukünftige Dividendenzahlungen („Dividend Strips“) zeigt, dass die Dividenden den Erwartungen der Marktteilnehmer zufolge in naher Zukunft weit unter dem vor der Covid-19-Pandemie verzeichneten Niveau liegen dürften. Zwar fallen die Notierungen von Dividenden-Futures mit Laufzeiten von mehr als zwei Jahren etwas höher aus als vor der Ankündigung des PEPP, doch sie bleiben deutlich unter den Ständen, die vor der globalen Ausbreitung von Covid-19 beobachtet wurden.

## Abbildung F

### Dividend Strips im Euro-STOXX-50-Index und Laufzeitstruktur der anhand von Optionspreisen berechneten Aktienrisikoprämie im Euroraum

(Grafik a: in € Grafik b: in %)



Quellen: Refinitiv, IBES und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik b zeigt die Laufzeitstruktur der Aktienrisikoprämie geschätzt nach I. Martin, What is the Expected Return on the Market?, The Quarterly Journal of Economics, Bd. 132, Nr. 1, 2017, S. 367-433. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 14. Juli 2020.

**Wie aus der Laufzeitstruktur der Aktienrisikoprämie hervorgeht, gilt es überdies weiterhin als wahrscheinlich, dass sich das Risiko erneuter Kurskorrekturen in nächster Zeit realisieren könnte** (siehe Abbildung F, Grafik b).

Eine Schätzung der Aktienrisikoprämie anhand von Optionspreisen mit Zeithorizonten von einem Monat bis zu 24 Monaten zeigt, dass die Laufzeitstruktur der Aktienrisikoprämie in normalen Zeiten nach oben tendieren dürfte, wie beispielsweise im Februar 2020, als sie einen geringfügigen Anstieg verzeichnete. In Zeiten einer angespannten Finanzmarktlage dürfte sie indes – aufgrund der Gefahr potenzieller hoher Verluste in naher Zukunft – einen Abwärtstrend aufweisen. Entsprechend dieser Vermutung erhöhte sich die Aktienrisikoprämie für den Zeithorizont von einem Monat unmittelbar vor Ankündigung des PEPP sprunghaft auf rund 30 %. Ungeachtet des deutlichen Rückgangs, der seitdem zu beobachten ist, liegt die Aktienrisikoprämie über alle Zeithorizonte hinweg weiterhin deutlich über

dem jeweiligen Stand vom Februar. Auch die Laufzeitstruktur weist nach wie vor einen inversen Verlauf auf.

**Auch andere optionsbasierte Messgrößen der Unsicherheit befinden sich weiterhin auf einem erhöhten Niveau, und das Extremrisiko (Tail Risk) am linken Rand bleibt sehr hoch** (siehe Abbildung G). Die risikoneutrale Verteilung der von den Anlegern erwarteten Renditen kann aus Optionspreisen abgeleitet werden.<sup>20</sup> Da Optionskontrakte mit unterschiedlichen Laufzeiten jederzeit gehandelt werden, ist somit eine Ableitung der entsprechenden Laufzeitstruktur möglich. Von Februar bis Ende März 2020 verringerte sich das Tail Risk am linken Rand („schlechtes Risiko“) im Vergleich zum Tail Risk am rechten Rand („gutes Risiko“) erheblich. Dies lässt sich am Rückgang des Schiefekoeffizienten der risikoneutralen Dichte im Euro STOXX 50 ablesen, die anhand von Optionspreisen abgeleitet wurde (siehe Abbildung G, linke Grafik).<sup>21</sup> Bereits Anfang Februar, d. h. vor dem Ausbruch der Covid-19-Pandemie in Europa, deuteten die Optionsmärkte auf ein großes Ungleichgewicht beim Tail Risk am linken Rand in zwei bis drei Monaten hin, das sich anschließend verringerte. Nach der Aktienmarktkorrektur stellten sich die impliziten Tail Risks am linken und rechten Rand für die kommenden Monate ausgewogener dar. Ausschlaggebend hierfür war zum einen, dass die Anleger die Möglichkeit einer weiteren Kurserholung stärker gewichteten (dass sich also für sie die Chancen für ein gutes Risiko gegenüber jenen für ein schlechtes Risiko erhöhten). Zum anderen stand dies im Einklang damit, dass die Aktienrisikoprämie seit dem Höhepunkt der Pandemie zurückgegangen war. Aufgrund der jüngsten Häufung negativer Wirtschaftsnachrichten und von Befürchtungen einer neuen Viruswelle blieb die risikoneutrale Verteilung im Vergleich zur Vergangenheit jedoch stark nach links verzerrt (siehe Abbildung G, rechte Grafik). Darüber hinaus ist die Unsicherheit, die sich an der Varianz der Verteilungen ablesen lässt, immer noch erhöht.

---

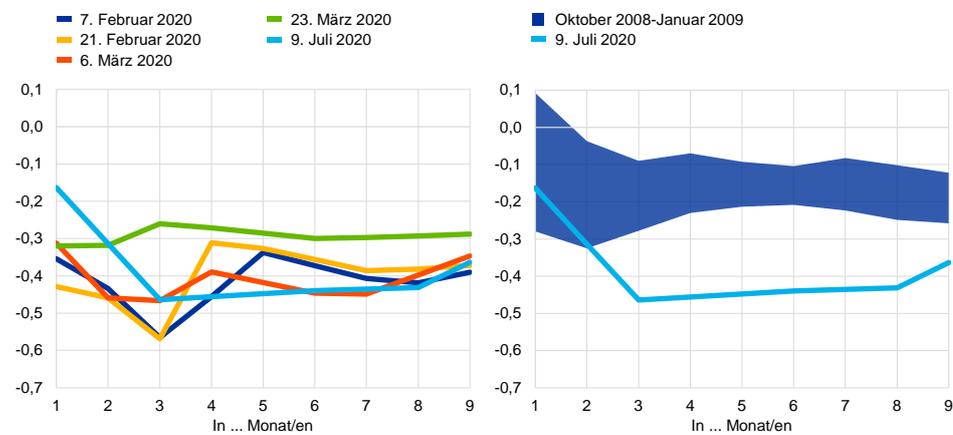
<sup>20</sup> Dabei ist zu beachten, dass risikoneutrale Messgrößen auch das Risikoverhalten der Anleger beinhalten. Abweichungen bei der risikoneutralen Verteilung können daher auf Veränderungen der erwarteten Risikoquantität oder aber auf eine veränderte Risikoaversion der Anleger (Marktpreis des Risikos) zurückzuführen sein. Weitere Einzelheiten finden sich in: EZB, [Aus Optionspreisen abgeleitete Marktangst im Zusammenhang mit dem Coronavirus \(Covid-19\)](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 4/2020, Juni 2020.

<sup>21</sup> Mithilfe des Pearson-Schiefekoeffizienten der aus den Optionspreisen abgeleiteten risikoneutralen Dichte im Euro STOXX 50 wird das Ausmaß des Tail Risk am linken Rand („schlechtes Risiko“) in Relation zum Tail Risk am rechten Rand („gutes Risiko“) gesetzt. Dieser Index weist Werte von unter null aus, wenn die Tail Risks am linken Rand höher sind als jene am rechten Rand.

## Abbildung G

### Pearson-Schiefekoeffizient der risikoneutralen Dichte im Euro-STOXX-50-Index

(Koeffizient)



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Daten der linken Grafik geben einen Überblick über die Pandemiephase. Der blau schattierte Bereich in der rechten Grafik markiert die Bandbreite des Pearson-Schiefekoeffizienten im Zeitraum von Oktober 2008 bis Januar 2009. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 9. Juli 2020.

## 5 Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet – eine vorläufige Einschätzung

Vasco Botelho, Agostino Consolo und António Dias da Silva

**Im vorliegenden Kasten wird die Arbeitsmarktentwicklung im Euro-Währungsgebiet seit Beginn der Covid-19-Pandemie untersucht.** Das reale BIP im Euroraum ging im ersten Quartal 2020 aufgrund der ab Mitte März 2020 ergriffenen Eindämmungsmaßnahmen deutlich zurück.<sup>22</sup> Die Ergebnisse von Branchen- und Verbraucherumfragen zeigen, dass sich diese Entwicklung im April und Mai noch verstärkte. Jedoch scheint dies bislang keine erheblichen Auswirkungen auf die Beschäftigung und Arbeitslosigkeit gehabt zu haben. Was die Reaktion des Arbeitsmarkts auf die Covid-19-Pandemie anbelangt, besteht offenkundig ein grundlegender Unterschied zwischen dem Eurogebiet und den Vereinigten Staaten, wo die Arbeitslosigkeit rapide anstieg. Der vorliegende Kasten untersucht die Diskrepanz zwischen den Indikatoren von Branchen- und Verbraucherumfragen und den wichtigen Arbeitsmarktindikatoren für den Euroraum. Ferner werden die potenziellen Auswirkungen der Lockdown-Maßnahmen auf die Arbeitslosenstatistik unter Berücksichtigung der international vereinbarten Definition von Arbeitslosigkeit erörtert. Besonderes Augenmerk gilt dabei der Anpassung der Anzahl geleisteter Arbeitsstunden sowie der umfangreichen Nutzung von Kurzarbeitsregelungen und vorübergehenden Freistellungen – den wichtigsten Maßnahmen, die den Arbeitsmarkt im Euroraum seit Beginn der Covid-19-Pandemie gestützt haben.

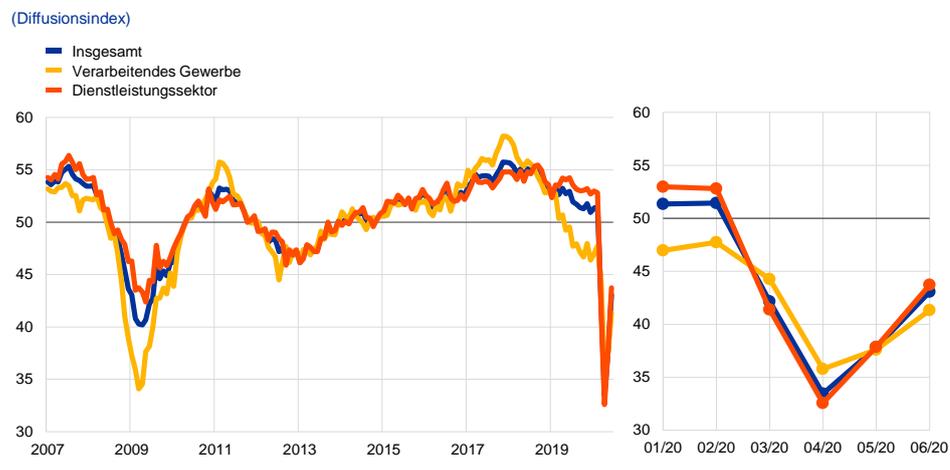
**Die in monatlichen Umfragen ermittelten Einschätzungen und Erwartungen zur Beschäftigung deuten auf eine massive Verschlechterung der Lage am Arbeitsmarkt im Euroraum hin.** Der Teilindex des Einkaufsmanagerindex (EMI), der die aktuellen Einschätzungen zur Beschäftigung abbildet, sank im April 2020 auf einen historischen Tiefstand von 33,4 Punkten – nach 51,4 Punkten im Februar 2020. Bedingt durch die zwischenzeitliche Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen stieg er im Juni 2020 wieder auf 43,1 Zähler an (siehe Abbildung A). Besonders ausgeprägt war der Rückgang des Indikators im Dienstleistungssektor und hier vor allem in den Bereichen Beherbergung, Gastronomie, Lagerei und Verkehr. Auch im verarbeitenden Gewerbe sank er auf breiter Front, am stärksten jedoch in den Bereichen zur Herstellung von Kraftwagen, Metallerzeugnissen und Ausrüstungen. Insgesamt lässt eine derart deutliche Verschlechterung der

---

<sup>22</sup> Siehe: EZB, [Alternative Szenarien zu den Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf die Wirtschaftstätigkeit im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 3/2020, Mai 2020.

Umfrageergebnisse einen Einbruch der Beschäftigung im zweiten Quartal 2020 erwarten.<sup>23</sup>

**Abbildung A**  
EMI für die Beschäftigung



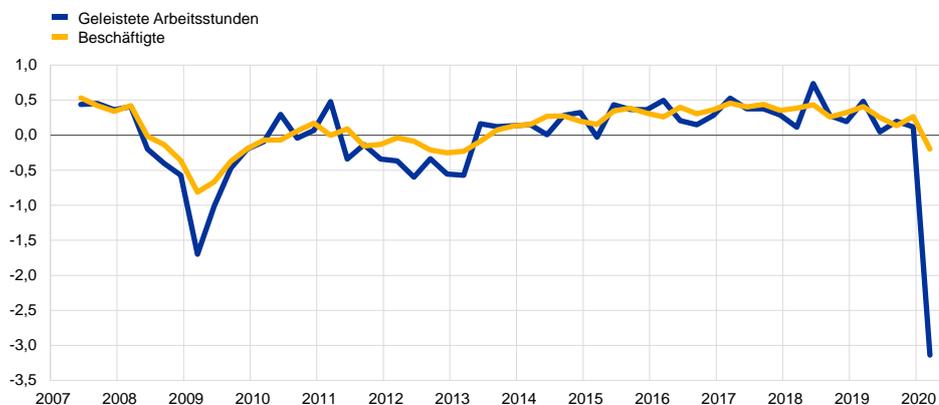
Quelle: Markt.  
Anmerkung: Ein Wert unter 50 zeigt einen Beschäftigungsrückgang an. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2020.

**Die Anzahl der geleisteten Arbeitsstunden wies im ersten Quartal 2020 einen Rückgang von historischer Größenordnung auf, womit sich die verhaltene Reaktion der Beschäftigung teilweise erklären lässt.** Obwohl die Eindämmungsmaßnahmen in den meisten Ländern des Euroraums erst ab Mitte März ergriffen wurden, sank die in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ausgewiesene Anzahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden im ersten Quartal 2020 gegenüber dem Schlussquartal 2019 um 3,1 %. Diese Entwicklung stand im Einklang mit dem im selben Zeitraum beobachteten Rückgang des realen BIP um 3,6 %. Der Einbruch bei den geleisteten Arbeitsstunden war damit fast doppelt so hoch wie im ersten Quartal 2009. Er ergab sich vor allem aus einer Anpassung am intensiven Rand des Arbeitskräfteeinsatzes (d. h. der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten). Die Anzahl der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden sank im ersten Vierteljahr 2020 gegenüber dem letzten Quartal 2019 um 2,9 %, während die Beschäftigung unter den sich verändernden wirtschaftlichen Rahmenbedingungen mit 0,2 % weiterhin relativ moderat abnahm (siehe Abbildung B). Was die Beiträge der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden und der Beschäftigung zum Rückgang der geleisteten Gesamtarbeitsstunden betrifft, so ergab sich für das erste Quartal 2020 eine Relation von rund 90 % zu rund 10 %, während im ersten Quartal 2009 auf beide Komponenten ein etwa gleich hoher Anteil entfiel.

<sup>23</sup> Die Hochfrequenzindikatoren der Arbeitsmarktentwicklung im Euroraum, z. B. der Indeed-Indikator der Stellenausschreibungen und der LinkedIn-Indikator der Einstellungsquoten, zeichnen ein ähnliches Bild. Demnach sind die Nachfrage nach Arbeitskräften und die Anzahl der Neueinstellungen im Eurogebiet seit Einführung der Eindämmungs- und Lockdown-Maßnahmen drastisch gesunken. Weitere Einzelheiten finden sich in Kasten 6 des vorliegenden Wirtschaftsberichts. Neben diesen Hochfrequenzindikatoren zeigt der aus den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission abgeleitete Indikator für das Arbeitskräfteangebot als produktionshemmenden Faktor einen erheblichen Rückgang der Arbeitskräftenachfrage in allen wichtigen Sektoren an. Am stärksten ausgeprägt ist dieser im Dienstleistungsgewerbe.

## Abbildung B Beschäftigungswachstum

(Veränderung gegen Vorquartal in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

### Der moderate Anstieg der Arbeitslosenquote bis Ende Mai 2020 steht in deutlichem Widerspruch zu den Konjunkturindikatoren.

Die Arbeitslosenquote stieg in im genannten Zeitraum nicht so stark an, wie angesichts der historischen Korrelation zum BIP zu erwarten gewesen wäre (siehe Abbildung C). In den Vereinigten Staaten sank die Anzahl der abhängig Beschäftigten außerhalb der Landwirtschaft von Januar bis Mai 2020 um 19,5 Millionen, und die Arbeitslosenquote erhöhte sich um 9,8 Prozentpunkte.<sup>24</sup> Der Arbeitsmarkt des Euroraums weist im Gegensatz zur der in den USA beobachteten Dynamik insofern eine bemerkenswerte Besonderheit auf, als die Beschäftigung und die Arbeitslosigkeit während der Covid-19-Krise nur eine recht verhaltene Reaktion zeigten.<sup>25</sup> Die Arbeitslosenstatistik könnte dadurch beeinflusst werden, dass bestimmte Personen nicht als arbeitslos, sondern als nicht erwerbstätig erfasst werden. Im Sinne der Arbeitslosigkeitsdefinition der Internationalen Arbeitsorganisation (IAO) sind Menschen, die ihren Arbeitsplatz verloren haben oder zuletzt arbeitslos waren, als Nichterwerbspersonen einzustufen, wenn sie nicht aktiv nach einer Arbeitsstelle suchen oder kurzfristig keine Beschäftigung aufnehmen können. Diese Besonderheit würde dazu führen, dass der durch die Covid-19-Eindämmungsmaßnahmen bedingte Anstieg der Arbeitslosigkeit verhalten ausfällt.<sup>26</sup> Ein weiterer wesentlicher

<sup>24</sup> In den USA lag die Anzahl der abhängig Beschäftigten außerhalb der Landwirtschaft im Februar 2020 bei 152,4 Millionen und im Mai 2020 bei 132,9 Millionen. Von April bis Mai 2020 stieg die Beschäftigung wieder etwas an, und zwar um 2,5 Millionen Beschäftigte außerhalb der Landwirtschaft gegenüber 130,4 Millionen im April. Die Arbeitslosenquote folgte in den Vereinigten Staaten einem ähnlichen Verlaufsmuster wie die Beschäftigung. Sie erhöhte sich von 3,5 % im Februar 2020 auf 14,7 % im April 2020 und erholte sich im Mai 2020 leicht auf einen Stand von 13,3 %.

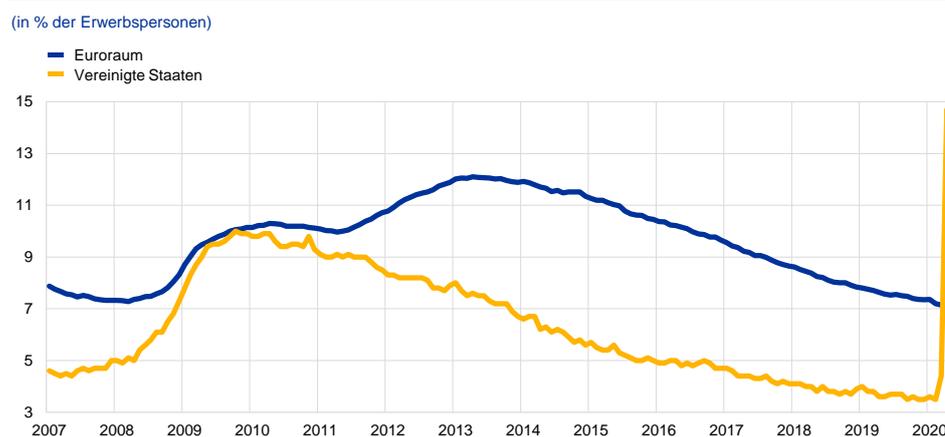
<sup>25</sup> Zur Analyse des US-Arbeitsmarkts siehe beispielsweise N. Petrosky-Nadeau und R. G. Valletta, Unemployment Paths in a Pandemic Economy, Discussion Paper Series des Instituts zur Zukunft der Arbeit (IZA), Nr. 13294, 2020.

<sup>26</sup> Da bestimmte Personen nicht als arbeitslos, sondern als nicht erwerbstätig eingestuft werden, könnte sich ein gewisser Abwärtsdruck auf die Arbeitslosenquote ergeben. In diesem Zusammenhang ließe sich anhand monatlicher Daten zur Anzahl der Nichterwerbspersonen leichter beurteilen, wie der Übergang in die Nichterwerbsbeteiligung die beobachtete Arbeitslosenquote beeinflussen kann. Messprobleme könnten in den Vereinigten Staaten ebenfalls eine Rolle spielen, wie das US-amerikanische Bureau of Labor Statistics in einem [Dokument mit Fragen und Antworten zu den Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf die Beschäftigungslage im Mai 2020](#) (Stand: 5. Juni 2020) erläutert.

Unterschied besteht darin, dass vorübergehend freigestellte Beschäftigte in den USA zu den Arbeitslosen zählen, während Beschäftigte im Euroraum, die unter die Kurzarbeitsregelungen fallen oder zeitweise freigestellt werden, in den meisten Fällen weiterhin Lohn und Gehalt beziehen und somit nicht als arbeitslos gelten.

### Abbildung C

#### Arbeitslosenquote im Euroraum und in den Vereinigten Staaten



Quellen: Eurostat und U.S. Bureau of Labor Statistics.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2020.

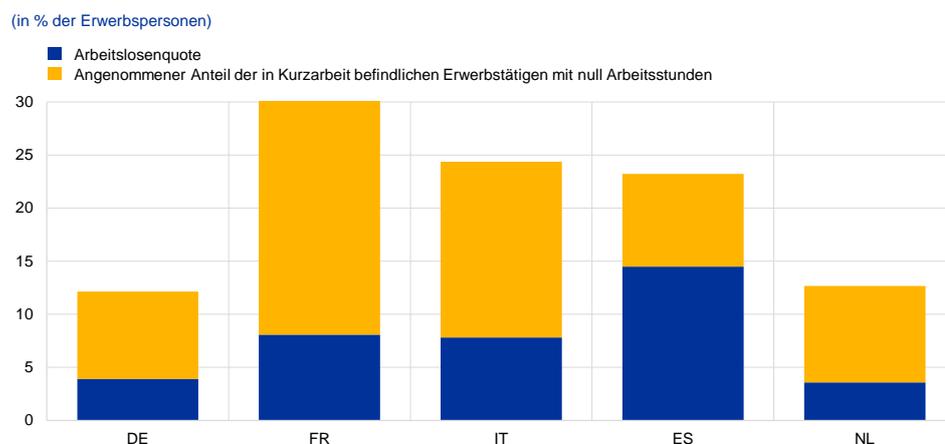
**Einer der wesentlichen Gründe, weshalb die unmittelbare Reaktion des Arbeitsmarkts auf die Covid-19-Krise im Euroraum bisher insgesamt verhalten war, besteht in der umfangreichen Nutzung von Kurzarbeitsregelungen.** Um während der Covid-19-Pandemie die Einkommen der Arbeitnehmer zu stützen und die Arbeitsplätze in den Unternehmen zu sichern, haben die Regierungen der Euro-Länder weitreichende arbeitsmarktpolitische Maßnahmen ergriffen. Insbesondere wurden Kurzarbeitsregelungen eingeführt und Arbeitskräfte vorübergehend freigestellt. Auf diese Weise ist es gelungen, Entlassungen zu begrenzen, die Einkommen zu stützen und den Unternehmen wirksame Hilfestellung bei der Senkung ihrer Personalkosten zu bieten.<sup>27</sup> Angesichts der plötzlichen Umsatzeinbußen während der Covid-19-Krise haben diese Regelungen entscheidend dazu beigetragen, dass die Unternehmen ihren Liquiditätsbedarf reduzieren konnten und gleichzeitig in der Lage waren, ihre Geschäftstätigkeit nach dem Lockdown zügiger wieder aufzunehmen, da die betreffenden Beschäftigungsverhältnisse in dieser Phase aufrechterhalten worden waren. Noch nie zuvor befanden sich im Euroraum so viele Erwerbstätige in Kurzarbeit.<sup>28</sup> Vorläufige Schätzungen zur Anzahl der betroffenen Arbeitskräfte lassen sich anhand der Kurzarbeitsanträge von Unternehmen gewinnen. Sie zeigen, dass der Anteil dieser Arbeitnehmer eine erhebliche Größenordnung erreicht hat. Die Zahl könnte sich in Deutschland auf bis zu 10,6 Millionen (26 % der Gesamtzahl der Beschäftigten) belaufen, in Frankreich auf bis zu 12 Millionen (47 %), in Italien auf bis zu 8,1 Millionen (42 %), in Spanien

<sup>27</sup> Zu den Auswirkungen von Kurzarbeitsregelungen auf das Einkommen der privaten Haushalte siehe EZB, [Kurzarbeitsregelungen: Auswirkungen auf Löhne und verfügbares Einkommen](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 4/2020, Juni 2020.

<sup>28</sup> Im Mai 2020 verabschiedete der Rat der Europäischen Union ein europäisches Instrument zur vorübergehenden Unterstützung bei der Minderung von Arbeitslosigkeitsrisiken in einer Notlage ([SURE](#)).

auf bis zu 3,9 Millionen (23 %) und in den Niederlanden auf bis zu 1,7 Millionen (21 %).<sup>29</sup> Würde die Anzahl der in Kurzarbeit befindlichen oder zeitweilig freigestellten Arbeitnehmer berücksichtigt, wäre die Arbeitslosenquote im Euroraum auf ein deutlich höheres Niveau gestiegen, als es derzeit zu beobachten ist. Abbildung D veranschaulicht dies beispielhaft, indem die Hälfte der von Kurzarbeit betroffenen Erwerbstätigen unter der Annahme, dass sie im Mai keinerlei Arbeitsstunden geleistet haben, zur Arbeitslosenquote hinzugerechnet wird.

**Abbildung D**  
Arbeitslosenquote und Anzahl der in Kurzarbeit befindlichen Arbeitnehmer im Mai 2020 in den fünf größten Ländern des Euroraums



Quellen: EZB-Schätzungen auf Basis der Angaben von IAB (Deutschland), DARES (Frankreich), INPS (Italien), Dow Jones Factiva (Spanien) und UWV (Niederlande).

Anmerkung: Auf Grundlage der bis zum 8. Juli 2020 erhobenen Daten. Zur Veranschaulichung wird die Anzahl der von Kurzarbeit betroffenen Arbeitnehmer, die keinerlei Arbeitsstunden leisten, der Arbeitslosenquote hinzugerechnet. Dabei wird unterstellt, dass es sich hierbei um die Hälfte der in Kurzarbeit befindlichen Erwerbstätigen handelt (basierend auf der Anzahl der Kurzarbeitsanträge von Unternehmen). Zu vergleichbaren Berechnungen siehe EZB, Kurzarbeitsregelungen: Auswirkungen auf Löhne und verfügbares Einkommen, Kasten 6, Wirtschaftsbericht 4/2020, Juni 2020.

**Ob die umfangreiche Nutzung von Kurzarbeitsregelungen den Arbeitsmarkt im Euroraum stützen kann, hängt entscheidend von der Dynamik und Dauer der Krise ab.** Arbeitsmarktpolitische Maßnahmen – vor allem Kurzarbeitsregelungen und die zeitweilige Freistellung von Arbeitskräften – unterstützen die Beschäftigung und begrenzen den Anstieg der Arbeitslosigkeit im Euroraum. Sie können zu einer schnelleren Erholung des Arbeitsmarkts beitragen, da Unternehmen und Beschäftigte ihre Tätigkeit wieder aufnehmen können, ohne nochmals den kostspieligen und langwierigen Prozess der Stellensuche und -besetzung durchlaufen zu müssen, der im Falle einer Beendigung des Beschäftigungsverhältnisses erforderlich gewesen wäre. Dieser Aspekt ist umso bedeutender, als vor allem der Bereich der gering qualifizierten Arbeitskräfte, der in der Regel eine höhere Arbeitslosenquote aufweist, von der Krise betroffen sein dürfte. Gleichwohl muss davon ausgegangen werden, dass nicht alle derzeit in Kurzarbeit befindlichen

<sup>29</sup> Bei diesen Angaben handelt es sich um Schätzzobergrenzen für die tatsächlich von Kurzarbeit oder zeitweiliger Freistellung betroffenen Arbeitskräfte, da die Anzahl der ursprünglich von den Unternehmen gestellten Kurzarbeitsanträge zugrunde gelegt wird. Diese Anträge allein spiegeln jedoch nicht die tatsächliche Inanspruchnahme von Kurzarbeit während der Dauer der Lockdown-Maßnahmen wider. Hierfür sind letztendlich der spezifische Bedarf der Unternehmen sowie die Bewilligung der Anträge durch die zuständigen Behörden ausschlaggebend. Darüber hinaus wurde für den Zeitraum, als die Lockdown-Maßnahmen noch Bestand hatten, eine hohe Zahl an Anträgen gemeldet. Mit der zunehmenden Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen dürfte die Zahl im Zeitverlauf deutlich sinken.

oder vorübergehend freigestellten Erwerbstätigen an ihren Arbeitsplatz zurückkehren können.<sup>30</sup> Deshalb dürfte die Arbeitslosigkeit im Eurogebiet in der kurzen Frist weiter zunehmen.

---

<sup>30</sup> Die Covid-19-Pandemie ist ein rein exogener Schock, aus dem ein niedrigerer Reallokationsbedarf erwachsen könnte als aus einer Wirtschaftskrise wie etwa der globalen Finanzkrise. Zu den unterschiedlichen Einschätzungen des Reallokationsbedarfs der US-Wirtschaft nach der Covid-19-Pandemie siehe J. M. Barrero, N. Bloom und S. J. Davis, [COVID-19 Is Also a Reallocation Shock](#), Working Paper des NBER, Nr. 27137, 2020; M. Kudlyak und E. Wolcott, *Pandemic Layoffs*, Mai 2020.

## 6 Arbeitsmarktentwicklung im Euro-Währungsgebiet auf Basis von Hochfrequenzdaten

Nicola Benatti, Vasco Botelho, Agostino Consolo, António Dias da Silva und Malgorzata Osiewicz<sup>31</sup>

**Basierend auf der Untersuchung hochfrequenter Indikatoren liefert der vorliegende Kasten einen Überblick über die Auswirkungen der Corona-Pandemie (Covid-19) auf die Arbeitsmärkte des Euroraums.** Im ersten Teil werden die täglichen Stellenausschreibungen auf der Online-Jobbörse Indeed sowie die täglichen Einstellungsquoten im sozialen Netzwerk LinkedIn für die fünf größten Euro-Länder analysiert. Die Zahl der Stellenausschreibungen bei Indeed kann als Näherungswert für die Veränderung der Arbeitsnachfrage dienen. Die Einstellungsquoten bei LinkedIn geben sowohl auf aggregierter als auch auf sektoraler Ebene Aufschluss über die Anzahl der Neueinstellungen im Eurogebiet. Im zweiten Teil des Kastens wird veranschaulicht, wie die Einstellungsquote bei LinkedIn für eine Schätzung der Übergangsrate in Beschäftigung zum aktuellen Zeitpunkt (Nowcasting) und für eine Beurteilung der Arbeitslosenquote herangezogen werden kann. Daraus lassen sich aktuellere Erkenntnisse über die Arbeitsmarktentwicklung gewinnen als aus herkömmlichen statistischen Quellen. Allerdings sollten die in diesen hochfrequenten Indikatoren enthaltenen Informationen mit Vorsicht betrachtet und nur zur Ergänzung der amtlichen Statistiken verwendet werden, da sich die verfügbaren Stichproben überwiegend auf Angestelltenberufe und bestimmte Sektoren konzentrieren.

**Seit Ausbruch der Covid-19-Krise ist die Einstellungsquote deutlich gesunken, wobei sie im Mai 2020 ihre Talsohle erreichte** (siehe Abbildung A). Zu Beginn des Lockdowns betrug der jährliche Anstieg der Einstellungsquote in Deutschland 8,9 % (22. März), in Frankreich 13,4 % (17. März), in Italien ebenfalls 13,4 % (21. Februar), in Spanien 5,4 % (14. März) und in den Niederlanden 4,0 % (15. März). Dass die Einstellungsquote im Mai 2020 ihre Talsohle durchschritt, könnte darauf zurückzuführen sein, dass die Neueinstellungen zum Teil auf zurückliegenden Stellenangeboten oder auf Empfehlungen beruhten. Diese können dazu beitragen, die Unsicherheit der Unternehmen während des Rekrutierungsprozesses zu verringern. Der Rückgang beider Hochfrequenzindikatoren macht – auch vor dem Hintergrund der Einführung von Kurzarbeitsregelungen – deutlich, wie gravierend die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Arbeitsmarkt im Euroraum sind.<sup>32</sup>

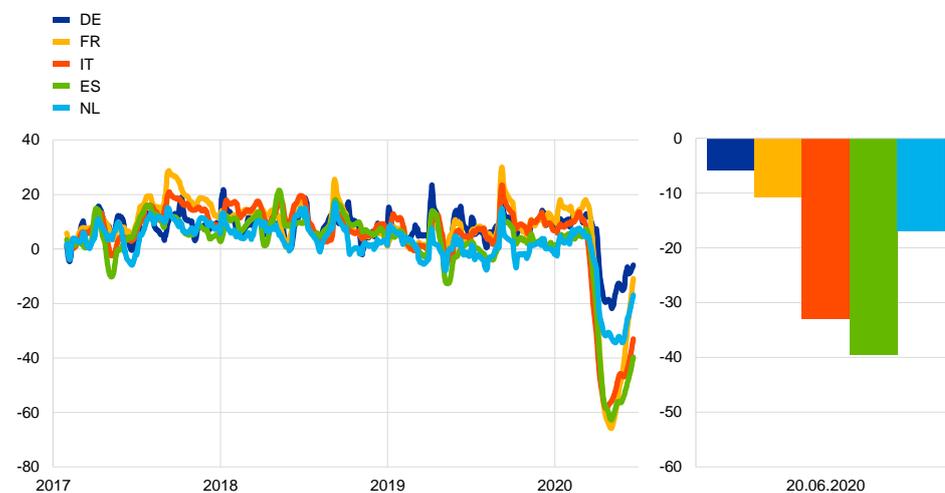
<sup>31</sup> Die Autoren möchten sich für die Beiträge von Mariano Mamertino, Séin Ó Muineacháin und Mirek Pospisil zu den hier verwendeten aggregierten und sektoralen Hochfrequenzdaten von LinkedIn, die auf einem gemeinsamen Forschungsprojekt basieren, bedanken. Der Dank geht auch an Colm Bates von der Europäischen Zentralbank sowie an Tara Sinclair und Adhi Rajaprabhakaran von Indeed für die Bereitstellung der Daten zu den Stellenausschreibungen.

<sup>32</sup> Siehe hierzu auch Kasten 5 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

## Abbildung A

### Hochfrequenzindikator der Einstellungsquoten für den Arbeitsmarkt des Euroraums

(Einstellungsquote bei LinkedIn; Jahreswachstumsrate; in %)



Quellen: LinkedIn und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 20. Juni 2020. Die täglichen Einstellungsquoten werden berechnet als prozentualer Anteil der LinkedIn-Mitglieder, die an einem bestimmten Tag eines Monats eine Stelle angetreten und im selben Monat einen neuen Arbeitgeber in ihr Profil aufgenommen haben, an der Gesamtzahl der LinkedIn-Mitglieder im betreffenden Land. Zur Bereinigung um Saisonmuster und stichtagsbedingte Spitzen wird der LinkedIn-Indikator der Einstellungsquoten auf Basis eines gleitenden 30-Tage-Durchschnitts umgewandelt und als Jahreswachstumsrate dargestellt.

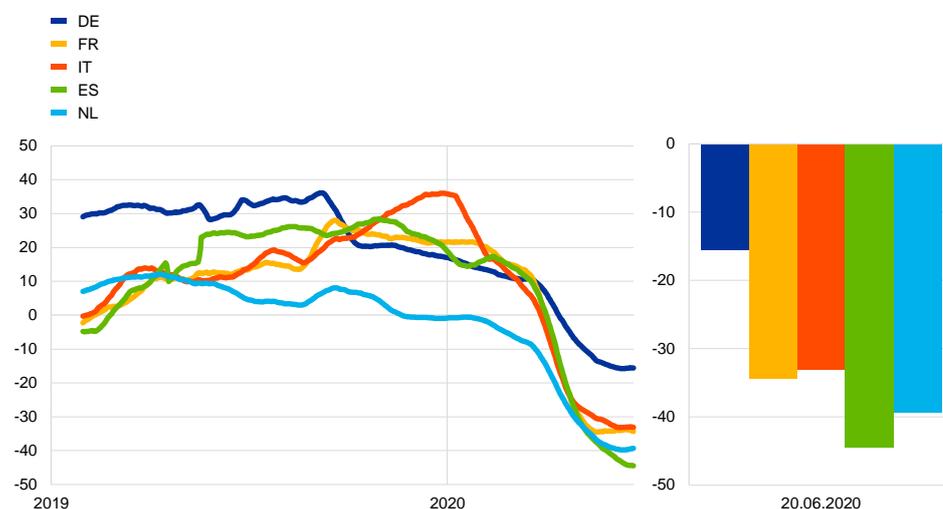
#### Die Zahl der Stellenausschreibungen ist seit der Covid-19-Krise deutlich zurückgegangen, was auf eine nach wie vor schwache Nachfrage nach Arbeitskräften hindeutet (siehe Abbildung B).

Zu Beginn des Lockdowns betrug der jährliche Zuwachs der Stellenausschreibungen in Deutschland 9,8 % (22. März), in Frankreich 11,9 % (17. März), in Italien 14,2 % (21. Februar), in Spanien 11,0 % (14. März) und in den Niederlanden -8,2 % (15. März). Am 20. Juni lag das jährliche Wachstum der Stellenausschreibungen indes immer noch tief im negativen Bereich und belief sich in Deutschland auf -15,6 %, in Frankreich auf -34,3 %, in Italien auf -33,1 %, in Spanien auf -44,4 % und in den Niederlanden auf -39,3 %. Während die Stellenbesetzungen inzwischen die Talsohle durchschritten haben, entwickeln sich die Ausschreibungen weiterhin verhalten. Die Verläufe der beiden Indikatoren können voneinander abweichen, da einige Stellen ohne Ausschreibung über Empfehlungen neu besetzt werden oder eine zeitliche Verzögerung zwischen dem Stellenangebot und der entsprechenden Besetzung auftreten kann. Der Indeed-Indikator der Stellenausschreibungen spiegelt die Entwicklung der Arbeitsnachfrage wider und kann als eine Messgröße der offenen Stellen angesehen werden. Der LinkedIn-Indikator der Einstellungsquoten hängt indes eher mit dem Wechsel von einer Arbeitsstelle zur anderen und der Übergangsrate in Beschäftigung zusammen.

## Abbildung B

### Hochfrequenzindikator der Stellenausschreibungen für den Arbeitsmarkt des Euroraums

(Stellenausschreibungen bei Indeed; Jahreswachstumsrate; in %)



Quellen: Indeed und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 20. Juni 2020. Zur Bereinigung um Saisonmuster und stichtagsbedingte Spitzen wird der Indeed-Indikator der Stellenausschreibungen auf Basis eines gleitenden 30-Tage-Durchschnitts umgewandelt und als Jahreswachstumsrate dargestellt.

### Sektorale Angaben zu den Einstellungsquoten zeigen einen branchenübergreifend breit angelegten Rückgang in den fünf größten Ländern des Euroraums (siehe Abbildung C). Zur Aufschlüsselung des Rückgangs der

Einstellungsquoten bei LinkedIn und zur Bestimmung der von der Covid-19-Krise am stärksten betroffenen Wirtschaftszweige werden sektorale Daten herangezogen, die monatlich verfügbar sind.<sup>33</sup> Konkret wurden die zwölf folgenden Sektoren analysiert: Konsumgütergewerbe, Unternehmensdienstleistungen, Erziehung und Unterricht, Unterhaltung, Finanzsektor, Gesundheitswesen, verarbeitendes Gewerbe, Medien und Kommunikation, Freizeit und Reisen, Einzelhandel sowie Software- und IT-Dienstleistungen; die übrigen Wirtschaftszweige sind in einem Restsektor unter „Sonstige“ zusammengefasst. Auf die genannten Sektoren entfallen mehr als 70 % der insgesamt bei LinkedIn erfassten Stellenwechsel in den fünf größten Ländern des Eurogebiets. Im Juni 2020 wurde in den meisten Branchen der fünf größten Euro-Länder ein Rückgang der Einstellungsquote gegenüber dem Vorjahr verzeichnet. Die größten Beiträge zum Rückgang der aggregierten Quote kamen dabei von den Sektoren „verarbeitendes Gewerbe“, „Unternehmensdienstleistungen“, „Software- und IT-Dienstleistungen“ sowie „Freizeit und Reisen“.<sup>34</sup>

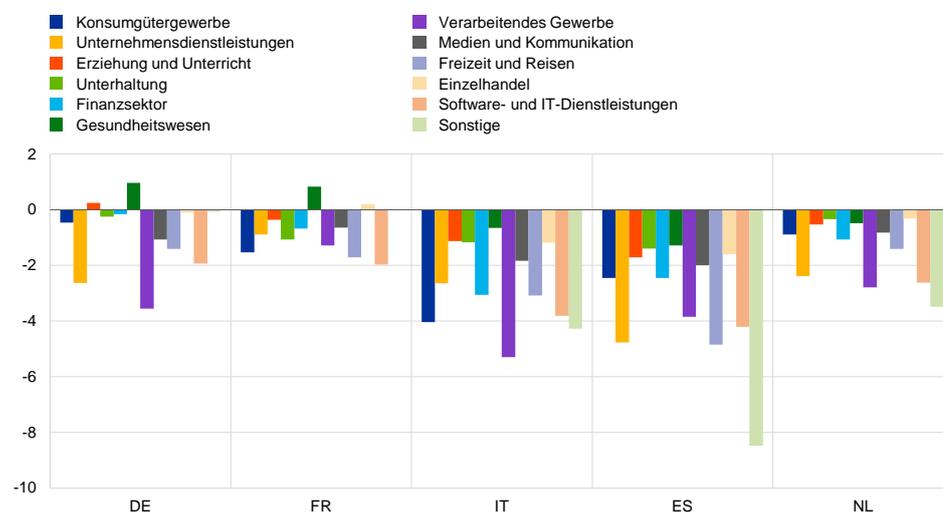
<sup>33</sup> Der vorliegende Kasten basiert auf der Wirtschaftszweigklassifikation, die auch von der Weltbank verwendet wird. Nähere Einzelheiten zur Zuordnung der Branchen bei LinkedIn und in der ISIC-Klassifikation (International Standard Industrial Classification) finden sich [hier](#). Der US Workforce Report ist [hier](#) abrufbar.

<sup>34</sup> Ausgenommen von dem sektoral breit angelegten Rückgang der Einstellungsquoten im Juni 2020 waren das Gesundheitswesen in Deutschland und Frankreich, der Bereich „Erziehung und Unterricht“ in Deutschland sowie der Einzelhandel in Frankreich.

## Abbildung C

### Sektorale Aufschlüsselung des jährlichen Rückgangs der Einstellungsquote im Juni 2020

(Beiträge zur Jahreswachstumsrate der Einstellungsquote; in %)



Quellen: LinkedIn und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2020. Die Einstellungsquote auf Branchenebene ist monatlich verfügbar. Die sektorspezifischen monatlichen Einstellungsquoten werden berechnet als prozentualer Anteil der LinkedIn-Mitglieder, die in einer bestimmten Branche und 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. Zur Bereinigung um Saisonmuster und stichtagsbedingte Spitzen wird der Indikator der branchenspezifischen Einstellungsquoten als Jahreswachstumsrate dargestellt.

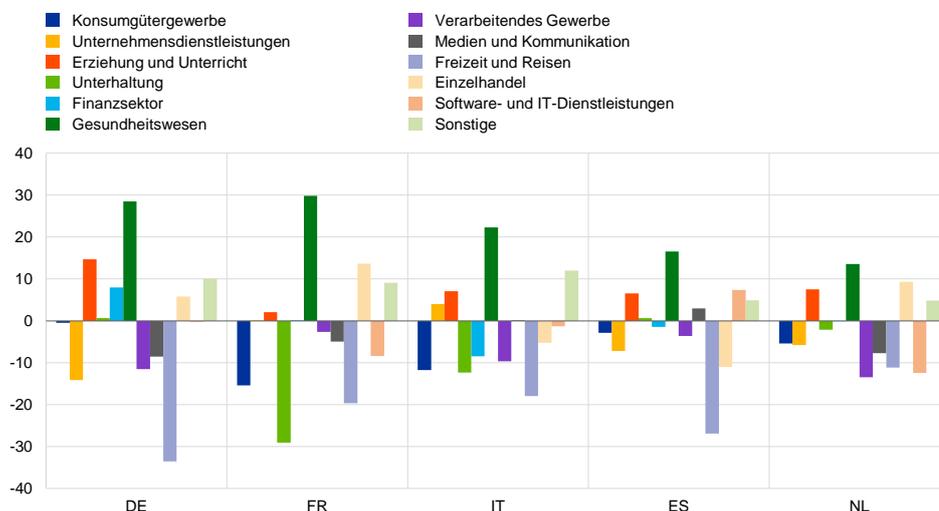
### Der Covid-19-Schock hat die einzelnen Wirtschaftszweige unterschiedlich

**stark in Mitleidenschaft gezogen** (siehe Abbildung D). Während der Rückgang der Einstellungsquote über die einzelnen Sektoren hinweg breit angelegt war, sind einige Wirtschaftszweige stärker vom Covid-19-Schock betroffen als andere. Zwei Pole dieser branchenübergreifenden Asymmetrie des Schocks sind der Bereich „Freizeit und Reisen“ und das Gesundheitswesen. Besonders stark beeinträchtigt von der Krise und den Lockdown-Maßnahmen ist der Sektor „Freizeit und Reisen“. Hier sank die Einstellungsquote im Juni 2020 gegenüber dem Vorjahr in Deutschland um 44,0 %, in Frankreich um 28,8 %, in Italien um 77,9 %, in Spanien um 50,1 % und in den Niederlanden um 28,3 %. Gemessen am jährlichen Anstieg der Zahl der Stellenwechsel scheint das Gesundheitswesen dagegen vom Covid-19-Schock vergleichsweise verschont geblieben zu sein. Ausschlaggebend hierfür dürfte unter anderem die steigende Nachfrage nach Gesundheitsdienstleistungen zur Eindämmung der Pandemie gewesen sein. Im Juni 2020 erhöhte sich in diesem Sektor die Einstellungsquote im Vorjahresvergleich um 18,0 % in Deutschland und um 20,7 % in Frankreich. In Italien, Spanien und den Niederlanden ging sie unterdessen um 9,9 %, 22,5 % bzw. 3,6 % zurück. Im Allgemeinen sind das Konsumgütergewerbe, das verarbeitende Gewerbe und der Sektor „Freizeit und Reisen“ von der Covid-19-Krise stärker betroffen als die übrige Volkswirtschaft, wohingegen andere Bereiche wie das Gesundheitswesen, der Finanzsektor sowie die Software- und IT-Dienstleistungen davon eher verschont geblieben sind.

## Abbildung D

### Sektorale Asymmetrie des jährlichen Rückgangs der Einstellungsquote im Juni 2020

(Differenz zwischen der Jahreswachstumsrate der Einstellungsquote im jeweiligen Sektor und der Jahreswachstumsrate der Einstellungsquote in der Gesamtwirtschaft im Juni 2020; in Prozentpunkten)



Quellen: LinkedIn und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2020. Die Einstellungsquote auf Branchenebene ist monatlich verfügbar. Die sektorspezifischen monatlichen Einstellungsquoten werden berechnet als prozentualer Anteil der LinkedIn-Mitglieder, die in einer bestimmten Branche und 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. Zur Bereinigung um Saisonmuster und stichtagsbedingte Spitzen wird der Indikator der branchenspezifischen Einstellungsquoten als Jahreswachstumsrate dargestellt. In Sektoren mit negativen Werten ist der Rückgang der Einstellungsquote höher als in den übrigen Sektoren, in Sektoren mit positiven Werten ist er hingegen geringer.

### Die Einstellungsquote dient als recht guter Näherungswert für die aggregierte Übergangsrate in Beschäftigung in den Ländern der Stichprobe und kann auch für ein Nowcasting dieser Größe während der Covid-19-Krise verwendet werden.

Die Einstellungsquote bei LinkedIn umfasst sowohl Stellenwechsel als auch Übergänge von der Arbeitslosigkeit in ein Beschäftigungsverhältnis und kann als Näherungsgröße für die aggregierte Übergangsrate in Beschäftigung angesehen werden.<sup>35</sup> Um die empirische Elastizität zwischen der Einstellungsquote und der Übergangsrate in Beschäftigung zu messen, wird ein Panel-Kointegrationsmodell nach [Stock und Watson \(1993\)](#) sowie [Pesaran und Smith \(1995\)](#) in den fünf größten Euro-Ländern im Zeitraum von 2016 bis 2019 geschätzt. Je nachdem, welche Annahmen der Schätzung zugrunde liegen, beträgt die geschätzte langfristige Elastizität zwischen 0,39 und 0,63, wobei es sich durchweg um statistisch signifikante Werte handelt.<sup>36</sup> Die LinkedIn-Einstellungsquote ist bis Juni 2020 verfügbar. Daher können die geschätzten Elastizitäten dazu verwendet werden, die

<sup>35</sup> Im weiteren Verlauf der Analyse wird statt der Stellenausschreibungen die Einstellungsquote verwendet, da diese dem Konzept der Übergangsrate in Beschäftigung näherkommt. Weitere Einzelheiten zur Übergangsrate in Beschäftigung und zu ihrem historischen Zusammenhang mit Arbeitsmarktkonzepten wie der Beveridge-Kurve und der Arbeitsmarktanspannung finden sich in: EZB, [Der Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet im Kontext der Beveridge-Kurve](#), Wirtschaftsbericht 4/2019, Juni 2019. Die Übergangsrate in Beschäftigung wird nach der Methode von [Shimer \(2007\)](#) und [Elsby et al. \(2013\)](#) geschätzt, wobei Daten der Arbeitskräfteerhebung bis Dezember 2019 herangezogen wurden.

<sup>36</sup> Für eine höhere Belastbarkeit wird auch die Elastizität zwischen der Einstellungsquote und der Übergangsrate in Beschäftigung in den einzelnen Ländern geschätzt. Diese länderspezifischen Elastizitäten fallen im Vergleich etwas heterogener aus. So liegen die Schätzwerte für Deutschland bei rund 0,12 bis 0,17, für Frankreich bei 0,37 bis 0,51, für Italien bei 0,26 bis 0,52, für Spanien bei 0,73 bis 0,85 und für die Niederlande bei 0,71 bis 0,80.

implizite Entwicklung der Gesamtübergangsrate in Beschäftigung während der Covid-19-Krise zu konstruieren (siehe Abbildung E, Grafik a).

**Ein Nowcasting der Arbeitslosenquote während der Covid-19-Krise kann anhand der impliziten Entwicklung der aggregierten Übergangsrate in Beschäftigung erfolgen.**

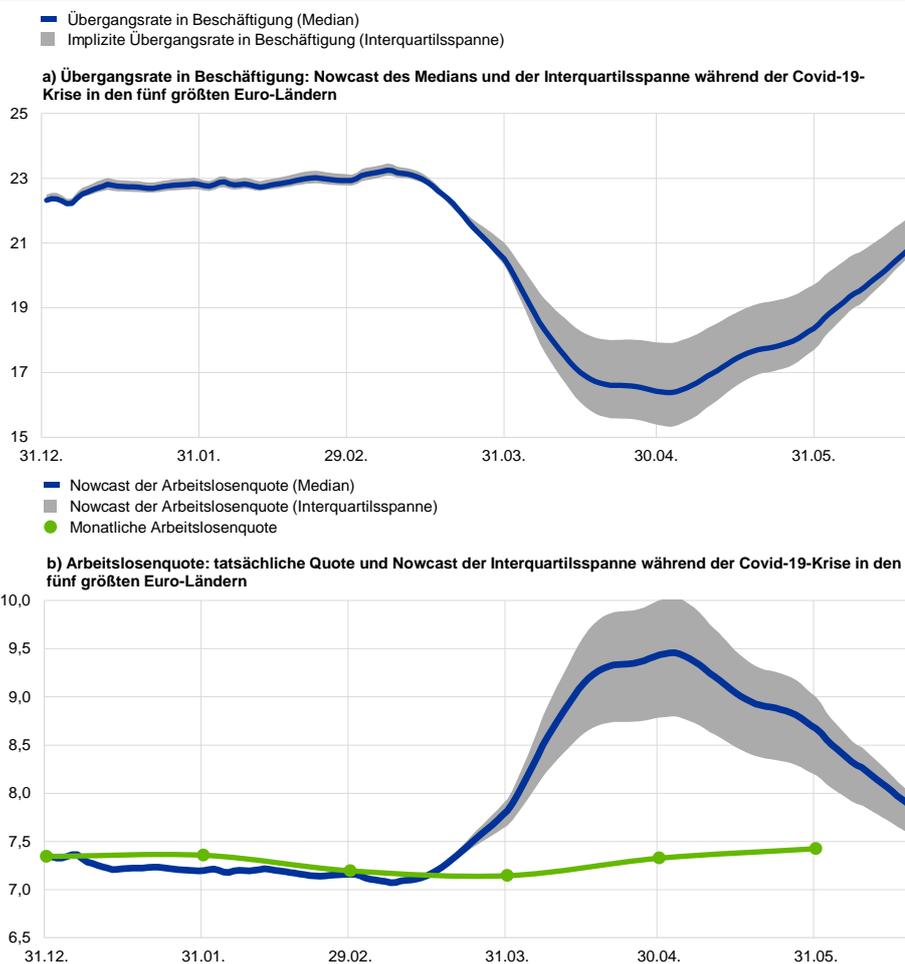
Von den geschätzten Zugangsraten  $s_t$  und Abgangsraten  $f_t$  der Arbeitslosigkeit lässt sich ein Näherungswert der punktuellen stabilen (steady-state) Arbeitslosenquote  $u_t^*(f_t, s_t)$  ableiten.<sup>37</sup> Die Arbeitslosenquote kann mit dem Nowcasting-Verfahren in zwei Schritten geschätzt werden: Zunächst wird ein Nowcast der Übergangsrate in Beschäftigung  $\hat{f}_t$  auf der Grundlage der geschätzten Beziehung zur LinkedIn-Einstellungsquote vorgenommen. In einem zweiten Schritt wird anhand der Veränderungen von  $u_t^*(\hat{f}_t, s_t)$  ein Nowcast der Veränderungen der Arbeitslosenquote abgeleitet. Um die Belastbarkeit des Schätzverfahrens zu erhöhen, werden je nach den geschätzten langfristigen Koeffizienten von  $\hat{f}$  und den Annahmen zu den Abgangsraten aus Beschäftigung mehrere Profile von  $u_t^*(f, s)$  ermittelt.

---

<sup>37</sup> Wie bei [Shimer \(2005\)](#) werden bei dem vereinfachten, auf Beschäftigungsströmen basierenden Ansatz die Zu- und Abgänge aus dem Kreis der Erwerbspersonen nicht explizit berücksichtigt. Eine umfassende Erläuterung dieses Arbeitsmarktmodells findet sich in: [Pissarides \(2000\)](#); EZB, Anspannung am Arbeitsmarkt und Effizienz in der Lohn-Phillips-Kurve, Kasten 3, in: [Der Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet im Kontext der Beveridge-Kurve](#), Wirtschaftsbericht 4/2019, Juni 2019.

## Abbildung E

### Euroraum-5: implizite Übergangsrate in Beschäftigung und Arbeitslosenquote



Quellen: Eurostat, LinkedIn und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 20. Juni 2020. Die täglichen Einstellungsquoten werden berechnet als prozentualer Anteil der LinkedIn-Mitglieder, die an einem bestimmten Tag eines Monats eine Stelle angetreten und im selben Monat einen neuen Arbeitgeber in ihr Profil aufgenommen haben, an der Gesamtzahl der LinkedIn-Mitglieder im betreffenden Land. Die monatliche Arbeitslosenquote entspricht der Definition der Internationalen Arbeitsorganisation (IAO). Der Nowcast der Arbeitslosenquote ergibt sich aus einer einfachen rekursiven Aktualisierungsformel für die natürliche Arbeitslosenquote, die über mehrere mögliche Profile angewandt wird. Diese unterscheiden sich in den geschätzten langfristigen Koeffizienten, dem Verhältnis zwischen der Übergangsrate in Beschäftigung und der Einstellungsquote sowie in den Annahmen für die Abgangsrate.

**Die Arbeitslosenquote dürfte im zweiten Quartal 2020 ihren Höchststand erreicht haben und dabei rund 2,3 Prozentpunkte über dem Wert vom Februar liegen (siehe Abbildung E, Grafik b).** Der Nowcast der Arbeitslosenquote, der auf der impliziten Entwicklung der Übergangsrate in Beschäftigung in den fünf größten Euro-Ländern basiert, sollte etwa Anfang Mai 2020 mit 9,5 % seinen höchsten Stand erreicht haben. Grund hierfür ist der starke Rückgang der Neueinstellungen während der Covid-19-Krise. Die allmähliche Rückkehr der Einstellungsquote auf ein normales Niveau lässt auf höhere Abgänge aus der Arbeitslosigkeit im Mai und Juni des laufenden Jahres schließen. Dabei wird die Arbeitslosenquote jedoch weiterhin höher sein als vor der Pandemie. Die Entwicklung der Nowcast-Arbeitslosenquote beruht auch auf der Annahme, dass sich die Abgangsrate aus Beschäftigung

während der Krise nur geringfügig erhöht hat.<sup>38</sup> Die Regierungen im Euro-Währungsgebiet haben eine Reihe arbeitsmarktpolitischer Maßnahmen ergriffen, die dauerhaften Entlassungen infolge des Covid-19-Schocks entgegenwirken. Mit Kurzarbeitsregelungen lassen sich möglicherweise die Ineffizienzen minimieren, die von einem plötzlichen und vorübergehenden negativen Schock ausgehen können, da dadurch die Auswirkungen von Arbeitsplatzwechseln auf die Volkswirtschaft begrenzt werden.<sup>39</sup> Wenn allerdings nicht alle temporär freigestellten Arbeitskräfte wieder eingestellt werden, könnte ein sprunghafter Anstieg der Abgangsrate aus Beschäftigung dazu führen, dass sich die Bedingungen am Arbeitsmarkt weiter verschlechtern und die Arbeitslosenquote höher ausfällt als in Abbildung E per Nowcast prognostiziert. Beim Vergleich der Nowcast-Arbeitslosenquote mit der tatsächlichen Quote sollte auch darauf hingewiesen werden, dass die aktuell relativ niedrigen Arbeitslosenzahlen unter anderem der Tatsache zuzuschreiben sind, dass manche Personen während der Covid-19-Pandemie und des damit verbundenen Lockdowns nicht aktiv nach einer Arbeitsstelle suchten (etwa wegen nur geringer Beschäftigungsmöglichkeiten) oder nicht kurzfristig eine Arbeit aufnehmen konnten, weil sie beispielsweise Kinder oder ältere Familienmitglieder betreuen mussten. Diese Personen werden daher als Nichterwerbspersonen eingestuft und gelten nicht als erwerbslos im Sinne der IAO-Definition.<sup>40</sup>

**Alles in allem ermöglichen die Methodik und die Hochfrequenzdaten, die hier erörtert wurden, eine zeitnahe Beurteilung der Arbeitsmarktentwicklung im Euroraum.** Eine Untersuchung der Beschäftigungsströme in die bzw. aus der Arbeitslosigkeit kann zu einem besseren Verständnis der Arbeitsmarktanpassung während der gegenwärtigen Covid-19-Krise beitragen. Bisher waren Analysen auf der Grundlage von Beschäftigungsströmen aufgrund fehlender aktueller Daten nur eingeschränkt möglich. Der vorliegende Kasten bietet eine erste vorläufige Analyse dazu, wie zeitnahe experimentelle Datenquellen mit amtlichen Statistiken kombiniert werden können. Von diesen Daten gehen zudem zeitnahe Signale für die aktuelle Lage am Arbeitsmarkt aus. Die LinkedIn-Einstellungsquoten weisen auf eine Erholung der Neueinstellungen hin, während die Stellenausschreibungen bei Indeed nach wie vor auf eine schwache Arbeitsnachfrage schließen lassen. Im derzeitigen Umfeld, das von beispiellosen Umständen geprägt ist, liefern die Hochfrequenzdaten wertvolle Erkenntnisse über den wirtschaftlichen Erholungspfad. Dabei wird die unterschiedliche Entwicklung in den einzelnen Sektoren beleuchtet und gleichzeitig ein tieferes Verständnis der Korrelationen im Verlaufsmuster der Neueinstellungen in den wichtigsten Wirtschaftszweigen ermöglicht.

---

<sup>38</sup> Im vorliegenden Kasten liegt der Fokus vor allem auf der Schaffung von Arbeitsplätzen. Bei den Abgangsraten aus Beschäftigung wird indes unterstellt, dass sie sich ähnlich entwickeln wie während der globalen Finanzkrise. Für die Abgangsrate aus Beschäftigung werden hier drei Szenarien zugrunde gelegt: a) keine Veränderung gegenüber dem vierten Quartal 2019, b) Anstieg der Abgangsrate, der mit dem während der globalen Finanzkrise im Quartalsdurchschnitt verzeichneten Anstieg vergleichbar ist, und c) Hälfte des während der globalen Finanzkrise im Quartalsdurchschnitt verzeichneten Anstiegs der Abgangsrate.

<sup>39</sup> Im Allgemeinen dienen die arbeitsmarktpolitischen Maßnahmen auch dazu, Entlassungen zu vermeiden und Selbstständige zu unterstützen. Zu den Auswirkungen von Kurzarbeit und zeitweiligen Freistellungen auf das Arbeitseinkommen und das verfügbare Einkommen siehe EZB, [Kurzarbeitsregelungen: Auswirkungen auf Löhne und verfügbares Einkommen](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 4/2020, Juni 2020.

<sup>40</sup> Weitere Einzelheiten hierzu finden sich in: Eurostat, [Data collection for the EU-Labour Force Survey in the context of the COVID-19 crisis](#), Methodological Note.

## Jüngste Entwicklung der Nahrungsmittelpreise im Euro-Währungsgebiet

Ieva Rubene

**Mit einem Anteil von fast 20 % am HVPI-Warenkorb und einer sehr volatilen Teuerungsrate können die Nahrungsmittelpreise eine wichtige Triebfeder für die HVPI-Gesamtinflation im Euroraum sein.** Im zweiten Quartal 2020 lag ihr Beitrag zur Teuerung nach dem HVPI bei rund zwei Dritteln eines Prozentpunkts und war damit größer als jener der Dienstleistungen oder der Industrieerzeugnisse ohne Energie. Nahrungsmittel sind zudem ein gutes Beispiel für Produkte, die häufig bar bezahlt werden, weswegen Veränderungen dieser Preise die Inflationswahrnehmung der Verbraucher nach allgemeiner Einschätzung stark beeinflussen. Vor diesem Hintergrund wird im vorliegenden Kasten die jüngste Entwicklung der Nahrungsmittelpreise im Euroraum in einem von der Corona-Pandemie (Covid-19) geprägten Umfeld untersucht.

**Im April 2020 wurde im Euroraum ein sprunghafter und auch im Vergleich zu den zurückliegenden starken Preisschwankungen kräftiger Anstieg der Nahrungsmittelpreise verzeichnet.** Mit 1,1 % war die monatliche Teuerungsrate für Nahrungsmittel insgesamt im April außergewöhnlich hoch. Abgesehen von einigen vorübergehenden Spitzen infolge der Erhöhung indirekter Steuern ist eine derartige Änderungsrate seit 1999 so gut wie nie beobachtet worden.<sup>41</sup> Der einzige ähnlich deutliche Anstieg erfolgte im Januar 2002 zum Zeitpunkt der Euro-Bargeldumstellung. Da die Nahrungsmittelpreise – vor allem die Preise unverarbeiteter Nahrungsmittel – stark durch ein Saisonmuster geprägt sind, sollten monatliche Veränderungen jeweils mit demselben Monat der Vorjahre verglichen werden. Eine Gegenüberstellung der monatlichen Änderungsraten im April 2020 mit jenen der vorangegangenen drei Jahre verdeutlicht, dass die Entwicklung im April dieses Jahres vor allem bei den unverarbeiteten Nahrungsmitteln ungewöhnlich war (siehe Abbildung A).<sup>42</sup> Eine detailliertere Aufschlüsselung nach Produkten zeigt, dass diese außergewöhnliche Verteuerung innerhalb der Komponente der unverarbeiteten Nahrungsmittel hauptsächlich Gemüse sowie – in etwas geringerem Maße – Frischobst und -fisch betraf. Die Teuerungsrate wies zwar für die verarbeiteten Nahrungsmittel insgesamt einen weniger starken Anstieg auf, erhöhte sich aber bei bestimmten Positionen wie Brot, Teigwaren und sonstigen Mehlprodukten sowie

<sup>41</sup> In einigen Ländern wurde der HVPI für Nahrungsmittel im April auf eine weniger verlässliche Weise als sonst erstellt, da fehlende Preisangaben zu einem großen Teil abgeleitet werden mussten. So wurden im französischen HVPI für Nahrungsmittel im April Preisänderungen in kleinen Geschäften, auf Märkten im Freien und in Geschäften, deren Preise nicht online verfügbar waren, imputiert (d. h. ersetzt), indem zum Beispiel auf Scannerdaten zurückgegriffen wurde. Im Allgemeinen wurden bei der Imputation von Preisen, die nicht erhoben werden konnten, Onlinepreise genutzt, sofern diese verfügbar waren, und häufiger als sonst wurden Produkte ersetzt.

<sup>42</sup> Die Umstellung auf eine HVPI-Klassifikation mit höherer Granularität (ECOICOP-5) im Januar 2019 schlägt sich per Januar 2017 in der Unterteilung in unverarbeitete und verarbeitete Nahrungsmittel nieder. Durch diese Maßnahme stieg der relative Anteil der verarbeiteten Nahrungsmittel an den Nahrungsmitteln insgesamt von rund 60 % auf 75 %, sodass die entsprechenden monatlichen Veränderungen nicht mehr mit der Zeit vor 2017 vergleichbar waren. Weitere Informationen finden sich in: EZB, [Neue Elemente beim Harmonisierten Verbraucherpreisindex: Analysegruppen, Scannerdaten und Web-Scraping](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 2/2019, März 2019.

Fleisch und Fleischwaren deutlich stärker.<sup>43</sup> Die monatlichen Änderungsraten für Mai und möglicherweise auch für Juni deuten darauf hin, dass der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln, der im April bei Gemüse, Frischfisch, Brot, Teigwaren und sonstigen Mehlprodukten beobachtet wurde, leicht nachlässt. Der Preisanstieg bei verarbeitetem Fleisch war rückläufig, während die Preise für frisches Obst weiterhin ziemlich rasch anzogen. Den vorläufigen Angaben für Juni zufolge schwächt sich der Preisdruck bei Nahrungsmitteln abermals ab, wobei allerdings noch keine detaillierte Aufschlüsselung vorliegt. Demzufolge ging der jährliche Preisauftrieb bei unverarbeiteten Nahrungsmitteln im Juni auf 5,9 % zurück, nachdem er im April mit 7,6 % einen Höchststand erreicht hatte. Die Teuerungsrate für verarbeitete Nahrungsmittel ohne Tabakwaren lag im Mai wie bereits im April bei 1,8 %, während die vorläufigen Angaben für Juni in Bezug auf die verarbeiteten Nahrungsmittel auf einen leichten Rückgang hindeuten, und zwar von 2,4 % im Mai auf nunmehr 2,3 % (eine detailliertere Aufschlüsselung ist noch nicht verfügbar).

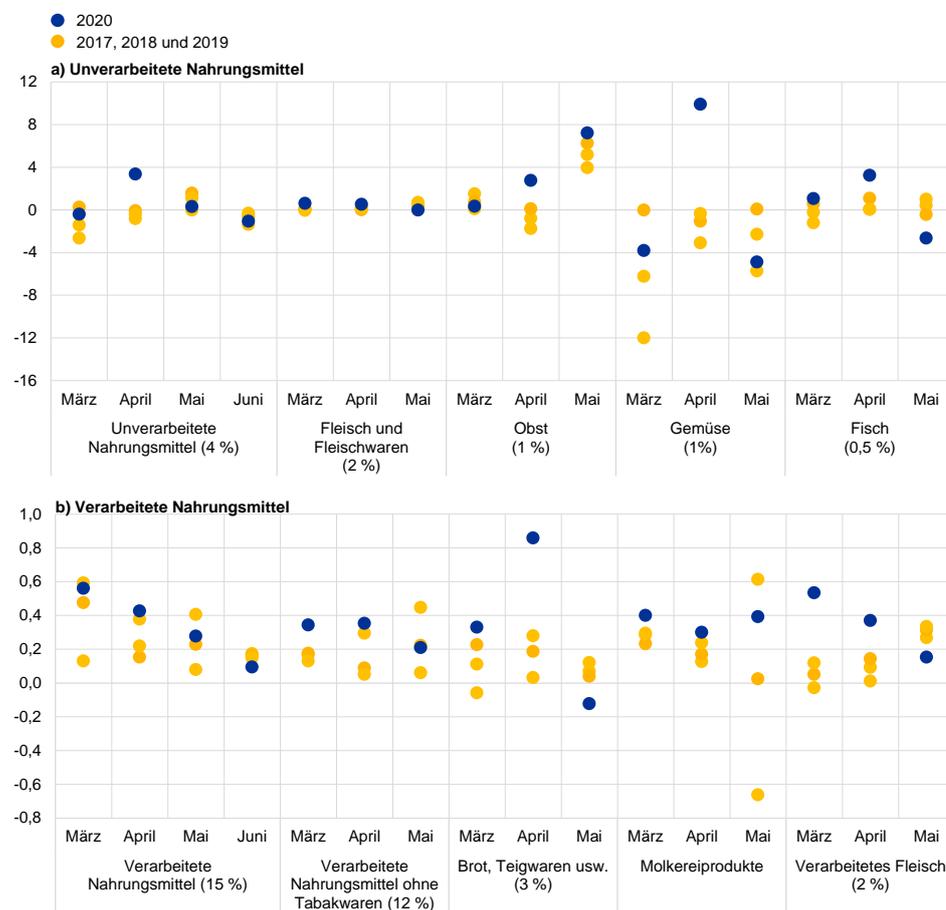
---

<sup>43</sup> Der Preisauftrieb bei (verarbeiteten und unverarbeiteten) Fleischwaren war seit Mitte 2019 etwas höher als in den vorangegangenen Jahren. Verantwortlich hierfür war auch die kräftige Nachfrage aus China, wo aufgrund der afrikanischen Schweinepest das Angebot an heimischem Schweinefleisch zurückgegangen war. Aufgrund dieser Entwicklung ist die Ausfuhr dieser Erzeugnisse in der EU – dem größten Exporteur von Schweinefleischwaren – gestiegen.

## Abbildung A

### Monatliche Entwicklung der Verbraucherpreise für Nahrungsmittel im Euroraum während des Covid-19-bedingten Lockdowns

(Veränderung gegen Vormonat in %; nicht saisonbereinigte Daten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Historische monatliche Veränderungen werden erst seit 2017 ausgewiesen. Grund hierfür ist der Bruch der Zeitreihe infolge der Umstellung auf ECOICOP-5. Die Gewichte der Positionen im HVPI-Gesamtindex sind in Klammern angegeben. Zum Zeitpunkt der Fertigstellung dieses Kastens lag für Juni noch keine detaillierte Aufschlüsselung der Preisänderungen für unverarbeitete und verarbeitete Nahrungsmittel vor.

### Für stärkere monatliche Veränderungen der Nahrungsmittelpreise kann es zahlreiche unterschiedliche Ursachen geben.

Zurückzuführen sind diese Veränderungen in der Regel auf die Saisonabhängigkeit des Angebots (vor allem bei unverarbeiteten Nahrungsmitteln) und die Reagibilität der Preise für (verarbeitete wie auch unverarbeitete) Nahrungsmittel auf lokale sowie globale Schocks im Zusammenhang mit Gesundheitsfaktoren (Tierkrankheiten) oder der Witterung. Auch Änderungen indirekter Steuern können sich zuweilen deutlich niederschlagen. Der sprunghafte Anstieg im April 2020 stellte jedoch ein außergewöhnliches Phänomen dar. Grund hierfür dürfte der mit den besonderen Umständen aufgrund der Covid-19-Pandemie verknüpfte Aufwärtsdruck sein. Hierzu zählt auch die Tatsache, dass die privaten Haushalte während des Lockdowns mehr Mahlzeiten zu Hause zubereiteten. Demzufolge wurde die Nachfrage nach Nahrungsmitteln zum Teil umgelenkt und ging statt von Restaurants und Cateringbetrieben vom Eigenverbrauch der privaten Haushalte aus. Die in Erwartung von Schließungsanordnungen betriebene Vorratshaltung mag ein weiterer Grund dafür gewesen sein,

dass die Nachfrage der privaten Haushalte nach Nahrungsmitteln kräftiger als üblich ausfiel. Dieses Argument trifft allerdings nur auf verarbeitete Nahrungsmittel zu, die sich gut lagern lassen. Der sprunghafte Anstieg der Einzelhandelsumsätze bei Nahrungsmitteln im März ist eindeutig auf eine ungewöhnlich hohe Nachfrage und die Auswirkungen der Vorratshaltung zurückzuführen. Vor dem Preissprung im April schnellte die jährliche Änderungsrate für den Euroraum im März auf ein historisches Hoch von 9,1 %. Im April verlangsamte sich die Jahreswachstumsrate des Einzelhandelsumsatzes auf 2,0 %, bevor sie im Mai wieder auf 4,9 % kletterte.

**Die Entwicklung im April 2020 war höchstwahrscheinlich auf den kräftigen Nachfrageschub in Kombination mit angebotsseitigen Effekten aufgrund der Lockdown- und Eindämmungsmaßnahmen zurückzuführen.** So lag der Preissprung vor allem bei Gemüse wohl in Lieferschwierigkeiten durch Verzögerungen bei Ernte und Transport begründet. Durch solche Verzögerungen könnte das relative Angebot an (häufig teureren) lokalen Produkten gestiegen sein. Grundsätzlich waren Erzeuger und Einzelhändler mit Kostensteigerungen infolge zwingend vorgeschriebener Gesundheitsmaßnahmen und der Umverpackung konfrontiert. Letztere erfolgte, da die üblicherweise an Unternehmen abgegebenen Großmengen zugunsten kleinerer Packungsgrößen für private Haushalte neu verpackt wurden. Eine Umverpackung ist zeitaufwendig, wodurch die vorübergehende Angebotsknappheit vielleicht noch verstärkt wurde. Möglicherweise bevorzugten die Verbraucher auch vermehrt abgepackte frische Nahrungsmittel (die wiederum teurer als unverpackte Nahrungsmittel sein dürften), da sie befürchteten, sich durch die direkte Berührung des Produkts mit dem Virus anzustecken.<sup>44</sup> Darüber hinaus könnte in mehreren Fällen der im HVPI festgestellte Preisauftrieb statt durch direkte Preissteigerungen durch eine Stornierung von Werbemaßnahmen bedingt sein. Dies gilt vor allem für verarbeitete Nahrungsmittel.

**Die potenziellen angebotsseitigen Auswirkungen lassen sich anhand der Kosten- und Vorleistungsstrukturen abschätzen, die in der Nahrungsmittelherzeugung vorherrschen.** Kennzeichnend für die Nahrungsmittelproduktion im Euro-Währungsgebiet ist eine starke Lieferverflechtung innerhalb des Sektors. Der Input-Output-Tabelle für den Euroraum zufolge bestehen die Vorleistungen für die Produktion im Nahrungsmittelsektor vor allem aus inländischen verarbeiteten und unverarbeiteten Nahrungsmitteln (etwa 40 % aller Vorleistungen). Zum Beispiel werden Nahrungsmittel zur Fütterung von Tieren und Mehl für die Herstellung von Brot benötigt. Aus nicht zum Eurogebiet zählenden Ländern eingeführte Nahrungsmittel haben mit rund 5 % nur einen geringen Anteil an den gesamten Produktionskosten des Nahrungsmittelsektors.<sup>45</sup> Zugleich werden ungefähr 10 % der verarbeiteten Nahrungsmittel, Getränke und Tabakwaren, die von privaten Haushalten konsumiert werden, direkt aus Ländern außerhalb des Eurogebiets importiert. Bei frischen Nahrungsmitteln (einschließlich Fischereierzeugnissen) ist der

<sup>44</sup> In Bezug auf die Erstellung des HVPI gilt die allgemeine Regel, dass feste Verkaufsstellen und Produktarten beibehalten werden. Allerdings führten die Erhebungsschwierigkeiten wegen des Covid-19-bedingten Lockdowns zu einer weniger stabilen Struktur von Verkaufsstellen und Produkten, da Preise, die zum Teil nicht erhoben werden konnten, imputiert wurden.

<sup>45</sup> Diese Schätzungen basieren auf der von Eurostat bereitgestellten Input-Output-Tabelle 2018 für das Euro-Währungsgebiet.

entsprechende Anteil mit etwa 20 % höher.<sup>46</sup> Insgesamt deutet dies darauf hin, dass die während der Covid-19-Pandemie beobachtete Unterbrechung der Lieferketten innerhalb des Euroraums (einschließlich der Vertriebsnetze) erhebliche Auswirkungen auf das Nahrungsmittelangebot und damit die entsprechenden Preise gehabt haben könnte.

**Den Lieferketten innerhalb des Euroraums kommt eine sehr große Bedeutung zu. Lieferketten, die andere EU-Mitgliedstaaten und Länder außerhalb der EU umfassen, sind zwar in der Regel weniger wichtig, können aber dennoch für bestimmte Produkte relevant sein.** Die detaillierten Sektordaten zu den Einfuhren des Euroraums bieten keine Aufschlüsselung dahingehend, welche Nahrungsmittelimporte für die inländische Produktion verwendet werden und welche Importe direkt an die Ladengeschäfte für den Konsum der privaten Haushalte fließen. Dennoch können Daten zu den gesamten Nahrungsmittelninfuhren einen gewissen Aufschluss darüber geben, welche Nahrungsmittel potenziell stärker auf Unterbrechungen der Lieferkette reagieren. Die von Eurostat bereitgestellten Handelsdaten für 2019 lassen erkennen, dass rund 40 % der Nahrungsmittelninfuhren aus Ländern außerhalb des Eurogebiets aus den anderen EU-Mitgliedstaaten (einschließlich des Vereinigten Königreichs) stammten. Aber auch innerhalb des Euro-Währungsgebiets wird in großem Umfang Handel mit Nahrungsmitteln betrieben. Bei vielen Produktgruppen wie Molkereiprodukten, Getränken, Fleisch und Gemüse übersteigen die Einfuhren aus Ländern des Euroraums sowohl jene aus der übrigen EU als auch jene aus Drittländern deutlich (siehe Abbildung B). Die besonders kräftigen Preissteigerungen für Gemüse im April könnten somit auf die Engpässe bei der Produktion und der Lieferung der Erzeugnisse von Süd- nach Nordeuropa zurückzuführen sein. Im Mai hat sich der Preisanstieg bei Gemüse leicht normalisiert, was darauf hindeutet, dass die Engpässe in Südeuropa zum Teil beseitigt worden sein könnten. Dadurch dürfte sich auch der Preisdruck bei frischem Obst abgeschwächt haben. Die Preise hierfür stiegen im Mai 2020 jedoch weiter an, und zwar rascher als im entsprechenden Monat der Vorjahre. Angesichts der umfangreichen Einfuhren von Frischobst nicht nur aus dem Euroraum, sondern auch aus Ländern außerhalb der EU, könnten diese höheren Preissteigerungen im Mai zum Teil auch auf Unterbrechungen der globalen Lieferketten in Drittländern aufgrund der Covid-19-Pandemie zurückzuführen sein.

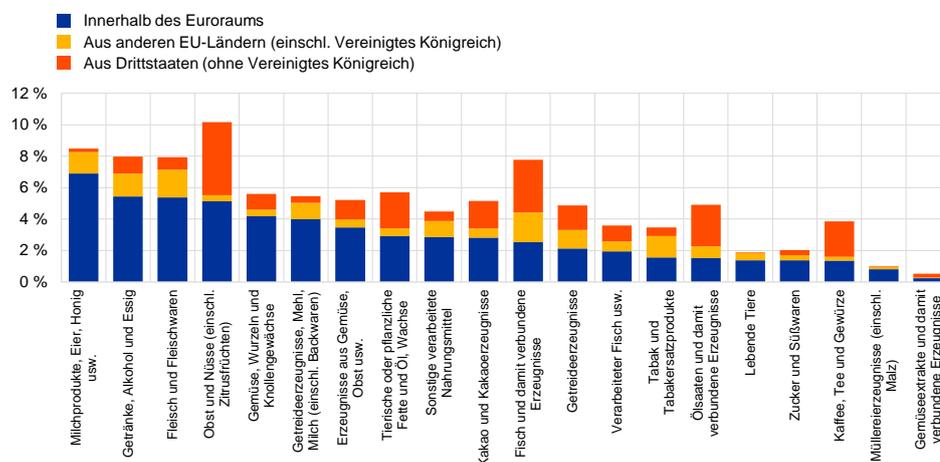
---

<sup>46</sup> Auf der Grundlage der Input-Output-Tabellen umfasst die „Einfuhr von frischen Nahrungsmitteln und Fisch“ Erzeugnisse aus Landwirtschaft und Jagd und damit verbundene Dienstleistungen sowie Fisch, andere Fischereierzeugnisse, Aquakulturerzeugnisse und unterstützende Tätigkeiten im Bereich der Fischerei. Diese Produktklassifizierung entspricht nicht vollständig der HVPI-Position für unverarbeitete Nahrungsmittel.

## Abbildung B

### Zusammensetzung und Richtung der Nahrungsmiteleinfuhren des Euroraums im Jahr 2019

(in % der gesamten Nahrungsmiteleinfuhren des Euroraums)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

**Insgesamt waren die Preissteigerungen bei Nahrungsmitteln im April ungewöhnlich kräftig und spiegelten ein bis dato unbekanntes Zusammenspiel aus Nachfrage- und Angebotseinflüssen wider.** Allerdings deutete der HVPI für Nahrungsmittel im Mai und Juni darauf hin, dass sich im Zuge der Lockerungen und der sich belebenden Wirtschaftstätigkeit die Preisänderungsraten wieder normalisieren. Auf kurze Sicht könnte es aufgrund möglicherweise fehlender Saisonarbeiter oder gestiegener Kosten für Gesundheitsmaßnahmen der Unternehmen weiterhin zu einem gewissen Aufwärtsdruck auf die Preise kommen. Mittelfristig hingegen könnte, falls sich der Anstieg der Arbeitslosigkeit als dauerhaft erweist, wegen der angespannten Einkommenssituation der privaten Haushalte ein gewisser Abwärtsdruck auf die Preise vor allem für verarbeitete Nahrungsmittel entstehen.

## 8 Veränderung der Kreditnachfrage von Unternehmen im Euro-Währungsgebiet im Zuge der Covid-19-Pandemie und ihre Bestimmungsfaktoren

Matteo Falagiarda, Petra Köhler-Ulbrich und Eduardo Maqui

### **Die Corona-Pandemie (Covid-19) wirkt sich in vielerlei Hinsicht auf die Geschäftspläne und den Finanzierungsbedarf der Unternehmen aus.**

Bankkredite stellen für Unternehmen im Euroraum eine wichtige Finanzierungsquelle dar.<sup>47</sup> Vor diesem Hintergrund bietet die Umfrage der EZB zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet (Bank Lending Survey – BLS) eine einzigartige Fülle an weichen Daten zu den Kreditvergabebedingungen der Banken wie auch zum Finanzierungsbedarf der Unternehmen.<sup>48</sup> Kombiniert mit harten wirtschaftlichen und finanziellen Daten ermöglichen die aus der Umfrage gewonnenen Informationen ein besseres Verständnis der Entwicklung der Geschäftspläne und des Finanzierungsbedarfs von Unternehmen sowie der entsprechenden Bestimmungsfaktoren.<sup>49</sup> Im vorliegenden Kasten wird zunächst der langfristige Zusammenhang zwischen den BLS-Indikatoren und der tatsächlichen Entwicklung der Unternehmensinvestitionen erörtert. Es folgt eine Untersuchung des jüngsten Anstiegs der Nachfrage nach Unternehmenskrediten und der dahinter stehenden Faktoren. Dabei wird vor dem Hintergrund der Covid-19-Pandemie untersucht, wie diese Zunahme mit der Verwendung der Finanzierungsmittel durch die Unternehmen in Zusammenhang steht, wobei den Anlageinvestitionen ein besonderes Augenmerk gilt. Abschließend wird die Entwicklung mit Blick auf die verschiedenen Sektoren näher erläutert.

### **Die Angaben, die die Banken in der Umfrage zum Kreditgeschäft zur Nachfrage der Unternehmen nach langfristigen Krediten und zu deren Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen machen, liefern wertvolle und zeitnahe Informationen zur tatsächlichen Entwicklung der Anlageinvestitionen, da zwischen diesen beiden Variablen eine hohe Korrelation besteht.**

Die empirische Evidenz zeigt, dass die qualitativen Angaben der Banken zur Nachfrage nach Unternehmenskrediten grundsätzlich gut mit der tatsächlichen Entwicklung ökonomischer Variablen korrelieren (siehe Abbildung A). Ein enger Zusammenhang besteht insbesondere zwischen der Kreditlaufzeit<sup>50</sup>, den Bestimmungsfaktoren der Kreditnachfrage und dem Verwendungszweck der Kredite. So gibt es beispielsweise einen starken Gleichlauf zwischen der in der Umfrage zum Kreditgeschäft ermittelten

<sup>47</sup> Siehe hierzu auch EZB, [Beurteilung der Bankkreditvergabe an Unternehmen im Euro-Währungsgebiet seit 2014](#), Wirtschaftsbericht 1/2020, Februar 2020.

<sup>48</sup> Die Ergebnisse der Umfrage der EZB zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet sind [hier](#) abrufbar (in englischer Sprache). Weitere Einzelheiten zur Umfrage finden sich in: P. Köhler-Ulbrich, H. S. Hempell und S. Scopel, [The euro area bank lending survey](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 179, September 2016; EZB, [Was sagt die Umfrage zum Kreditgeschäft über die Kreditbedingungen für Unternehmen im Euro-Währungsgebiet aus?](#), Wirtschaftsbericht 8/2019, Dezember 2019.

<sup>49</sup> Alternative Umfrageindikatoren, die sich direkt auf den Investitionsbedarf der Unternehmen beziehen, bieten zwar detaillierte ergänzende Informationen, sind jedoch tendenziell nicht so zeitnah verfügbar. Siehe EZB, [Umfragen zu den Geschäftsaussichten als Indikatoren für die realen Unternehmensinvestitionen im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 1/2020, Februar 2020.

<sup>50</sup> In der Umfrage zum Kreditgeschäft werden nur zwei Laufzeiten – kurzfristig und langfristig – verwendet. Dabei haben kurzfristige Kredite eine Ursprungslaufzeit von bis zu einem Jahr und langfristige Kredite eine Ursprungslaufzeit von über einem Jahr.

Nachfrage nach kurzfristigen Krediten und dem damit verbundenen Finanzierungsbedarf für Betriebsmittel einerseits und der tatsächlichen Entwicklung der Lagerbestände andererseits. Die Nachfrage nach langfristigen Krediten und der entsprechende Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen korrelieren derweil eng mit dem tatsächlichen Verlauf der Bruttoanlageinvestitionen.<sup>51</sup> Erhöht sich demnach der Finanzierungsbedarf der Unternehmen für Anlageinvestitionen per saldo um 1 Prozentpunkt, geht dies in der Regel mit einem Anstieg der Jahreswachstumsrate der Anlageinvestitionen um rund 0,3 Prozentpunkte einher. Bei einer formaleren Beurteilung zeigt sich, welchen Informationsgehalt dieser aus der BLS gewonnene Kreditnachfrageindikator für die Schätzung der Anlageinvestitionen zum aktuellen Zeitpunkt (Nowcasting) hat. So führt ein Modell, das bei der Vorhersage der Entwicklung der Anlageinvestitionen auch den BLS-Indikator der Kreditnachfrage berücksichtigt, zu wesentlich genaueren Ergebnissen als ein vereinfachtes Modell, das sich nur auf Vergangenheitswerte zu den Anlageinvestitionen stützt.<sup>52</sup>

---

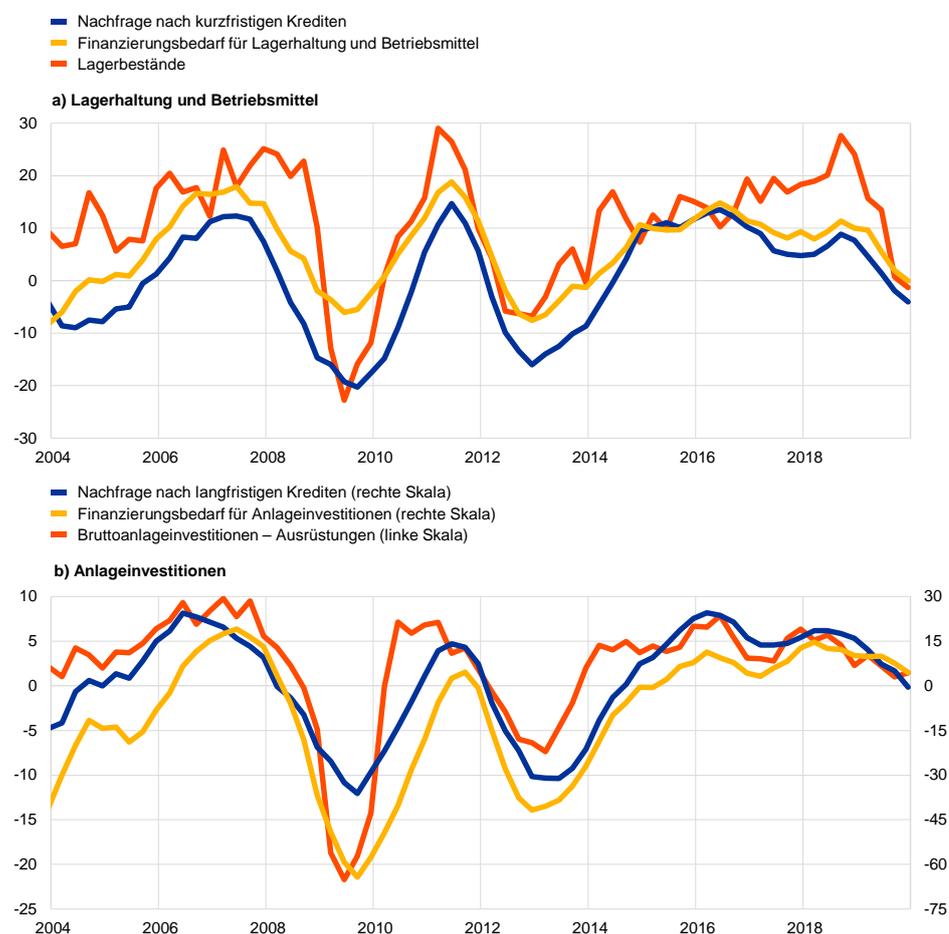
<sup>51</sup> Angesichts der engen kontemporären Beziehung zwischen den Anlageinvestitionen und den Angaben der Banken zur Kreditnachfrage von Unternehmen haben beide Indikatoren gute Vorlaufeigenschaften (von rund drei Quartalen) in Bezug auf das Kreditwachstum. Weitere Einzelheiten zu den zyklischen Eigenschaften von Bankkrediten finden sich in: M. Darracq Pariès, A.-C. Drahonsky, M. Falagiarda und A. Musso, Macroeconomic analysis of bank lending for monetary policy purposes, Occasional Paper Series der EZB (im Erscheinen).

<sup>52</sup> Die höhere Güte der Nowcasting-Prognosen für die Anlageinvestitionen wird durch eine Verbesserung der Wurzel des mittleren quadratischen Fehlers um 19,85 % bestätigt. Aus Standardtests im Rahmen der Varianzanalyse geht hervor, dass die verbesserte In-sample-Prognosegüte des mithilfe des BLS-Indikators verstärkten Modells statistisch höchst signifikant ist.

## Abbildung A

### Langfristige Korrelation zwischen dem Finanzierungsbedarf und der Kreditnachfrage von Unternehmen

(Grafik a: gleitender Vierquartalsdurchschnitt des Nettoanteils der Banken, die einen Anstieg meldeten, in Mrd € Grafik b: gleitender Vierquartalsdurchschnitt des Nettoanteils der Banken, die einen Anstieg meldeten, Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: EZB (Umfrage zum Kreditgeschäft – BLS) und Eurostat.

Anmerkung: Die „Lagerbestände“ beziehen sich auf Vorratsveränderungen und den Nettozugang an Wertsachen (Eurostat). Die Nachfrage nach kurzfristigen und langfristigen Krediten, der Finanzierungsbedarf für Lagerhaltung und Betriebsmittel sowie der Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen sind als Nettoanteil der Banken dargestellt, die gemäß der Umfrage zum Kreditgeschäft einen Anstieg oder einen positiven Effekt auf die Kreditnachfrage der Unternehmen meldeten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2019 und somit auf die Zeit vor dem Ausbruch der Covid-19-Pandemie.

### Während der Covid-19-Pandemie blieb diese enge Beziehung zwischen der Laufzeit und dem Verwendungszweck der Kredite über das kurzfristige Laufzeitenspektrum hinweg bestehen.

Der beispiellose Verlauf der Pandemie führte dazu, dass sich das Wachstum der Unternehmenskredite zwischen März und Mai 2020 deutlich beschleunigte (siehe Abbildung 12 im vorliegenden Wirtschaftsbericht). Befeuert wurde die Kreditnachfrage dadurch, dass die Unternehmen aufgrund der drastischen Umsatzeinbußen während der Pandemie ihre Kosten immer weniger über den Cashflow decken konnten. Die Folge war ein akuter Liquiditätsbedarf zur Finanzierung von Betriebsmitteln (siehe Abbildung B, Grafik a).<sup>53</sup> Außerdem dienten die von den Unternehmen aufgenommenen Kredite in einem von hoher Unsicherheit geprägten Umfeld auch dazu, vorsorgliche

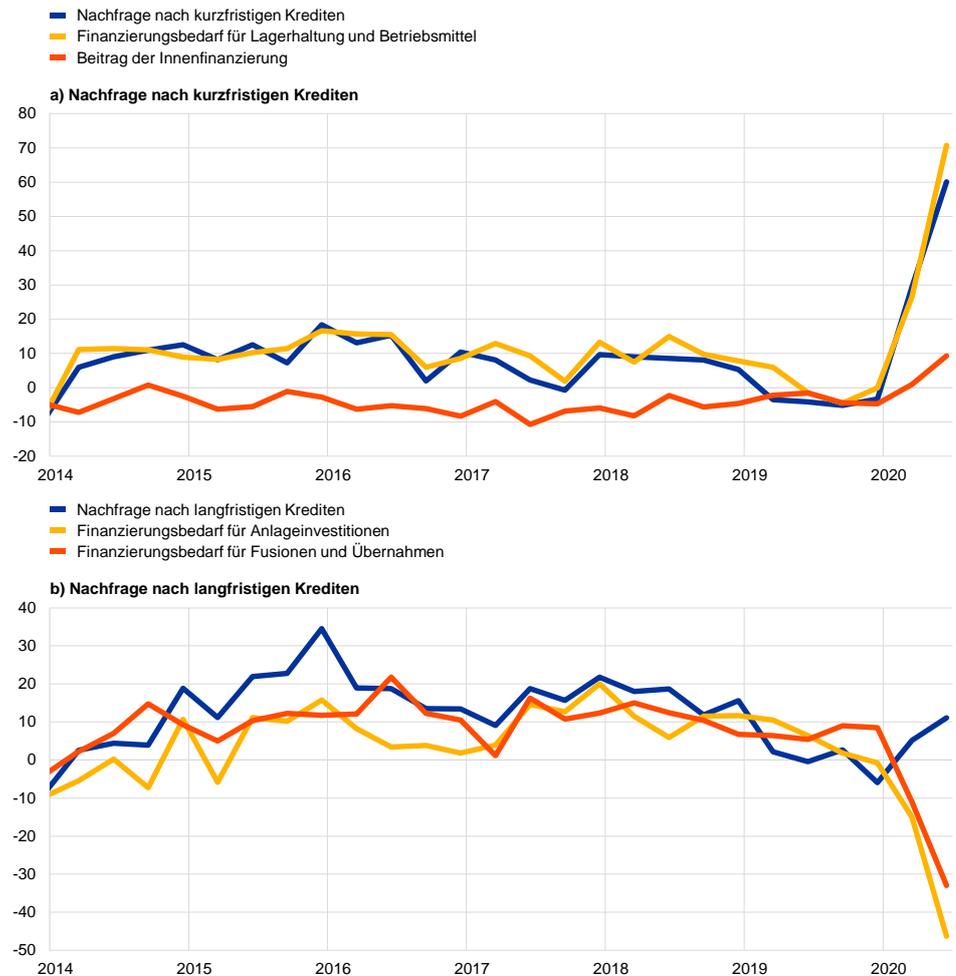
<sup>53</sup> Siehe EZB, [The euro area bank lending survey – Second quarter of 2020](#).

Liquiditätspolster aufzubauen. Der akute Liquiditätsbedarf ging vor allem mit einer Nachfrage nach kurzfristigen Krediten einher.

### Abbildung B

#### Jüngste Entwicklung des Finanzierungsbedarfs und der Kreditnachfrage von Unternehmen

(Nettoanteil der Banken, die einen Anstieg der Kreditnachfrage meldeten, sowie Einflussfaktoren)



Quelle: EZB (Umfrage zum Kreditgeschäft – BLS).

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

**Im Gegensatz dazu hat sich die Nachfrage nach längerfristigen Krediten von der Entwicklung der Anlageinvestitionen abgekoppelt, was auf die umfangreichen geld- und finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen zurückzuführen ist, die als Reaktion auf die Covid-19-Krise ergriffen wurden.**

Im Zuge der Pandemie löste sich die enge Korrelation zwischen der Laufzeit und dem Verwendungszweck der Kredite am langen Ende des Laufzeitenspektrums auf. Während sich die Nachfrage nach längerfristigen Ausleihungen im ersten Halbjahr ausweitete, ging der Finanzierungsbedarf der Unternehmen für Anlageinvestitionen stark zurück (siehe Abbildung B, Grafik b). Diese deutliche Verringerung des Finanzierungsbedarfs für Anlageinvestitionen ging im ersten Quartal 2020 mit einem Einbruch der Unternehmensinvestitionen einher, der sich im zweiten Quartal noch

verstärken dürfte.<sup>54</sup> Darin kommt zum Ausdruck, dass die Unternehmen ihre Investitionsausgaben verringern oder aufschieben, weil sie ihre Umsatzeinbußen in einem Umfeld erhöhter Unsicherheit kompensieren müssen. Die gestiegene Nachfrage der Unternehmen nach längerfristigen Krediten wurde indessen durch die weiterhin vorteilhaften Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten<sup>55</sup> und die historisch niedrigen Bankkreditzinsen gestützt (siehe Abbildung 13 im vorliegenden Wirtschaftsbericht). Zu verdanken ist dies den umfangreichen geld- und finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen, insbesondere den Staatsgarantien für Bankkredite, die in der Regel für längerfristige Ausleihungen gewährt werden. Auch die Einschätzung, dass die Pandemie länger andauern dürfte, und die daraus resultierende hohe Unsicherheit trugen zum Anstieg der Nachfrage nach längerfristigen Unternehmenskrediten bei.

**Ein Vergleich zwischen Unternehmen unterschiedlicher Größe zeigt, dass sich die Bestimmungsfaktoren der Kreditnachfrage bei den kleinen und mittleren Unternehmen (KMUs), die während der Pandemie erheblich von den politischen Maßnahmen zur Stützung der Bankkreditvergabe profitierten, stärker verschoben haben.** Bei den KMUs wurde im zweiten Quartal 2020 ein deutlich höherer Anstieg der Kreditnachfrage als bei großen Unternehmen verzeichnet, da sie zur Deckung ihres Bedarfs an Finanzierungsmitteln und Notfallliquidität stärker von den Banken abhängig sind (siehe Abbildung C, Grafik a). Zugleich wurde ihre hohe Kreditnachfrage von den Banken zu sehr günstigen Konditionen gedeckt. Im Euroraum hat sich in den letzten Monaten insbesondere die Differenz zwischen den Zinssätzen für Kleinstkredite (als Ersatzindikator für Kredite an KMUs) und den Zinssätzen für Großkredite verringert (siehe Abbildung C, Grafik b). Dies deutet darauf hin, dass KMUs von den jüngsten geldpolitischen Maßnahmen zur Stützung von Banken, wie den GLRG-III-Geschäften<sup>56</sup>, sowie von den staatlichen Kreditgarantien, die in der Regel auf diese spezifische Gruppe von Unternehmen ausgerichtet sind, in erheblichem Umfang profitiert haben.

---

<sup>54</sup> Die qualitativen Angaben der Banken zum Finanzierungsbedarf der Unternehmen für Anlageinvestitionen sind somit auch weiterhin für das Nowcasting der Entwicklung der Anlageinvestitionen von Nutzen.

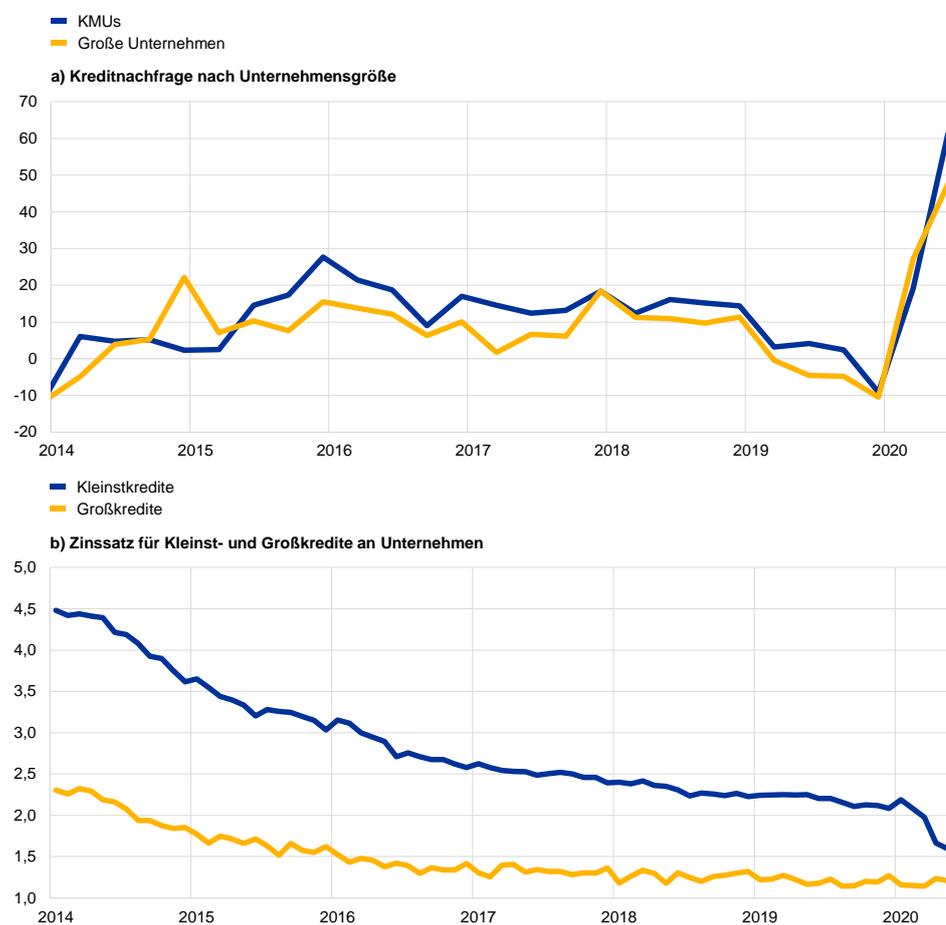
<sup>55</sup> Siehe EZB, [The euro area bank lending survey – Second quarter of 2020](#).

<sup>56</sup> Kasten 3 im vorliegenden Wirtschaftsbericht enthält eine weiter gehende Analyse zur Wirksamkeit der Maßnahmen der EZB.

## Abbildung C

### Jüngste Entwicklung der Kreditnachfrage und der Kreditzinsen nach Unternehmensgröße

(Grafik a: Nettoanteil der Banken, die einen Anstieg der Kreditnachfrage meldeten; Grafik b: in % p. a.)



Quellen: EZB (Umfrage zum Kreditgeschäft – BLS) und EZB (MFI-Zinsstatistik).

Anmerkung: In Grafik a, die auf der Umfrage zum Kreditgeschäft basiert, beziehen sich die jüngsten Angaben auf das zweite Quartal 2020. In Grafik b bezeichnen „Kleinstkredite“ ein Kreditvolumen von bis zu 0,25 Mio € „Großkredite“ sind Kredite von über 1 Mio €. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2020.

**Ein sektorübergreifender Vergleich des Finanzierungsbedarfs zeigt, dass die Nachfrage nach Bankkrediten in den von der Krise am stärksten betroffenen Sektoren deutlich zunahm, während die Wertschöpfung sank.** Die Covid-19-Pandemie führte im ersten Quartal 2020 in Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie zu einem größeren Wertschöpfungsverlust als im verarbeitenden Gewerbe, im Baugewerbe und in anderen Branchen (siehe Abbildung D, Grafik a). Im zweiten Quartal 2020 dürften die strikten Lockdown-Maßnahmen, die fehlende Nachfrage, die Unterbrechungen der Lieferketten und die hohe Unsicherheit auch die Produktion in großen Teilen des verarbeitenden Gewerbes deutlich beeinträchtigt haben. Dies spiegelt sich in einem erheblichen Rückgang des Unternehmensvertrauens in diesem Sektor wider (siehe Abbildung D, Grafik b).<sup>57</sup> Darüber hinaus deuten weitere Indikatoren, beispielsweise zur

<sup>57</sup> Nähere Einzelheiten zu den erwarteten sektoralen Verlusten finden sich in: EZB, [Alternative Szenarien zu den Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf die Wirtschaftstätigkeit im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 3/2020, Mai 2020.

Kapazitätsauslastung und zur Produktion im Investitionsgütersektor, auf einen Einbruch der Investitionen im Euroraum im zweiten Quartal 2020 hin.<sup>58</sup> Angesichts der Bedeutung des verarbeitenden Gewerbes für die Unternehmensinvestitionen insgesamt dürfte die rückläufige Bruttowertschöpfung in diesem Sektor ein wichtiger Bestimmungsfaktor der während der Pandemie gesunkenen Unternehmensinvestitionen gewesen sein. Die Entwicklung der Wirtschaftstätigkeit in den verschiedenen Sektoren steht weitgehend im Einklang mit den jüngsten Ergebnissen der Umfrage zum Kreditgeschäft, wonach die Kreditnachfrage im verarbeitenden Gewerbe,<sup>59</sup> im Dienstleistungssektor (ohne Finanzdienstleistungen und Immobilien) sowie im Handel im ersten Halbjahr deutlich zunahm (siehe Abbildung D, Grafik c). Diese Angaben deuten auf einen akuten Liquiditätsbedarf in den betreffenden Branchen hin. Im Baugewerbe und insbesondere im Immobiliensektor, wo die Unternehmen bislang weniger von der Krise betroffen sind, legte die Kreditnachfrage hingegen weniger stark zu. Dies lässt sich auf die geringere Arbeitsintensität und die niedrigeren Fixkosten im Immobiliensektor zurückführen, was einen geringeren Liquiditätsbedarf während des Lockdowns zur Folge hatte.

---

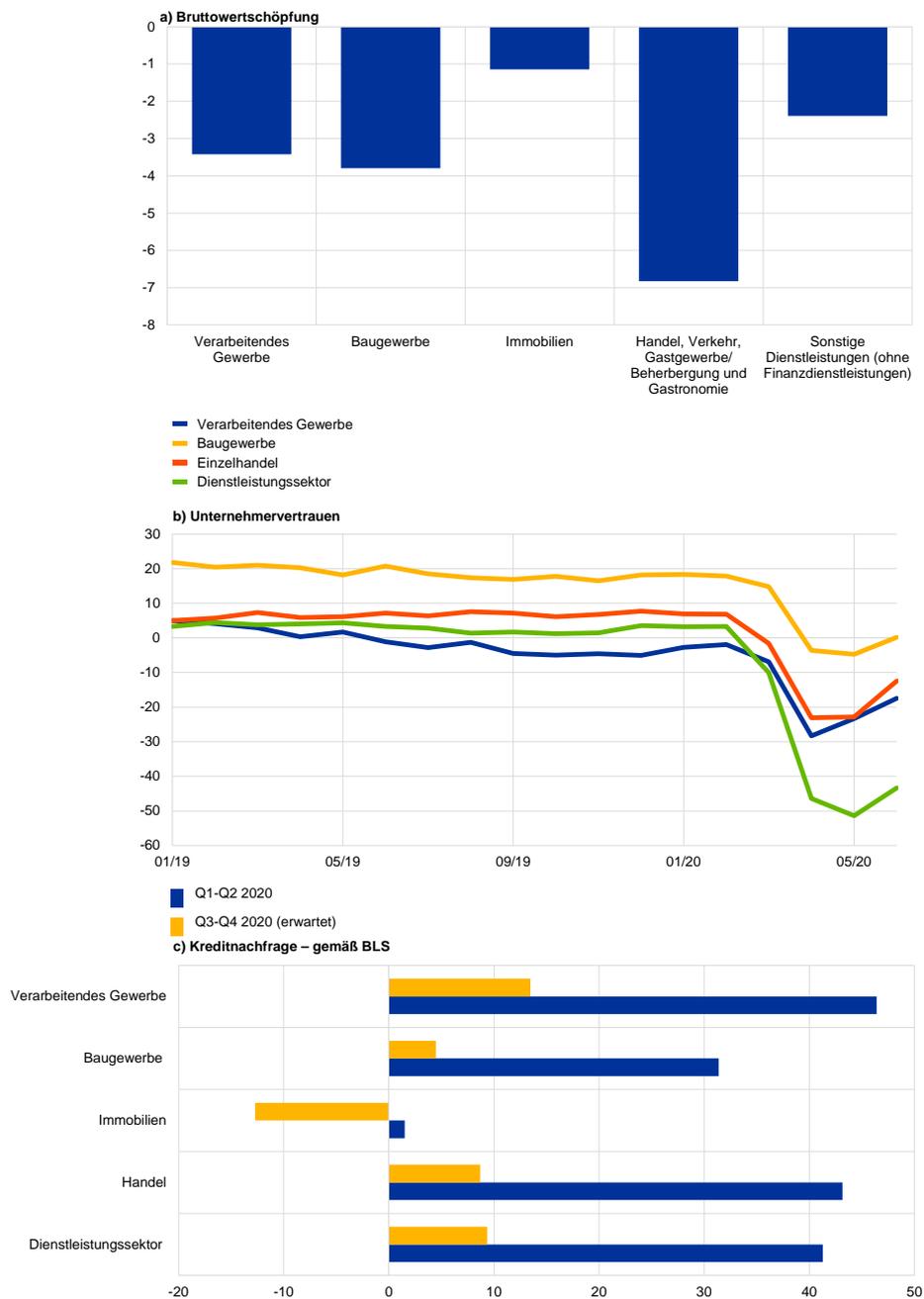
<sup>58</sup> Siehe [Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), Juni 2020.

<sup>59</sup> Im verarbeitenden Gewerbe wurde die Kreditnachfrage auch durch den regulatorisch bedingten Investitionsbedarf im Automobilsektor angetrieben.

## Abbildung D

### Bruttowertschöpfung, Unternehmervertrauen und Kreditnachfrage nach Sektoren

(Grafik a: Veränderung im ersten Quartal 2020 gegenüber dem vierten Quartal 2019 in %; Grafik b: prozentuale Salden, Abweichung vom langfristigen Durchschnitt; Grafik c: Nettoanteil der Banken, die einen Anstieg der Kreditnachfrage meldeten)



Quellen: EZB (Umfrage zum Kreditgeschäft – BLS), Eurostat und Europäische Kommission.  
Anmerkung: In Grafik b bezieht sich der langfristige Durchschnitt auf den Zeitraum seit 1999. In Grafik c sind die Nettoanteile der Banken ausgewiesen, die in der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Juli 2020 einen Anstieg der Kreditnachfrage meldeten. „Baugewerbe“ bezieht sich auf das Baugewerbe ohne Hochbau; „Immobilien“ bezieht sich auf den Hochbau und das Grundstücks- und Wohnungswesen; „Handel“ bezieht sich auf den Groß- und Einzelhandel; „Dienstleistungssektor“ bezieht sich auf Dienstleistungen ohne Finanzdienstleistungen und Immobilien.

**Angesichts der erheblichen Risiken, die auf der Unternehmensfinanzierung durch Bankkredite lasten, ist die Fortführung der geld- und finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen entscheidend, um eine rasche und robuste Erholung der Unternehmensinvestitionen und der Konjunktur zu gewährleisten.** Die umfangreichen geld- und finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen halten die günstigen Kreditvergabebedingungen der Banken aufrecht und haben so bislang als Absicherung gegen das Risiko negativer Rückkopplungseffekte zwischen der Realwirtschaft und dem Finanzsektor gewirkt. So deuten die aktuellen Umfragedaten für Juni darauf hin, dass sich die Produktionserwartungen und das Unternehmervertrauen im verarbeitenden Gewerbe seit dem im April erreichten Tiefstand aufgehellt haben, sodass in der zweiten Jahreshälfte eine gewisse Erholung der Investitionstätigkeit möglich sein dürfte. Das in den kommenden Monaten in einigen Euro-Ländern erwartete Auslaufen der staatlichen Garantien für Unternehmenskredite könnte jedoch erneut Ängste hinsichtlich der Bonität von Kreditnehmern schüren. Vor diesem Hintergrund wird es von entscheidender Bedeutung sein, die politische Unterstützung in naher Zukunft fortzusetzen, um günstige Finanzierungsbedingungen zu wahren und die Kreditvergabe an den Unternehmenssektor zu fördern. Dadurch würde auch das Vertrauen der Unternehmen gestärkt, das diese für langfristige Investitionsprojekte benötigen, von denen wiederum eine nachhaltige konjunkturelle Erholung abhängt.

# Aufsätze

## 1 Gebrauchsgüterkonsum im Euro-Währungsgebiet

André Casalis und Georgi Krustev

### 1 Einleitung

**Der Erwerb von Gebrauchsgütern durch private Haushalte hat große Auswirkungen auf den Konjunkturverlauf, was aus Sicht der Geldpolitik Grund genug ist, diese Entwicklung genau im Auge zu behalten.** Erstens können

Gebrauchsgüter aufgrund ihrer ausgeprägten prozyklischen Eigenschaften dazu beitragen, den Konjunkturverlauf im Euro-Währungsgebiet nachzuverfolgen oder möglicherweise sogar vorherzusehen. Damit ergänzen sie die Signale anderer prozyklischer Nachfragekomponenten, etwa der Investitionen.<sup>1</sup> Zweitens lassen sich die Unterschiede im Konsum- und Sparverhalten der einzelnen Länder wie auch deren Bestimmungsfaktoren besser anhand der Ausgaben für solche langlebigen Güter erklären. Drittens liefert die Entwicklung der Gebrauchsgüter wichtige Erkenntnisse über die Finanzierungsbedingungen in einer Volkswirtschaft, da solche Güter über Kredite finanziert werden können.

**Die Ausgaben für Gebrauchsgüter stellen eine wichtige Komponente der Konsumdynamik dar, auch wenn sie nur einen geringen Anteil an den Gesamtausgaben der privaten Haushalte ausmachen.** In den beiden Jahren,

bevor die Corona-Pandemie (Covid-19) die europäische und die globale Wirtschaft in Mitleidenschaft zog, schwächte sich das jährliche Wachstum der Konsumausgaben im Euroraum nach den soliden Zuwachsraten der Jahre 2015 bis 2017 ab. Dies war unter anderem einem Rückgang der Ausgaben für langlebige Güter zuzuschreiben (siehe Abbildung 1). Nachdem diese Güter in der Anfangsphase der jüngsten Expansion noch für kräftige Unterstützung gesorgt hatten, waren sie 2018-2019 für knapp ein Drittel der gesamten Wachstumsverlangsamung beim Konsum verantwortlich, obwohl sich ihr Anteil an den Konsumausgaben auf weniger als 10 % belief.<sup>2</sup>

---

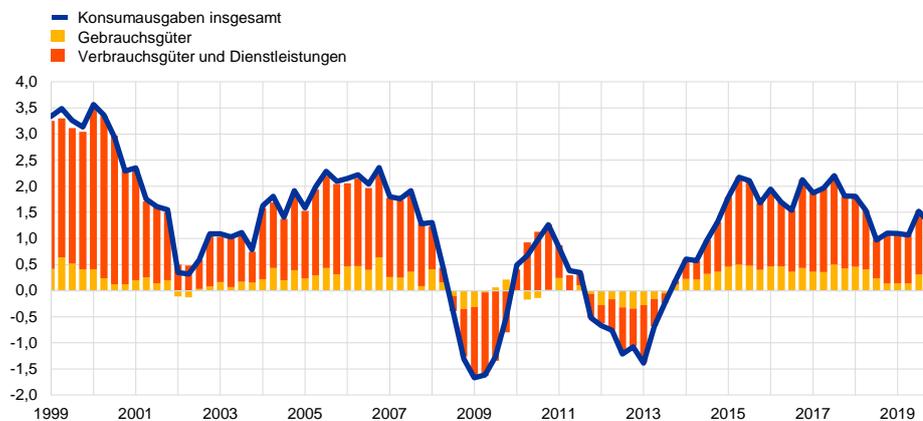
<sup>1</sup> Der Gebrauchsgüterkonsum gilt neben den Wohnungsbauinvestitionen allgemein als aussagekräftiger Frühindikator des Konjunkturverlaufs. Siehe A. Mian und A. Sufi, Household Leverage and the Recession of 2007–09, IMF Economic Review, Bd. 58, Nr. 1, 2010, S. 74-117.

<sup>2</sup> Das durchschnittliche jährliche Konsumwachstum im Eurogebiet verlangsamte sich von 1,9 % in den Jahren 2015-2017 auf 1,3 % im Zeitraum 2018-2019. Der Beitrag der Gebrauchsgüterausgaben zum Konsumwachstum insgesamt verringerte sich zwischen den beiden Perioden um 0,2 Prozentpunkte oder rund ein Drittel der insgesamt verzeichneten Einbußen.

## Abbildung 1

### Entwicklung der privaten Konsumausgaben im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in % und reale Beiträge)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Verbrauchsgüter und Dienstleistungen umfassen auch Gebrauchsgüter mit mittlerer Lebensdauer. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2019.

**Langlebige Konsumgüter weisen spezifische Eigenschaften auf, die sie von anderen Konsumgütern abheben.** Erstens können solche Gebrauchsgüter über mehrere Perioden genutzt werden und unterliegen (wie Kapital) der Abschreibung. Dies ermöglicht es den Verbrauchern, Käufe in wirtschaftlich schwierigen Zeiten aufzuschieben und dennoch vom vorhandenen Bestand zu profitieren. Der Bestand an Gebrauchsgütern kann dann wie gewünscht angepasst werden, sobald sich die Wirtschaft erholt hat.<sup>3</sup> Zweitens lassen sich Gebrauchsgüter in vielen Fällen über Kredite finanzieren, und mitunter sind sie auch als Sicherheit zugelassen. Daher sind sie möglicherweise stärker von Kreditbedingungen und Zinssätzen abhängig als Verbrauchsgüter.<sup>4</sup> Und drittens können Änderungen im Gebrauchsgüterbestand Anpassungskosten verursachen. Dies könnte zu schleppenden und länger anhaltenden Ausgabenzyklen bei diesen Gütern führen, da solche Kosten die Entstehung von „Untätigkeitsbereichen“ begünstigen, in denen es Verbrauchern nicht sinnvoll erscheint, geringe Unterschiede zwischen dem tatsächlichen und dem angestrebten Bestand auszugleichen.<sup>5</sup> In Kasten 1 werden die statistischen Merkmale der Daten zum Gebrauchsgüterkonsum im Euroraum näher erläutert.

<sup>3</sup> Ein Teil der Anpassungen ist abschreibungsbedingt erforderlich.

<sup>4</sup> Untersuchungen anhand von US-Daten haben ergeben, dass die Ausgaben für Gebrauchsgüter stärker auf monetäre Schocks reagieren als jene für Verbrauchsgüter, auch wenn sie immer dasselbe Vorzeichen tragen. Dieses Phänomen wird allgemein als Gleichlauf bezeichnet. Siehe beispielsweise T. Monacelli, *New Keynesian models, durable goods, and collateral constraints*, *Journal of Monetary Economics*, Bd. 56, Nr. 2, 2009, S. 242-254; A. Cantelmo und G. Melina, *Monetary policy and the relative price of durable goods*, *Journal of Economic Dynamics and Control*, Bd. 86, Ausgabe C, 2018, S. 1-48.

<sup>5</sup> Siehe R. J. Caballero, *Durable Goods: An Explanation for Their Slow Adjustment*, *Journal of Political Economy*, Bd. 101, Nr. 2, 1993, S. 351-384.

## Kasten 1

### Definition, Erfassungsgrad und Verfügbarkeit von Daten zum Gebrauchsgüterkonsum im Euro-Währungsgebiet

---

Stanimira Kosekova

Gemäß der Definition im Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG 2010) sind langlebige Konsumgüter „dauerhafte Güter, die von privaten Haushalten während eines Zeitraums von mehr als einem Jahr wiederholt für Zwecke des Konsums verwendet werden.“ In den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen der Länder werden sie als Teil der privaten Konsumausgaben ausgewiesen.<sup>6</sup> Die Aufgliederung der Konsumgüter und Dienstleistungen in Produktuntergruppen erfolgt anhand der Klassifikation der Verwendungszwecke des Individualverbrauchs (COICOP). Diese Untergruppen werden zu Analysezielen weiter in vier Hauptgruppen zusammengefasst, in denen die Konsumgüter nach ihrer Lebensdauer aufgeschlüsselt werden: Gebrauchsgüter, Gebrauchsgüter mit mittlerer Lebensdauer, Verbrauchsgüter und Dienstleistungen. Gebrauchsgüter unterscheiden sich dahingehend von Verbrauchsgütern, dass sie in einem Zeitraum von mehr als einem Jahr wiederholt verwendet werden können. Gebrauchsgüter mit mittlerer Lebensdauer haben zwar ebenfalls eine erwartete Nutzungsdauer von über einem Jahr, doch ist diese im Vergleich zu Gebrauchsgütern meist deutlich kürzer, und die Anschaffungskosten sind niedriger. Beispiele für Güter mit mittlerer Lebensdauer sind Bekleidung und Schuhe. Auf Dienstleistungen entfällt mehr als die Hälfte der privaten Konsumausgaben. Es ist allerdings zu beachten, dass der Erwerb von Wohnraum und Grundstücken in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen nicht den Gebrauchsgütern, sondern den Investitionen zugerechnet wird und daher in den hier dargestellten Daten nicht enthalten ist. Dagegen werden Wohnungsdienstleistungen, die von Privathaushalten mit selbst genutztem Wohneigentum verbraucht (und erbracht) werden, als kalkulatorische Miete in den privaten Konsumausgaben ausgewiesen. In den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen leisten diese kalkulatorischen Mieten für selbst genutztes Wohneigentum einen erheblichen Beitrag zum hohen Anteil der Mieten (31,7 %) an den Konsumausgaben; sie werden unter den Dienstleistungen erfasst.

Zu den langlebigen Konsumgütern zählen Möbel und Haushaltsgeräte (einschließlich Kücheneinrichtungen), Personalfahrzeuge (z. B. Autos), Güter für Freizeit- und Unterhaltungszwecke (einschließlich Computern und Kommunikationseinrichtungen), sonstige Güter wie Schmuck und Uhren sowie therapeutische Geräte und Ausrüstungen. Die Ausgaben der privaten Haushalte für langlebige Konsumgüter machen im Euroraum (auf Basis des nachstehend erläuterten Inlands-konzepts) etwa 9 % ihres gesamten Endverbrauchs aus. Gemessen an ihrem jeweiligen Anteil an den langlebigen Konsumausgaben sind Personalfahrzeuge (ca. 42,8 %), Möbel und Haushaltsgeräte (28,3 %) sowie Güter für Freizeit- und Unterhaltungszwecke (17,4 %) die wichtigsten Gebrauchsgüterkategorien (siehe Abbildung A).

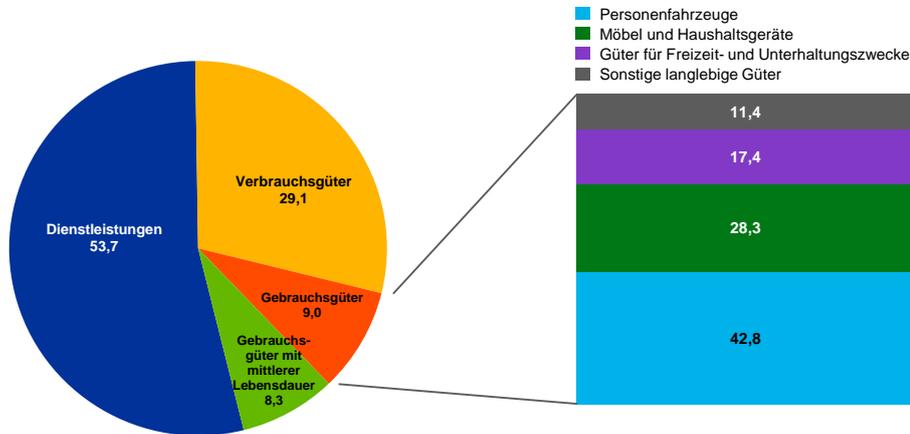
---

<sup>6</sup> Langlebige Konsumgüter, die von privaten Haushalten als Endverbraucher gehalten werden, beinhalten typische Anlagegüter wie die im ESGV 2010 definierten Gütergruppen AN.1131 (Fahrzeuge) oder AN.1139 (sonstige Ausrüstungen), die zum Zwecke des Endverbrauchs erworben werden. Anders als beim Nichthaushaltssektor werden diese Güter in solchen Fällen nicht als Anlagegüter erfasst.

## Abbildung A

### Endverbrauch der privaten Haushalte im Euroraum nach Konsumgütern und Dienstleistungen sowie nach Gruppen langlebiger Konsumgüter im Jahr 2018

(in % des Endverbrauchs; in % des Endverbrauchs von langlebigen Gütern)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Daten Griechenlands zu den langlebigen Konsumgütern beziehen sich auf das Jahr 2017.

Die Daten zu den privaten Konsumausgaben sind in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen nach dem statistischen Konzept der Gebietsansässigkeit dargestellt. So spiegelt der auf der Verwendungsseite des BIP ausgewiesene gesamte Endverbrauch der privaten Haushalte das „nationale Konzept“ wider, d. h. die inländischen und ausländischen Ausgaben der in einem Land ansässigen Konsumenten. Dagegen erfolgt die Aufgliederung des Konsums in Gebrauchs- und Verbrauchsgüter nach dem sogenannten Inlandskonzept des privaten Endverbrauchs, wonach alle inländischen Konsumausgaben unabhängig vom Sitz des Verbrauchers erfasst werden. Das Inlandskonzept beruht auf dem gleichen Ansatz wie die Verbraucherpreisstatistik, die zudem ebenfalls die COICOP-Klassifizierung der Konsumausgaben verwendet. Anhand einer Kombination der beiden Quellen lassen sich die Ausgaben für langlebige Güter außerdem in deflationierter (volumenmäßiger) Betrachtung darstellen.

Die von Eurostat definierten Berichtsanforderungen für die Daten nach Lebensdauer weichen in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen bei den vierteljährlichen und jährlichen Meldungen voneinander ab. Während die vierteljährlichen Daten zu den Konsumgütern in Gebrauchsgüter und sonstige Güter aufgegliedert werden, erfolgt die jährliche Statistik auf Basis der Aufschlüsselung in die oben erwähnten vier Hauptgruppen der Lebensdauer. Einige Euro-Länder verwenden die jährliche Untergliederung nach Lebensdauer auch für ihre vierteljährlichen Meldungen. Daten zu den Ausgaben für Gebrauchsgüter werden in den meisten Ländern des Euroraums seit 1995 erhoben.<sup>7</sup>

<sup>7</sup> Aufgrund nationaler Ausnahmeregelungen sind Quartalsdaten für Malta erst ab dem ersten Vierteljahr 2000 verfügbar. Für Finnland und Frankreich liegen auch für die Zeit vor 1995 Daten vor.

**Vor diesem Hintergrund erfolgt im vorliegenden Aufsatz eine längerfristige Betrachtung, um stilisierte Fakten zu den Gebrauchsgüteraussgaben im Euroraum und deren Bedeutung für Konjunkturschwankungen zu untersuchen.** In Abschnitt 2 werden die Merkmale und das Verhalten des Gebrauchsgüterkonsums im Konjunkturzyklus beschrieben. Abschnitt 3 beleuchtet die Rolle der Finanzierungsbedingungen unter besonderer Beachtung der Pkw-Käufe. In Abschnitt 4 werden die langfristigen Trends der relativen Preise und der Anteile der Gebrauchsgüter an den Konsumausgaben erläutert. Abschließend wird die Analyse in Abschnitt 5 durch empirische Erkenntnisse aus einem strukturellen VAR-Modell abgerundet. Dabei wird das Konsumwachstum in die Beiträge struktureller Schocks zerlegt, wobei eine Unterscheidung zwischen gesamtwirtschaftlichen und gebrauchsgüterspezifischen Nachfrage- und Angebotsschocks unter Berücksichtigung der monetären Bedingungen erfolgt.

## 2 Verhalten und Merkmale des Gebrauchsgüterkonsums

### 2.1 Zyklisches Verhalten von Gebrauchsgütern

**Entsprechend der besonderen Merkmale von Gebrauchsgütern entwickeln sich die Ausgaben für diese Güter tendenziell volatil und prozyklisch.**

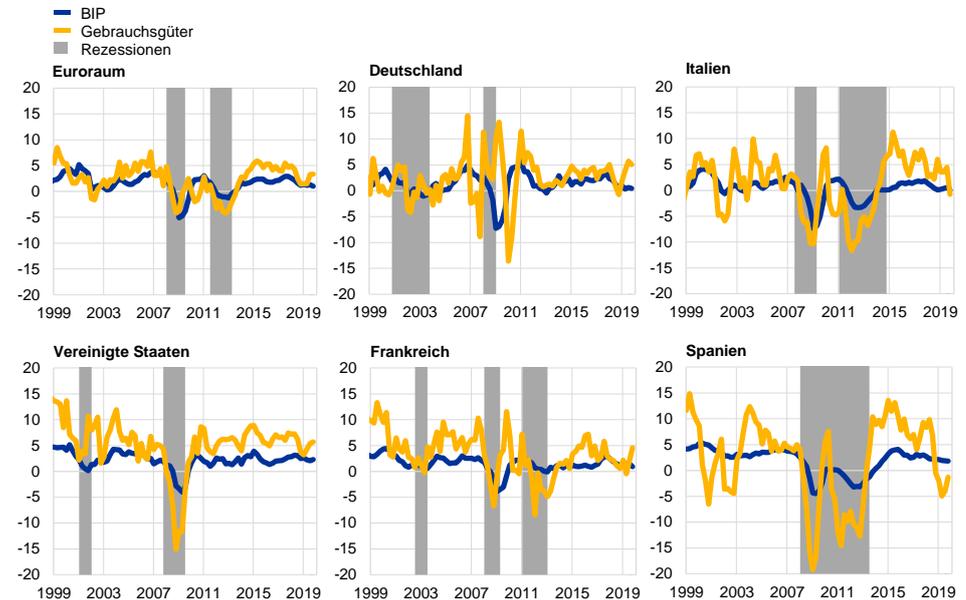
Abbildung 2 veranschaulicht, dass das Wachstum des jährlichen Gebrauchsgüterkonsums großen Schwankungen unterliegt. In wirtschaftlichen Expansionsphasen ist es normalerweise höher als das des BIP (und des Konsums von Verbrauchsgütern), während es in Rezessionsphasen stärker schrumpft. Die Prozyklizität der Ausgaben für Gebrauchsgüter war während der europäischen Staatsschuldenkrise in Italien und Spanien besonders ausgeprägt. Das antizyklische Verhalten, das zu jener Zeit in Deutschland zu beobachten war, lässt sich mit der Kraftfahrzeugkomponente erklären. In ihr kamen Subventionen in Form von Abwrackprämien zum Tragen, die im Vergleich zu denen anderer Euro-Länder höher bemessen waren und sich als sehr wirksam erwiesen.<sup>8</sup> Hinzu kommt, dass der Sektor der privaten Haushalte in Deutschland widerstandsfähiger war als in anderen großen Ländern des Euroraums.

---

<sup>8</sup> Siehe L. Grigolon, N. Leheyda und F. Verboven, Scrapping subsidies during the financial crisis – Evidence from Europe, *International Journal of Industrial Organization*, Bd. 44, 2016, S. 41-59. Im Gegensatz zu dem in Tabelle 1 dargestellten vollständigen Betrachtungszeitraum weist Deutschland für die Teilstichprobe bis zum vierten Quartal 2007 (also unter Ausschluss der Finanzkrise und des antizyklischen Verhaltens der Kraftfahrzeugkomponente infolge der Abwrackprämie) eine positive Korrelation zwischen Gebrauchsgütern und BIP auf.

## Abbildung 2 Zyklizität des Gebrauchsgüterkonsums

(Veränderung gegen Vorjahr in % in realer Betrachtung)



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

Anmerkung: Die Datierung der Rezessionen basiert auf Angaben des NBER (Vereinigte Staaten), CEPR (Euroraum) bzw. ECRI (Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2019.

**Ungeachtet ihres geringen Umfangs schlagen sich die Gebrauchsgüterausgaben aufgrund ihrer Volatilität und Prozyklizität seit jeher recht stark in der Varianz des BIP nieder, insbesondere im Vergleich zum Konsum von Verbrauchsgütern.** Tabelle 1 zeigt den Anteil des Konsums und seiner Komponenten am BIP sowie den jeweiligen Anteil an der erklärten Varianz des BIP. In den Vereinigten Staaten beläuft sich der gesamte private Konsum auf zwei Drittel des BIP, im Euroraum auf knapp über die Hälfte. Mit Blick auf die BIP-Varianz ist sein Gesamtbeitrag jedoch wegen des glatten Verlaufs der Dienstleistungen, der größten Verbrauchskomponente, in der Regel geringer. Dagegen leisten die langlebigen Güter in Frankreich, Italien und Spanien sowie in den Vereinigten Staaten gemessen an ihrem Volumen einen größeren Beitrag zur Varianz des BIP-Wachstums. Diesbezüglich weisen die Gebrauchsgüterausgaben gewisse Parallelen zu den Investitionen auf, die ungeachtet ihres geringeren Anteils an der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage einen unverhältnismäßig hohen Anteil an den Schwankungen der Wirtschaftsleistung ausmachen.

**Tabelle 1****Zyklizität des Konsums und seiner Komponenten**

(prozentualer Anteil und Anteil an der erklärten Varianz des BIP in %)

	Vereinigte Staaten		Euroraum		Deutschland		Frankreich		Italien		Spanien	
	%Y	%σ <sup>2</sup>	%Y	%σ <sup>2</sup>	%Y	%σ <sup>2</sup>	%Y	%σ <sup>2</sup>	%Y	%σ <sup>2</sup>	%Y	%σ <sup>2</sup>
<b>Konsum</b>	67,2	54,9	55,3	33,0	52,2	10,0	53,1	34,5	60,6	43,5	60,5	67,0
<b>Gebrauchsgüter</b>	7,9	13,2	5,3	4,8	6,1	-0,8	4,8	5,3	5,3	7,8	4,8	9,1
<b>Verbrauchsgüter</b>	59,3	38,7	50,0	27,6	46,1	11,1	48,3	27,2	55,3	34,4	55,8	56,7
<b>Investitionen</b>	21,1	50,5	21,3	40,4	20,6	33,9	21,8	47,5	19,5	39,2	23,1	56,7

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

Anmerkung: Anteil am BIP (%Y) und Anteil an der erklärten Varianz des BIP (%σ<sup>2</sup>) für den Konsum und seine Komponenten im Zeitraum vom ersten Quartal 1997 bis zum vierten Quartal 2019. Anteil am BIP in nominaler Betrachtung, Anteil an der erklärten Varianz des BIP in realer Betrachtung. Verbrauchsgüter beinhalten auch Gebrauchsgüter mit mittlerer Lebensdauer und Dienstleistungen. Um die Vergleichbarkeit zwischen den Vereinigten Staaten und dem Euroraum (sowie den Euro-Ländern) zu erhöhen, beziehen sich die Investitionen hier auf Bruttoanlageinvestitionen (ohne Vorratsveränderungen) und umfassen sowohl private als auch öffentliche Investitionen.

**2.2 Wendepunktanalyse**

**Die Wendepunktanalyse dient der Identifikation von Phasen, in denen eine Volkswirtschaft von einem Zustand in einen anderen wechselt, beispielsweise von einer Expansion in eine Kontraktion oder umgekehrt.** In diesem Abschnitt

werden die Ergebnisse für das Euro-Währungsgebiet anhand von zwei verschiedenen Ansätzen zur Abgrenzung von Rezessionen dargestellt. Ein Ansatz basiert auf der offiziellen Methode der Konjunkturdatierung, die vom Euro Area Business Cycle Dating Committee des Centre for Economic Policy Research (CEPR) verwendet wird.<sup>9</sup> Beim anderen handelt es sich um eine modifizierte Version des Datierungsalgorithmus von Bry und Boschan (1971) für Quartalsdaten nach Harding und Pagan (2002) (nachfolgend „MBBQ-Algorithmus“).<sup>10</sup> Der Algorithmus ist eine mehrstufige automatisierte Methode zur Ermittlung von Wendepunkten, wobei Annahmen über die relative Stärke von konjunkturellen Hoch- und Tiefpunkten und über die Mindestdauer der verschiedenen Konjunkturphasen zugrunde gelegt werden.

**Rezessionen im Euroraum, die anhand der offiziellen CEPR-Datierung ermittelt wurden, gehen tendenziell mit einem Rückgang des BIP wie auch der meisten Verwendungskomponenten (darunter auch Gebrauchsgüterkonsum) einher.**

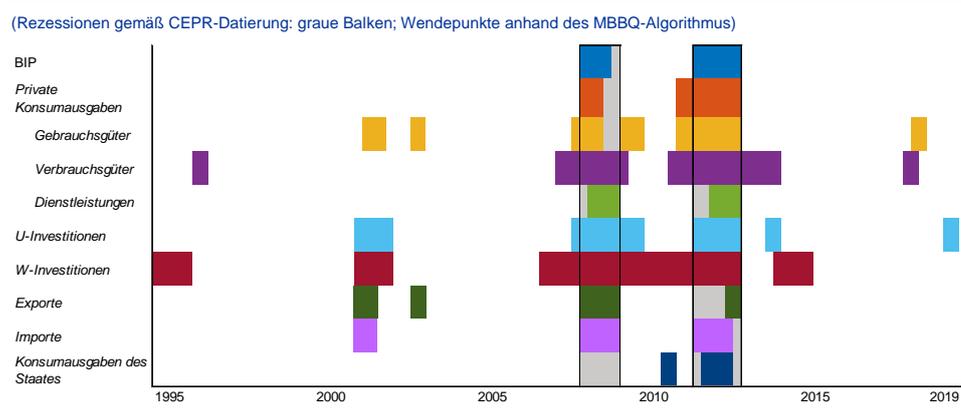
Abbildung 3 veranschaulicht die CEPR-Rezessionen im Eurogebiet (graue vertikale Balken mit schwarzer Umrandung) sowie die mittels MBBQ-Algorithmus festgestellten Abschwünge des BIP und seiner Verwendungskomponenten (farbige Balken). Die Beobachtung, dass Rezessionen tendenziell mit einer Ballung von Rückgängen bei den meisten Verwendungskomponenten des BIP einhergehen,

<sup>9</sup> Laut CEPR-Ansatz ist eine Rezession definiert als ein erheblicher, in der Volkswirtschaft des Euroraums breit angelegter Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität, der üblicherweise in zwei oder mehr aufeinanderfolgenden Quartalen mit negativem Wachstum am BIP, an der Beschäftigung und an anderen Messgrößen der gesamtwirtschaftlichen Aktivität für den Euroraum insgesamt ablesbar ist.

<sup>10</sup> Siehe D. Harding und A. Pagan, Dissecting the cycle: a methodological investigation, Journal of Monetary Economics, Bd. 49, Nr. 2, 20+02, S. 365-381; G. Bry und C. Boschan, Programmed Selection of Cyclical Turning Points, in: G. Bry und C. Boschan (Hrsg.), Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs, NBER, 1971, S. 7-63.

bestätigt die Auffassung, dass es sich bei ihnen um ein allgemeines Phänomen handelt, das die ganze Volkswirtschaft betrifft. Gleichzeitig signalisieren rückläufige Gebrauchsgüterausgaben im Umfeld breit angelegter Wirtschaftsabschwünge, dass der Erwerb langlebiger Güter eine hohe Synchronität mit dem Konjunkturverlauf aufweist und somit wichtige Informationen über die jeweilige Phase des Konjunkturzyklus liefern kann.

**Abbildung 3**  
Wendepunkte bei den Verwendungskomponenten des BIP im Euroraum



Quellen: Eurostat, CEPR und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die grauen Bereiche kennzeichnen die vom CEPR identifizierten Rezessionen. Die farbig dargestellten Wendepunkte beim BIP und seinen Verwendungskomponenten wurden anhand des modifizierten Bry-Boschan-Algorithmus für Quartalsdaten (MBBQ) ermittelt. Die disaggregierten Zeitreihen für die Konsumkomponenten im Euroraum wurden als Bottom-up-Aggregation der nationalen Daten für den Euroraum-19 (Gebrauchsgüter) und für eine Teilstichprobe von 12 Ländern (Deutschland, Estland, Irland, Spanien, Frankreich, Italien, Zypern, Lettland, Luxemburg, Malta, Niederlande und Finnland) (Verbrauchsgüter und Dienstleistungen) konstruiert, und zwar für den Zeitraum vom ersten Quartal 1995 bis zur Gegenwart (Ausnahmen: Italien, Niederlande und Österreich, für die ab dem ersten Quartal 1996 Daten vorliegen, und Malta, wo dies ab dem ersten Quartal 2000 der Fall war). „U-Investitionen“ und „W-Investitionen“ auf der vertikalen Skala stehen für Unternehmens- bzw. Wohnungsbauinvestitionen. Der Verbrauchsgüterkonsum umfasst auch Gebrauchsgüter mit mittlerer Lebensdauer, und die Unternehmensinvestitionen beinhalten öffentliche Investitionen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2019.

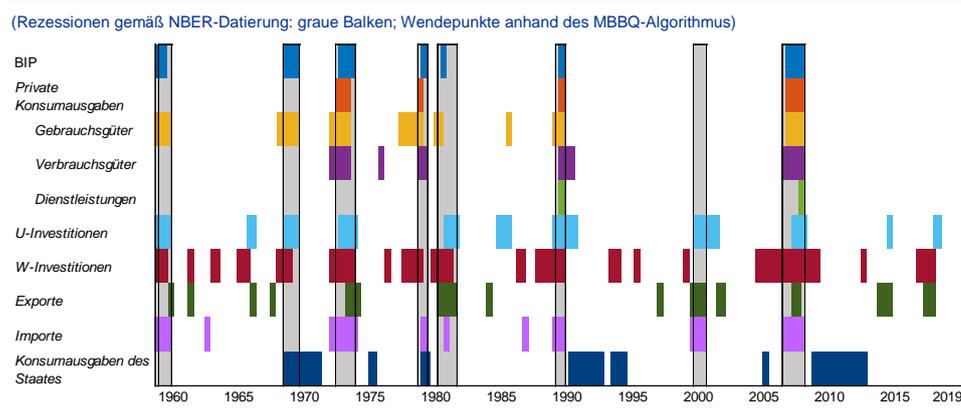
**Abgesehen von den Rückgängen, die mit offiziellen Rezessionen zusammenfielen, kamen Wendepunkte beim Gebrauchsgüterkonsum historisch gesehen auch außerhalb von Rezessionen vor, doch geschah dies zumeist in wirtschaftlichen Schwächephasen.** Ein solcher Fall trat beispielsweise Anfang der 2000er-Jahre auf, als sich die Konjunktur im Eurogebiet deutlich abkühlte.<sup>11</sup> Bei der Ermittlung solcher „Konjunkturdellen“ zeigen die Ausgaben für Gebrauchsgüter eine gewisse Ähnlichkeit mit dem Verhalten der Investitionen – einer anderen Nachfragekomponente also, die sich tendenziell hoch volatil und stark prozyklisch entwickelt.<sup>12</sup> Indessen mahnen die von den volatilsten BIP-Komponenten ausgehenden „falschen“ Rezessionssignale davor, sich zu sehr auf einen einzelnen Indikator zu verlassen, da dieser möglicherweise sektorspezifische und nicht gesamtwirtschaftliche Schwächen abbildet.

<sup>11</sup> Die ersten beiden Quartale 2003 wurden vom CEPR als „längere Pause im Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Aktivität“ und nicht als voll ausgeprägte Rezession im Euroraum charakterisiert.  
<sup>12</sup> Zur Unterscheidung zwischen Rezessionen und Konjunkturdellen im Euroraum siehe M. Duma, M. Forsells und N. Kennedy, *Konjunkturdellen im Euro-Währungsgebiet: Definitionen und Merkmale*, Kasten 3, Wirtschaftsbericht 4/2019, EZB, Juni 2019.

**Als weitere interessante Beobachtung ist anzumerken, dass die identifizierten Abschwünge beim Gebrauchsgüterkonsum den vom CEPR datierten Beginn der beiden Rezessionen im Euroraum tendenziell vorweggenommen haben.**

Zwar ist aufgrund der begrenzten Anzahl von Rezessionen im Eurogebiet Vorsicht vor konkreten Rückschlüssen geboten, doch ist die Vorlaufeigenschaft der Gebrauchsgüterausgaben auch in dem längeren Betrachtungszeitraum der Vereinigten Staaten erkennbar, der sich über sechs Jahrzehnte erstreckt und damit eine größere Zahl von Rezessionen erfasst (siehe Abbildung 4). Wie im Euroraum scheinen die Daten in den USA ebenfalls darauf hinzudeuten, dass die von den Gebrauchsgütern ausgehenden Signale zu den Konjunkturwendepunkten tendenziell weniger verzerrt sind als auf Basis der Investitionskomponenten. Gleichzeitig sind sie offenbar in der Lage, Wechsel zwischen wirtschaftlichen Phasen konsistenter vorherzusehen als andere Konsumkomponenten, wie etwa die Dienstleistungen, die in offiziellen Rezessionsphasen häufig keine Wendepunkte anzeigen.

**Abbildung 4**  
Wendepunkte bei den Verwendungskomponenten des BIP in den Vereinigten Staaten



Quellen: US Bureau of Economic Analysis, NBER und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die grauen Bereiche kennzeichnen die vom NBER identifizierten Rezessionen. Die farbig dargestellten Wendepunkte beim BIP und seinen Verwendungskomponenten wurden anhand des modifizierten Bry-Boschan-Algorithmus für Quartalsdaten (MBBQ) ermittelt. „U-Investitionen“ und „W-Investitionen“ auf der vertikalen Skala stehen für Unternehmens- bzw. Wohnungsbauinvestitionen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2019.

### 3 Gebrauchsgüterkonsum, Kreditvergabe und Finanzierungsbedingungen

**Für die privaten Haushalte ist es wichtig, bei Bedarf Kredite zu erhalten, damit sie ihren Konsum über den Konjunkturzyklus hinweg glätten können.** Die Finanzierungsbedingungen sind vor allem für größere Anschaffungen etwa von Gebrauchsgütern relevant, die aufgrund ihrer längeren Lebensdauer und ihres höheren Durchschnittswerts häufiger per Kredit erworben werden und zum Teil auch als Sicherheit für die zugrunde liegende Kreditforderung zugelassen sind.<sup>13</sup> In

<sup>13</sup> Ungeachtet der Bedeutung von Konsumentenkrediten für die Finanzierung des Gebrauchsgüterkonsums (siehe Kasten 2) machen Hypotheken für den Kauf von Wohnimmobilien nach wie vor den Großteil der Verschuldung privater Haushalte aus.

Kasten 2 wird näher auf die Inanspruchnahme von Krediten für den Erwerb von Gebrauchsgütern im Euro-Währungsgebiet eingegangen.

## Kasten 2

### Inanspruchnahme von Krediten für den Erwerb von Gebrauchsgütern im Euroraum

---

Matteo Falagiarda und Mika Tujala

Der Erwerb langlebiger Güter wird im Euroraum zum Großteil über Kredite finanziert.<sup>14</sup> Daher sind Gebrauchsgüter stärker von den Kreditbedingungen und der Geldpolitik abhängig als Verbrauchsgüter. Im Euro-Währungsgebiet insgesamt sank die Bedeutung von Konsumentenkrediten für den Kauf langlebiger Güter nach der globalen Finanzkrise deutlich, hat aber seit 2015 wieder zugenommen (siehe Abbildung A, Grafik a). Während in der Zeit vor der Krise etwa 60 % der Gebrauchsgüterkäufe kreditfinanziert waren, ging dieser Anteil im Zeitraum von 2008 bis 2014 auf rund 40 % zurück. In jüngster Zeit ist er wieder auf knapp 50 % angestiegen. Auf Länderebene ist ein ähnliches Muster in Deutschland und Spanien zu beobachten, wo der Großteil der Gebrauchsgüterkäufe privater Haushalte in der Vorkrisenzeit ebenfalls mit Krediten finanziert wurde. In Deutschland ist der nach 2007 beobachtete Rückgang auf einen niedrigeren Pkw-Anteil am Gesamterwerb langlebiger Güter zurückzuführen. In den Jahren 2009 und 2010 verringerte sich der Kreditbedarf für die Anschaffung eines Pkw zusätzlich durch die Abwrackprämie. In Spanien lässt sich der rückläufige Anteil der über Kredite finanzierten Gebrauchsgüter mit dem umfassenden Schuldenabbau im Haushaltssektor und den hohen Arbeitslosenquoten im Gefolge der weltweiten Finanzkrise erklären. In Frankreich und Italien spielen Kredite bei der Finanzierung langlebiger Güter aktuell eine größere Rolle als in der Vergangenheit. Allerdings weisen die Kredite in Italien aufgrund des geringeren Pkw-Anteils am gesamten Gebrauchsgütererwerb im Vergleich zu den anderen Ländern nach wie vor ein relativ moderates Niveau auf.

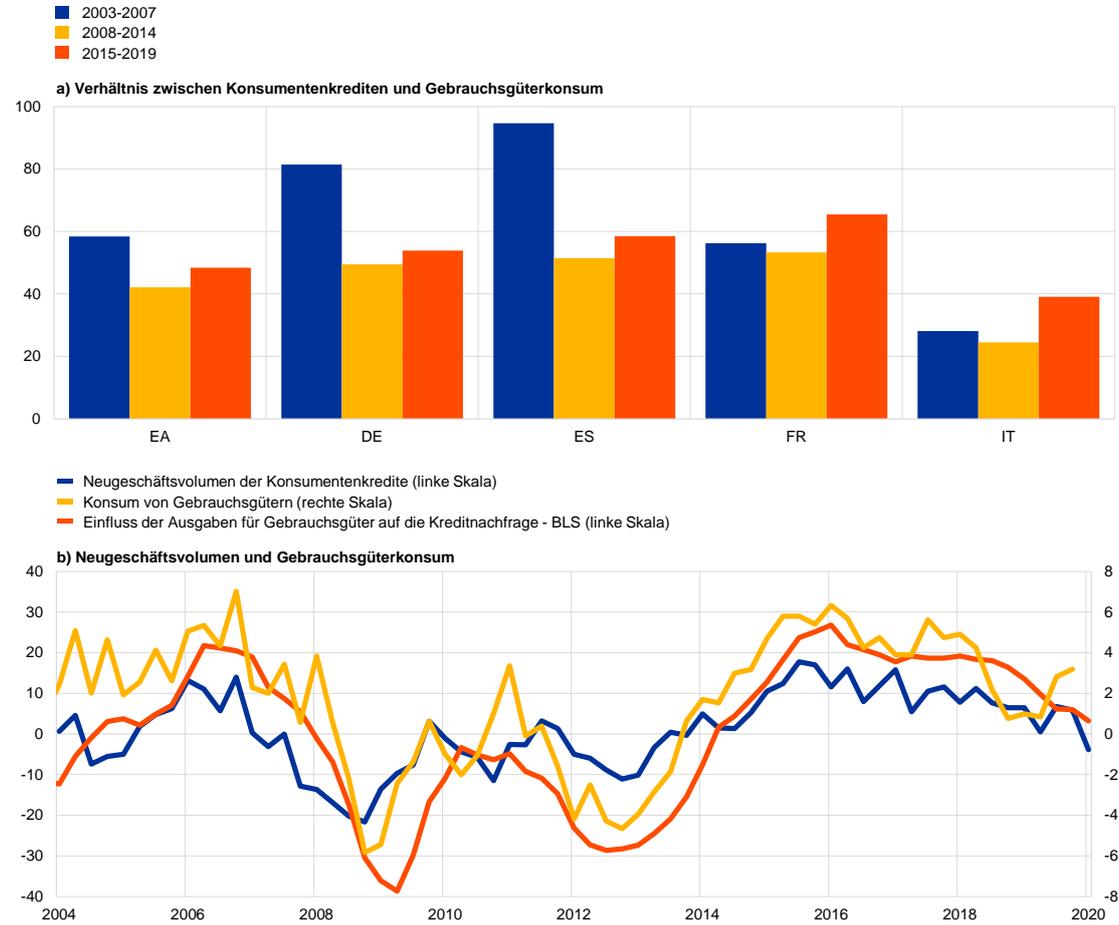
---

<sup>14</sup> Als Konsumentenkredite werden Kredite bezeichnet, die vornehmlich für den persönlichen Konsum von Waren und Dienstleistungen gewährt werden. Dabei ist zu beachten, dass revolvingkredite, Überziehungskredite und Kreditkartenkredite in der MFI-Bilanzstatistik unter den Konsumentenkrediten erfasst werden, soweit es um die Bestände geht, während die entsprechenden Neugeschäftsvolumina in der MFI-Zinsstatistik nicht ausgewiesen werden. Nähere Einzelheiten zur statistischen Abgrenzung finden sich im [Manual on MFI balance sheet statistics](#) und im [Manual on MFI interest rate statistics](#).

## Abbildung A

### Entwicklung der Konsumentenkredite im Euroraum

(Grafik a: in %; Grafik b: Veränderung gegen Vorjahr in %; gleitende Vierquartalsdurchschnitte der Salden in %)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a: Verhältnis des Neugeschäftsvolumens der Konsumentenkredite zu den Konsumausgaben für Gebrauchsgüter; Grafik b: Jahreswachstumsrate des Neugeschäftsvolumens der Konsumentenkredite und Konsumausgaben für Gebrauchsgüter in nominaler Rechnung; gleitende Vierquartalsdurchschnitte der prozentualen Salden für den BLS-Indikator der EZB (Indikator der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2020, mit Ausnahme der Angaben zum Gebrauchsgüterkonsum (viertes Quartal 2019).

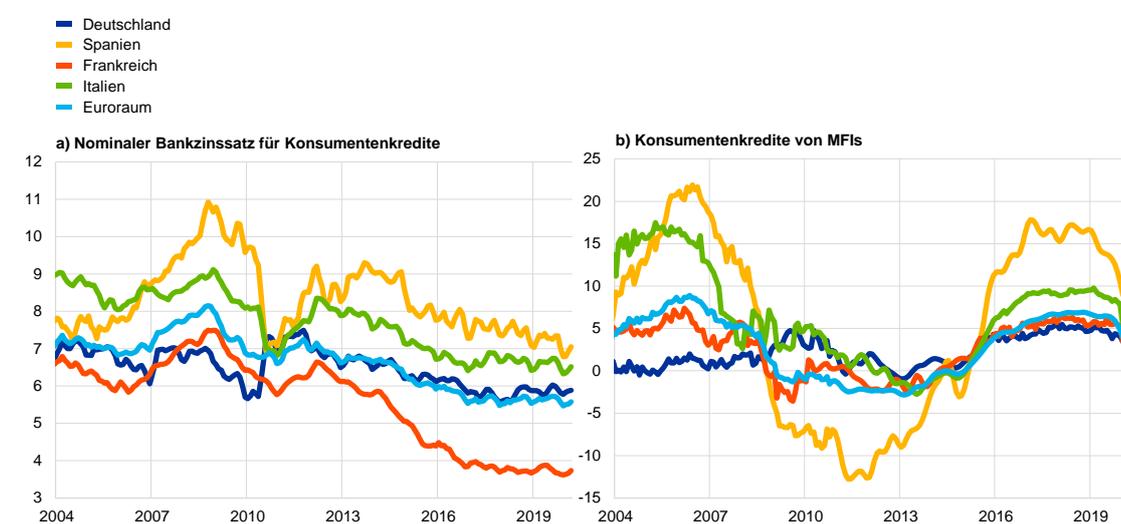
Die Nachfrage der privaten Haushalte nach Gebrauchsgütern wurde in der jüngsten Erholungsphase durch Konsumentenkredite gestützt. In der Regel weist das Neugeschäftsvolumen dieser Kreditkategorie einen sehr engen Gleichlauf mit den Konsumausgaben für langlebige Güter auf (siehe Abbildung A, Grafik b). Die Korrelation zwischen dem Gebrauchsgüterkonsum und dem Neugeschäftsvolumen der Konsumentenkredite belief sich im Zeitraum vom ersten Quartal 2004 bis zum vierten Quartal 2019 auf rund 0,75. Diese enge Beziehung wird auch durch die Umfrage der EZB zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet bestätigt, der zufolge die Ausgaben für Gebrauchsgüter einen wichtigen Beitrag zur Nachfrage nach Konsumentenkrediten leisten. Der ausgeprägte Zusammenhang ist zudem dadurch bedingt, dass Gebrauchsgüter – insbesondere Kraftfahrzeuge – als Sicherheit für die entsprechenden Kreditforderungen dienen können. Die steigende Nachfrage nach langlebigen Konsumgütern und nach Krediten zu deren Finanzierung ergibt sich seit 2014 aus dem wiedererstarkten Vertrauen der privaten Haushalte im Zuge der breit angelegten Konjunkturerholung, der Aufhellung am Arbeitsmarkt und den historisch niedrigen Bankkreditzinsen (siehe Abbildung B, Grafik a). Gestützt wurde diese Entwicklung darüber hinaus

durch die akkommodierenden geldpolitischen Maßnahmen der EZB. Das verbesserte gesamtwirtschaftliche Umfeld hat das Ausfallrisiko der Kreditnehmer erheblich verringert, sodass die Banken ihre Kreditangebotsbedingungen lockern konnten.<sup>15</sup> Seit Mitte 2018 hat sich die Dynamik der Konsumentenkreditvergabe im Einklang mit der Konjunkturertrübung und dem nachlassenden Gebrauchsgüterkonsum allmählich abgeschwächt. Die Verlangsamung ging mit einem zunehmenden Druck auf die Banken einher, die Kreditrichtlinien zu verschärfen. Dies war vor allem auf den strengeren Umgang der Institute mit Kreditrisiken sowie auf höhere Sicherheitenanforderungen und Ablehnungsquoten zurückzuführen. Der Druck verstärkte sich zu Jahresbeginn 2020 aufgrund der Corona-Pandemie und ihrer Auswirkungen weiter.<sup>16</sup>

## Abbildung B

### Entwicklung der Konsumentenkredite in ausgewählten Ländern des Euroraums: Zinssätze und Volumen

(Grafik a: in % p. a.; gleitender Dreimonatsdurchschnitt; Grafik b: Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2020; Grafik b: Die Angaben für die Zeit vor 2011 sind nicht um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt. Die Monatswerte für den Euroraum und für Spanien sind unter Verwendung einer kubischen Spline-Funktion aus vierteljährlichen Daten interpoliert. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2020.

Die seit 2014 beobachtete Zunahme der Konsumentenkredite im Euroraum ist breit angelegt, wengleich die einzelnen Länder sehr unterschiedliche Wachstumsraten aufweisen (siehe Abbildung B, Grafik b). Seit Mitte 2015 haben die Konsumentenkredite in Spanien und in geringerem Maße auch in Italien einen wesentlichen Beitrag zur Erholung der gesamten Buchkreditvergabe der MFIs an private Haushalte geleistet. In Spanien verzeichneten sie im Vorjahresvergleich zweistellige Zuwachsraten und von 2015 bis 2017 als einzige Komponente der Kredite an den Privatsektor eine positive Jahreswachstumsrate. Diese robuste Dynamik ist jedoch vor dem Hintergrund zu sehen, dass die Bankkreditvergabe im Zuge der Finanz- und Staatsschuldenkrise im Eurogebiet kräftig und lang anhaltend abnahm und sich anschließend ein hoher Nachholbedarf ergab. In Italien waren Konsumentenkredite im Zeitraum von 2016 bis 2019 für die Hälfte des jährlichen Zuwachses der gesamten MFI-Buchkredite an private Haushalte verantwortlich. Im Gegensatz dazu fiel die Jahreswachstumsrate dieser Kreditkategorie in

<sup>15</sup> Siehe EZB, [Jüngste Entwicklungen bei den Konsumentenkrediten im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 7/2017, November 2017.

<sup>16</sup> Siehe EZB, [The euro area bank lending survey – First quarter of 2020](#), April 2020.

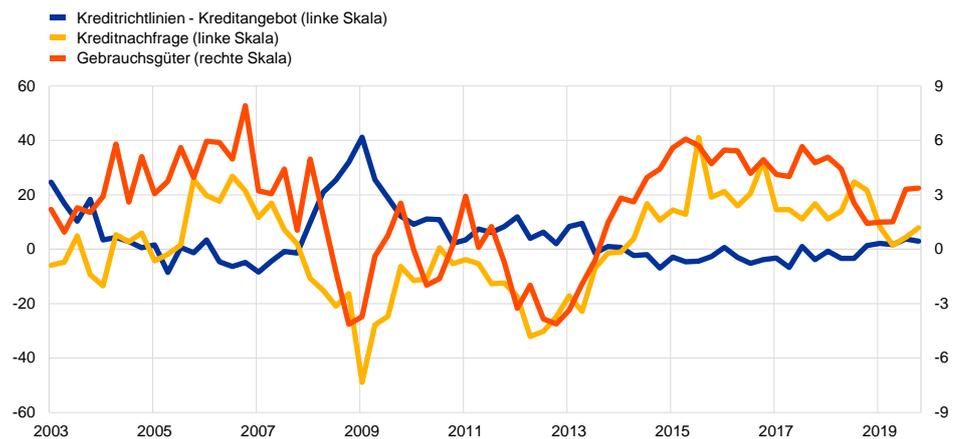
Deutschland und Frankreich weiterhin relativ moderat aus. In jüngster Zeit hat sich das Wachstum der Konsumentenkredite in allen großen Euro-Ländern im Einklang mit der konjunkturellen Eintrübung verlangsamt. Besonders ausgeprägt war die Abschwächung in Spanien, da der hohe Nachholbedarf nach der Krise bereits allmählich wieder absorbiert worden war. Zu Beginn des Jahres 2020 kam es aufgrund der Lockdown-Maßnahmen, die nach dem Ausbruch des Coronavirus ergriffen wurden, in allen großen Ländern des Euroraums zu einem drastischen Rückgang der Konsumentenkreditvergabe.

**Demzufolge korreliert der Gebrauchsgüterkonsum eng mit der Nachfrage nach Konsumentenkrediten und kann wichtige Erkenntnisse über die Finanzierungsbedingungen in einer Volkswirtschaft liefern.**

Wie aus Abbildung 5 ersichtlich wird, gehen Phasen eines nachhaltigen Wachstums des Gebrauchsgüterkonsums, wie etwa in der Expansionsphase vor der weltweiten Finanzkrise oder während des jüngsten Aufschwungs in den Jahren 2013-2019, tendenziell mit einer steigenden Nachfrage nach Konsumentenkrediten einher, die von privaten Haushalten in der Regel zur Finanzierung langlebiger Güter genutzt werden. Der enge Gleichlauf zwischen Gebrauchsgütern und Kreditnachfrage war auch während der Double-Dip-Rezession im Eurogebiet zu beobachten. Während der globalen Finanzkrise in den Jahren 2008-2009 wurde die Verfügbarkeit von Krediten zudem angebotsseitig dadurch eingeschränkt, dass die Banken ihre Kreditrichtlinien verschärften. Parallel dazu gingen die Gebrauchsgüterkäufe deutlich zurück.

**Abbildung 5**  
Angebot an und Nachfrage nach Konsumentenkrediten sowie Gebrauchsgüterkonsum im Euroraum

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



Quellen: Umfrage der EZB zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet (Bank Lending Survey – BLS), Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Kreditangebot und -nachfrage basieren auf den Antworten der Banken auf die Frage, wie sich ihre Kreditrichtlinien und die Kreditnachfrage in den vergangenen drei Monaten verändert haben. Zeitreihen zum Gebrauchsgüterkonsum im Euroraum in realer Rechnung. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2019.

**Das von Land zu Land unterschiedliche Verlaufsmuster der Ausgaben für langlebige Güter kann daher auch auf eine Heterogenität der Finanzierungsbedingungen zurückzuführen sein.** In Abbildung 6 ist die Entwicklung des Gebrauchsgüterkonsums, der Pkw-Ausgaben und der Konsumentenkredite in zwei Phasen des Konjunkturzyklus dargestellt, und zwar für das Euro-Währungsgebiet insgesamt und für die vier größten Volkswirtschaften des Euroraums. Die erste Periode von 2008 bis 2012 war von der Double-Dip-Rezession geprägt, an die sich eine nachhaltige Erholungsphase anschloss. Im Eurogebiet insgesamt war in diesem ersten Zeitabschnitt eine Stagnation der Ausgaben für langlebige Güter und eine Kreditkontraktion zu beobachten. In Italien und Spanien, die von der Finanz- und Staatsschuldenkrise im Euroraum stark in Mitleidenschaft gezogen wurden, trat diese Entwicklung in Form eines drastischen Rückgangs besonders deutlich zutage. In der zweiten Phase ab 2013 verbesserte sich die Kreditverfügbarkeit hingegen, und die krisenbedingten Unterschiede bei den Finanzierungsbedingungen in den einzelnen Euro-Ländern verringerten sich auch dank geldpolitischer Maßnahmen. Infolgedessen stiegen sowohl das Kreditwachstum als auch die Ausgaben für Gebrauchsgüter – einschließlich der Automobilkäufe – wieder an, wobei in Italien und Spanien überdurchschnittliche Zuwachsraten verzeichnet wurden. So war die Erholung der Kreditvergabe in dieser zweiten Phase vor allem auf die rege Inanspruchnahme neuer mittel- und langfristiger Konsumentenkredite zurückzuführen, die von privaten Haushalten bevorzugt zur Finanzierung größerer Anschaffungen genutzt werden.<sup>17</sup>

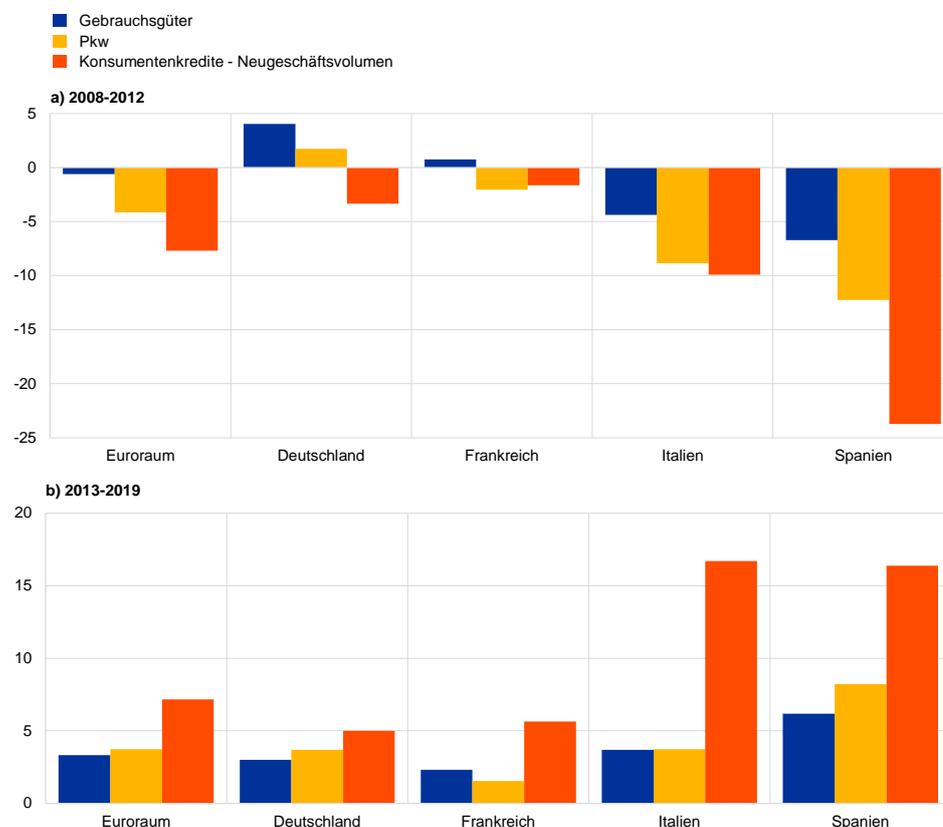
---

<sup>17</sup> Siehe EZB, [Jüngste Entwicklungen bei den Konsumentenkrediten im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 7/2017, November 2017.

## Abbildung 6

### Konsumentenkredite, Gebrauchsgüterkonsum und Pkw-Ausgaben

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Durchschnittliche Wachstumsrate des Gebrauchsgüterkonsums, der Pkw-Ausgaben und der Konsumentenkredite im Zeitraum von 2008 bis 2012 und von 2013 bis 2019. Konsumentenkredite als jährliche Veränderung der Buchkredite für Konsumzwecke im Neugesäft (ohne revolving Kredite und Überziehungskredite, unechte und echte Kreditkartenkredite). Konsumentenkredite in nominaler Rechnung, Gebrauchsgüterkonsum und Pkw-Ausgaben in realer Rechnung. Die jüngsten Angaben zu Gebrauchsgüterkonsum und Konsumentenkrediten beziehen sich auf das Jahr 2019, die jüngsten Angaben zu den Pkw-Ausgaben auf 2018. Die Wachstumsrate der Pkw-Ausgaben im Jahr 2019 wurde auf Basis der Pkw-Neuzulassungen fortgeschrieben.

**Mit einem euroraumweiten Anteil von rund 40 % stechen vor allem die Pkw-Käufe als eine wichtige Komponente des Gebrauchsgüterkonsums hervor, die stark von den Finanzierungsbedingungen beeinflusst wird (siehe Abbildung 7).**

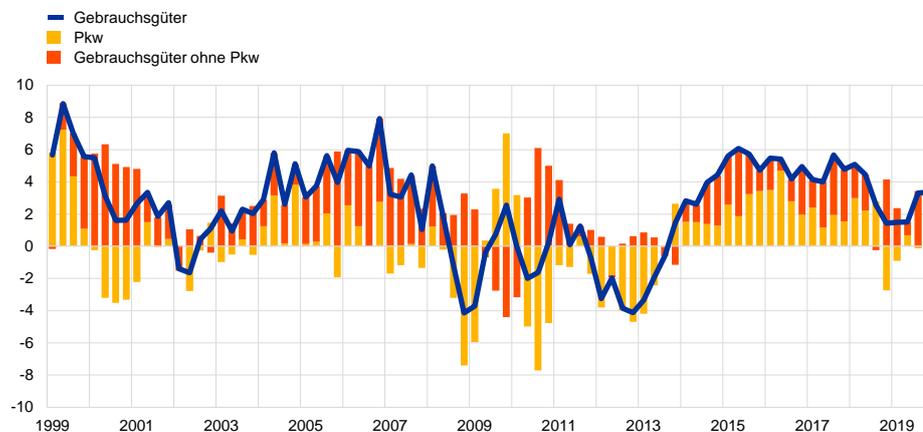
Fahrzeuge sind normalerweise nicht nur deshalb für Finanzierungszwecke geeignet, weil sie leichter als Sicherheit verwendet werden können, sondern auch wegen ihres hohen Durchschnittswerts im Verhältnis zum Einkommen, ihrer recht langen Lebensdauer und ihrer relativ niedrigen Abschreibungsrate.<sup>18</sup> Angesichts der hohen Kosten für Aufwertungen und Bestandsanpassungen bei wichtigen Gütern wie Kraftfahrzeugen sind größere Anschaffungsvorhaben privater Haushalte eng mit deren Einkommenserwartungen und Finanzsituation korreliert. Daher spiegelt das Verlaufsmuster der Pkw-Käufe die gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsbedingungen und die Stärke des Konjunkturzyklus wider.

<sup>18</sup> Zwar verlieren Automobile rascher an Wert als manch andere langlebige Güter wie etwa Möbel, im Vergleich zu Computern beispielsweise ist der Wertverlust jedoch deutlich geringer. Siehe E. Stacchetti und D. Stolyarov, *Obsolescence of Durable Goods and Optimal Purchase Timing*, *Review of Economic Dynamics*, Bd. 18, Nr. 4, 2015, S. 752-773.

## Abbildung 7

### Konsum von Gebrauchsgütern im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in % und reale Beiträge)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2019.

#### **Die Pkw-Ausgaben können auch eine idiosynkratische Ursache für Schwankungen des Gebrauchsgüterkonsums sein.**

Die Gründe hierfür sind die Systemrelevanz der Automobilindustrie für die Gesamtwirtschaft – die mitunter auch zu antizyklischen Stützungsmaßnahmen der Politik (z. B. in Form staatlicher Abwrackprämien) führt – sowie regulatorische Änderungen und der technische Fortschritt. So wurde der Wiederanstieg der Pkw-Käufe im Jahr 2009 inmitten der Finanzkrise durch staatliche Abwrackprämien im gesamten Eurogebiet gestützt, die von 1 000 € je Pkw in Frankreich bis hin zu 2 500 € je Pkw in Deutschland reichten.<sup>19</sup> Die automobilgetriebene Erholung des Gebrauchsgüterkonsums während der Rezession erwies sich indes als kurzlebig, da ein Großteil der künftigen Nachfrage aufgrund der staatlichen Zuschüsse lediglich vorgezogen wurde.

#### **Vor dem Hintergrund günstiger Finanzierungsbedingungen und der seit 2014 gelockerten Richtlinien der Banken für Konsumentenkredite lieferten die Pkw-Ausgaben während des jüngsten Aufschwungs wichtige Impulse für das nachhaltige Wachstum der Gebrauchsgüter.**

In dieser Zeit dürften die vorteilhaften Finanzierungsbedingungen den Gebrauchsgüterkonsum wirksamer gestützt haben, da langlebige Güter in Expansionsphasen tendenziell stärker auf monetäre Schocks reagieren als in Rezessionsphasen, wie in der Fachliteratur übereinstimmend dargelegt wird.<sup>20</sup> In Kasten 3 wird die Heterogenität der privaten Haushalte, die während der Erholung in Bezug auf Pkw-Käufe und die Inanspruchnahme von Automobilkrediten festzustellen war, auf Basis von Mikrodaten untersucht. In den letzten beiden Jahren (2018-2019) war – bei erheblicher Volatilität – eine Verlangsamung der Pkw-Ausgaben zu beobachten, was unter anderem mit geänderten Umweltvorschriften und der Unsicherheit hinsichtlich der

<sup>19</sup> Siehe L. Grigolon, N. Leheyda und F. Verboven, Scrapping subsidies during the financial crisis – Evidence from Europe, *International Journal of Industrial Organization*, Bd. 44, 2016, S. 41-59.

<sup>20</sup> Siehe beispielsweise D. Berger und J. Vavra, Consumption dynamics during recessions, *Econometrica*, Bd. 83, Nr. 1, 2015, S. 101-154.

künftigen Nutzung von Dieselmotoren wie auch der Verbreitungsgeschwindigkeit von Elektrofahrzeugen zusammenhing.

### Kasten 3

#### Heterogenität der privaten Haushalte bei Kraftfahrzeugkäufen

---

Fabian Nemeček, Francisco Rodrigues und Jiri Slacalek

Kraftfahrzeuge wie Pkw, Lkw und Motorräder sind ein wichtiger Bestandteil der Gebrauchsgüter. Sie machen auf aggregierter Ebene rund 40 % des Gebrauchsgüterkonsums aus und sind für einen Großteil seiner konjunkturell bedingten Schwankungen maßgeblich. Der Gesamterwerb von Kraftfahrzeugen (nachfolgend der Einfachheit halber nur Pkw bzw. Autos) hat sich in den vergangenen Jahren entsprechend sehr dynamisch entwickelt. Hinter den aggregierten Zahlen können sich jedoch beträchtliche Unterschiede zwischen den verschiedenen Bevölkerungsgruppen verbergen. Wenn beispielsweise nur die wohlhabendsten privaten Haushalte für den Gesamtanstieg der Pkw-Käufe verantwortlich sind, weist dies auf ein fragiles Wachstum des Gebrauchsgüterkonsums hin. Außerdem muss für die Anschaffung eines Autos häufig ein Kredit aufgenommen werden. Eine Aufschlüsselung der Automobilkredite kann auch nützliche Informationen über die gesamtwirtschaftlichen und finanziellen Rahmenbedingungen liefern.

In diesem Kasten wird die Heterogenität der privaten Haushalte im Euro-Währungsgebiet untersucht, die während der Erholung nach der europäischen Staatsschuldenkrise in Bezug auf Pkw-Käufe und entsprechende Kredite festzustellen war. Die Analyse stützt sich auf die Ergebnisse der Haushaltsbefragung des Eurosystems zu Finanzen und Konsum (Household Finance and Consumption Survey – HFCS), die eine einzigartige Quelle länderübergreifend vergleichbarer Daten auf Haushaltsebene zu Bilanzen, Einkommen und Konsum darstellt. Die Umfrage gibt zudem Aufschluss über die Ausgaben und Kredite der privaten Haushalte für die Anschaffung von Kraftfahrzeugen. Die Haushaltsbefragung findet alle drei Jahre statt. Dementsprechend werden im vorliegenden Kasten die beiden Befragungswellen beleuchtet, die 2014 und 2017 durchgeführt wurden. Die verfügbaren Daten zu Pkw-Käufen beziehen sich auf das Jahr vor der jeweiligen Erhebung, also auf 2013 bzw. 2016.<sup>21</sup>

Aus den Mikrodaten geht allgemein hervor, dass Privathaushalte mit einem höheren Einkommen tendenziell teurere Pkw kaufen und sie häufiger wechseln. Abbildung A zeigt, wie der Anteil der privaten Haushalte, die im Jahr vor der Umfrage einen Neu- oder Gebrauchtwagen erworben haben (siehe Abbildung A, Grafik a), und der Median des Anschaffungswerts (siehe Abbildung A, Grafik b) über die verschiedenen Quintile des Bruttohaushaltseinkommens verteilt sind. Der in Grafik b dargestellte Kaufbetrag bezieht sich auf den Erwerb von Neu- und von Gebrauchtwagen, und zwar abzüglich etwaiger Beträge aus der Inzahlungnahme oder dem Verkauf eines Altfahrzeugs.<sup>22</sup> Beide

---

<sup>21</sup> In der ersten HFCS-Welle wurden keine Angaben zu Autokäufen erhoben. Eine Beschreibung der wichtigsten Umfrageergebnisse findet sich in: Household Finance and Consumption Network, [The Household Finance and Consumption Survey: Results from the second wave](#), Statistics Paper Series der EZB, Nr. 18, 2016; Household Finance and Consumption Network, [The Household Finance and Consumption Survey: Results from the 2017 wave](#), Statistics Paper Series der EZB, Nr. 36, 2020.

<sup>22</sup> Die HFCS-Daten können mit den meisten anderen Datenquellen nicht direkt verglichen werden, da diese den Haushaltssektor nicht gesondert erfassen oder sich ausschließlich auf Neuwagen konzentrieren. Die HFCS-Umfrage berücksichtigt indes auch den Erwerb bzw. Verkauf von Gebrauchtwagen durch private Haushalte. Die im Rahmen der HFCS-Befragung erhobenen Euro-Beträge für die Pkw-Anschaffung sind mit den Beträgen aus der Umfrage über die Wirtschaftsrechnungen der privaten Haushalte (Household Budget Survey – HBS) vergleichbar.

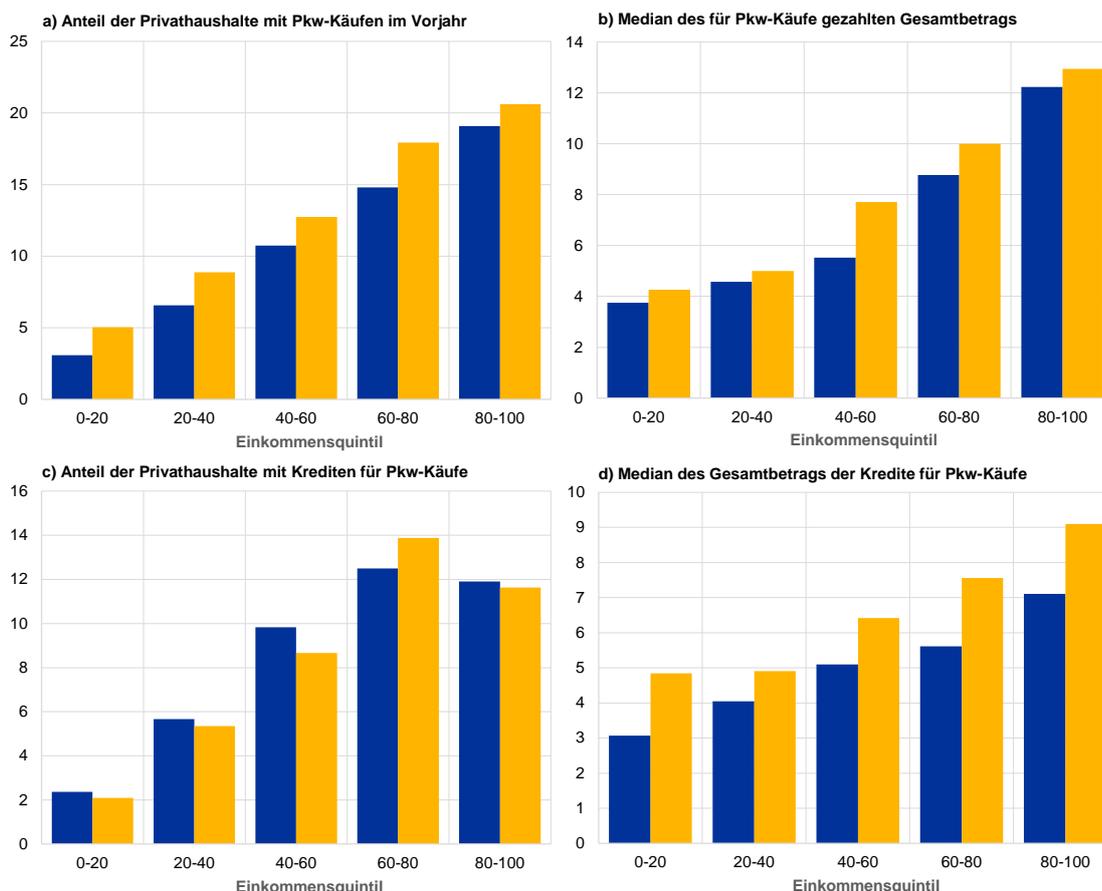
Messgrößen nehmen in den zwei Umfrageswellen mit steigendem Einkommen deutlich zu. So kaufen einkommensstärkere Haushalte tendenziell häufiger Autos und geben dafür auch mehr aus.

## Abbildung A

### Pkw-Käufe und Automobilkredite privater Haushalte im Euroraum

(in % und in Tsd € im Jahr 2017)

■ Umfrageswelle 2014  
■ Umfrageswelle 2017



Quelle: Haushaltsbefragung des Eurosystems zu Finanzen und Konsum (HFCS) in den Jahren 2014 und 2017.

Anmerkung: Die Pkw-Käufe beziehen sich auf den Gesamtnettobetrag, den private Haushalte für in den vergangenen zwölf Monaten erworbene Automobile entrichtet haben, abzüglich etwaiger Beträge aus der Inzahlungnahme oder dem Verkauf eines Altfahrzeugs. Die Kredite zur Finanzierung von Pkw-Käufen beziehen sich auf den ausstehenden Gesamtbetrag aller laufenden Kredite, die für Automobilkäufe aufgenommen wurden. Die Daten umfassen folgende Euro-Länder: Belgien, Deutschland, Estland, Irland, Griechenland, Frankreich, Italien, Zypern, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malta, die Niederlande, Österreich, Portugal, Slowenien und die Slowakei. Für Spanien und Finnland sind keine Angaben zu Pkw-Krediten verfügbar.

Aus den Daten geht hervor, dass die Pkw-Käufe von 2014 bis 2017 über die gesamte Einkommensverteilung hinweg zugenommen haben, was auf eine breit angelegte Erholung zurückzuführen ist. Sowohl der Anteil der privaten Haushalte, die ein Auto erwarben, als auch der Medianwert der gekauften Automobile stiegen in allen Einkommensgruppen an. Konkret erhöhte sich der Anteil der Privathaushalte mit einem Pkw-Kauf in einer Größenordnung um 1,5 bis 3,1 Prozentpunkte. Der Medianwert dieser Fahrzeuge nahm derweil in einer Spanne von 400 € bis 2 100 € zu. Ein ähnlicher Anstieg wurde auch über andere soziodemografische Kategorien (wie Alter, Bildungsniveau und Beschäftigungsstatus) hinweg verzeichnet.

In der gesamten Einkommensverteilung – auch im niedrigeren und mittleren Segment – legten die Pkw-Käufe erheblich zu. Während der Anteil der Haushalte, die ein Auto erwarben, im untersten

Einkommensquintil um etwa 60 % stieg, erhöhte er sich im mittleren Quintil um rund 20 % und im obersten Quintil um 8 %. Dies mag der Tatsache geschuldet sein, dass langlebige Güter wie Pkw besonders prozyklisch sind. In einer Rezession tendieren private Haushalte dazu, die Anschaffung von Gebrauchsgütern aufzuschieben und stattdessen Bedarfsgüter zu kaufen.<sup>23</sup> Besonders ausgeprägt ist dieses Verhaltensmuster bei ärmeren Haushalten, die stärker der Gefahr ausgesetzt sind, arbeitslos zu werden, und die über weniger liquides Vermögen verfügen, um ihre Konsumausgaben zu glätten.

Ist dagegen die Unsicherheit geringer, verleiht dies den Pkw-Käufen Auftrieb. Ein Gebrauchsgut kann von einem privaten Haushalt über seine gesamte Lebensdauer hinweg vielfältig genutzt werden. Mit dem Erwerb eines langlebigen Gutes entscheidet man sich daher, aktuelle und zukünftige Ersparnisse für den aktuellen und zukünftigen Konsum einzusetzen. Privathaushalte, deren weitere Einkommensentwicklung unsicherer ist, haben demnach weniger Anreize, eine solche Anschaffung zu tätigen. Eine nachlassende Unsicherheit, eine geringere Arbeitslosigkeit und optimistischere Wirtschaftsaussichten dürften insbesondere in den unteren Bereichen der Einkommensverteilung zum Anstieg der Pkw-Käufe beigetragen haben (siehe Abbildung A, Grafik a).

Auch die Höhe der für Pkw-Käufe vorgesehenen Kredite nimmt in der Einkommensverteilung zu. Überdies weitet sich der Umfang der Automobilkredite tendenziell mit dem Einkommen aus (siehe Abbildung A, Grafik d). Der Anteil der privaten Haushalte mit einem laufenden Automobilkredit steigt jedoch nur bis zum vierten Einkommensquintil und sinkt dann im fünften Quintil geringfügig (siehe Abbildung A, Grafik c).

Während der Anteil der Haushalte, die Kredite zur Finanzierung von Pkw-Käufen aufgenommen haben, von 2014 bis 2017 weitgehend stabil blieb, erhöhte sich der Gesamtbetrag dieser Kredite über die gesamte Einkommensverteilung hinweg. Der Anteil der privaten Haushalte mit einem Automobilkredit war in den meisten Einkommensquintilen leicht rückläufig (siehe Abbildung A, Grafik c), wobei die Differenz zwischen den beiden Jahren bei maximal 1,5 Prozentpunkten lag. Im gleichen Zeitraum stieg der Medianwert dieser Anschaffungsdarlehen (siehe Abbildung A, Grafik d) in der gesamten Einkommensverteilung in einer Größenordnung um 900 € bis 2 000 €. Prozentual wurde die größte Steigerung bei Privathaushalten im untersten Quintil verzeichnet. Der Anstieg dieses Medianwerts bei einkommensschwachen Haushalten ist möglicherweise auf deren optimistischere Erwartungen hinsichtlich der Wirtschaftsentwicklung und auf weniger bindende Kreditbeschränkungen zurückzuführen.

Die Pkw-Käufe nahmen in Haushaltssegmenten mit einem niedrigen liquiden Nettovermögen stärker zu. Dies lässt darauf schließen, dass das Vorsichtsmotiv ein wichtiger Faktor gewesen sein könnte, der sich während der Großen Rezession dämpfend auf die Ausgaben für Gebrauchsgüter auswirkte. Wie beim Einkommensrisiko wird der Gebrauchsgüterkonsum auch davon beeinflusst, wie gut die privaten Haushalte gegen Schocks in Bezug auf das liquide Nettovermögen abgesichert sind. Ökonomischen Modellen zufolge neigen Haushalte mit einem geringen Liquiditätspuffer dazu, in Rezessionsphasen die Anschaffung langlebiger Güter aufzuschieben und Pkw-Käufe in einer Erholungsphase zu tätigen, wenn sie die Wirtschaftsaussichten zuversichtlicher einschätzen. Aus weiteren Berechnungen geht hervor, dass private Haushalte mit einem im Verhältnis zu ihrem

---

<sup>23</sup> Siehe beispielsweise C. D. Carroll und W. E. Dunn, Unemployment Expectations, Jumping (S,s) Triggers, and Household Balance Sheets, in: B. S. Bernanke und J. Rotemberg (Hrsg.), NBER Macroeconomics Annual, Cambridge: MIT Press, 1997, S. 165-229.

Einkommen nur geringen liquiden Nettovermögen ihre Automobilkäufe stärker ausgeweitet haben. Dies gilt besonders für risikobehaftete Haushalte mit niedrigerem Einkommen.

Mit Blick auf die nähere Zukunft werden sich die Pkw-Käufe aufgrund der Corona-Pandemie verringern. Kurzfristig werden viele Privathaushalte die Anschaffung eines Pkw hinauszögern. Gründe hierfür sind ein infolge der Eindämmungsmaßnahmen stark eingeschränktes Angebot, negative Einkommensschocks sowie eine zunehmende wirtschaftliche und finanzielle Unsicherheit. Die zukünftige Erholung der langlebigen Konsumgüter könnte mittelfristig durch den Nachfragestau und eine mögliche Verschiebung der Präferenzen privater Haushalte von öffentlichen Verkehrsmitteln hin zu privaten Kraftfahrzeugen gestützt werden. Dieser Effekt könnte jedoch dadurch gedämpft werden, dass der Pandemieschock jüngere Haushalte überproportional in Mitleidenschaft ziehen wird. Ein Großteil der Pkw-Käufe entfällt auf dieses Segment, das auch besonders stark von Einkommenseinbußen und zunehmender Unsicherheit betroffen sein dürfte.

---

#### 4 Relative Preise und relativer Konsum von Gebrauchsgütern

**Auf lange Sicht weisen die relativen Preise von Gebrauchsgütern einen nachhaltigen Abwärtstrend auf.** Der am Verhältnis zwischen dem Konsumdeflator für Gebrauchsgüter und jenem für Verbrauchsgüter (einschließlich Gebrauchsgütern mit mittlerer Lebensdauer und Dienstleistungen) gemessene relative Preis ist seit 1999 im Eurogebiet um nahezu 40 % gesunken (siehe Abbildung 8). Dass Gebrauchsgüter erschwinglicher geworden sind, ist der Globalisierung zu verdanken und war auch in anderen Industrieländern wie den Vereinigten Staaten, dem Vereinigten Königreich und Japan zu beobachten. Seit Mitte der 1990er-Jahre ermöglicht es die Globalisierung den Unternehmen in zunehmendem Maße, Konsumgüter kostengünstig von neuen Standorten in den Schwellenländern zu importieren und ihre Produktionskapazitäten dorthin zu verlagern.<sup>24</sup> Darüber hinaus hat der rasche technische Fortschritt zu einem stetigen Preisrückgang bei langlebigen Gütern wie Elektronik geführt. Gleichzeitig stellt diese Entwicklung eine Herausforderung für die Qualitätsbereinigung im Rahmen der statistischen Erfassung von Preisänderungen dar. Kasten 4 beleuchtet die Bedeutung von Gebrauchsgütern für die am HVPI gemessene Inflationsrate im Euroraum.

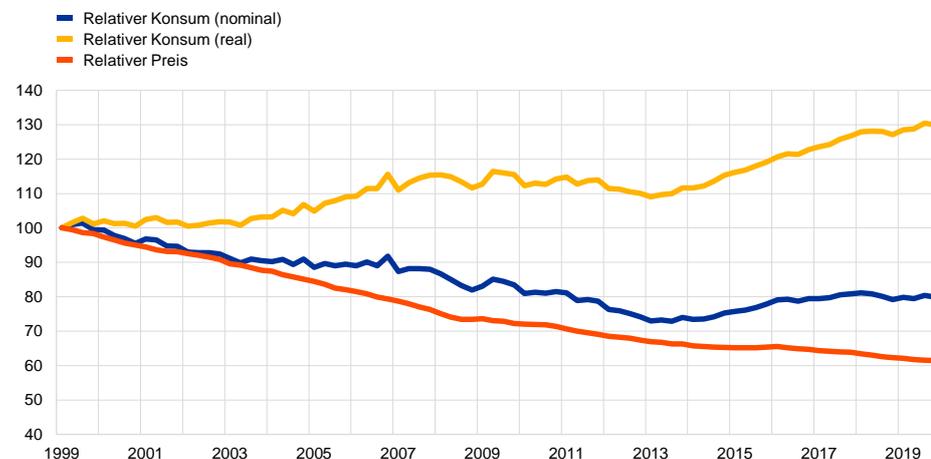
---

<sup>24</sup> Siehe M. Kim und M. B. Reinsdorf, The Impact of Globalization on Prices: A Test of Hedonic Price Indexes for Imports, in: S. N. Houseman und M. Mandel (Hrsg.), Measuring Globalization: Better Trade Statistics for Better Policy, Bd. 1, Kalamazoo: Upjohn Institute Press, 2015.

## Abbildung 8

### Relativer Konsum und relative Preise von Gebrauchsgütern im Euroraum

(Index der relativen Preise und des relativen Konsums in realer und nominaler Rechnung; Q1 1999 = 100)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Index des relativen Konsums errechnet sich aus dem Verhältnis von Gebrauchs- zu Verbrauchsgütern sowohl in realer als auch nominaler Betrachtung. Der Index der relativen Preise entspricht dem Verhältnis zwischen den Deflatoren der Gebrauchsgüter und der Verbrauchsgüter. Die Zeitreihen sind auf das erste Quartal 1999 indiziert (Q1 1999 = 100). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2019.

## Kasten 4

### Einfluss der Gebrauchsgüterpreise auf die Teuerung nach dem HVPI

Luigi Ferrara

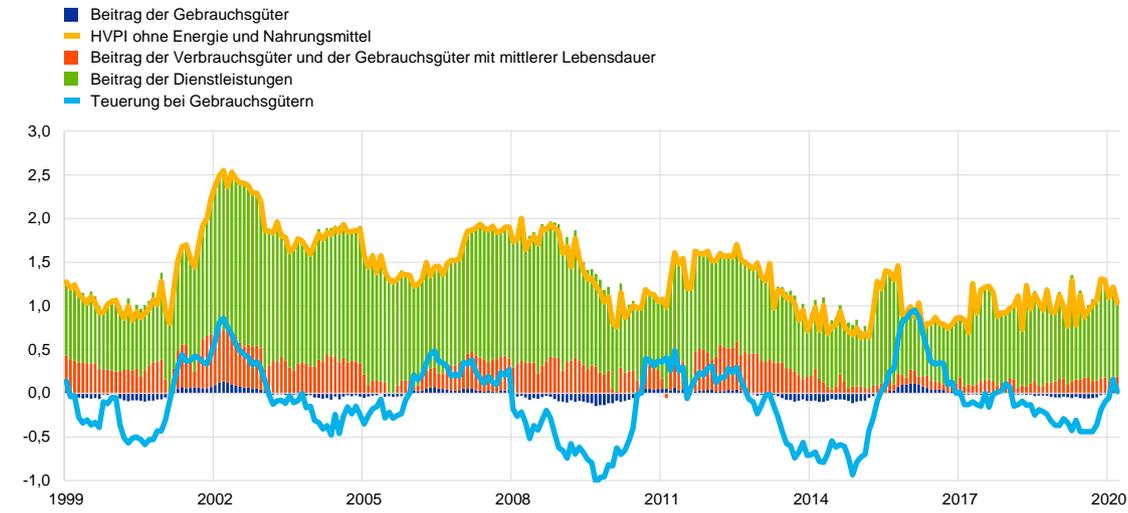
Von den Preisen für langlebige Güter gingen in den vergangenen zwei Jahrzehnten keine Impulse für die Inflationsentwicklung im Euroraum aus. Ihr Beitrag zur Gesamtinflation und zur zugrunde liegenden Inflation belief sich im Schnitt auf null (siehe Abbildung A). Darin spiegeln sich eine leicht negative Teuerungsrate – von durchschnittlich etwa -0,1 % seit 1999 – und das relativ geringe Gewicht der Gebrauchsgüter im HVPI-Warenkorb wider. Seit 1999 beträgt der durchschnittliche Anteil der langlebigen Konsumgüter an den Industriegütern ohne Energie 34 % und am HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel 14 %.<sup>25</sup>

<sup>25</sup> Der Erfassungsbereich des HVPI wurde im Jahr 2000 um verschiedene soziale Dienstleistungen erweitert. Durch diesen Strukturbruch wird ein Vergleich zwischen den Gewichten vor 2001 und jenen für die Zeit ab 2001 erschwert.

## Abbildung A

### Teuerung bei Gebrauchsgütern, HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel und deren Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; in Prozentpunkten; Monatswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2020.

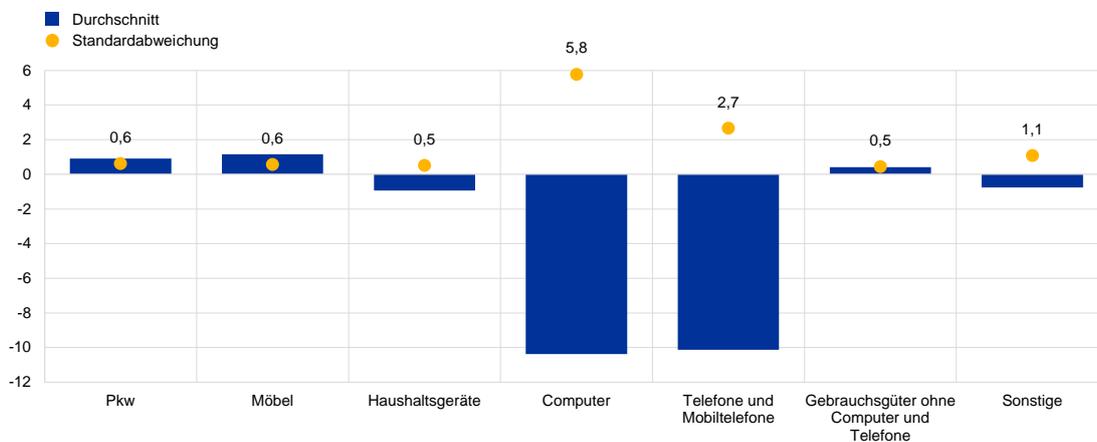
Die Preisentwicklung bei langlebigen Gebrauchsgütern weist einen flachen Trend, aber auch ein gewisses Maß an Zyklizität auf. Eine granulare Analyse zeigt, dass bestimmte Warenpositionen zu beiden Eigenschaften beigetragen haben. In Abbildung B wird die Entwicklung der Gebrauchsgüterpreise in sechs Hauptpositionen aufgeschlüsselt: Pkw, Möbel, Haushaltsgeräte, Computer, Telefone und Sonstige. Die Preise für Computer sind seit 1999 im Durchschnitt um 10 % gesunken und waren im Vorjahresvergleich durchweg rückläufig. Die negativen Jahresänderungsraten waren zudem von erheblicher Volatilität geprägt, wie sich an einer Standardabweichung von fast 6 Prozentpunkten ablesen lässt. Gleiches gilt für die Preise von Telefongeräten.<sup>26</sup> Auch bei den Haushaltsgeräten gingen die Preise im Durchschnitt zurück, wenn auch nicht so stark und mit deutlich geringeren Schwankungen. Im Gegensatz dazu wiesen Automobile und Möbel im Schnitt positive Preissteigerungsraten auf, wobei die Schwankungen wesentlich geringer ausfielen als bei Computern und Telefongeräten. Pkw und Möbel machen mehr als die Hälfte des Gewichts langlebiger Güter im HVPI-Warenkorb aus und prägen die Entwicklung und die Volatilität des HVPI-Teilindex für Gebrauchsgüter. Ohne Computer und Telefone gerechnet wäre die durchschnittliche Teuerungsrate der Gebrauchsgüter in den letzten beiden Jahrzehnten leicht positiv ausgefallen.

<sup>26</sup> Diese Preise sind erst seit Dezember 2017 verfügbar, als die im Jahr 2019 erfolgte Umstellung des HVPI auf die Aufschlüsselung nach COICOP5 vorbereitet wurde.

## Abbildung B

### Wichtige Gebrauchsgüter: durchschnittliche Teuerungsrate und Standardabweichung im Zeitraum von 1999 bis 2020

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %; in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Auf Pkw, Möbel, Haushaltsgeräte, Computer sowie Telefone und Mobiltelefone entfallen zusammen 80 % aller Gebrauchsgüter, wobei die drei erstgenannten Positionen rund 40 %, 20 % bzw. 10 % aller Gebrauchsgüter ausmachen. Die Preissteigerungsrate für Telefone und Mobiltelefone ist erst seit Dezember 2017 verfügbar. In der Teuerungsrate für die Position „Gebrauchsgüter ohne Computer und Telefone“ sind Telefongeräte erst ab Dezember 2017 herausgerechnet; damit sind die Änderungen aufgrund des Wechsels zur COICOP5-Klassifikation berücksichtigt.

Die unterschiedliche Preisentwicklung bei Gebrauchsgütern deutet auf das Wirken idiosynkratischer Faktoren hin. So dürfte der seit Ende der 1990er-Jahre rasch voranschreitende technologische Fortschritt besonders bei Computern zum Tragen gekommen sein. In den HVPI-Statistiken werden solche Fortschritte als Verbesserung der Produktqualität betrachtet, die somit keine reine Preisänderung widerspiegeln. Der Austausch eines bestehenden Rechners durch einen neuen Computer mit mehr Rechenleistung hat daher zur Folge, dass der in der HVPI-Statistik erfasste Preis sinkt. Ähnliche durch Qualitätsverbesserungen bedingte Bereinigungen kommen auch bei den Pkw-Preisen zur Anwendung, wenn auch nicht im gleichen Umfang.<sup>27</sup> Dieser Umstand hat in den letzten beiden Jahrzehnten zu dem relativ moderaten durchschnittlichen Preisanstieg bei Gebrauchsgütern beigetragen.

Idiosynkratische Faktoren können das Erkennen des Zusammenhangs zwischen dem Preisauftrieb bei langlebigen Gütern und regulären Nachfrage- und Kostenfaktoren erschweren. So weist aus Nachfragesicht beispielsweise die Teuerung bei Gebrauchsgütern tendenziell einen Gleichlauf mit dem Wachstum des privaten Konsums auf. Von den Kostenfaktoren her betrachtet zeichnet sie sich durch eine negative Korrelation mit dem Anstieg der Lohnstückkosten aus, was auf eine starke positive Beziehung zum Produktivitätswachstum und weniger zur Lohnentwicklung zurückzuführen ist. Wenngleich es sich bei diesen aggregierten Indikatoren lediglich um grobe Näherungsgrößen der sektorspezifischen Nachfrage- und Kostenbedingungen für langlebige Güter handelt, so legen sie doch nahe, dass sich in den Gebrauchsgüterpreisen der Unternehmen in der Regel konjunkturelle Veränderungen niederschlagen und die Unternehmensgewinne auf Nachfrage- und Kostenschocks reagieren. Die Entwicklung der weltweiten Beschaffung und Produktion ist für den Preisauftrieb bei Gebrauchsgütern ebenfalls relevant. So stieg der direkte und indirekte

<sup>27</sup> Die HVPI-Methodik verlangt, dass tatsächliche Preisänderungen um Qualitätsverbesserungen bereinigt werden. Dies ist vor allem bei Gütern, deren Qualität sich im Zeitverlauf rasch und oftmals erheblich verändert, eine schwierige Aufgabe. Im Sinne der Vergleichbarkeit der Daten sollen die HVPIs für die Länder des Euroraums harmonisierte Ergebnisse liefern, wobei die statistischen Instrumente und Verfahren, die zu diesen Ergebnissen führen, jedoch variieren können.

Importgehalt der gesamten Industrieerzeugnisse ohne Energie von 20 % im Jahr 2000 auf gut 25 % im Jahr 2014 an.<sup>28</sup> Bei den langlebigen Konsumgütern dürften die Anteile ähnlich hoch sein.

---

**Im Zeitverlauf ging der Rückgang der relativen Preise mit einer Zunahme des realen Konsums langlebiger Güter in Relation zu anderen Konsumgütern einher.** Wie aus Abbildung 8 hervorgeht, haben günstige Preisentwicklungen zu einem Anstieg des realen Anteils von Gebrauchsgütern am Gesamtkonsum beigetragen, auch wenn der entsprechende nominale Anteil leicht gesunken ist. Darüber hinaus zeigt Grafik a in Abbildung 9, dass es sich hierbei um ein allgemeines Phänomen handelt, das auf lange Sicht nicht nur im Euroraum insgesamt, sondern auch in den vier größten Mitgliedstaaten zu beobachten ist. Über den Konjunkturzyklus hinweg kann der relative Konsum langlebiger Güter jedoch auf länderspezifische Konjunkturbedingungen reagieren, wenn ein Nachfragestau und Aufholeffekte zum Tragen kommen. Grafik b veranschaulicht, dass die relativen Preise in konjunkturellen Schwächephasen zwar weiter sinken, die Verbraucher aber mitunter nicht von den günstigen Preisen profitieren können. So haben etwa in Italien und Spanien im Zeitraum 2008-2012 andere Faktoren wie das rückläufige verfügbare Einkommen und die zunehmende Arbeitslosigkeit den Konsum generell beeinträchtigt. Der Aufschub großer Anschaffungen während der lang anhaltenden Rezessionsphase führte zu einem veralteten Bestand an Gebrauchsgütern, was wiederum einen Nachfragestau verursachte.<sup>29</sup> Folglich dürfte das in Grafik c dargestellte anschließende Wachstum auf Nachholeffekte im Zuge der verbesserten Wirtschaftslage zurückzuführen sein.

---

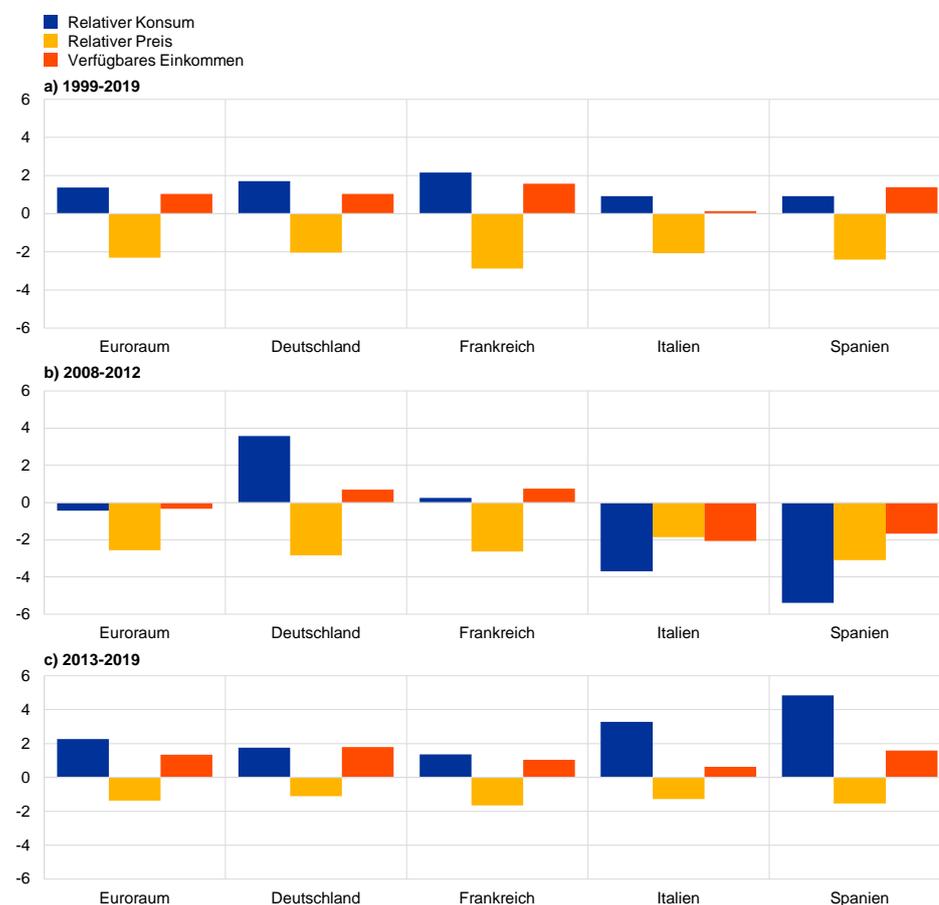
<sup>28</sup> Siehe S. Schäfer in: E. Ortega und C. Osbat (Hrsg.), [Exchange rate pass-through in the euro area and EU countries](#), Kasten 1, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 241, April 2020.

<sup>29</sup> Siehe M. Dossche und L. Saiz, [Konsum von Gebrauchsgütern im anhaltenden Wirtschaftsaufschwung](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 1/2018, EZB, Februar 2018.

## Abbildung 9

### Entwicklung des relativen Konsums, der relativen Preise und des real verfügbaren Einkommens

(durchschnittliche Jahreswachstumsraten in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der relative Konsum entspricht dem Verhältnis des Ausgabenvolumens für Gebrauchsgüter zum Ausgabenvolumen für Verbrauchsgüter. Der relative Preis stellt das Verhältnis zwischen den Deflatoren der Gebrauchsgüter und der Verbrauchsgüter dar. Das verfügbare Einkommen ist in realer Rechnung angegeben und entspricht aufgrund der Datenverfügbarkeit dem Durchschnittswert des Zeitraums 2000-2019 in Grafik a.

## 5 Strukturelle Zerlegung der Konsumausgaben unter Berücksichtigung gebrauchsgüterspezifischer Schocks

**In diesem Abschnitt sollen die Bestimmungsfaktoren des Gesamtkonsums empirisch untersucht und dabei gebrauchsgüterspezifischen Faktoren Rechnung getragen werden.** In der empirischen Fachliteratur gibt es insbesondere für das Euro-Währungsgebiet nur wenige Studien, die beim Konsum zwischen Gebrauchs- und Verbrauchsgütern unterscheiden und deren Verflechtung beleuchten. Der geringe Bestand an diesbezüglichen Analysen ist darauf zurückzuführen, dass offiziell noch keine aggregierten Daten zu den Gebrauchs-güterausgaben im Euroraum veröffentlicht wurden. Auch für die einzelnen Länder stehen erst seit Kurzem entsprechende Daten zur Verfügung. Außerdem lassen sich Gebrauchsgüter aufgrund ihrer bereits erörterten spezifischen Eigenschaften

(Langlebigkeit, Abschreibung und Abhängigkeit von Kreditbedingungen) nur schwer in ein Konsummodell einbinden, das auch Verbrauchsgüter umfasst.

**Die empirische Untersuchung stützt sich auf ein vektorautoregressives Modell (VAR-Modell) mit Gebrauchsgütern, wobei die strukturellen Schocks theoriebasiert bestimmt werden.**<sup>30</sup> Der Analyse liegt die Vorstellung zugrunde, dass der Gesamtverbrauch besser modelliert werden kann, wenn die Konsumausgaben für langlebige und nicht langlebige Güter getrennt voneinander betrachtet werden. Grund hierfür sind die asynchrone Anpassung dieser Güter und mögliche Übertragungseffekte, die bei Liquiditätsengpässen von gebrauchsgüterbedingten Schocks auf den Konsum von Verbrauchsgütern ausgehen.<sup>31</sup> Das Modell verwendet fünf Variablen, und zwar das Volumen und die Preise von Verbrauchs- und Verbrauchsgütern sowie den Nominalzins für Konsumentenkredite. Um die Entwicklung der Konsumausgaben anhand von Fundamentalfaktoren interpretieren zu können, werden fünf strukturelle Treiber identifiziert. Dabei handelt es sich um die Nachfrage nach und das Angebot an Gebrauchsgütern, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und das gesamtwirtschaftliche Angebot (näherungsweise anhand von Angebot und Nachfrage bei Verbrauchsgütern ermittelt) sowie die allgemeinen monetären Bedingungen, die sowohl die Geldpolitik als auch die Kreditbedingungen umfassen. Die Identifikation erfolgt anhand einer Kombination aus Null- und Vorzeichenrestriktionen gemäß einem theoretischen Modell. Das bayesianisch geschätzte VAR-Modell enthält zeitvariable Parameter.

**Mit dieser Methodik lassen sich die Konsumausgaben in die Beiträge struktureller Schocks zerlegen.** In Abbildung 10 ist eine historische Zerlegung der Entwicklung des Gesamt- und des Gebrauchsgüterkonsums im Eurogebiet dargestellt. Mit Blick auf den Gesamtkonsum lassen die Ergebnisse in Grafik a darauf schließen, dass die Konsumausgaben vor dem Hintergrund negativer gesamtwirtschaftlicher Angebotsschocks, die von 2008 bis 2013 zu beobachten waren, sowohl in der Finanz- als auch in der Staatsschuldenkrise aus zyklischer Sicht maßgeblich von nachfrageseitigen Faktoren bestimmt wurden. Diese waren nämlich ausschlaggebend sowohl für den Abschwung in den beiden Krisenphasen als auch für die kurze Zwischenphase der Erholung. Die negativen Auswirkungen nachfrageseitiger Faktoren wurden durch die ungünstigen monetären Bedingungen während der Finanzkrise noch verstärkt.<sup>32</sup> Dem Modell zufolge leisteten die gesamtwirtschaftlichen Angebotsschocks in den ersten Jahren der 2014 einsetzenden Erholung einen erheblich positiven Beitrag. Diese Schocks spiegelten neben anderen Faktoren einen positiven Effekt sehr niedriger Energiepreise wider, da sie zeitlich mit einem unerwarteten Ölpreisverfall zusammenfielen, der den privaten Haushalten im Euroraum eine deutlich höhere Kaufkraft bescherte und

<sup>30</sup> Der Ansatz basiert auf A. Casalis und G. Krustev, [Cyclical drivers of euro area consumption: what can we learn from durable goods?](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2386, April 2020.

<sup>31</sup> Siehe E. Chah, V. Ramey und R. Starr, *Liquidity Constraints and Intertemporal Optimisation: Theory and Evidence from Durable Goods*, *Journal of Money, Credit and Banking*, Bd. 27, Ausgabe 1, 1995, S. 272-287.

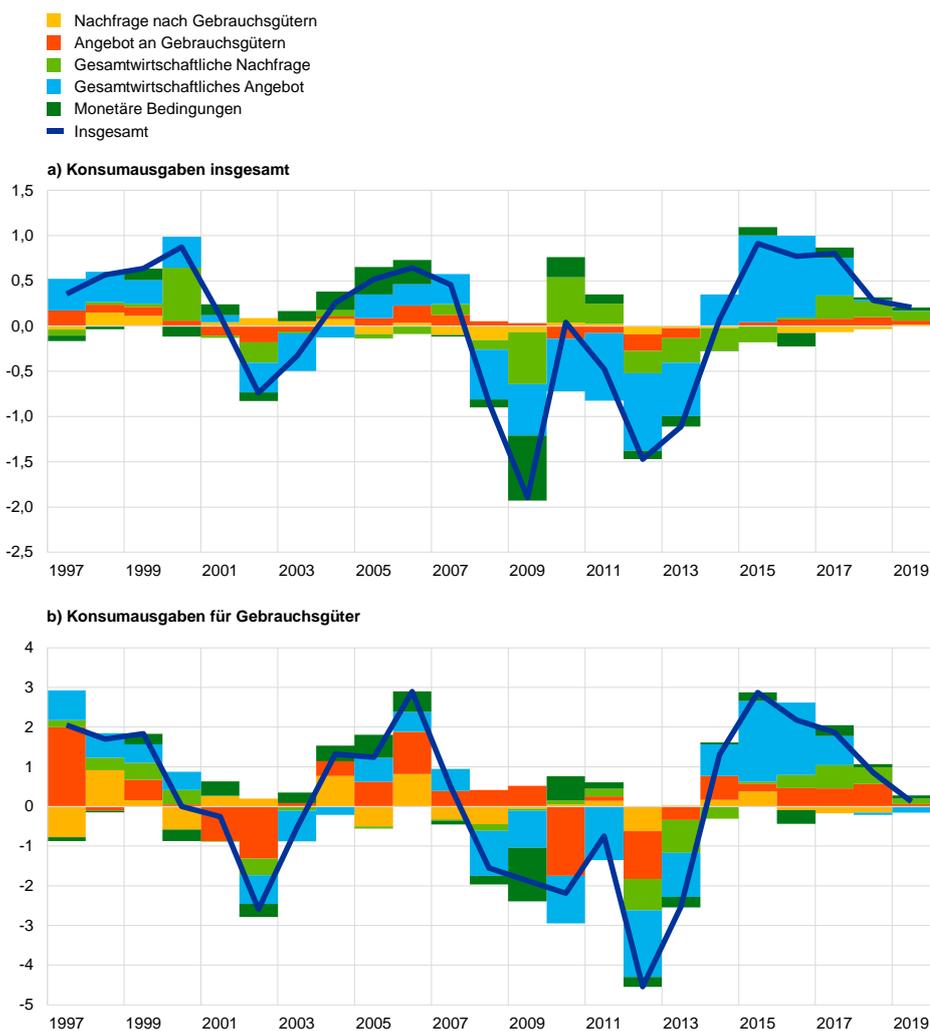
<sup>32</sup> Wie bereits erwähnt, umfassen die monetären Bedingungen in diesem Fall sowohl die Geldpolitik als auch die allgemeinen Kreditbedingungen. Interessanterweise untermauert der negative Beitrag der monetären Bedingungen im Jahr 2009 die in Abbildung 5 dargestellte Verknappung des Kreditangebots.

somit den Konsumausgaben Auftrieb verlieh.<sup>33</sup> Das seit 2018 verlangsamte Konsumwachstum lässt sich durch eine Kombination aus Nachfrage- und Angebotsschocks erklären. In den Angebotsschocks schlugen sich möglicherweise die negativen Auswirkungen der seit 2017 wieder steigenden Energiepreise auf die Kaufkraft der Verbraucher nieder.

### Abbildung 10

#### Modellbasierte historische Zerlegung der privaten Konsumausgaben im Euroraum

(Beiträge der strukturellen Bestimmungsfaktoren in Prozentpunkten zur durchschnittlichen Jahreswachstumsrate der privaten Konsumausgaben ohne Trend, in %)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Zerlegung der Jahreswachstumsrate der privaten Konsumausgaben basiert auf einem bayesianischen VAR-Konsummodell langlebiger Güter mit zeitvariablen Parametern. Das Modell orientiert sich an A. Casalis und G. Krustev, *Cyclical drivers of euro area consumption – what can we learn from durable goods?*, Working Paper Series der EZB, Nr. 2386, April 2020. Die Aufgliederung der privaten Konsumausgaben in strukturelle Schocks (Nachfrage nach Gebrauchsgütern, Angebot an Gebrauchsgütern, gesamtwirtschaftliche Nachfrage, gesamtwirtschaftliches Angebot sowie allgemeine monetäre Bedingungen/ Kreditbedingungen) beruht auf einem Identifikationsschema mit einer Kombination aus Null- und Vorzeichenrestriktionen.

<sup>33</sup> Siehe M. Dossche, M. Forsells, L. Rossi und G. Stoevsky, *Private Konsumausgaben und ihre Bestimmungsfaktoren im aktuellen Konjunkturaufschwung*, Wirtschaftsbericht 5/2018, EZB, September 2018.

**Die Modellergebnisse bestätigen die prozyklische Rolle der Gebrauchsgüter-spezifischen Faktoren.** So gingen von den mit langlebigen Gütern zusammenhängenden Angebotsschocks auch in den letzten Jahren des 2019 endenden Beobachtungszeitraums positive, wenngleich moderate Konsumimpulse aus. Der seit etwa 2016 verzeichnete negative Beitrag gebrauchsgüterspezifischer Nachfragefaktoren dürfte hingegen damit zusammenhängen, dass die Aufholeffekte, die von der krisenbedingt aufgestauten Nachfrage nach langlebigen Gütern ausgehen, allmählich nachlassen.

**Gesamtwirtschaftliche Schocks üben einen starken Einfluss auf die Entwicklung der Gebrauchsgüter und der Wirtschaft im Allgemeinen aus.** Erwartungsgemäß wirken sich gebrauchsgüterbedingte Schocks deutlicher auf die Ausgaben für langlebige Güter (siehe Abbildung 10, Grafik b) als auf den Gesamtkonsum aus (siehe Abbildung 10, Grafik a). Indessen sind gesamtwirtschaftliche Schocks – wie Schocks in Bezug auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, das gesamtwirtschaftliche Angebot und die monetären Bedingungen – für die Entwicklung der Gebrauchsgüter mindestens genauso relevant wie sektorspezifische Schocks. Dies stützt die Evidenz, dass Gebrauchsgüter erheblich unter dem Einfluss des allgemeinen Konjunkturzyklus stehen und somit als nützlicher Indikator der jeweiligen Konjunkturbedingungen dienen.

## 6 Schlussbemerkungen

**Im vorliegenden Aufsatz wurde mit Blick auf die längerfristigen Trends untersucht, welche Rolle den Gebrauchsgütern als Konjunkturmotor für den Konsum im Euro-Währungsgebiet zukommt.** Auf der Grundlage empirischer Ergebnisse lässt sich die Verlangsamung in den Jahren 2018-2019 – verglichen mit der kräftigen Konsumdynamik in den Frühphasen der jüngsten Erholung – am besten als Normalisierung nach dem Wegfall einiger günstiger, jedoch vorübergehender Faktoren interpretieren, die in den vorangegangenen Jahren zum Tragen gekommen waren.

**Was die nähere Zukunft betrifft, so werden die Ausgaben für Gebrauchsgüter aufgrund der Ausbreitung des Coronavirus und der daraus folgenden tiefen Rezession sehr wahrscheinlich im laufenden Jahr drastisch sinken, da viele Geschäfte während des Lockdowns schließen mussten und die privaten Haushalte große Anschaffungen aufschieben.** Im gegenwärtigen Umfeld großer Unsicherheit verdeutlichen die Erfahrungen der Vergangenheit einmal mehr den hohen Nutzen, den wirtschaftliche Analysen auf Basis der verfügbaren Daten zu den Gebrauchsgüteraussgaben haben. Die politischen Entscheidungsträger sind daher angehalten, die Entwicklung dieser Güter genau zu beobachten, da sie dazu beitragen können, den Zustand der Gesamtwirtschaft aufzuzeigen, und Hinweise zum künftigen Erholungspfad liefern. Wenn sich – wie zu erwarten – die Corona-Krise als vorübergehend erweist und es gelingt, die finanziellen Verstärkungseffekte in Grenzen zu halten, könnten die aufgeschobenen Gebrauchsgüterkäufe kurzfristig zu einem Nachfragestau und im weiteren Verlauf zu Aufholeffekten führen, sobald sich die Wirtschaftslage normalisiert. In einem ungünstigeren Szenario könnte sich

der Gebrauchsgüterkonsum langsamer erholen, wenn nämlich die privaten Haushalte ihre angestrebten Bestände angesichts niedrigerer langfristiger Einkommenserwartungen reduzieren.

## 2 Bestimmungsfaktoren der steigenden Erwerbsbeteiligung – die Bedeutung von Reformen der Alterssicherung

Katalin Bodnár und Carolin Nerlich

### 1 Einleitung

**Die Entwicklung des Arbeitskräfteangebots ist eine wichtige Bestimmungsgröße des Produktionspotenzials und daher auch für die Geldpolitik relevant.**

Im Euroraum wird sie unter anderem von der Bevölkerungsalterung stark beeinflusst.<sup>34</sup> Vor diesem Hintergrund ist es wichtig zu verstehen, wie sich demografische Veränderungen in den unterschiedlichen Kohorten im erwerbsfähigen Alter zusammen mit strukturellen Faktoren wie etwa politischen Reformen auf den Arbeitsmarkt auswirken werden. Mit Blick auf die Zukunft spielt dies bei der Beurteilung der Aussichten für das Potenzialwachstum eine Rolle, wobei die Unsicherheit allerdings zuletzt aufgrund der Corona-Pandemie (Covid-19) deutlich zugenommen hat.

**Mit der Alterung der geburtenstarken Jahrgänge hat der Bevölkerungsanteil der älteren Kohorte im erwerbsfähigen Alter (55- bis 74-Jährige) allmählich zugenommen.** Dies würde einen Rückgang der Erwerbsbeteiligung insgesamt nahe legen, da die Erwerbsquote dieser älteren Arbeitskräfte im Vergleich zu anderen erwerbsfähigen Jahrgängen in der Regel deutlich niedriger war.<sup>35</sup> Das entspricht jedoch nicht der in den vergangenen zwei Jahrzehnten beobachteten Entwicklung. Vielmehr haben die meisten Länder des Euroraums seit den frühen 2000er-Jahren eine Zunahme des Arbeitskräfteangebots verzeichnet, die vor allem auf die Veränderung der Erwerbsbeteiligung zurückzuführen war. Darüber hinaus war der stärkste Anstieg der Erwerbsbeteiligung bei älteren Beschäftigten auszumachen, nachdem es hier vor der Jahrtausendwende zu einem merklichen Rückgang gekommen war.<sup>36</sup>

**Dies wirft die Frage auf, welche Bestimmungsfaktoren hinter dem Anstieg der Erwerbsbeteiligung älterer Arbeitskräfte stehen.** Wann eine Arbeitskraft den Arbeitsmarkt verlässt und in den Ruhestand eintritt, ist eine komplexe individuelle Entscheidung. Sie hängt unter anderem von der jeweiligen Arbeitsmarktsituation, der Ausgestaltung des nationalen Sozialversicherungssystems sowie dem Gesundheitszustand und den persönlichen Präferenzen jedes Einzelnen ab. Auch die Nettovermögenslage der älteren Beschäftigten und in diesem Zusammenhang die wachsende Bedeutung der betrieblichen Altersversorgung dürften ihre

---

<sup>34</sup> Weitere Einzelheiten hierzu finden sich in: EZB, [Bevölkerungsalterung und Reformen der Alterssicherung – Relevanz für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung](#), Wirtschaftsbericht 2/2018, März 2018; EZB, [Arbeitskräfteangebot und Beschäftigungswachstum](#), Wirtschaftsbericht 1/2018, Februar 2018.

<sup>35</sup> Im Jahr 2019 lag die Erwerbsbeteiligung der 15- bis 54-Jährigen bei rund 76 %, verglichen mit etwa 40 % bei den 55- bis 74-Jährigen.

<sup>36</sup> Siehe EZB, [Aktuelle Entwicklung des Arbeitskräfteangebots im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 6/2017, September 2017.

Entscheidungen über den Ruhestand zumindest indirekt beeinflussen – nicht zuletzt, weil ein höheres Nettovermögen dazu beitragen kann, möglicherweise sinkende Rentenansprüche auszugleichen. Viele dieser Faktoren haben sich im Laufe der Zeit verbessert. Tatsächlich spiegeln der verbesserte Gesundheitszustand, die wachsende Lebenserwartung, das höhere Bildungsniveau – vor allem bei Frauen – und das steigende Nettovermögen langfristige Trends wider, die bereits weit vor der Jahrtausendwende eingesetzt hatten. Diese Faktoren dürften zwar zum Anstieg der Erwerbsbeteiligung beigetragen haben, können die besonders starke Zunahme der Erwerbsbeteiligung älterer Arbeitskräfte seit dem Jahr 2000 aber nicht vollständig erklären. Diese könnte in der Tat durch aktuellere politische Veränderungen wie Reformen der Alterssicherung gestützt worden sein, die ältere Beschäftigte dazu veranlasst haben, durch einen späteren Renteneintritt länger am Arbeitsmarkt zu verbleiben. Vor diesem Hintergrund liegt der Schwerpunkt dieses Aufsatzes in erster Linie auf der Rolle von Reformen der Alterssicherungssysteme.

**Die meisten Länder des Euro-Währungsgebiets haben in den letzten beiden Jahrzehnten umfangreiche Reformen der Alterssicherung beschlossen, um die Risiken für die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu verringern.** Rentenreformen sind unerlässlich zur Bewältigung der Herausforderungen, die sich durch die Bevölkerungsalterung für die finanzielle Tragfähigkeit der (im Euroraum überwiegend umlagefinanzierten) staatlichen Alterssicherungssysteme ergeben. Zugleich muss durch die Rentenzahlungen sichergestellt sein, dass die Versorgungsleistungen sozial angemessen sind. Die beschlossenen Rentenreformen zielten vor allem darauf ab, den Leistungsumfang der Altersversorgungssysteme zu verringern und die Voraussetzungen einzuschränken, unter denen ein Eintritt in den Ruhestand und insbesondere in den vorzeitigen Ruhestand möglich ist. Dies dürfte ältere Arbeitskräfte dazu bewegen, sich länger am Arbeitsmarkt zu beteiligen. Ergänzt wurden diese Rentenreformen in einigen Fällen durch Arbeitsmarktreformen, die auf ältere Beschäftigte zugeschnitten waren – etwa durch die Schaffung von Anreizen für die Arbeitsplatzsuche oder Maßnahmen, durch die die Weiterbeschäftigung älterer Arbeitskräfte unterstützt wird.

**Allerdings ist es angesichts des Covid-19-Schocks – sofern er länger andauert – eher fraglich, ob sich dieser Anstieg der Erwerbsbeteiligung älterer Beschäftigter fortsetzen wird.** Erfahrungen im Zusammenhang mit früheren Schocks deuten darauf hin, dass ältere Arbeitskräfte (vor allem solche mit einem niedrigeren Bildungsniveau) besonders stark von lange anhaltenden negativen makroökonomischen Schocks betroffen sein können.<sup>37</sup> Wenn die Nachfrage am Arbeitsmarkt deutlich sinkt und Arbeitskräfte entlassen werden, könnten sie bei der Arbeitssuche entmutigt werden und sich vom Arbeitsmarkt zurückziehen. Ältere Menschen können einen solchen Rückzug möglicherweise nicht rückgängig machen, wenn sich die wirtschaftliche Lage wieder verbessert, sodass ihre Erwerbsbeteiligung unter Umständen dauerhaft beeinträchtigt wird. In der aktuellen durch Covid-19 ausgelösten makroökonomischen Schocksituation kann dieser Effekt durch einige Faktoren noch verstärkt werden. Erstens kann der direkte Gesundheitschock, der sich durch mit zunehmendem Alter steigenden Sterblichkeitsraten

---

<sup>37</sup> Siehe OECD, All in it together? The experience of different labour market groups following the crisis, Employment Outlook der OECD, OECD Publishing, 2013, S. 19-63.

auszeichnet, dazu führen, dass ältere Arbeitskräfte weniger bereit sind, die Phase ihrer Erwerbstätigkeit zu verlängern. Zweitens sind Sektoren, in denen Ältere tendenziell länger beruflich tätig sind (beispielsweise in Dienstleistungsbranchen), dem Schock besonders stark ausgesetzt. Allerdings tragen die im Euroraum implementierten Kurzarbeitsregelungen zur Aufrechterhaltung der Beschäftigungsverhältnisse bei und dürften etwaige im Gefolge des Schocks eintretende Entmutigungseffekte abmildern.<sup>38</sup> Des Weiteren kann die aktuelle Krise das verfügbare Einkommen und – über Pensionsfonds und andere private Anlagen – das Nettovermögen der Beschäftigten negativ beeinflussen. Dies führt unter Umständen dazu, dass ältere Arbeitskräfte ihre Erwerbsphase verlängern, wodurch ein Teil der zuvor genannten negativen Auswirkungen kompensiert werden könnte.

**Der aktuelle Schock unterscheidet sich möglicherweise von dem der Finanzkrise.** Während sich der trendmäßige Anstieg der Erwerbsbeteiligung älterer Arbeitskräfte nach 2008 anders als bei früheren Schocks fortsetzte,<sup>39</sup> könnten die Arbeitsmarktsituation der älteren Beschäftigten, ihre Arbeitsbereitschaft und damit ihre Erwerbsbeteiligung derzeit stärker gefährdet sein. Ausschlaggebend hierfür sind möglicherweise die Besonderheiten des aktuellen Gesundheitsschocks, die heterogene Entwicklung der einzelnen Sektoren sowie Unterschiede hinsichtlich der Bereitschaft der Staaten zur Durchführung weiterer Rentenreformen. Angesichts der Tatsache, dass ältere Beschäftigte zuletzt den größten Beitrag zum jüngsten Anstieg der Erwerbsbeteiligung leisteten, könnten die Auswirkungen des makroökonomischen Schocks auf die Situation der älteren Arbeitskräfte am Arbeitsmarkt die Erwerbsbeteiligung insgesamt stark beeinflussen.

**Der vorliegende Aufsatz ist wie folgt gegliedert:** Abschnitt 2 gibt einen allgemeinen Überblick über die Entwicklung der Erwerbsbeteiligung in den einzelnen Ländern des Euroraums in den vergangenen zwei Jahrzehnten. In Abschnitt 3 werden die Indikatoren des Renteneintrittsalters älterer Beschäftigter im Eurogebiet erörtert. In Abschnitt 4 werden unterschiedliche Faktoren, die die Erwerbsbeteiligung älterer Arbeitskräfte beeinflussen können (darunter Reformen der Alterssicherung), aus konzeptioneller Sicht erörtert. Kasten 1 ergänzt die Analyse, indem auf die Bedeutung von Arbeitsmarktreformen für ältere Arbeitskräfte eingegangen wird, während Kasten 2 die Zusammensetzung des Nettovermögens älterer Kohorten beleuchtet. Abschnitt 5 liefert einen Überblick über die seit den frühen 2000er-Jahren von den Euro-Ländern beschlossenen und umgesetzten Rentenreformen und beschreibt deren mögliche Auswirkungen auf die Erwerbsbeteiligung älterer Beschäftigter. Abschließend erfolgt in Abschnitt 6 ein vorläufiger Ausblick auf die Entwicklung der Erwerbsbeteiligung in den Ländern des Euroraums. Zudem wird untersucht, wie sich diese auf das künftige Arbeitskräfteangebot und das Potenzialwachstum auswirken könnte, auch vor dem Hintergrund des Covid-19-Schocks.

---

<sup>38</sup> Siehe hierzu Kasten 5 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

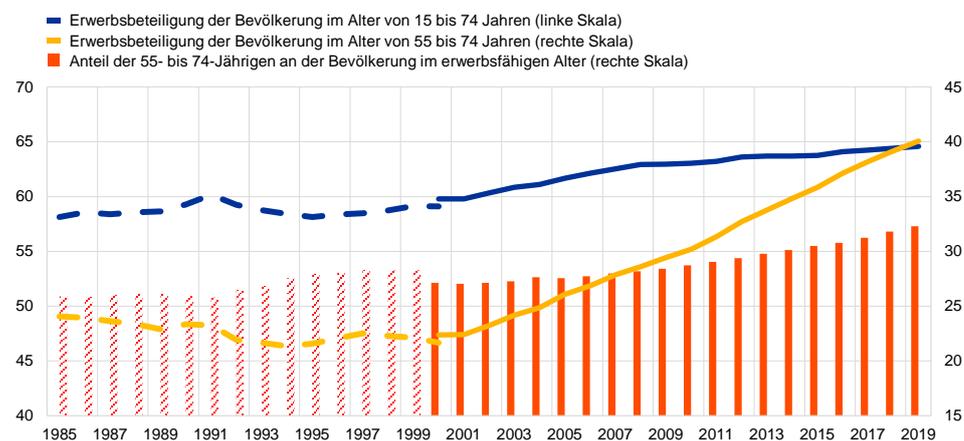
<sup>39</sup> Siehe [Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 159, 2015.

## 2 Veränderung der Erwerbsbeteiligung im Euro-Währungsgebiet

**Die Erwerbsbeteiligung hat in den vergangenen beiden Jahrzehnten in den Euro-Ländern zugenommen.** Im Euroraum erhöhte sich die Gesamterwerbsquote der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (d. h. von 15 bis 74 Jahren) in den vergangenen beiden Dekaden um fast 5 Prozentpunkte auf 64,5 % im Jahr 2019. Zuvor hatte die Erwerbsbeteiligung insgesamt über einen längeren Zeitraum einen flachen Verlauf aufgewiesen (siehe Abbildung 1).<sup>40</sup> Im Gegensatz dazu entwickelte sich die Erwerbsbeteiligung älterer Arbeitskräfte u-förmig, da sie bis zum Jahr 2000 sank und zwischen 2001 und 2019 stark zunahm.

**Abbildung 1**  
Entwicklung der Erwerbsbeteiligung und des Bevölkerungsanteils älterer Arbeitskräfte im Euroraum

(Erwerbsbeteiligung: Anteil der 55- bis 74-jährigen Erwerbspersonen an der Bevölkerung im Alter von 55 bis 74 Jahren in %; Bevölkerungsanteil: Anteil der 55- bis 74-Jährigen an der Bevölkerung im Alter von 15 bis 74 Jahren in %)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Eurostat-Daten für den Euroraum insgesamt liegen ab dem Jahr 2000 vor. Die längsten Zeitreihen stehen für Deutschland, Frankreich und Italien zur Verfügung und gehen bis zum Jahr 1983 zurück. Für den Zeitraum von 1983 bis 1999 wurde die Aggregation der Daten dieser drei Länder verwendet (dargestellt durch die gestrichelten Linien und schraffierten Balken).

### Seit dem Jahr 2000 ist die Erwerbsbeteiligung älterer Beschäftigter im Euroraum im Vergleich zu jener anderer Altersgruppen am stärksten angestiegen.

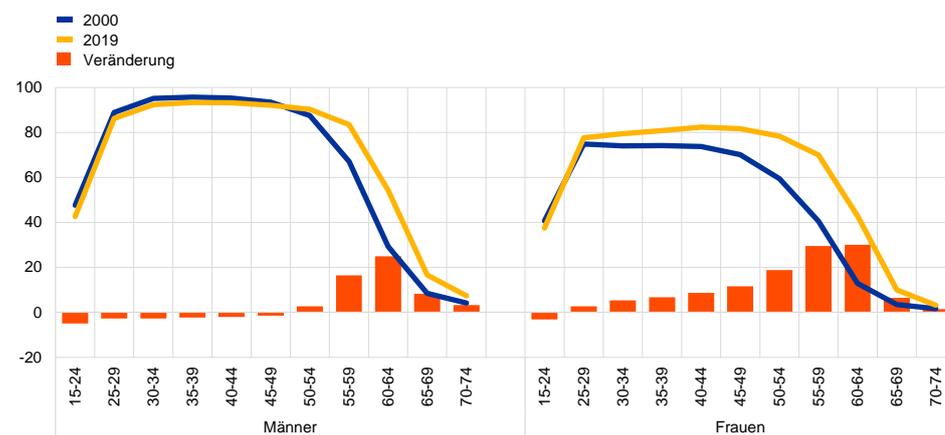
Die Erwerbsbeteiligung hat sich in fast allen Altersgruppen erhöht. Während sie bei den unter 55-Jährigen nur moderat gestiegen und bei den 15- bis 24-Jährigen sogar leicht rückläufig ist, hat sie bei den 55- bis 74-Jährigen im Eurogebiet seit 2000 rund 15 Prozentpunkte zugelegt. Bei den 55- bis 64-Jährigen lag der Anstieg sogar deutlich über 20 Prozentpunkten. Im Jahr 2019 war der Anteil der Personen, die sich vom Arbeitsmarkt zurückzogen, in der Altersgruppe der 65- bis 69-Jährigen am höchsten, während dies im Jahr 2000 bei den 60- bis 64-Jährigen der Fall war. Vor 20 Jahren schieden 20 % der männlichen Beschäftigten aus dem Arbeitsmarkt aus, als sie zwischen 55 und 59 Jahren alt waren, während 38 % den Arbeitsmarkt im Alter von 60 bis 64 Jahren verließen. Für 2019 liegen die betreffenden Werte bei 7 % bzw. 30 %. Ein ähnliches Bild ergibt sich bei der Betrachtung der weiblichen Beschäftigten. Die Erwerbsbeteiligung von Frauen im

<sup>40</sup> Quelle: Statistiken der OECD.

Alter von 55 bis 59 Jahren ist nun so hoch wie jene der 45- bis 49-Jährigen zwei Jahrzehnte zuvor (siehe Abbildung 2). Diese Zahlen deuten auf wesentliche Veränderungen in der älteren Kohorte der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter hin.

**Abbildung 2**  
Erwerbsbeteiligung im Euroraum nach Geschlecht und Altersgruppe

(Anteil der jeweiligen Bevölkerungsgruppe in %; Veränderung in Prozentpunkten)



Quelle: Eurostat.

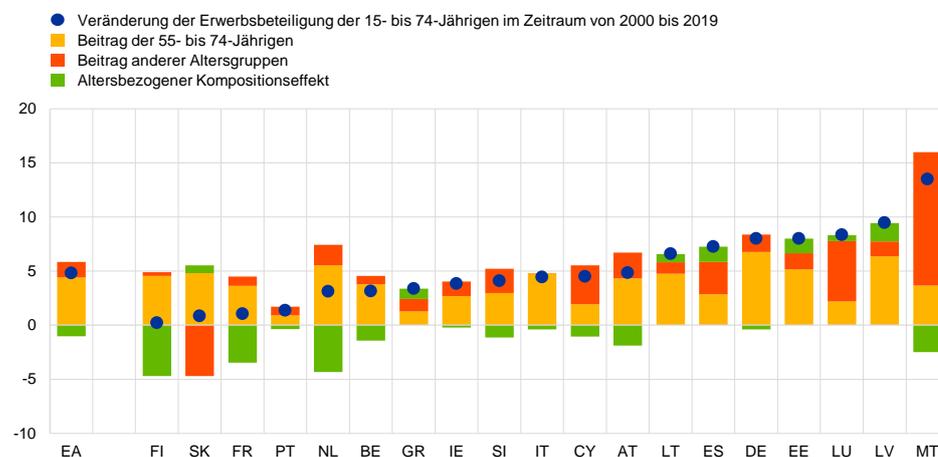
**Der positive Beitrag des Anstiegs der Erwerbsbeteiligung älterer Arbeitskräfte übertraf bei Weitem die negativen Auswirkungen der Bevölkerungsalterung.**

Der Bevölkerungsanteil der 55- bis 74-Jährigen stieg deutlich von etwa 27 % Anfang der 1980er-Jahre auf 32 % im Jahr 2019 (siehe Abbildung 1). Die Zunahme ist vor allem darauf zurückzuführen, dass die geburtenstarken Jahrgänge diese Altersgruppe erreicht haben. Angesichts der generell niedrigeren Erwerbsbeteiligung älterer Beschäftigter im Vergleich zu jenen im Haupterwerbsalter (siehe Abbildung 2) entsteht dadurch ein negativer Kompositionseffekt auf die Erwerbsbeteiligung insgesamt. Dies wurde jedoch durch den Anstieg der Erwerbsbeteiligung älterer Arbeitskräfte mehr als kompensiert, sodass sich unter dem Strich ein deutlich positiver Gesamteffekt ergab. Auf die Altersgruppe, in der die Erwerbsbeteiligung am stärksten zunahm (d. h. die Altersgruppe der 55- bis 64-Jährigen), entfallen 3,8 Prozentpunkte der insgesamt für die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter beobachteten Veränderung von 4,7 Prozentpunkten (siehe Abbildung 3).

### Abbildung 3

#### Veränderung der Erwerbsbeteiligung insgesamt von 2000 bis 2019 und Aufschlüsselung für den Euroraum und die Euro-Länder

(in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung bezieht sich auf die gesamte Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter. Der Kompositionseffekt ergibt sich aus der Differenz zwischen der tatsächlichen Erwerbsbeteiligung der 15- bis 74-Jährigen im Jahr 2019 und dem mit den Bevölkerungsanteilen aus dem Jahr 2000 gewichteten Durchschnitt der Erwerbsquoten. Es liegen Daten für Altersgruppen vor, die jeweils fünf Jahre umfassen (25-29, 30-34, 35-39 usw.). Diese Fünfjahresgruppen werden in der Abbildung zugrunde gelegt, wobei in die Berechnungen lediglich die Alterszusammensetzung einfließt. Die Kompositionseffekte fallen in den Ländern negativer aus, in denen sich der Bevölkerungsanteil der Altersgruppen mit niedriger Erwerbsbeteiligung stärker erhöht hat und in denen sich die einzelnen Altersgruppen hinsichtlich der Erwerbsbeteiligung stärker unterscheiden. Neben der Entwicklung in den älteren Altersgruppen wirkt sich auch der Anteil des Bevölkerungsgewichts der jüngsten Kohorten im erwerbsfähigen Alter auf diese Aufschlüsselung aus.

**Dass ältere Arbeitskräfte die Haupttriebfedern für den Anstieg der Erwerbsbeteiligung sind, zeigt sich als Muster in allen Ländern des Euroraums.** In allen Euro-Ländern hat sich die Erwerbsbeteiligung insgesamt in den letzten beiden Jahrzehnten erhöht, wenn auch unterschiedlich stark. In den meisten Ländern lässt sich ein Großteil des Gesamtanstiegs damit erklären, dass die Altersgruppe der 55- bis 74-Jährigen länger am Arbeitsmarkt aktiv bleibt. Der Beitrag der übrigen Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter gestaltet sich in den einzelnen Ländern des Eurogebiets nach wie vor uneinheitlicher. So ist er in der Slowakei stark negativ und in Malta stark positiv. In mehr als der Hälfte der Euro-Länder ist der altersbezogene Kompositionseffekt tendenziell negativ, was vor allem auf die Alterung der geburtenstarken Jahrgänge zurückzuführen ist (siehe Abbildung 3).

**Die Erwerbsbeteiligung älterer Arbeitskräfte ist bei den Frauen stärker gestiegen.** Im Euro-Währungsgebiet hat die Erwerbsbeteiligung von Frauen in der Altersgruppe der 55- bis 74-Jährigen (19 Prozentpunkte) zuletzt deutlicher zugenommen als bei den Männern (15 Prozentpunkte). Dennoch sind Frauen in dieser Altersgruppe weiterhin weniger am Arbeitsmarkt präsent als Männer (siehe Abbildung 2). Dies gilt für alle Euro-Länder. Im Zeitraum von 2000 bis 2019 war die Differenz zwischen der Zunahme der Erwerbsquote von Männern und jener von Frauen in Lettland, Estland, Irland, der Slowakei, Zypern und Spanien besonders stark ausgeprägt.

**Der Anstieg der Erwerbsbeteiligung ist weitgehend unabhängig vom Bildungsniveau.** Wengleich die Erwerbsquoten von Beschäftigten mit besserem Bildungsstand in der Regel höher sind als die von gering qualifizierten Arbeitskräften, war die

deutliche Zunahme der Erwerbsbeteiligung älterer Beschäftigter über alle Bildungsniveaus hinweg zu beobachten. Gleichzeitig hat sich der Bevölkerungsanteil von Personen mit geringer Bildung verringert (bei den 55- bis 64-Jährigen im Euroraum von 51,9 % im Jahr 2000 auf 33,5 % im Jahr 2018), was bedeutet, dass der Kompositionseffekt bezüglich des Bildungsniveaus positiv zur Veränderung der Erwerbsquote beiträgt. Eine Shift-Share-Analyse deutet darauf hin, dass dieser Kompositionseffekt bei den älteren Arbeitskräften moderat ist (und etwa ein Fünftel der Veränderung in der Altersgruppe der 55- bis 64-Jährigen erklärt), während der Großteil des Anstiegs der Erwerbsquote in den letzten beiden Jahrzehnten auch bei gleichbleibendem Bildungsniveau erfolgt wäre.

**Die höhere Erwerbsbeteiligung älterer Beschäftigter war ein wichtiger Treiber des wachsenden Arbeitskräfteangebots.** Die jüngste Entwicklung des Arbeitskräfteangebots wurde maßgeblich von den älteren Beschäftigten bestimmt: Zwischen 2000 und 2019 waren 98 % des Anstiegs des gesamten Arbeitsangebots den 55- bis 74-Jährigen zuzuschreiben. Dies spiegelt vor allem die zunehmende Erwerbsbeteiligung dieser Altersgruppe (die etwa zwei Drittel des gestiegenen Arbeitskräfteangebots bei den älteren Beschäftigten ausmacht) und in geringerem Maße die wachsende Bevölkerung in dieser Altersgruppe wider.<sup>41</sup>

**In den letzten 20 Jahren ging die steigende Erwerbsquote älterer Arbeitskräfte mit einem deutlichen Beschäftigungszuwachs in dieser Altersgruppe und einer moderaten Arbeitslosigkeit einher.** Die stärkere Erwerbsbeteiligung älterer Arbeitskräfte schlug sich fast vollständig in einer höheren Beschäftigung nieder (bei Männern und Frauen mit einem Plus von rund 15 bzw. 19 Prozentpunkten), während sich die Zahl der Arbeitslosen kaum veränderte. Ältere Beschäftigte weisen in der Regel eine geringere Arbeitslosenquote auf als die jüngeren Kohorten, was zum Teil darauf zurückzuführen ist, dass sie bei einem Arbeitsplatzverlust häufig in die Nichterwerbstätigkeit wechseln.<sup>42</sup> Bemerkenswert ist jedoch, dass sich die Arbeitslosenquote älterer Arbeitskräfte auch nach dem starken Anstieg der Erwerbsbeteiligung nur moderat verändert hat. Dies hat damit zu tun, dass das Beschäftigungswachstum im untersuchten Zeitraum hauptsächlich von der Altersgruppe der 55- bis 74-Jährigen getragen wurde, was jedoch nicht mit einer Zunahme der potenziell prekären Beschäftigungsverhältnisse (z. B. befristete Arbeitsverträge, unterbeschäftigte Teilzeitkräfte, Selbstständige) in dieser

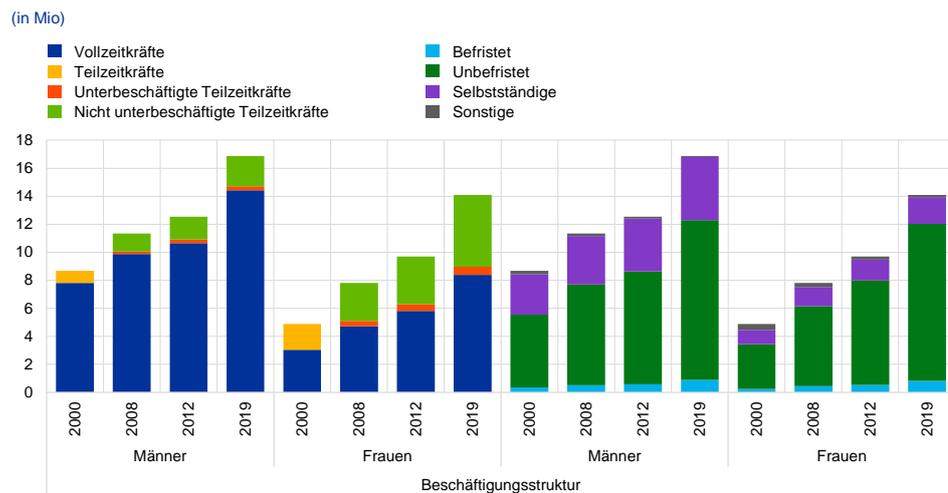
---

<sup>41</sup> Auch in den Vereinigten Staaten hat sich die Zahl älterer Erwerbspersonen (bedingt durch die demografische Entwicklung) erhöht, während ihre Erwerbsquote nach einem Anstieg bis 2008 relativ stabil geblieben ist. In Japan hat die Zahl der Erwerbspersonen über 55 Jahren ebenfalls zugenommen. Ausschlaggebend hierfür war sowohl die wachsende Bevölkerung dieser Altersgruppe als auch der Anstieg der Erwerbsbeteiligung. Im Jahr 2019 lag die Erwerbsquote der 55- bis 64-Jährigen in den Vereinigten Staaten bei 65 % und in Japan bei 78 %, verglichen mit 63,6 % im Euroraum. Quellen: Eurostat, Haver und US Bureau of Labor Statistics.

<sup>42</sup> Infolgedessen übte der wachsende Bevölkerungsanteil älterer Beschäftigter einen abwärtsgerichteten Kompositionseffekt auf die Arbeitslosenquote aus. Ohne diesen negativen Kompositionseffekt im Zeitraum von 2000 bis 2019 wäre die Arbeitslosenquote der 15- bis 74-Jährigen im Jahr 2019 um 0,6 Prozentpunkte höher ausgefallen (bei Aufschlüsselung der Erwerbs- und der Arbeitslosenquote nach fünfjährigen Altersspannen und nach Geschlecht). Bei der Berechnung werden die altersspezifischen Arbeitslosenquoten als gegeben unterstellt. Aufgrund der Endogenität zwischen Arbeitsnachfrage und -angebot würden die altersspezifischen Arbeitslosenquoten jedoch bei einer anderen Entwicklung des Arbeitsangebots anders ausfallen. Ohne die Alterung der geburtenstarken Jahrgänge hätte sich die Arbeitsnachfrage in diesem Zeitraum wohl anders entwickelt. Weitere Einzelheiten zu den altersspezifischen Arbeitslosenquoten finden sich in: EZB, [Arbeitskräfteangebot und Beschäftigungswachstum](#), a. a. O.

Altersgruppe einhergegangen zu sein scheint. Tatsächlich war der Beschäftigungszuwachs größtenteils auf unbefristete Vollzeitstellen zurückzuführen (siehe Abbildung 4). Im Einklang mit den Präferenzen älterer Arbeitskräfte hat sich auch die Teilzeitbeschäftigung leicht erhöht, vor allem bei den Frauen.

**Abbildung 4**  
Anzahl der Erwerbstätigen im Alter von 55 bis 74 Jahren nach Art des Beschäftigungsverhältnisses



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Arbeitskräfteerhebung der Europäischen Union ermöglicht eine Unterscheidung zwischen Teilzeitbeschäftigten, die ihre Arbeitszeit ausweiten möchten, und Teilzeitkräften, bei denen dies nicht der Fall ist. Die erstgenannte Gruppe wird als „unterbeschäftigte Teilzeitkräfte“ und die letztgenannte als „nicht unterbeschäftigte Teilzeitkräfte“ bezeichnet. Die Aufgliederung nach unterbeschäftigten und nicht unterbeschäftigten Teilzeitkräften steht erst ab 2008 zur Verfügung. Eine Aufschlüsselung der Beschäftigung ist entweder nach Vollzeit/Teilzeit oder nach unbefristet/befristet verfügbar, aber nicht in Kombination.

### 3 Wann gehen ältere Beschäftigte in den Ruhestand?

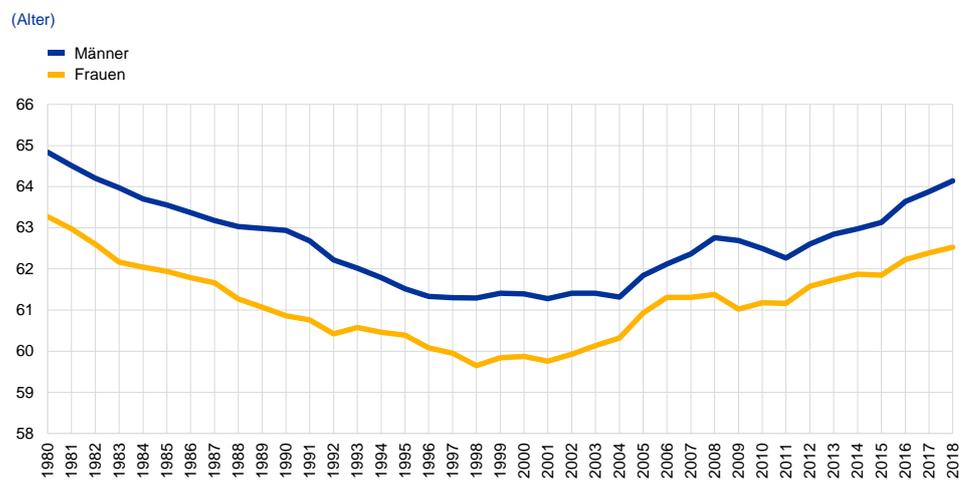
#### Wann gehen ältere Arbeitskräfte im Euroraum tatsächlich in den Ruhestand?

Der Zeitpunkt, zu dem ältere Beschäftigte aus dem Arbeitsmarkt ausscheiden, stimmt nicht immer zwangsläufig mit ihrem Renteneintritt überein. Vergleichbare Daten zum tatsächlichen durchschnittlichen Renteneintrittsalter sind zwar nicht für alle Länder öffentlich verfügbar, doch könnten verschiedene Indikatoren als Näherungswerte herangezogen werden. Einer davon ist das „effektive Renteneintrittsalter“, das Alter also, in dem sich Menschen aus dem Arbeitsmarkt zurückziehen. Von der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) wird es definiert als das „Durchschnittsalter bei Austritt aus dem Erwerbsleben über einen Fünfjahreszeitraum für Arbeitskräfte, die zu Beginn des Zeitraums 40 Jahre und älter sind.“ Das effektive Renteneintrittsalter kann sich

deutlich vom gesetzlichen Rentenalter unterscheiden. Bei Letzterem handelt es sich um das Alter, in dem Beschäftigte Anspruch auf eine Rente in voller Höhe haben.<sup>43</sup>

**Das effektive Renteneintrittsalter hat sich – weitgehend im Einklang mit der Entwicklung der Erwerbsbeteiligung älterer Beschäftigter – im Zeitverlauf und in den einzelnen Ländern erheblich verändert** (siehe Abbildung 1). Gegen Ende des letzten Jahrhunderts ging das durchschnittliche effektive Renteneintrittsalter im Eurogebiet kontinuierlich auf ein Niveau von 61 Jahren bei Männern und unter 60 Jahren bei Frauen zurück (siehe Abbildung 5). Ab dem Jahr 2000 stieg es wieder an, auch wenn dieser Anstieg während der Finanzkrise kurzzeitig unterbrochen wurde. 2018 lag das effektive Renteneintrittsalter von Männern bei über 64 Jahren und von Frauen bei knapp 63 Jahren; dies entspricht einem Anstieg um drei Jahre im Vergleich zum Jahr 2000.<sup>44</sup> Trotz dieser seit 2000 breit angelegten Zunahme des effektiven Renteneintrittsalters gibt es nationale Unterschiede, was die Entwicklung sowie das aktuelle Niveau betrifft (siehe Abbildung 6). Das effektive Renteneintrittsalter ist derzeit in Estland, Lettland, den Niederlanden (nur Männer) und Portugal am höchsten. In diesen Ländern war auch der stärkste Anstieg des effektiven Renteneintrittsalters seit 2000 zu beobachten. In einigen Ländern ging das effektive Renteneintrittsalter hingegen zurück, was zum Teil den (verzögerten) Auswirkungen der Finanzkrise sowie einem Vorgriff auf wesentliche Änderungen der (Vor-)Ruhestandsregelungen geschuldet war (siehe hierzu Abschnitt 5).

**Abbildung 5**  
Effektives Renteneintrittsalter von Männern und Frauen im Euroraum

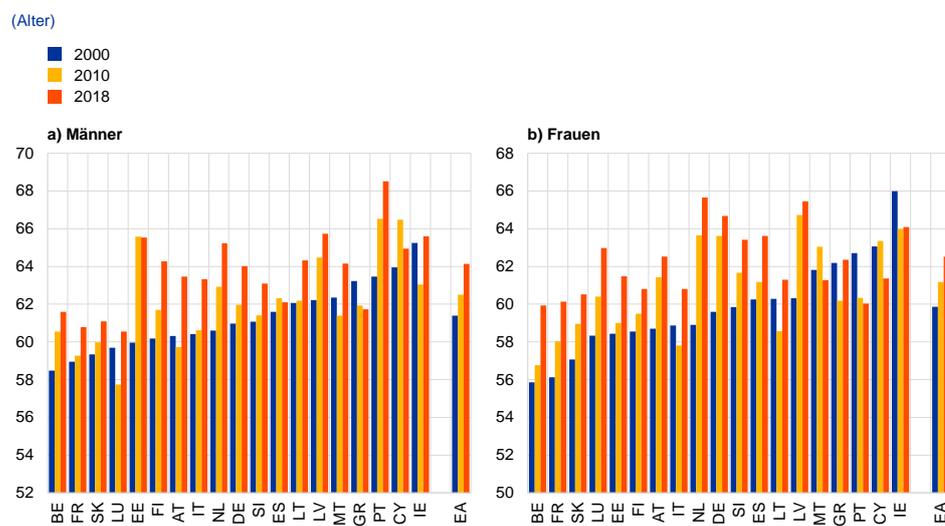


Quelle: OECD.

<sup>43</sup> Als Indikator hat das effektive Renteneintrittsalter einige Nachteile. Es liegt nur mit Verzögerung vor, weil es auf einem Fünfjahreszeitraum basiert. Da das effektive Renteneintrittsalter unter anderem von der Konjunktorentwicklung abhängt, ist es für Länder, die von der Finanzkrise besonders stark betroffen waren (z. B. Griechenland und Spanien), nur begrenzt zweckdienlich. Ferner lässt sich nicht differenzieren, ob das Ausscheiden aus dem Arbeitsmarkt aufgrund des Renteneintritts oder aus anderen Gründen erfolgte (z. B. wegen einer Erwerbsunfähigkeit oder der Pflege von Familienangehörigen). Außerdem werden Teilzeitvereinbarungen älterer Arbeitskräfte nicht erfasst.

<sup>44</sup> In den Vereinigten Staaten und Japan war das effektive Renteneintrittsalter von Männern und Frauen im Jahr 2018 indes deutlich höher, nämlich knapp 68 Jahre bzw. 66,5 Jahre (USA) sowie fast 71 Jahre bzw. 69 Jahre (Japan).

**Abbildung 6**  
Effektives Renteneintrittsalter nach Ländern



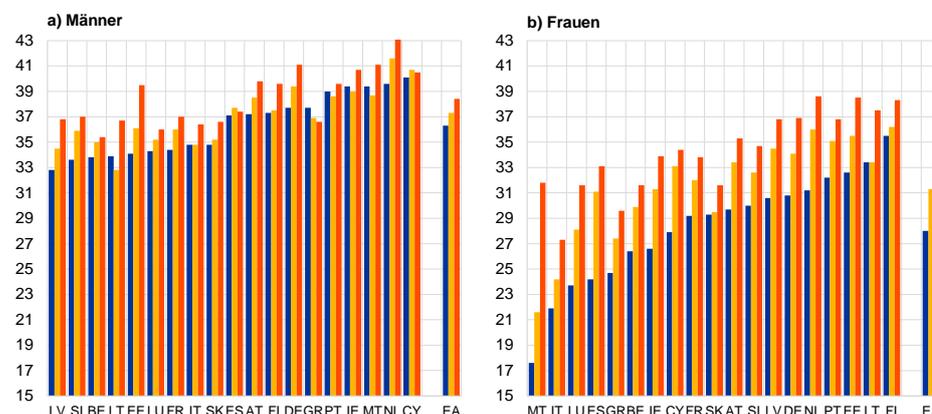
Quelle: OECD.

**Eine vergleichbare Entwicklung war auch bei der Dauer der Erwerbsphase zu beobachten, und zwar insbesondere bei Frauen.** Die Dauer der Erwerbsphase ist ein weiterer Indikator für das tatsächliche Renteneintrittsalter. Seit 2000 hat die Lebensarbeitszeit von Männern um zwei Jahre und von Frauen um fast sechs Jahre zugenommen. Sie lag 2019 bei annähernd 39 Jahren bzw. 33 ½ Jahren (siehe Abbildung 7). Dies ist vor dem Hintergrund eines steigenden Bildungsniveaus insbesondere bei Frauen zu sehen. Am längsten arbeiten Frauen in Estland, Litauen, den Niederlanden und Finnland. Die deutlichsten Zunahmen bei der Lebensarbeitszeit wurden seit 2000 in Spanien, Luxemburg und Malta erzielt. Insgesamt scheint die längere Erwerbsphase weitgehend mit einer deutlich höheren Erwerbsbeteiligung älterer Arbeitskräfte einherzugehen.

**Abbildung 7**  
Dauer der Lebensarbeitszeit

(in Jahren)

■ 2000  
■ 2010  
■ 2019



Quelle: Eurostat.

#### 4 Warum bleiben ältere Beschäftigte dem Arbeitsmarkt länger erhalten?

**Aus konzeptioneller Sicht gibt es für ältere Arbeitskräfte viele mögliche Gründe, den Ruhestand hinauszuzögern und dem Arbeitsmarkt länger zur Verfügung zu stehen.** Der Eintritt in den Ruhestand ist eine komplexe persönliche Entscheidung, die von vielen Faktoren abhängt, unter anderem von den Eigenschaften des jeweiligen Arbeitsmarkts, der Ausgestaltung nationaler Sozialversicherungssysteme, dem Nettovermögen der Betroffenen, ihrem Gesundheitszustand und ihren persönlichen Präferenzen. Die meisten dieser Faktoren haben sich in den vergangenen beiden Jahrzehnten erheblich verändert. Wie sehr sie im Einzelnen zur Erklärung der deutlich höheren Erwerbsbeteiligung älterer Beschäftigter beitragen, dürfte aber unterschiedlich sein.

**Gesundheit im Alter begünstigt wohl ein längeres Arbeitsleben.** Gesundheit im Alter bedeutet nicht nur eine höhere Lebenserwartung, sondern auch einen besseren Gesundheitszustand älterer Jahrgänge. Beides spiegelt langfristige Trends wider. Die Lebenserwartung von 65-Jährigen im Euroraum ist seit dem Jahr 2000 im Schnitt um zweieinhalb Jahre gestiegen und lag 2018 bei fast 21 Jahren. Die Lebenserwartung von Männern stieg dabei im Vergleich stärker an als die von Frauen.<sup>45</sup> In vielen Ländern hat sich zudem die Anzahl der im Alter zu erwartenden gesunden Lebensjahre erhöht. Mehrere Faktoren könnten die Gesundheit der Menschen positiv beeinflusst haben. Gesundheit ist eine wichtige Voraussetzung dafür, dass ältere Arbeitskräfte länger am Erwerbsleben teilnehmen. Positiv

<sup>45</sup> Die Daten basieren auf Statistiken von Eurostat. Sie werden als gewichteter Durchschnitt der Länder des Euroraums berechnet, wobei für die Gewichtung die jeweilige Gesamtbevölkerung herangezogen wird.

beeinflusst werden könnte die Gesundheit im Alter durch ein besseres Bildungsniveau, denn Menschen mit höherer Bildung haben nachweislich eine längere Lebenserwartung.<sup>46</sup>

**Strukturelle Veränderungen der Arbeitsmärkte, die Arbeitsmarktpolitik und die zyklische Nachfrage nach Arbeitskräften haben dazu beigetragen, die Arbeitsmarktlage für ältere Beschäftigte zu verbessern.** Die Nachfrage nach Arbeitskräften dürfte zwar zu der Verbesserung vor Beginn der Finanzkrise und während der Erholungsphase im Euro-Währungsgebiet (von Anfang 2013 bis Ende 2019) beigetragen haben. Gleichwohl scheint die steigende Erwerbsbeteiligung älterer Beschäftigter durch die konjunkturelle Entwicklung nicht erheblich verzerrt worden zu sein. Wahrscheinlich haben auch strukturelle Veränderungen an den Arbeitsmärkten – beispielsweise der steigende Anteil von Arbeitsplätzen im Dienstleistungssektor – eine längere Erwerbstätigkeit begünstigt, da sich dadurch die Gesamtnachfrage nach Arbeitskräften sowie das Angebot an Arbeitsplätzen mit körperlich weniger belastenden Arbeitsbedingungen als im verarbeitenden Gewerbe oder im Baugewerbe erhöht hat. Darüber hinaus haben verschiedene Arbeitsmarktreformen den Arbeitsmarkt für ältere Arbeitskräfte beeinflusst (siehe Kasten 1).

## Kasten 1

### Arbeitsmarktreformen und ihre Auswirkungen auf ältere Beschäftigte

---

Katalin Bodnár

Neben Reformen der Alterssicherung können sich auch Arbeitsmarktreformen auf den Arbeitsmarkt für ältere Arbeitskräfte auswirken. Während sich einige dieser Reformen speziell an ältere Beschäftigte richten, betreffen andere alle Arbeitskräfte. Allerdings können sie auf Personen mit einer – gemessen an ihrer Erwerbsbeteiligung – geringeren Arbeitsmarktbindung (wie etwa ältere Arbeitskräfte) größeren Einfluss haben. Der vorliegende Kasten gibt einen Überblick über die Arbeitsmarktreformen, die den Arbeitsmarkt für ältere Beschäftigte im Euro-Währungsgebiet in den vergangenen zwei Dekaden beeinflusst haben könnten.

Die Positionierung älterer Arbeitskräfte am Arbeitsmarkt hat zwei Facetten. Einerseits sind mehr ältere als jüngere Arbeitskräfte unbefristet eingestellt. Dadurch sind sie besser geschützt, sobald sie in Beschäftigung sind. Andererseits können sich ältere Arbeitskräfte bei der Stellensuche – unter anderem aufgrund von Diskriminierung aus Gründen des Alters – in einer schlechteren Ausgangslage befinden als jüngere Arbeitskräfte. Letzteres könnte auch auf ein im Schnitt niedrigeres Bildungsniveau von älteren Beschäftigten im Vergleich zu jüngeren zurückzuführen sein.<sup>47</sup> Vor diesem Hintergrund ist die Erhaltung der Arbeitsmarktfähigkeit älterer Arbeitskräfte ein wichtiges arbeitsmarktpolitisches Ziel.

---

<sup>46</sup> Siehe beispielsweise R. Blundell et al., Retirement Incentives and Labor Supply, in: J. Pigott und A. Woodland (Hrsg.), Handbook of the Economics of Population Aging, Kapitel 8, Bd. 1B, Elsevier, 2016, S. 457-566; F. Murtin, J. Mackenbach, D. Jasilionis und M. M. d'Ercole, Inequalities in longevity by education in OECD countries: Insights from new OECD estimates, Statistics Working Papers der OECD, Nr. 2017/2, 2017.

<sup>47</sup> Es gibt auch vereinzelt Hinweise darauf, dass ältere Beschäftigte im Vergleich zu jüngeren Arbeitskräften eine größere Lohnflexibilität aufweisen. Grund hierfür sind möglicherweise die höheren Kosten, die Älteren bei einem Verlust des Arbeitsplatzes entstehen. Weitere Einzelheiten finden sich in: P. Du Caju, C. Fuss und L. Wintr, Sectoral differences in downward real wage rigidity: workforce composition, institutions, technology and competition, Journal for Labour Market Research, Bd. 45, Nr. 1, 2012, S. 7-22.

## Reformen mit Auswirkungen auf alternative Formen des Übergangs in den Ruhestand

Das Angebot an älteren Arbeitskräften dürfte dadurch beeinflusst werden, wie alternative Formen des Übergangs in den Vorruhestand (etwa Arbeitslosenunterstützung oder Leistungen bei Erwerbsunfähigkeit) ausgestaltet sind. In einigen europäischen Ländern wurden in den 1980er-Jahren besondere Bedingungen für die Arbeitslosenunterstützung älterer Arbeitskräfte geschaffen, beispielsweise ein längerer Bezug von Arbeitslosenunterstützung oder die Streichung der Anforderung, dass die Leistungsempfänger während des Bezugs eine Stelle suchen müssen. Diese Neuerungen trugen zu einem Anstieg der Langzeitarbeitslosigkeit älterer Arbeitskräfte bzw. – wenn ältere Arbeitslose keine neue Stelle suchten – zu einem Anstieg der Nichterwerbsbeteiligung gemäß der Definition der Internationalen Arbeitsorganisation (ILO) bei.<sup>48</sup> Ab Ende der 1990er-Jahre bis Anfang des darauffolgenden Jahrzehnts wurden die Regelungen in mehreren Ländern verschärft.<sup>49</sup> Deutschland sticht bei der Verringerung der Langzeitarbeitslosigkeit älterer Arbeitskräfte hervor. Dort ging die Arbeitslosenquote in der Altersgruppe der 55- bis 64-Jährigen von nahezu 9 % im Jahr 2006 auf 1 % im Jahr 2019 zurück. Zuvor waren die Hartz-Reformen beschlossen worden. Dabei handelte es sich um ein umfangreiches Reformpaket, das unter anderem eine Straffung der Arbeitslosenunterstützung für ältere Arbeitskräfte vorsah. Der Entwicklung waren aber auch andere Reformen zur Bindung und Unterstützung bei der Arbeitsplatzsuche vorausgegangen. Auch Finnland scheint die Langzeitarbeitslosenquote älterer Arbeitskräfte erfolgreich gesenkt zu haben, nachdem die Kriterien der Arbeitslosenunterstützung für diese Altersgruppe 1997 verschärft worden waren.<sup>50</sup>

Soziale Sicherheitsnetze bieten eine Absicherung bei Erwerbsunfähigkeit und Unterstützung bei verminderter Erwerbsfähigkeit. Diese Programme können aber auch als alternative Form des Übergangs in den Ruhestand dienen, selbst wenn die Arbeitsfähigkeit zum Teil noch gegeben ist. Im Euro-Währungsgebiet wurden im Zeitraum von 2000 bis 2018 in etwa der Hälfte der Euro-Länder Einschränkungen bei den Erwerbsunfähigkeitsrenten beschlossen (siehe Abbildung A).<sup>51</sup> Dies erfolgte entweder durch strengere Kriterien für den Erhalt einer Erwerbsunfähigkeitsrente oder durch einen geringeren Leistungsumfang. Die Anzahl der Empfänger von Erwerbsunfähigkeitsrenten sank in den Ländern, in denen die Regelungen verschärft wurden, in allen Altersgruppen (siehe Abbildung A, Grafik c). In der Altersgruppe der 55- bis 74-Jährigen war jedoch bei den aufgrund von Krankheit oder Erwerbsunfähigkeit inaktiven Personen kein Rückgang zu verzeichnen (siehe Abbildung A, Grafik b). Dies lässt darauf schließen, dass sich die Verschärfung der Regelungen eher auf andere Altersgruppen als die über 55-Jährigen ausgewirkt haben könnte.

---

<sup>48</sup> Gemäß der Klassifikation der ILO sind Arbeitslose definiert als Personen im erwerbsfähigen Alter, die ohne Beschäftigung sind, in einem bestimmten Zeitraum zuletzt aktiv arbeitssuchend sind und gegenwärtig eine Beschäftigung aufnehmen können, wenn ihnen eine Stelle angeboten wird. Personen, die aktiv keine Stelle suchen, werden als Nichterwerbspersonen bezeichnet, auch wenn sie Arbeitslosenunterstützung erhalten.

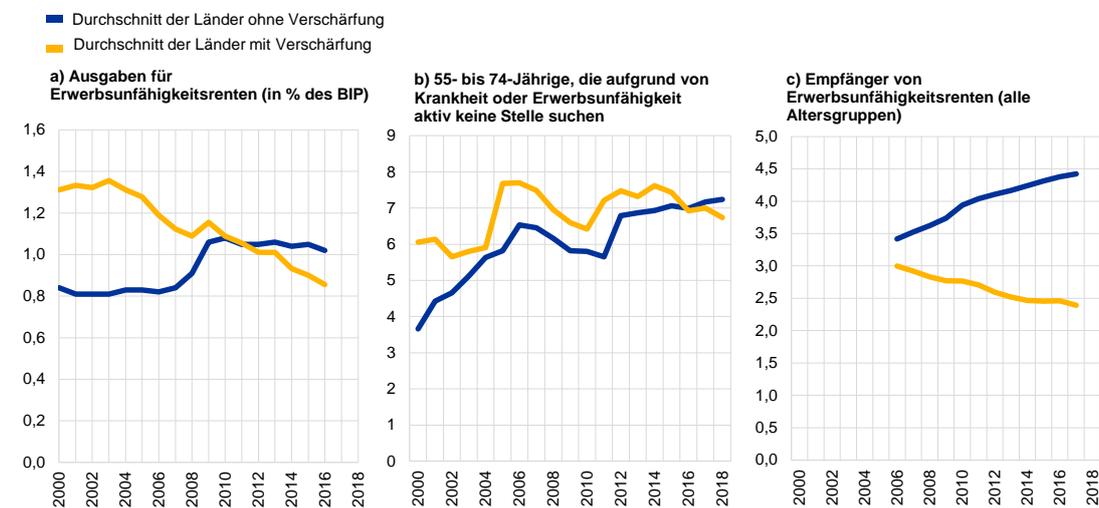
<sup>49</sup> Siehe D. A. Wise (Hrsg.), [Social Security Programs and Retirement around the World: Historical Trends in Mortality and Health, Employment, and Disability Insurance Participation and Reforms](#), University of Chicago Press, Chicago, 2012; J. Geyer und C. Welteke, [Closing Routes to Retirement: How Do People Respond?](#), Discussion Paper Series des Instituts zur Zukunft der Arbeit (IZA), Nr. 10681, 2017; V. Steiner, [The labor market for older workers in Germany](#), *Journal for Labour Market Research*, Bd. 50, Nr. 1, 2017, S. 1-14.

<sup>50</sup> Siehe T. Kyrrä und R. A. Wilke, [Reduction in the Long-Term Unemployment of the Elderly: A Success Story from Finland](#), *Journal of the European Economic Association*, Bd. 5, Nr. 1, März 2007, S. 154-182.

<sup>51</sup> Quelle: Eurostat.

## Abbildung A

Empfänger von Erwerbsunfähigkeitsrenten im Alter von 55 bis 74 Jahren, die aufgrund von Krankheit oder Erwerbsunfähigkeit inaktiv sind, nach Verschärfung der Regelungen für Erwerbsunfähigkeitsrenten



Quellen: Eurostat und eigene Berechnungen.

Anmerkung: Bei der Eingruppierung der Länder wurde die am Anteil des BIP in % gemessene Veränderung der Erwerbsunfähigkeitsrenten im Zeitraum von 2000 bis 2016 berücksichtigt. Die Klassifikation bleibt gleich, wenn für die Berechnung der Veränderung stattdessen die Durchschnittswerte von 2012 bis 2016 und von 2000 bis 2004 herangezogen werden. Eine Verschärfung der Regelungen erfolgte in Deutschland, Zypern, Luxemburg, Malta, den Niederlanden, Österreich, Portugal, Slowenien und Finnland.

### Gezielte Maßnahmen zur Förderung der Beschäftigung älterer Arbeitskräfte

Maßnahmen zur Bindung älterer Beschäftigter wie auch zur Förderung ihrer Einsetzbarkeit und Produktivität sind ebenfalls wichtig, um eine höhere Erwerbsbeteiligung zu erreichen. Hierzu zählen Lohnzuschüsse für ältere Beschäftigte, ein strengerer Kündigungsschutz und flexiblere Arbeitszeiten wie auch ergänzend Maßnahmen zur Information von Arbeitgebern (etwa in Form von Kampagnen zur Sensibilisierung hinsichtlich der Vorteile der Beschäftigung von Arbeitskräften unterschiedlichen Alters oder Kampagnen gegen die Diskriminierung älterer Arbeitskräfte).<sup>52</sup> So werden in Deutschland seit 2003 Lohnnebenkostenzuschüsse und vorübergehende Lohnzuschüsse für ältere Beschäftigte gezahlt. In Luxemburg ist es seit einer Reform im Jahr 2014 möglich, dass Beschäftigte, die älter als 50 Jahre sind, in Teilzeit arbeiten und Arbeitgeber eine Bezuschussung beantragen können, wenn eine weitere Person eingestellt wird, um die fehlenden Stunden auszugleichen.

### Auswirkungen allgemeiner Arbeitsmarktreformen auf ältere Beschäftigte

Infolge der jüngsten Reformen in den Euro-Ländern dürften die Arbeitsmärkte insgesamt etwas weniger strenge Kündigungsschutzbestimmungen und eine höhere Lohnflexibilität aufweisen. In der Regel stützt ein strengerer Kündigungsschutz die Beschäftigungsquote älterer Arbeitskräfte.<sup>53</sup> Während der allgemein abnehmende Kündigungsschutz älteren Beschäftigten nicht entgegenkommen dürfte, lassen die Angaben der LABREF-Datenbank zu Arbeitsmarktreformen

<sup>52</sup> Siehe OECD, [Working Better with Age](#), Ageing and Employment Policies Series, OECD Publishing, Paris, 2019.

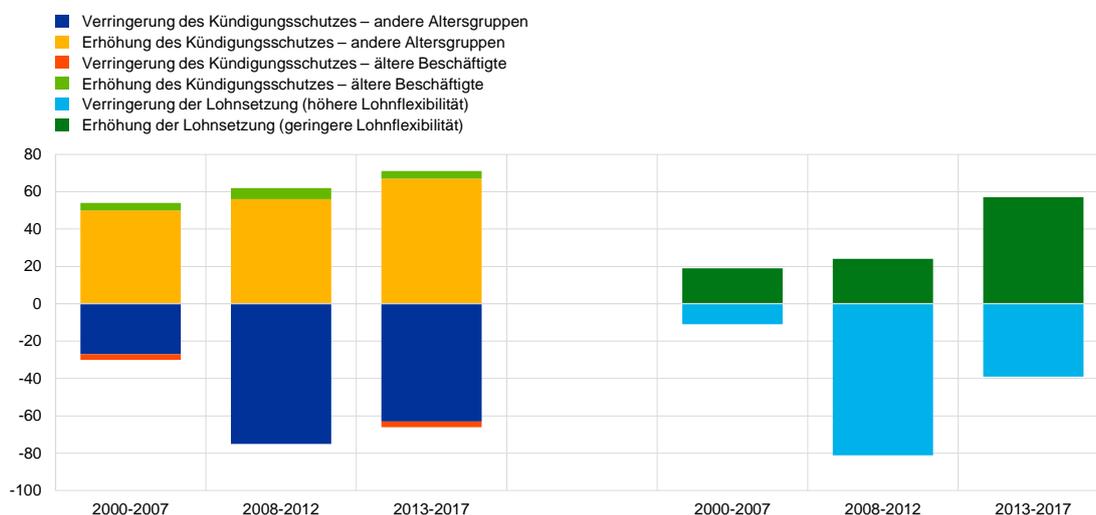
<sup>53</sup> Siehe P. Gal und A. Theising, [The macroeconomic impact of structural policies on labour market outcomes in OECD countries: A reassessment](#), Working Papers des OECD Economics Department, Nr. 1271, OECD Publishing, Paris, 2015.

darauf schließen, dass die Änderungen beim Kündigungsschutz insgesamt weniger auf Flexibilität bei älteren Beschäftigten ausgerichtet gewesen sein dürften als bei anderen Altersgruppen (siehe Abbildung B, linke Grafik). Die Rolle der Lohnflexibilität scheint weniger eindeutig zu sein. Lohnrigiditäten haben einen Einfluss darauf, wie stark die Beschäftigung auf makroökonomische Schocks reagiert. Die meisten Arbeitsmarktreformen jüngerer Zeit, die auf die Erhöhung der allgemeinen Lohnflexibilität in den Ländern des Euroraums ausgerichtet waren, wirkten sich in erster Linie auf Stelleninhaber aus und somit indirekt potenziell stärker auf ältere Arbeitskräfte (siehe Abbildung B, rechte Grafik). Dies könnte dazu beigetragen haben, dass vermehrt ältere Arbeitskräfte eingestellt oder weiterbeschäftigt wurden. Allerdings ist nach wie vor unklar, wie eine zunehmende Lohnflexibilität die Beschäftigung älterer Arbeitskräfte genau beeinflusst.

## Abbildung B

### Arbeitsmarktreformen mit Auswirkungen auf Kündigungsschutz und Lohnsetzung in den Ländern des Euroraums

(Anzahl der Reformmaßnahmen pro Jahr)



Quelle: LABREF-Datenbank der Europäischen Kommission.

Reformen bei einzelnen Sonderformen der Beschäftigung könnten den Arbeitsmarkt für ältere Arbeitskräfte ebenfalls stärker treffen als jenen für andere Altersgruppen. So wurden in Deutschland im Rahmen der Hartz-Reformen subventionierte Mini- und Midi-Jobs eingeführt, die einen größeren Arbeitsanreiz für Personen im Vorruhestand schafften.<sup>54</sup> Auch Arbeitsmarktreformen für Selbstständige (wie etwa in Italien) könnten Ältere stärker beeinflussen als Jüngere, weil der Anteil selbstständiger Erwerbstätigkeit an der Beschäftigung insgesamt mit dem Alter zunimmt.

Insgesamt haben sich mehrere Arbeitsmarktreformen – sowohl speziell auf Ältere ausgerichtete Reformen als auch allgemeinere Maßnahmen – auf den Arbeitsmarkt für ältere Beschäftigte im Eurogebiet ausgewirkt. Angesichts der Alterung der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter werden Reformen zur Stützung des Arbeitsangebots, der Arbeitsnachfrage, Einsetzbarkeit und Produktivität älterer Arbeitskräfte nach wie vor eine wichtige Rolle auf der Reformagenda der Länder des Euroraums einnehmen.

<sup>54</sup> Siehe V. Steiner, [The labor market for older workers in Germany](#), a. a. O.

**Die Ausgestaltung der Altersversorgungssysteme ist ein wichtiger Bestimmungsfaktor für den Renteneintritt älterer Arbeitskräfte.** Durch Altersversorgungssysteme wird für eine Vielzahl an Situationen vorgesorgt (von Altersrenten bis hin zu Erwerbsunfähigkeitsrenten). Sie können unterschiedlich ausgestaltet sein und von einer staatlichen Rente bis zur betrieblichen Altersversorgung und von umlagefinanzierten bis hin zu vollständig kapitalgedeckten privaten Systemen reichen. Bei den Altersrenten, einschließlich der Vorruhestandsregelungen, haben die Altersvoraussetzungen für einen Anspruch auf Versorgungsbezüge erheblichen Einfluss auf die Erwerbsbeteiligung älterer Beschäftigter. Das gesetzliche Renteneintrittsalter und etwaige Vorruhestandsregelungen können eine Grenze darstellen, nach der das Arbeiten nicht mehr möglich ist,<sup>55</sup> oder zumindest als Richtwert für den Renteneintritt dienen. Außerdem ist festzustellen, dass Anreize für eine längere Erwerbsphase negativ mit dem Leistungsumfang der Versorgungsbezüge korrelieren. Werden Rentenansprüche beispielsweise gekürzt, etwa indem im Fall eines Vorruhestands höhere Abzüge anfallen, begünstigt dies den Entschluss für eine längere Lebensarbeitszeit. Dies ist auch vor dem Hintergrund einer im Schnitt komfortablen Reinvermögenslage der im Ruhestand befindlichen privaten Haushalte zu sehen (siehe Kasten 2). Außerdem dürften versicherungstechnisch gerechtere Anpassungen bei einem späteren Renteneintritt, etwa in Form eines Rentenzuschlags, positive Auswirkungen auf die Dauer des Arbeitslebens haben. Von flexibleren Regelungen zur Altersversorgung, die eine Kombination von Beschäftigung und Rente ermöglichen, wird angenommen, dass sie die Entscheidung begünstigen, den Eintritt in den Ruhestand hinauszuzögern. Auch eine restriktivere Handhabung alternativer Möglichkeiten für den Austritt aus dem Arbeitsmarkt (z. B. Erwerbsunfähigkeitsrenten; siehe Kasten 1) könnte ältere Beschäftigte dazu veranlassen, zu einem späteren Zeitpunkt in Rente zu gehen.

## Kasten 2

### Reinvermögen der im Ruhestand befindlichen privaten Haushalte im Euro-Währungsgebiet

---

Marta Rodríguez-Vives

Im vorliegenden Kasten wird das Konzept des Reinvermögens der privaten Haushalte im Euro-Währungsgebiet untersucht, wobei das Vermögen aus der Alterssicherung im Rentenalter im Fokus steht. Die individuellen Entscheidungen über den Ruhestand hängen zum Teil mit den Erwartungen bezüglich des Wohlstands im Alter zusammen. Die Vermögensbildung<sup>56</sup> ist ein sehr wichtiger Faktor, durch den ein möglicher Rückgang des Arbeits- und Renteneinkommens in einer späteren Lebensphase (z. B. infolge künftiger Reformen der Alterssicherung) abgemildert werden kann.

Unter dem „Reinvermögen“ privater Haushalte versteht man die Höhe ihres Gesamtvermögens (bestehend aus Geld- und Sachvermögen) abzüglich der Höhe der noch ausstehenden Schuldverbindlichkeiten. Insgesamt ist das Reinvermögen der privaten Haushalte auf Ebene des

---

<sup>55</sup> Siehe D. Blanchet, A. Bozio, S. Rabaté und M. Roger, Workers' employment rates and pension reforms in France: the role of implicit labor taxation, Working Paper Series des NBER, Nr. 25733, April 2019.

<sup>56</sup> Private Haushalte akkumulieren Vermögen durch Ersparnisbildung und private Übertragungen (Schenkungen und Vererbungen).

Euroraums deutlich gestiegen, und zwar von rund 550 % ihres jährlichen verfügbaren Bruttoeinkommens im Jahr 2002 auf rund 710 % im Jahr 2019.<sup>57</sup> Dabei gab es jedoch deutliche nationale Unterschiede. Darin spiegeln sich die unterschiedliche Ausgangslage, gesellschaftliche Präferenzen sowie die jeweilige Steuer- und Sparpolitik wider.<sup>58</sup> Unter Zugrundelegung der Sektorkonten setzte sich das Vermögen der privaten Haushalte Ende 2019 im Großen und Ganzen folgendermaßen zusammen: Immobilienvermögen (rund 460 % des verfügbaren Bruttoeinkommens), Geldvermögen (350 %) und – mit umgekehrtem Vorzeichen – Schuldverbindlichkeiten (100 %). Das Geldvermögen der Privathaushalte besteht im Wesentlichen aus liquiden Vermögenswerten (Bargeld und Einlagen) sowie Ansprüchen aus Rückstellungen bei Alterssicherungssystemen und Lebensversicherungen, gefolgt von Schuldverschreibungen und Anteilsrechten.

Die Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Alterssicherungssystemen erhöhen das Geldvermögen. Dabei ist jedoch zu beachten, wie sie erfasst werden. Denn künftige Versorgungsansprüche stellen zwar eine wichtige Geldvermögensquelle dar, lassen sich aber statistisch schwer erfassen. Abbildung A gibt Aufschluss über das maximale potenzielle Altersvorsorgevermögen privater Haushalte. Dieses setzt sich zusammen aus dem gesamten Altersvorsorgevermögen, das unter dem Geldvermögen in den Hauptkonten der Sektorkonten verbucht wird (siehe oben), sowie den bedingten Alterssicherungsansprüchen privater Haushalte gegenüber dem Staat, die nicht Teil der Hauptkonten sind.<sup>59</sup> Dieses erweiterte Konzept führt zu höheren Schätzungen des Altersvorsorgevermögens der privaten Haushalte. Sie belaufen sich für die meisten Euro-Länder in etwa auf das Drei- bis Sechsfache des jährlichen verfügbaren Bruttoeinkommens der Privathaushalte. Das erweiterte Konzept berücksichtigt auch das beträchtliche zusätzliche Altersvorsorgevermögen in jenen Ländern, in denen die Alterssicherung hauptsächlich aus Sozialversicherungsrenten besteht, beispielsweise in Belgien, Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien oder Finnland. Besonders relevant ist es auch für Staaten, in denen umlagefinanzierte Alterssicherungssysteme, d. h. Alterssicherungssysteme mit Leistungszusagen, dominieren (wie in Portugal oder Malta), die zwar vom Staat verwaltet, aber nicht in den Hauptkonten des Staatssektors erfasst werden. Dagegen wird die betriebliche (privat und staatlich verwaltete) Alterssicherung mit Kapitaldeckung, die z. B. in den Niederlanden von großer Bedeutung ist, bereits in den Hauptkonten verbucht. Vermögen aus der privaten Altersvorsorge ist tendenziell in Ländern wichtig, in denen der Staat diese Form der Vermögensbildung fördert. Dies ist etwa in Frankreich, Malta, Italien, Irland, Deutschland oder Belgien der Fall.

---

<sup>57</sup> Der Anstieg des Reinvermögens im Eurogebiet ist hauptsächlich auf Bewertungsgewinne bei den Immobilienbeständen der privaten Haushalte zurückzuführen, die von der robusten Entwicklung des Wohnungsmarkts in den vergangenen Jahren profitierten. Einzelheiten hierzu finden sich in: EZB, [Vermögen und Konsum der privaten Haushalte im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 1/2020, Februar 2020.

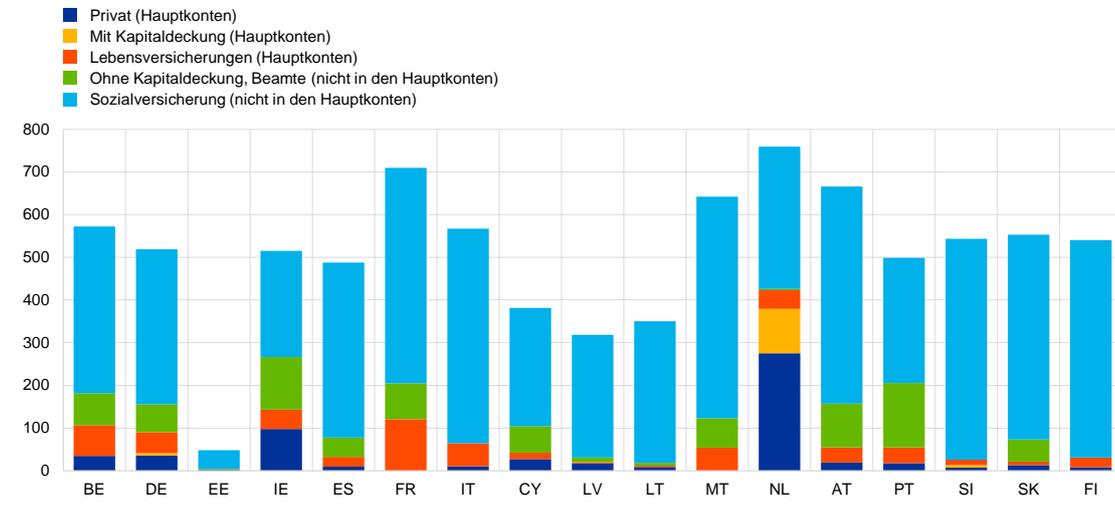
<sup>58</sup> Länder nutzen zwei Arten von finanziellen Anreizen, um Privatpersonen zum Sparen zu ermutigen: steuerliche und nichtsteuerliche Anreize. Weitere Informationen finden sich in: OECD, [Financial incentives for funded private pension plans](#), November 2019.

<sup>59</sup> Eurostat veröffentlicht in Tabelle 29 des Lieferprogramms der Daten im Rahmen des ESVG 2010 eine neue umfassende und harmonisierte Erhebung mit zusätzlichen Daten von im Rahmen von Sozialschutzsystemen aufgelaufenen Alterssicherungsansprüchen. Zwar ist das Referenzjahr das Jahr 2015, aber die Daten dürften im Zeitverlauf weitgehend stabil sein. Weitere Einzelheiten hierzu finden sich in: EZB, [Sozialausgaben im Vergleich der Länder des Euro-Währungsgebiets](#), Wirtschaftsbericht 5/2019, August 2019. Bei Betrachtung des Euroraums als Ganzem würde sich die neu berechnete „Reinvermögensquote“ auf Basis des erweiterten Konzepts des Altersvorsorgevermögens auf rund 1 000 % des verfügbaren Bruttoeinkommens summieren. Damit läge sie gemessen am verfügbaren Bruttoeinkommen 290 Prozentpunkte über dem aktuellen Wert (Stand Ende 2019).

## Abbildung A

### Erweitertes Altersvorsorgevermögen der privaten Haushalte in den Ländern des Euroraums

(in % des Bruttoeinkommens der privaten Haushalte; Daten von 2015)



Quellen: EZB und Eurostat.

Anmerkung: Es wurden bislang keine Daten zu aufgelaufenen Alterssicherungsansprüchen für Griechenland und Luxemburg veröffentlicht. In den Berechnungen des Geldvermögens der privaten Haushalte (Hauptkonten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen) werden alle betrieblichen Alterssicherungssysteme privater Haushalte, sowohl mit als auch ohne Kapitaldeckung, zuzüglich der privaten Lebensversicherungen berücksichtigt (siehe rote, gelbe und grüne Balkenabschnitte). Dazu zählen sowohl privat verwaltete Systeme (einschließlich Pensionseinrichtungen und Versicherungsgesellschaften) als auch kapitalgedeckte Systeme, die vom Staat als Arbeitgeber getragen werden. Zu den bedingten Alterssicherungsansprüchen, die zwar nicht in den Hauptkonten erfasst werden, aber im erweiterten Altersvorsorgevermögen der Privathaushalte in dieser Abbildung berücksichtigt werden, zählen die Altersversorgungssysteme im Rahmen der Sozialversicherung (siehe dunkelblaue Balkenabschnitte) und die Alterssicherungssysteme mit Leistungszusagen für Beschäftigte des Staates ohne Kapitaldeckung (siehe hellblaue Balkenabschnitte).

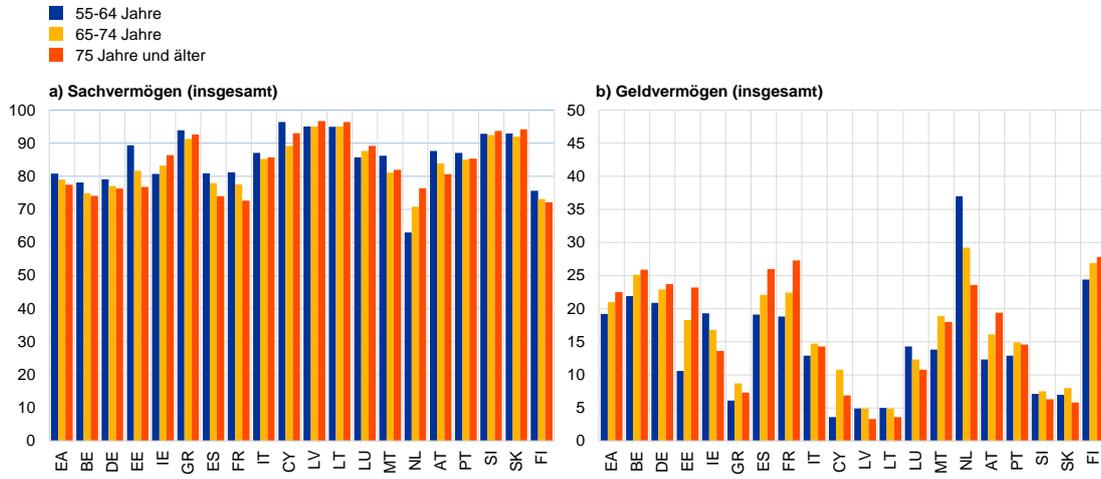
Den Umfragedaten zufolge variiert die Zusammensetzung des Reinvermögens privater Haushalte auch deutlich in Abhängigkeit vom Alter der Haushaltsmitglieder.<sup>60</sup> So geht aus Abbildung B beispielsweise hervor, dass Privathaushalte ab einem Alter von 75 Jahren damit beginnen, ihr Immobilienvermögen abzubauen (siehe linke Grafik). Dagegen zeigt die rechte Grafik zum Geldvermögen den gegenläufigen Trend, d. h., ältere Personen bauen auch im fortgeschrittenen Alter weiter Finanzvermögen auf. Vor allem in Irland und den Niederlanden investieren Privatpersonen mit zunehmendem Alter jedoch mehr in Sachvermögen.

<sup>60</sup> Die Daten beziehen sich auf die dritte Umfragerunde der [Haushaltsbefragung des Eurosystems zu Finanzen und Konsum](#) (Household Finance and Consumption Survey – HFCS), März 2020. Die Ergebnisse dieser Umfragerunde (Referenzjahr 2017) sind im Vergleich zur zweiten Umfrage (Referenzjahr 2014) stabil.

## Abbildung B

### Sach- und Geldvermögen der privaten Haushalte nach Ländern

(in % der privaten Haushalte nach Altersgruppen; Daten von 2017)



Quellen: HFCS (2020) und Berechnungen der Autoren.

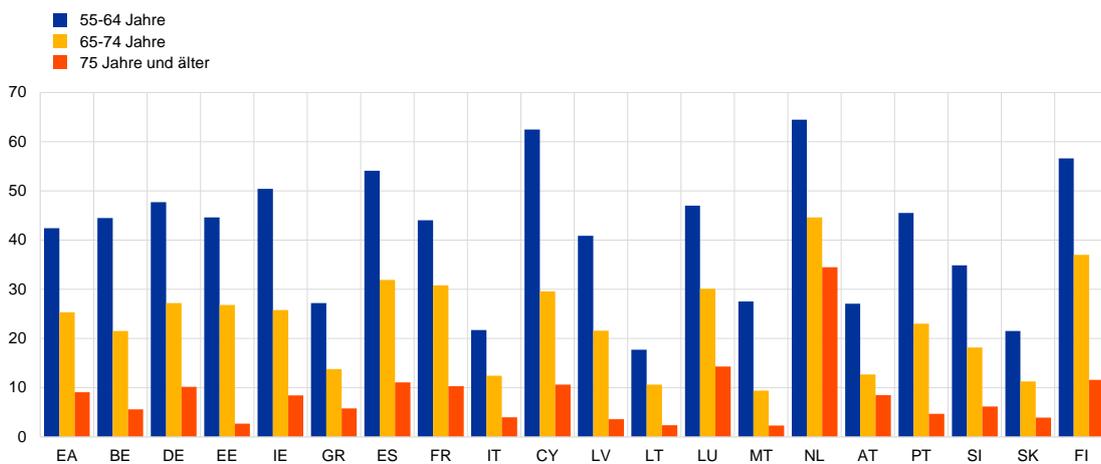
Anmerkung: Die Summe aus dem Sachvermögen (insgesamt) und Geldvermögen (insgesamt) ergibt das Gesamtvermögen (100 %).

In Bezug auf die Dimension der Verschuldung, die im Konzept des Reinvermögens enthalten ist, zeigt Abbildung C die Prävalenzrate privater Haushalte an der Gesamtverschuldung. Es besteht ein deutlicher negativer Zusammenhang zwischen dem Alter und dem Prozentsatz der verschuldeten Privathaushalte, da ältere Privatpersonen ihre Hypothekenschulden tendenziell erheblich zurückführen. Ebenso sinkt im Euroraum der Median des Verhältnisses von Verschuldung zu Vermögen für Haushalte im Verlauf des Rentenalters (von 8,5 % bei der Altersgruppe der 65- bis 74-Jährigen auf 5,6 % bei Personen ab 75 Jahren).

## Abbildung C

### Anteil der privaten Haushalte an den gesamten Schuldverbindlichkeiten nach Ländern

(in % der privaten Haushalte nach Altersgruppen; Daten von 2017)



Quellen: HFCS (2020) und Berechnungen der Autoren.

**Somit dürften Rentenreformen eine zentrale Rolle bei der Anpassung der Erwerbsbeteiligung älterer Beschäftigter spielen.** Zwar dürften eine bessere Gesundheit, ein steigendes Bildungsniveau und günstigere Arbeitsmarktbedingungen einer höheren Erwerbsbeteiligung älterer Arbeitskräfte zuträglich sein, doch diese allgemeinen langfristigen Trends allein können den jüngsten Anstieg der Erwerbsquote und die erheblichen Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern nicht erklären. Deshalb gilt es auch zu beleuchten, wie Reformen der Alterssicherung die Erwerbsbeteiligung älterer Beschäftigter beeinflusst haben könnten.

## 5 Die jüngsten Rentenreformen in den Euro-Ländern und ihre Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt

**In den vergangenen zwei Jahrzehnten wurden die Alterssicherungssysteme in allen Ländern des Euroraums reformiert, jedoch in unterschiedlichem Ausmaß und unterschiedlich häufig.** Dabei wurden insbesondere die gesetzlichen Regelaltersgrenzen angehoben, flexiblere Ruhestandsregelungen eingeführt, um eine Kombination von Beschäftigung und Rente zu ermöglichen, finanzielle Anreize zur Verlängerung der Lebensarbeitszeit über das gesetzliche Rentenalter hinaus geschaffen, (Vor-)Ruhestandsregelungen weniger großzügig gestaltet und strengere Voraussetzungen für die Inanspruchnahme solcher Regelungen festgelegt, indem beispielsweise eine höhere Zahl an Beitragsjahren zugrunde gelegt wurde.<sup>61</sup> In den Ländern, die ein Anpassungsprogramm durchliefen (wie z. B. Griechenland, Spanien, Zypern und Portugal), wurden in den letzten zehn Jahren besonders umfassende Reformen umgesetzt.

**Rentenreformen sind nicht nur für die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen, sondern auch für das Arbeitskräfteangebot von Bedeutung.** Durch die Bevölkerungsalterung entsteht ein Aufwärtsdruck auf die in den meisten Fällen ohnehin bereits erhöhten alterungsbedingten Staatsausgaben, einschließlich der Ausgaben für Altersrenten.<sup>62</sup> Die jüngsten Rentenreformen haben dazu beigetragen, die Widerstandsfähigkeit der staatlichen Altersversorgungssysteme in den einzelnen Ländern angesichts der Bevölkerungsalterung zu stärken und langfristige Risiken für die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu begrenzen.<sup>63</sup> Darüber hinaus gelten Rentenreformen als ein wichtiger Faktor für eine längere Lebensarbeitszeit.

**In fast allen Euro-Ländern wurde das gesetzliche Renteneintrittsalter angehoben.** Seit 2000 wurde die Altersgrenze für den Bezug einer abschlagsfreien Rente in den Ländern des Eurogebiets im Schnitt um mehr als zwei Jahre bei Männern und um fast vier Jahre bei Frauen erhöht (siehe Abbildung 8). Eine

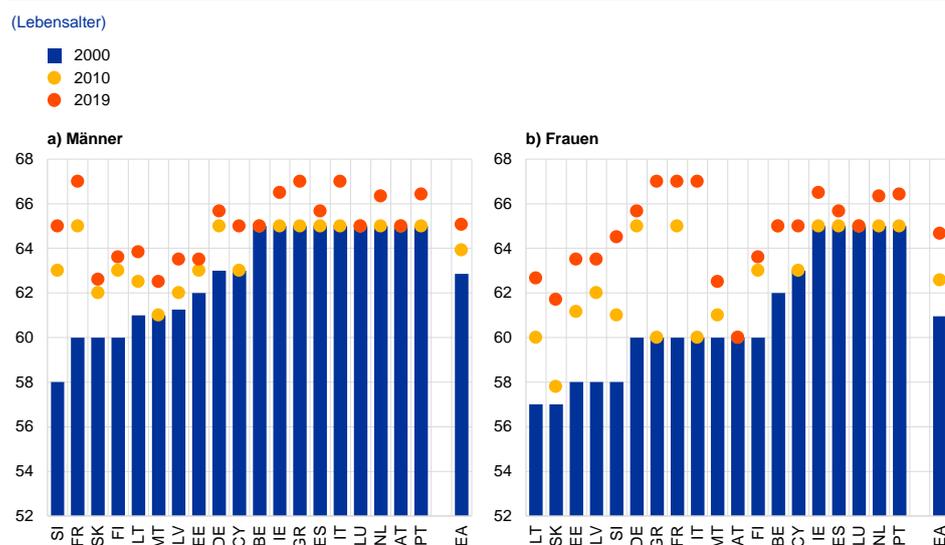
<sup>61</sup> Siehe G. Carone et al., [Pension Reforms in the EU since the Early 2000s: Achievements and Challenges Ahead](#), Discussion Paper der Europäischen Kommission, Nr. 42, 2016.

<sup>62</sup> Siehe EZB, [Bevölkerungsalterung und Reformen der Alterssicherung – Relevanz für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung](#), a. a. O.

<sup>63</sup> In mehreren aufeinanderfolgenden Berichten der Europäischen Kommission über die Bevölkerungsalterung wurden immer niedrigere öffentliche Ausgaben für die Altersversorgung im Jahr 2050 prognostiziert. 2001 wurde noch davon ausgegangen, dass sich die Ausgaben im Jahr 2050 auf 13,3 % des BIP belaufen werden, während dieser Wert im Bericht von 2018 mit 11,7 % des BIP beziffert wurde. Die Zahlen sind jedoch mit Vorsicht zu interpretieren, da weder der Prognosehorizont noch die Länderzusammensetzung in den Berichten vollständig vergleichbar sind und sich auch das Ausgangsniveau im Zeitverlauf verändert hat.

Anhebung um mindestens fünf Jahre wurde in zwei Staaten (Frankreich und Slowenien) sowohl für Männer als auch für Frauen und in sechs Staaten (Deutschland, Estland, Italien, Griechenland, Lettland und Litauen) nur für Frauen vorgenommen. Die generell stärkere Erhöhung der Altersgrenzen bei Frauen spiegelt den allgemeinen Trend in Europa wider, das Rentenalter von Männern und Frauen anzugleichen. Nur in wenigen Ländern (Belgien, Luxemburg und Österreich) ist das Renteneintrittsalter in den vergangenen zwei Jahrzehnten unverändert geblieben, wobei dies in Belgien nur auf die Männer zutrifft. In den meisten Staaten wurden die Voraussetzungen für den Bezug einer Altersrente auch durch eine Erhöhung der erforderlichen Beitragsjahre verschärft. Dies ist insbesondere im Hinblick auf die Tragfähigkeit der Systeme von Bedeutung, die hauptsächlich auf Leistungszusagen beruhen. Der Trend zu einer Anhebung der gesetzlichen Regelaltersgrenze dürfte sich fortsetzen, da mehrere Länder beschlossen haben, das Renteneintrittsalter automatisch an Veränderungen der Lebenserwartung zu koppeln.

**Abbildung 8**  
Gesetzliches Renteneintrittsalter



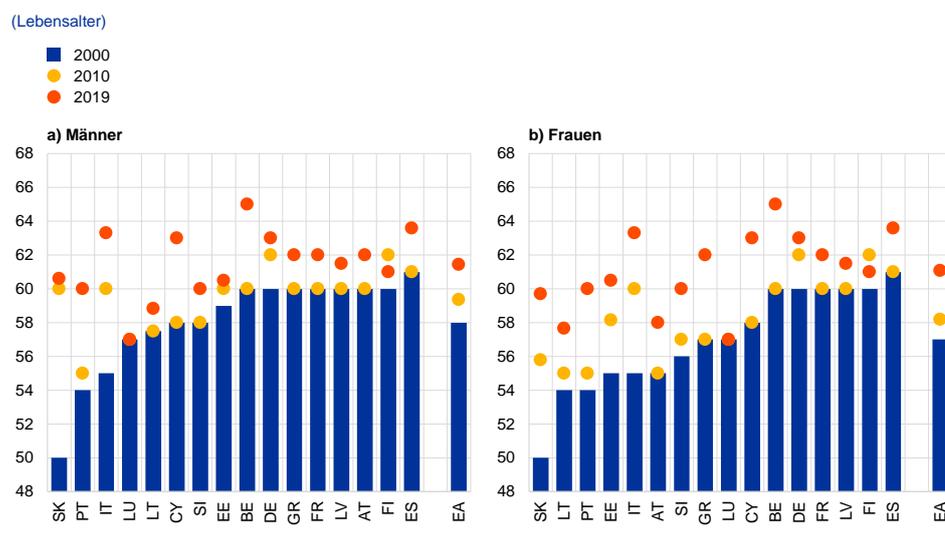
Quellen: Nationale Daten und eigene Berechnungen.

**Die strengeren Kriterien für den Bezug einer gesetzlichen Altersrente gingen oftmals mit einer Verschärfung der Vorruhestandsregelungen einher.** Mit Ausnahme von Irland und den Niederlanden verfügen alle Euro-Länder über Vorruhestandsregelungen.<sup>64</sup> In einigen Staaten existieren sogar mehrere parallele Systeme, die jeweils für bestimmte Beschäftigtengruppen gelten. Die meisten Vorruhestandsregelungen sehen Abschläge vor, um eine höhere versicherungsmathematische Gerechtigkeit zu erreichen. Seit 2000 wurde die Altersgrenze für den

<sup>64</sup> Unter Vorruhestandsregelungen sind spezielle Programme zu verstehen, die einen Eintritt in den Ruhestand vor Erreichen des gesetzlichen Rentenalters ermöglichen. Meist setzt dies eine lange Erwerbsphase voraus und ist mit einer Anpassung der Rentenansprüche verbunden. Neben solchen speziellen Regelungen wurde ein vorzeitiger Austritt aus dem Arbeitsmarkt auch durch die Inanspruchnahme von Arbeitslosen-, Kranken- oder Erwerbsunfähigkeitsversicherungen für ältere Beschäftigte begünstigt. Die meisten Systeme dieser Art wurden in den 1970er-Jahren als Reaktion auf die steigende Arbeitslosigkeit eingeführt; siehe G. Carone et al., a. a. O.

vorzeitigen Ruhestand bei Männern im Schnitt um dreieinhalb Jahre und bei Frauen durchschnittlich um mehr als vier Jahre angehoben und lag 2019 für beide Geschlechter bei rund 61 Jahren (siehe Abbildung 9). Einige Länder – vor allem jene, in denen das Rentenalter an die Lebenserwartung gekoppelt ist – haben diese Koppelung inzwischen auch auf ihre Vorruhestandsregelungen ausgeweitet. In sechs Staaten des Euroraums (Belgien, Deutschland, Griechenland, Spanien, Frankreich und Österreich) ist es möglich, eine abschlagsfreie Rente vor Erreichen des gesetzlichen Renteneintrittsalters zu beziehen. Die Ansprüche sind in der Regel jedoch an bestimmte Kriterien gebunden, beispielsweise an eine lange Erwerbsphase. Die Anforderungen wurden seit 2000 deutlich erhöht, sodass derzeit mindestens rund 40 Beitragsjahre erforderlich sind. Dadurch sind diese Vorruhestandsregelungen nun implizit vor allem für Erwerbstätige gedacht, die früher ins Berufsleben eingestiegen sind und über ein niedrigeres Bildungsniveau verfügen.

**Abbildung 9**  
Zugangsalter für den Vorruhestand



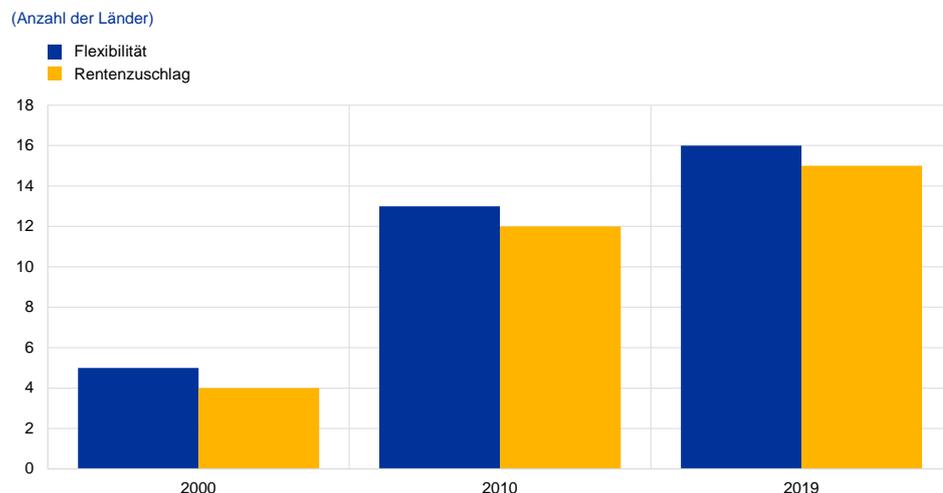
Quellen: Nationale Daten und eigene Berechnungen.  
Anmerkung: Irland und die Niederlande haben keine Vorruhestandsregelungen getroffen. Für Malta liegen keine Daten vor. In einigen Ländern existieren mehrere Vorruhestandsregelungen; in diesen Fällen wird nur eines der Systeme ausgewiesen.

**Die meisten Staaten sehen in ihren Altersversorgungssystemen (finanzielle) Anreize für ältere Arbeitskräfte vor, damit diese ihre Erwerbsphase verlängern.**

Um ältere Beschäftigte zu motivieren, länger – gegebenenfalls auch über das gesetzliche Rentenalter hinaus – im Arbeitsmarkt zu bleiben, haben mehrere Länder ihre Alterssicherungssysteme in den letzten zwei Jahrzehnten angepasst. So wird ein späterer Eintritt in den Ruhestand stärker honoriert und Ruhegehaltsempfängern die Möglichkeit gegeben, weiterhin beruflich tätig zu sein (siehe Abbildung 10). Die konkrete Ausgestaltung dieser Maßnahmen ist in den einzelnen Ländern jedoch sehr unterschiedlich. Finanzielle Anreize werden zumeist in Form eines Rentenzuschlags für einen verzögerten Renteneintritt und durch altersabhängige Steuervorteile für ältere Erwerbstätige gewährt. In einigen Ländern können ältere Beschäftigte bis zu einer bestimmten Altersgrenze arbeiten und gleichzeitig Rentenzahlungen in Anspruch nehmen, während in anderen Ländern keine altersmäßige Obergrenze

festgelegt ist. Angesichts des allgemein steigenden gesetzlichen Renteneintrittsalters haben sich diese Maßnahmen zunehmend auch auf die Erwerbsbeteiligung der Alterskohorten über 65 Jahren ausgewirkt.

**Abbildung 10**  
Maßnahmen zur Förderung einer längeren Erwerbsphase



Quellen: Nationale Daten und eigene Berechnungen.  
Anmerkung: In der Abbildung ist die Anzahl der Länder dargestellt, die in den Jahren 2000, 2010 und 2019 über Maßnahmen zur Förderung einer längeren Erwerbsphase verfügten. Der Balken „Flexibilität“ zeigt die Anzahl der Euro-Länder, in denen ein Beschäftigungsverhältnis mit einer Rente kombiniert werden kann, während der Balken „Rentenzuschlag“ die Anzahl der Länder abbildet, in denen ein solcher Zuschlag im Falle eines späteren Renteneintritts gewährt wird.

**Es ist davon auszugehen, dass eine Kürzung der Rentenzahlungen ältere Beschäftigte dazu veranlasst, später in Rente zu gehen.** Viele Länder des Euroraums haben den Leistungsumfang ihrer staatlichen Altersversorgungssysteme verringert, um die Systeme finanziell tragfähiger zu machen. Ältere Arbeitskräfte verschieben unter Umständen den Beginn ihres Ruhestands, um die dadurch entstandene Lücke auszugleichen, was einen positiven Nebeneffekt auf die Erwerbsbeteiligung haben könnte. Im Eurogebiet wurden die Rentenansprüche auf verschiedene Arten gekürzt, beispielsweise indem die Steigerungsrate herabgesetzt wurde, mit der die ruhegehaltstfähigen Einkünfte in Versorgungsansprüche umgewandelt werden, indem der Referenzlohn für Rentenzahlungen auf Basis des gesamten Erwerbslebens berechnet wird und nicht nur anhand der besten Jahre, in denen die Vergütung in der Regel höher ist, und indem Altersversorgungsleistungen verstärkt an die Inflationsentwicklung statt an die Lohnentwicklung gekoppelt werden.<sup>65</sup> Darüber hinaus wurden in mehreren Ländern die Steuersätze für Rentenzahlungen erhöht und ein vorzeitiger Renteneintritt durch Anhebung der entsprechenden Abschläge finanziell weniger attraktiv gestaltet.

**Diese Reformen dürften dazu beitragen, dass ältere Erwerbstätige ihre Entscheidung zum Renteneintritt aufschieben.** Die Wirkung einer Reform lässt sich anhand der impliziten Steuer erfassen, die auf ein weiteres Lebensarbeitsjahr anfallen würde. In die Berechnung dieser impliziten Besteuerung fließen dabei sowohl die Veränderung des Barwerts künftiger Versorgungsleistungen eines

<sup>65</sup> Ein Überblick findet sich beispielsweise in: G. Carone et al., a. a. O.

„Standard-Beschäftigten“ als auch die zusätzlichen Einnahmen ein, die durch ein um ein Jahr längeres Arbeitsleben erworben werden.<sup>66</sup> Weist der implizite Steuersatz auf Basis einer längeren Arbeitszeit einen hohen positiven Wert auf, so stellt dies einen Anreiz für einen früheren Renteneintritt dar. Ein negativer Wert kann hingegen als Subventionierung einer längeren Erwerbsphase angesehen werden, da die zusätzlichen Einkünfte aus einem um ein Jahr verlängerten Arbeitsleben größer sind als die beim Barwert der Versorgungsleistungen entstandene Lücke. Wie hoch der implizite Steuersatz ausfällt, hängt von den zugrunde liegenden Parametern des jeweiligen Altersversorgungssystems ab und variiert somit je nach Land, Alterskohorte und Zeitraum. Bei einer Vorruhestandsregelung steigt er beispielsweise im Jahr vor Erreichen des Mindestalters für die Inanspruchnahme tendenziell an, während er danach etwas abflacht. Bei Rentenreformen, die sich auf den Leistungsumfang des Alterssicherungssystems auswirken und durch die das Renteneintrittsalter hinausgezögert wird, dürfte er sinken. Die wenigen verfügbaren Studien zu Ländern des Euro-Währungsgebiets deuten auf eine allgemein sinkende implizite Steuer sowohl für Männer als auch für Frauen hin. So zeigt eine aktuelle Studie, dass der implizite Steuersatz für Beschäftigte im Alter von 62 Jahren bei einer Gruppe von Euro-Ländern von durchschnittlich über 45 % im Jahr 2000 auf rund 20 % im Jahr 2015 zurückging und sich damit mehr als halbierte, wobei jedoch erhebliche nationale Unterschiede bestanden.<sup>67</sup>

---

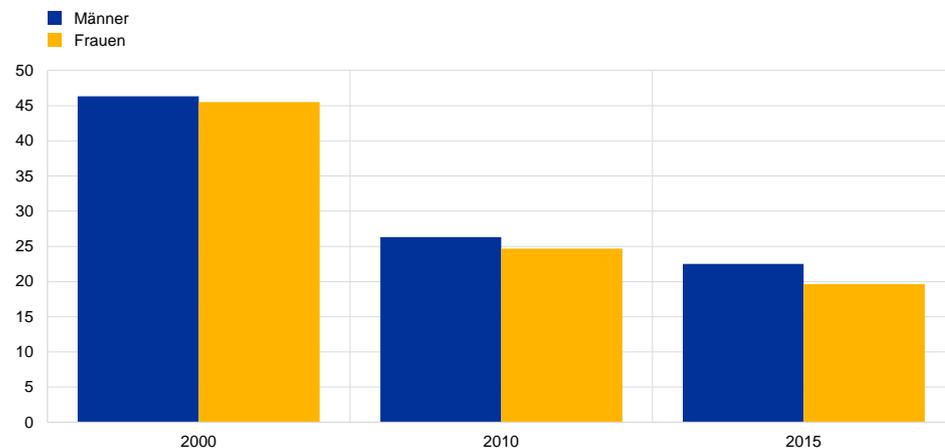
<sup>66</sup> Für die Berechnung der impliziten Besteuerung einer längeren Lebensarbeitszeit sind detaillierte länderspezifische Informationen erforderlich. Deshalb wird dieses Konzept nur in sehr wenigen länderübergreifenden Studien verwendet. Siehe beispielsweise R. Duval, [The Retirement Effects of Old-Age Pension and Early Retirement Schemes in OECD Countries](#), Working Paper des Economics Department der OECD, Nr. 370; OECD, [Economic Policy Reforms – going for growth](#), verschiedene Ausgaben. In jüngerer Zeit wurde eine länderübergreifende Analyse für zwölf Industrieländer durchgeführt. Siehe A. Börsch-Supan und C. Coile (Hrsg.), [Social Security Programmes and Retirement around the World: Reforms and Retirement Incentives](#), NBER Book Series – International Social Security, University of Chicago Press, Chicago, 2020.

<sup>67</sup> Siehe A. Börsch-Supan und C. Coile, a. a. O. Diese Studie enthält länderspezifische Analysen, die sich unter anderem auf sechs Euro-Länder beziehen (Belgien, Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien und die Niederlande). In Japan war der implizite Steuersatz im Jahr 2015 mit 45 % deutlich höher als in dieser Ländergruppe, wenngleich er sich seit 2000 halbiert hat, und in den Vereinigten Staaten deutlich niedriger. Dort wies er ein stabiles Niveau von 10 % auf. Die Analyse bezieht sich auf verschiedene Arten von Empfängern, für die die Sozialversicherungsleistungen bezogen auf jedes Jahr von 1980 bis 2015 und jedes mögliche Rentenalter (von 55 bis 69 Jahren) berechnet wurden. Ferner wurden unterschiedliche Rentenarten betrachtet (z. B. staatliche Altersrente, Vorruhestandsrente, Erwerbsunfähigkeitsrente usw.), die für die jeweiligen Empfänger in Betracht kommen.

## Abbildung 11

### Implizite Steuer auf eine Verlängerung der Lebensarbeitszeit

(in Prozentpunkten)



Quellen: Börsch-Supan und Coile (2020) sowie eigene Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die implizite Steuer auf eine Verlängerung des Erwerbslebens eines durchschnittlichen Beschäftigten im Alter von 62 Jahren gemäß den Berechnungen in Börsch-Supan und Coile (2020). Dabei handelt es sich um den ungewichteten Durchschnitt der sechs Euro-Länder, für die Daten vorliegen (Belgien, Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien und die Niederlande).

#### **Die implizite Steuer auf eine längere Erwerbsphase scheint negativ mit der Erwerbsbeteiligung älterer Beschäftigter zu korrelieren; dies wird auch durch die Fachliteratur bestätigt.**

Der Rückgang des impliziten Steuersatzes infolge von Rentenreformen lässt sich als Indiz dafür werten, dass ältere Erwerbstätige ihren Renteneintritt hinauszögern. Durch mehrere Studien wurde weitgehend bestätigt, dass sich Rentenreformen positiv auf die Anreize für Beschäftigte auswirken, länger am Arbeitsleben teilzunehmen. Es wurden Belege dafür gefunden, dass sie auf Veränderungen der finanziellen Anreize (wie Abschläge bei vorzeitigem Renteneintritt, aber auch Lebenseinkommens- und Vermögenseffekte) sowie auf Änderungen des gesetzlichen Rentenalters reagieren.<sup>68</sup> Zudem hat die jüngste Forschung eine statistisch signifikante negative Korrelation zwischen dem impliziten Steuersatz und der Beschäftigungsquote in mehreren Industrieländern (darunter sechs Euro-Länder) nachgewiesen.<sup>69</sup> Den Studien zufolge haben Rentenreformen wesentlich dazu beigetragen, die Beschäftigungsquote älterer Erwerbstätiger zu erhöhen. Dies trifft insbesondere auf Reformen zu, die den Zugang zu Vorruhestandsregelungen beschränken. Aus den Ergebnissen, die auf gepoolten Panelregressionen beruhen, geht hervor, dass die Beschäftigungsquote älterer Arbeitskräfte (mit einem durchschnittlichen Vorruhestandsalter von 62 Jahren) bei Männern um 6,7 Prozentpunkte und bei Frauen um 4,6 Prozentpunkte steigt, wenn der implizite Steuersatz von 100 % auf 0 % sinkt. Beim gesetzlichen Renteneintrittsalter beläuft sich der positive Effekt auf die Beschäftigungsquote den Schätzungen

<sup>68</sup> Siehe beispielsweise Blundell et al., a. a. O.

<sup>69</sup> Siehe A. Börsch-Supan und C. Coile, a. a. O.

zufolge auf 1,8 Prozentpunkte. Diese Ergebnisse stehen weitgehend mit anderen Studien im Einklang.<sup>70</sup>

**Zugleich lassen sich die Auswirkungen von Reformen der Alterssicherung auf die Erwerbsbeteiligung in den einzelnen Ländern nicht ohne Weiteres herausfiltern.** Erstens unterscheiden sich die Alterssicherungssysteme sowie der Umfang und das Ausmaß der Reformen von Land zu Land erheblich, wobei die spezifischen Merkmale der Maßnahmen das Arbeitskräfteangebot maßgeblich beeinflussen. Zweitens bestehen beträchtliche Unterschiede, was den Zeitpunkt der Verabschiedung und den Zeitraum zwischen der Ankündigung und Umsetzung solcher Reformen anbelangt. So wurde festgestellt, dass sich insbesondere eine lange zeitliche Verzögerung auf die Gesamtwirtschaft auswirken kann, nicht zuletzt weil Beschäftigte versuchen, den Ruhestand vorzuziehen, um noch in den Genuss der alten Regelung zu kommen.<sup>71</sup> Drittens wurden die Reformen in den einzelnen Ländern in unterschiedlichem Tempo durchgeführt. In einigen Staaten – z. B. Deutschland – wurden einige Reformelemente nur sehr langsam umgesetzt, während in anderen Ländern wie Italien das gesetzliche Renteneintrittsalter relativ abrupt angehoben wurde. Dies beeinflusst den Zeitpunkt, zu dem sich die Umsetzung auf die Erwerbsbeteiligung älterer Beschäftigter auswirkt.

**Darüber hinaus kann sich die Rücknahme von Rentenreformen negativ im Arbeitskräfteangebot niederschlagen.** In jüngerer Zeit haben einige Staaten erwogen, bereits verabschiedete Rentenreformen angesichts eines zunehmenden politischen Drucks wieder rückgängig zu machen. In einigen Ländern wurden solche Schritte bereits beschlossen. Wie aktuelle Untersuchungen zeigen, würde eine Rücknahme bereits umgesetzter Rentenreformen jedoch nicht nur die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen gefährden, sondern auch erhebliche gesamtwirtschaftliche Kosten verursachen, insbesondere im Hinblick auf das Arbeitskräfteangebot.<sup>72</sup> Setzt sich der Trend zur Reformumkehr also fort, dürfte dies zu einer sinkenden Erwerbsbeteiligung älterer Beschäftigter führen.

---

<sup>70</sup> Siehe beispielsweise C. Geppert, Y. Guillemette, H. Morgavi und D. Turner, Labour Supply of older people in advanced economies: the impact of changes to statutory retirement ages, Working Paper des Economics Department der OECD, Nr. 1554, 2019; F. Grigoli, Z. Koczan und P. Topalova, A Cohort-Based Analysis of Labor Force Participation for Advanced Economies, Working Paper des IWF, Nr. 18/120, 2018; M. De Philippis, The dynamics of the Italian labour force participation rate: determinants and implications for the employment and unemployment rate, Occasional Paper der Banca d'Italia, Nr. 396, 2017.

<sup>71</sup> Siehe beispielsweise H. Bi, K. Hunt und S. Zubairy, [Implementation delays in pension retrenchment reforms](#), Economic Review, Bd. 104, Nr. 2, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2019, S. 53-70.

<sup>72</sup> Eine Analyse der gesamtwirtschaftlichen und fiskalischen Kosten der Rücknahme von Rentenreformen findet sich in: D. Baksa, Z. Munkacsi und C. Nerlich, [A framework for assessing the costs of pension reform reversals](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2396, 2020. In einer Studie wurde untersucht, wie sich die Rücknahme der 2014 in Deutschland in Kraft getretenen Rentenreform auswirkt. Hierdurch ist es langjährigen Versicherten nun möglich, nach 45 Beitragsjahren im Alter von 63 Jahren abschlagsfrei in den Vorruhestand zu gehen. Die Studie kam zu dem Schluss, dass die Wahrscheinlichkeit eines vorzeitigen Ruhestands bei Beschäftigten, die die entsprechenden Voraussetzungen erfüllen, um 10 Prozentpunkte höher ist als bei jenen, die Abschlüsse hinnehmen müssten. Siehe C. Krolage und M. Dolls, [The effects of early retirement incentives on retirement decisions](#), Working Paper des ifo Instituts, Nr. 291, 2019, S. 1-31.

## 6 Schlussbemerkungen

**Im vorliegenden Aufsatz wird argumentiert, dass mehrere Faktoren zum erheblichen Anstieg der Erwerbsbeteiligung älterer Beschäftigter in den letzten beiden Jahrzehnten beigetragen haben.** Die Erwerbsquote älterer Frauen nahm besonders stark zu, wobei das Ausgangsniveau allerdings niedriger war als bei den Männern. Die Erwerbsbeteiligung älterer Arbeitskräfte kann von unterschiedlichen Faktoren abhängen. Die Entscheidung darüber, wann eine Person in den Ruhestand tritt, ist komplex und wird von vielen Faktoren beeinflusst, darunter die Arbeitsmarktlage, die Ausgestaltung der Sozialversicherungssysteme, der persönliche Gesundheitszustand, das Nettovermögen und dessen zu erwartende Entwicklung sowie die persönlichen Präferenzen. Viele der genannten Faktoren haben sich im Zeitverlauf erheblich verändert. Zumeist handelt es sich jedoch um langfristige Trends, wie etwa ein besserer allgemeiner Gesundheitszustand, eine steigende Lebenserwartung und ein höheres Bildungsniveau, sodass sich damit der starke Anstieg der Erwerbsbeteiligung seit dem Jahr 2000 nicht erklären lässt. Demgegenüber scheinen Reformen der Alterssicherungssysteme entscheidend zu der höheren Erwerbsbeteiligung beigetragen zu haben. Diese umfassen Anhebungen der gesetzlichen Regelaltersgrenze, flexiblere Ruhestandsregelungen, um die Kombination von Beschäftigung und Rente zu ermöglichen, finanzielle Anreize zur Verlängerung der Lebensarbeitszeit über das gesetzliche Rentenalter hinaus, weniger großzügige (Vor-)Ruhestandsregelungen und strengere Voraussetzungen für einen vorzeitigen Renteneintritt, indem beispielsweise eine höhere Zahl an Beitragsjahren zugrunde gelegt wird.

**In den nächsten Jahren werden verschiedene Faktoren eine Rolle bei der Entwicklung der Erwerbsbeteiligung älterer Beschäftigter spielen, wobei die gesamten Auswirkungen noch nicht absehbar sind.** Erstens deuten die jüngsten Bevölkerungsvorausschätzungen darauf hin, dass der relative Anteil der Kohorte älterer Arbeitskräfte etwas zurückgehen wird, wenn die geburtenstarken Jahrgänge in den Ruhestand getreten sind. Dadurch würde die Erwerbsquote insgesamt unter ansonsten gleichen Bedingungen automatisch zunehmen. Um die Risiken, die sich durch die Bevölkerungsalterung für die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen ergeben, noch mehr zu begrenzen, müssten die Staaten weitere Rentenreformen mit potenziell positiven Auswirkungen auf die Erwerbsbeteiligung älterer Beschäftigter durchführen. Sollte sich der jüngste Trend der Rücknahme von Rentenreformen jedoch fortsetzen, dürfte dies die Erwerbsquote älterer Arbeitskräfte beeinträchtigen. Auf kürzere Sicht werden die genannten Effekte wohl unter dem Einfluss der Auswirkungen der Covid-19-Pandemie und der schwerwiegenden gesamtwirtschaftlichen Folgen stehen, die sich dadurch nicht zuletzt für den Arbeitsmarkt ergeben. Die Erfahrungen mit schweren makroökonomischen Schocks in der Vergangenheit legen nahe, dass die Erwerbsbeteiligung älterer Beschäftigter negativ beeinflusst werden dürfte, sofern nicht politisch gegengesteuert wird.

### 3 Liquiditätsverteilung und Zahlungsabwicklung in TARGET2

Ioana Duca-Radu und Livia Polo-Friz<sup>73</sup>

#### 1 Einleitung

**Das vom Eurosystem betriebene Zahlungssystem TARGET2 ist für das Euro-Währungsgebiet von essenzieller Bedeutung, denn es unterstützt die Umsetzung der Geldpolitik, die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte und die Wirtschaftstätigkeit.** Zentralbanken und Geschäftsbanken nutzen TARGET2 für geldpolitische Geschäfte, Interbankzahlungen und Kundenzahlungen.<sup>74</sup> Das System verarbeitet auf Euro lautende Zahlungen in Zentralbankgeld auf Bruttobasis, in Echtzeit und mit sofortiger Finalität. Es gewährleistet den freien Fluss von Zentralbankgeld innerhalb des Euroraums, stützt dadurch die Wirtschaftstätigkeit und die Finanzstabilität und fördert die Finanzmarktintegration in der EU.<sup>75</sup> Durch die Einbindung von Korrespondenzbanken<sup>76</sup> hat TARGET2 zudem eine globale Reichweite, was der Geschäftstätigkeit der Banken und Unternehmen aus der EU zusätzlich zugutekommt. Banken führen Zentralbankliquidität – d. h. die Mittel, die sie bei ihrer Zentralbank halten, einschließlich der Mindestreserven, zu deren Vorhaltung sie verpflichtet sind – auf TARGET2-Konten und können diese nutzen, um im Verlauf des Tages Zahlungen zu tätigen.

**Liquidität spielt in Echtzeit-Bruttosystemen (RTGS-Systemen) eine entscheidende Rolle; ohne sie können keine Zahlungen abgewickelt werden.**<sup>77</sup>

Da in RTGS-Systemen jede Zahlung einzeln abgewickelt wird, ist eine beträchtliche Liquidität erforderlich. Deshalb gibt es in der Regel liquiditätssparende Elemente. TARGET2 verfügt über eine ganze Reihe von Funktionen, die das Liquiditätsmanagement im Verlauf eines Tages erleichtern.<sup>78</sup> Zusätzlich können Teilnehmer die

<sup>73</sup> Die Autorinnen dieses Artikels sind Mitarbeiterin/Stellvertreterin in einer der Nutzergruppen mit Zugang zu TARGET2-Daten gemäß Artikel 1 Absatz 2 des Beschlusses EZB/2010/9 vom 29. Juli 2010 über den Zugang zu bestimmten TARGET2-Daten und deren Nutzung. Die EZB, der Marktinfrastrukturrat und der Ausschuss für Marktinfrastrukturen und Zahlungsverkehr haben den vorliegenden Beitrag auf Einhaltung der Regeln geprüft, die der Ausschuss für Zahlungs- und Verrechnungssysteme (PSSC) gemäß Artikel 1 Absatz 4 des genannten Beschlusses in Bezug auf die Garantie der Vertraulichkeit der Daten auf Transaktionsebene festgelegt hat. Der Beitrag spiegelt die persönlichen Ansichten der Verfasserinnen und nicht zwangsläufig die Haltung des Eurosystems wider. Die Autorinnen danken Carlos Luis Navarro Ramirez für seine Unterstützung.

<sup>74</sup> Erwirbt beispielsweise eine in den Niederlanden ansässige Fluggesellschaft ein Flugzeug von einem Unternehmen aus Frankreich, so kann die Abwicklung der Zahlung zwischen den Banken der beiden Unternehmen in TARGET2 erfolgen. Auch andere europaweite Zahlungs- und Wertpapierverrechnungssysteme verwenden TARGET2, um die Netto-Positionen ihrer Teilnehmer zu verrechnen, darunter das Großbetragszahlungssystem EURO1 und das Massenzahlungsverkehrssystem STEP2.

<sup>75</sup> Im Jahr 2019 wurden über TARGET2 im Durchschnitt 344 120 Transaktionen pro Tag im Gesamtwert von tagesdurchschnittlich 1,7 Billionen € abgewickelt. Siehe EZB, TARGET Annual Report 2019, Mai 2020.

<sup>76</sup> Eine Korrespondenzbank ist eine Bank, die im Auftrag einer anderen Bank Dienstleistungen erbringt.

<sup>77</sup> Wird eine Zahlungsnachricht an das System geschickt, so wird die Zahlung sofort abgewickelt, sofern der Teilnehmer dafür genug Liquidität auf seinem Konto vorhält. Sobald das Konto des Senders belastet wird, ist die Zahlung unwiderruflich. Reicht die Liquidität auf dem Konto des Senders nicht zur Zahlungsabwicklung aus, kommt die Zahlung in eine Warteschlange.

<sup>78</sup> Beispielsweise Verrechnungsalgorithmen, die Zahlungen bei Eingang oder in der Warteschlange abgleichen und gegeneinander aufrechnen.

Innertageskreditlinie (Intraday Credit Line – ICL) des Eurosystems in Anspruch nehmen, wenn die Liquidität auf ihren Konten nicht für die Zahlungsabwicklung ausreicht.<sup>79</sup> Zudem können sie ihre Zahlungsströme aktiv steuern, indem sie z. B. ausgehende und eingehende Zahlungen synchronisieren und die im System vorhandene Liquidität somit effizienter nutzen. In Phasen, in denen die vorhandene Liquidität allgemein höher ist, fällt es den TARGET2-Teilnehmern leichter, ihre Innertagesliquidität zu steuern. In solchen Zeiten werden liquiditätssparende Mechanismen weniger stark in Anspruch genommen.<sup>80</sup>

**Die Verfügbarkeit und Verteilung von Liquidität im System wirkt sich auf den Abwicklungsprozess aus.** TARGET2 wird zwar technisch auf einer einzigen gemeinsamen Plattform betrieben, besteht aber rechtlich gesehen aus verschiedenen Komponentensystemen, die von den jeweiligen nationalen Zentralbanken unterhalten werden. Im vorliegenden Aufsatz wird vor allem untersucht, wie sich die Liquidität in TARGET2 auf die verschiedenen Komponentensysteme verteilt und was dies für die Zahlungsabwicklung auf nationaler Ebene bedeutet. Besonderes Augenmerk wird darauf gelegt, wie sich die länderspezifische Liquiditätsverteilung auf die Inanspruchnahme von Innertageskrediten und den Zeitpunkt der Zahlungsabwicklung auswirkt. Diese Aspekte sind für die Betreiber von Zahlungsverkehrssystemen<sup>81</sup> relevant, denn große Innertageskreditlinien erhöhen die Zahlungskapazität<sup>82</sup> der Teilnehmer und erleichtern somit die Zahlungsabwicklung. Kann ein Teilnehmer seinen Innertageskredit am Tagesende nicht zurückzahlen, wird dieser automatisch in einen Übernachtskredit umgewandelt, der zum Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität verzinst wird. Je früher Zahlungen abgewickelt werden, desto geringer ist das operationelle Risiko.<sup>83</sup> Treten im Tagesverlauf Betriebsstörungen auf, so ist die Belastung des Systems bei Wiederaufnahme der Zahlungsabwicklung umso geringer, je mehr Zahlungen bis zu diesem Zeitpunkt bereits abgewickelt wurden.

---

<sup>79</sup> Die Innertageskreditlinie wird den Teilnehmern zinsfrei gegen Stellung notenbankfähiger Sicherheiten bei ihrer jeweiligen nationalen Zentralbank zur Verfügung gestellt. Kann ein Teilnehmer einen negativen Saldo am Tagesende nicht ausgleichen, wandelt sich der Innertageskredit automatisch in einen Übernachtskredit um, der zum Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität verzinst wird.

<sup>80</sup> Beispielsweise wurden Mitte 2014 tagesdurchschnittlich Zahlungen im Wert von 2,0 Billionen € über TARGET2 abgewickelt, und die Gesamtliquidität belief sich auf 200,7 Mrd €. Mitte 2019 lag das tagesdurchschnittliche Abwicklungsvolumen bei etwa 1,8 Billionen €, aber das Liquiditätsniveau war infolge der geldpolitischen Maßnahmen im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten auf 1 790,5 Mrd € gestiegen; es wurden also weniger Zahlungen bei höherer Liquidität abgewickelt. Der Unterschied bestand darin, wie effizient die vorhandene Liquidität genutzt wurde: Ein Indikator der Effizienz des Liquiditätseinsatzes in TARGET2 lag Mitte 2014 bei 5,0 Punkten und Mitte 2019 bei 3,3 Punkten. Der Indikator wurde berechnet als Quotient aus den insgesamt abgewickelten Zahlungen und dem geschätzten Betrag der dazu aufgewendeten Liquidität. Siehe E. Benos, R. Garratt und P. Zimmerman, Bank behaviour and risks in CHAPS following the collapse of Lehman Brothers, Working Paper Series der Bank of England, Nr. 451, 2012.

<sup>81</sup> Zahlungsverkehrssysteme können entweder von Zentralbanken oder von Anbietern des privaten Sektors betrieben werden. Als Eigentümer und Betreiber von TARGET2 ermöglicht das Eurosystem eine Abwicklung in Zentralbankgeld. Finanzinstitute können Mittel, die sie auf Konten bei ihren jeweiligen Zentralbanken halten, untereinander austauschen. Dadurch, dass die Zentralbanken im System eine operative Funktion einnehmen, können sie sicherstellen, dass die von ihnen vorgegebenen Sicherheits- und Effizienzstandards eingehalten werden.

<sup>82</sup> Die Zahlungskapazität eines TARGET2-Teilnehmers zu Beginn eines Geschäftstages ist definiert als die Summe aus dem Anfangssaldo auf seinem Konto und der Höhe der gewährten Innertageskreditlinie zu diesem Zeitpunkt.

<sup>83</sup> Siehe beispielsweise J. McAndrews und A. Kroeger, The Payment System Benefits of High Reserve Balances, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Nr. 779, 2016.

Der weitere Aufsatz ist wie folgt gegliedert: Abschnitt 2 gibt einen Überblick über die Liquiditätsverteilung in TARGET2. In Abschnitt 3 werden die Implikationen der Liquiditätsverteilung für die Zahlungsabwicklung in TARGET2 beschrieben. Abschnitt 4 liefert eine abschließende Zusammenfassung und erörtert die Relevanz der Ergebnisse.

## 2 Überblick über die Liquiditätsverteilung in TARGET2

**Die Gesamtliquidität in TARGET2 entspricht der Summe der Liquidität, die die einzelnen Teilnehmer zu Beginn eines Tages auf ihren Konten halten.**<sup>84</sup> Diese Liquidität hat sich von Mitte 2008 bis Ende 2019 um etwa das Achtfache erhöht (siehe Abbildung 1). Eine Zunahme war im Zuge der Staatsschuldenkrise der Jahre 2011-2012 zu beobachten, als das Eurosystem Maßnahmen zur Deckung des Liquiditätsbedarfs der Banken ergriff: Im August 2012 belief sich die Liquidität in TARGET2 auf 592,7 Mrd €, verglichen mit 219,8 Mrd € im Juni 2008. Die Einführung des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) im März 2015 führte zu einem erneuten Anstieg des Liquiditätsniveaus. Im August 2018 wurde ein Höchststand von 1 847,2 Mrd € verzeichnet. Damit hat sich die Liquidität in TARGET2 ähnlich entwickelt wie die Überschussliquidität, d. h. die Mittel, die die Kreditinstitute über die Mindestreserve hinaus auf Konten bei ihren Zentralbanken halten.<sup>85</sup> Mit der Zunahme der Liquidität in TARGET2 nach Beginn des PSPP verringerte sich die Volatilität der Liquiditätsbestände auf Länderebene. Seit Ende 2016 haben sich die Länderanteile weitgehend stabilisiert, mit Ausnahme der Niederlande, deren Anteil gesunken ist.<sup>86</sup>

---

<sup>84</sup> Die Salden zu Tagesbeginn werden um die über Nacht erfolgte Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten des Eurosystems (Spitzenrefinanzierungsfazilität und Einlagefazilität) bereinigt. Zur Korrektur nationaler Besonderheiten werden weitere Anpassungen vorgenommen. Insbesondere verwenden einige Zentralbanken proprietäre Heimatkonten, auf die die Liquidität ihrer Teilnehmer am Tagesende verschoben wird. Dies geschieht unter anderem zur Berechnung der Mindestreserven, die die Kreditinstitute bei ihrer Zentralbank halten müssen, denn das Modul für die Mindestreserveverwaltung (Reserve Management Module – RM-Modul) in TARGET2 ist optional.

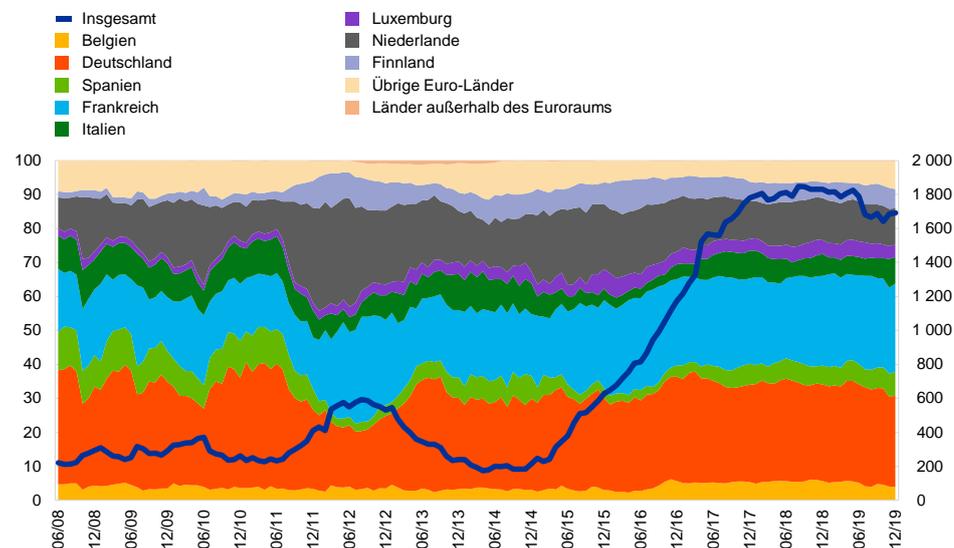
<sup>85</sup> Siehe L. Baldo, B. Hallinger, C. Helmus, N. Herrala, D. Martins, F. Mohing, F. Petroulakis, M. Resinek, O. Vergote, B. Usciati und Y. Wang, The distribution of excess liquidity in the euro area, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 200, 2017.

<sup>86</sup> Die Entwicklung gegen Ende 2019 lässt sich damit erklären, dass einige im Vereinigten Königreich ansässige Kreditinstitute ihren Zugangspunkt zu TARGET2 aufgrund des Brexit von den Niederlanden nach Frankreich und Deutschland verlagerten.

## Abbildung 1

### Gesamtliquidität in TARGET2 und Aufschlüsselung nach Ländern

(linke Skala: in % der Gesamtliquidität; rechte Skala: Gesamtliquidität in Mrd €)



Quellen: TARGET2 und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Datenpunkte stellen den monatlichen Durchschnitt der Tagesdaten dar. Die Daten umfassen den Zeitraum von Juni 2008 bis Dezember 2019.

**Die Liquidität in TARGET2 verteilt sich vorwiegend auf acht Länder.** Sie liegt im Schnitt zu 92,5 % auf deutschen, französischen, niederländischen, italienischen, spanischen, finnischen, belgischen und luxemburgischen Konten (siehe Abbildung 1), was weitgehend der Verteilung der Überschussliquidität entspricht. Zwischen Juni 2008 und Dezember 2019 lag der Anteil Deutschlands bei durchschnittlich 28,2 %, verglichen mit 21,9 % für Frankreich und 16,3 % für die Niederlande. Auf Italien entfielen im Schnitt 7,1 %, gefolgt von Spanien (6,2 %), Finnland (5,4 %), Belgien (4,0 %) und Luxemburg (3,3 %). Die Korrelation zwischen der auf Länderebene verfügbaren Liquidität und dem Wert der TARGET2-Zahlungen betrug im gleichen Zeitraum 0,92. Dies legt nahe, dass die Länder mit einem höheren Liquiditätsniveau auch diejenigen mit einer regeren Zahlungsaktivität in TARGET2 sind. Deutschland, Frankreich und die Niederlande leisteten im Jahr 2019 den größten Beitrag zum TARGET2-Zahlungsverkehr. Auf diese drei Länder entfielen, analog zu ihren Liquiditätsanteilen, rund 68,0 % des Gesamtwerts der abgewickelten Zahlungen.<sup>87</sup> Es folgten Luxemburg, Belgien, Spanien und Italien mit Anteilen zwischen 4,0 % und 9,0 %. Die Bündelung der Zahlungsaktivität in einigen wenigen Ländern hängt unter anderem mit der Größe der nationalen Bankensysteme und dem Vorhandensein von Finanzmarktinfrastrukturen zusammen, aber auch damit, wo sich die Hauptsitze von Bankengruppen befinden und inwieweit die Institute eines Landes Banken außerhalb des Euroraums einen Zugang zu TARGET2 bieten.

<sup>87</sup> Siehe EZB, TARGET Annual Report 2019, Mai 2020.

**Die Liquidität in TARGET2 bündelt sich bei einer Teilgruppe der Institute.** Die Liquiditätskonzentration wird mit dem Gini-Koeffizienten<sup>88</sup> gemessen, der zwischen null (vollkommen gleichmäßige Verteilung) und eins (maximale Ungleichverteilung) liegen kann. Der Gini-Koeffizient hat sich im Laufe der Zeit zwischen 0,86 und 0,92 bewegt (siehe Tabelle 1), was darauf hindeutet, dass der Großteil der Liquidität in TARGET2 von einigen wenigen Teilnehmern gehalten wird. Diese Werte entsprechen weitgehend dem für die Mindestreserveanforderungen ermittelten Gini-Koeffizienten, der zwischen der siebten Mindestreserveperiode 2012 und der achten Mindestreserveperiode 2019 im Durchschnitt bei 0,87 lag.<sup>89</sup> Somit spiegelt die Liquiditätskonzentration in TARGET2 im Großen und Ganzen die Mindestreservekonzentration und – da die Mindestreserveanforderungen anhand der Bilanzpositionen der Banken bestimmt werden – letztlich auch die Marktzusammensetzung wider. Der Gini-Koeffizient für die Liquiditätskonzentration nahm erstmals während der Staatsschuldenkrise in den Jahren 2011-2012 zu, als auch eine starke Marktfragmentierung zu beobachten war.<sup>90</sup> Nach der Einführung des PSPP stieg der Koeffizient erneut an. Dies legt nahe, dass die Liquidität, die dem System durch das Ankaufprogramm zusätzlich zugeführt wurde, schließlich bei denjenigen Teilnehmern ankam, die ohnehin bereits vergleichsweise viel Liquidität auf ihren Konten hielten. Die Einführung des zweistufigen Systems für die Verzinsung von Überschussreserven am 30. Oktober 2019 bewirkte indessen eine Verringerung der Konzentration der Liquiditätsbestände. Hierauf wird in Kasten 1 näher eingegangen.

**Die Liquiditätskonzentration unterscheidet sich im Euroraum von Land zu Land.** Die Durchschnittswerte für vier verschiedene Zeiträume zwischen Juni 2008 und Dezember 2019 zeigen, dass sich die Konzentration in den einzelnen Ländern zwischen 0,47 und 0,93 bewegte (siehe Tabelle 1). Die niedrigsten Konzentrationswerte wurden vor der Staatsschuldenkrise verzeichnet, die höchsten hingegen in jüngster Zeit. Diese Beobachtung hat, mit nur sehr wenigen Ausnahmen, in allen Ländern Bestand. Seit der Einführung des PSPP weisen Deutschland, Spanien, Frankreich und die Niederlande die höchsten durchschnittlichen Konzentrationswerte auf und Slowenien, Irland und Malta die niedrigsten. Auf Länderebene ist keine eindeutige Auswirkung des PSPP auf die Liquiditätskonzentration erkennbar.

---

<sup>88</sup> Der Gini-Koeffizient wird in der Fachliteratur auf dem Gebiet der Zahlungsverkehrssysteme zur Messung der Ungleichverteilung aus verschiedenen Perspektiven verwendet. Eine weitere gängige Messgröße der Konzentration ist der Herfindahl-Hirschman-Index (HHI). Siehe beispielsweise M. Adams, M. Galbati und S. Giansante, Liquidity costs and tiering in large-value payment systems, Working Paper Series der Bank of England, Nr. 399, 2010; E. Denbee, R. J. Garratt und P. Zimmerman, Variations in liquidity provision in real-time payment systems, Working Paper Series der Bank of England, Nr. 513, 2014 (aktualisiert 2015); J. McAndrews und A. Kroeger, The Payment System Benefits of High Reserve Balances, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Nr. 779, 2016.

<sup>89</sup> Die EZB erhebt seit der siebten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres 2012 von den nationalen Zentralbanken Einzeldaten zu den Mindestreserveanforderungen.

<sup>90</sup> Siehe J. Eisenschmidt, D. Kedan, M. Schmitz, R. Adalid und P. Papsdorf, The Eurosystem's asset purchase programme and TARGET balances, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 196, 2017.

**Tabelle 1**

Gini-Koeffizient in den einzelnen Ländern des Euroraums

Land	Juni 2008 – Dez. 2010	Jan. 2011 – Dez. 2012	Jan. 2013 – Febr. 2015	März 2015 – Dez. 2019
Belgien	0,47	0,72	0,70	0,84
Deutschland	keine Angabe	keine Angabe	0,90	0,93
Estland	0,72	0,65	0,60	0,80
Irland	0,64	0,67	0,64	0,59
Griechenland	0,66	0,71	0,81	0,79
Spanien	0,82	0,83	0,86	0,88
Frankreich	0,85	0,86	0,86	0,88
Italien	0,84	0,85	0,84	0,84
Zypern	0,68	0,69	0,79	0,78
Lettland	0,69	0,75	0,74	0,74
Litauen	0,69	0,80	0,80	0,84
Luxemburg	0,59	0,69	0,76	0,71
Malta	keine Angabe	keine Angabe	keine Angabe	0,67
Niederlande	0,90	0,90	0,84	0,88
Österreich	0,71	0,80	0,81	0,80
Portugal	0,65	0,82	0,83	0,80
Slowenien	0,65	0,67	0,67	0,56
Slowakei	0,73	0,78	0,79	0,85
Finnland	0,78	0,80	0,83	0,74
<b>TARGET2</b>	<b>0,86</b>	<b>0,89</b>	<b>0,89</b>	<b>0,92</b>

Quellen: TARGET2 und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Mangels verfügbarer Daten sind in der Tabelle keine Angaben für Malta für die Zeit vor März 2015 und für Deutschland für die Zeit vor September 2013 enthalten.

**Kasten 1****Die Auswirkungen des zweistufigen Systems für die Verzinsung von Überschussreserven auf die Liquiditätsverteilung in TARGET2**

Am 30. Oktober 2019 beschloss die EZB, ein zweistufiges System für die Verzinsung von Überschussreserven einzuführen. Gleichzeitig kam es zu einer Umverteilung der Liquidität zwischen den Länderkomponentensystemen in TARGET2. Im Rahmen des gestaffelten Systems für die Verzinsung werden die von den Banken gehaltenen Überschussreserven bis zu einem Höchstbetrag von derzeit dem Sechsfachen des Mindestreserve-Solls mit 0 % verzinst. Damit wird den Instituten ein Anreiz geboten, etwaige ungenutzte Freibeträge auszuschöpfen. Die Überschussliquidität, die über diesen Betrag hinausgeht, wird mit dem Zinssatz für die Einlagefazilität (aktuell -0,50 %) verzinst. Für Banken, die ihren Freibetrag überschreiten, ist es attraktiv, Mittel zu negativen Zinssätzen zu verleihen, die für sie günstiger sind als der Einlagesatz. Banken, die ihre Freibeträge nicht ausschöpfen, können hingegen Mittel zu einem negativen Zinssatz aufnehmen und sie im Rahmen des zweistufigen Systems zu 0 % hinterlegen. Die Freibeträge können auf nationaler Ebene oder grenzüberschreitend genutzt werden. Geschieht dies grenzüberschreitend, wird Liquidität zwischen den Länderkomponentensystemen in TARGET2 umverteilt. Laut Schätzungen der EZB, die auf Daten zu den Überschussreserven vor der Einführung des

zweistufigen Systems basieren, könnten rund 4 % der Freibeträge bzw. etwa 30 Mrd € nur bei einer grenzüberschreitenden Tätigkeit der Banken in Anspruch genommen werden.<sup>91</sup>

Am 31. Oktober, einen Tag nach Einführung des zweistufigen Systems für die Verzinsung, war ein deutlicher Rückgang des zu Tagesbeginn verbuchten deutschen TARGET2-Saldos von 472,6 Mrd € auf 449,6 Mrd € zu beobachten; das Gleiche galt für Belgien, dessen TARGET2-Saldo von 78,3 Mrd € auf 63,9 Mrd € sank.<sup>92</sup> Demgegenüber stiegen die Liquiditätsbestände italienischer Banken in TARGET2 um 39,9 Mrd € auf 137,2 Mrd €. Der spanische TARGET2-Saldo zu Tagesbeginn änderte sich am Tag nach der Einführung des gestaffelten Systems kaum, verzeichnete aber innerhalb von fünf Geschäftstagen eine Änderung um 13,0 Mrd €. Die neuen Liquiditätsniveaus blieben bis zum Jahresende bestehen. Diese Veränderungen in TARGET2 waren auf Umschichtungen der Überschussreserven von Ländern mit ausreichender Liquiditätsausstattung wie Belgien und Deutschland hin zu Staaten mit ungenutzten Freibeträgen wie etwa Italien zurückzuführen (siehe Abbildung A). Die Umverteilung der Liquidität erfolgte in erster Linie über besicherte Transaktionen.

---

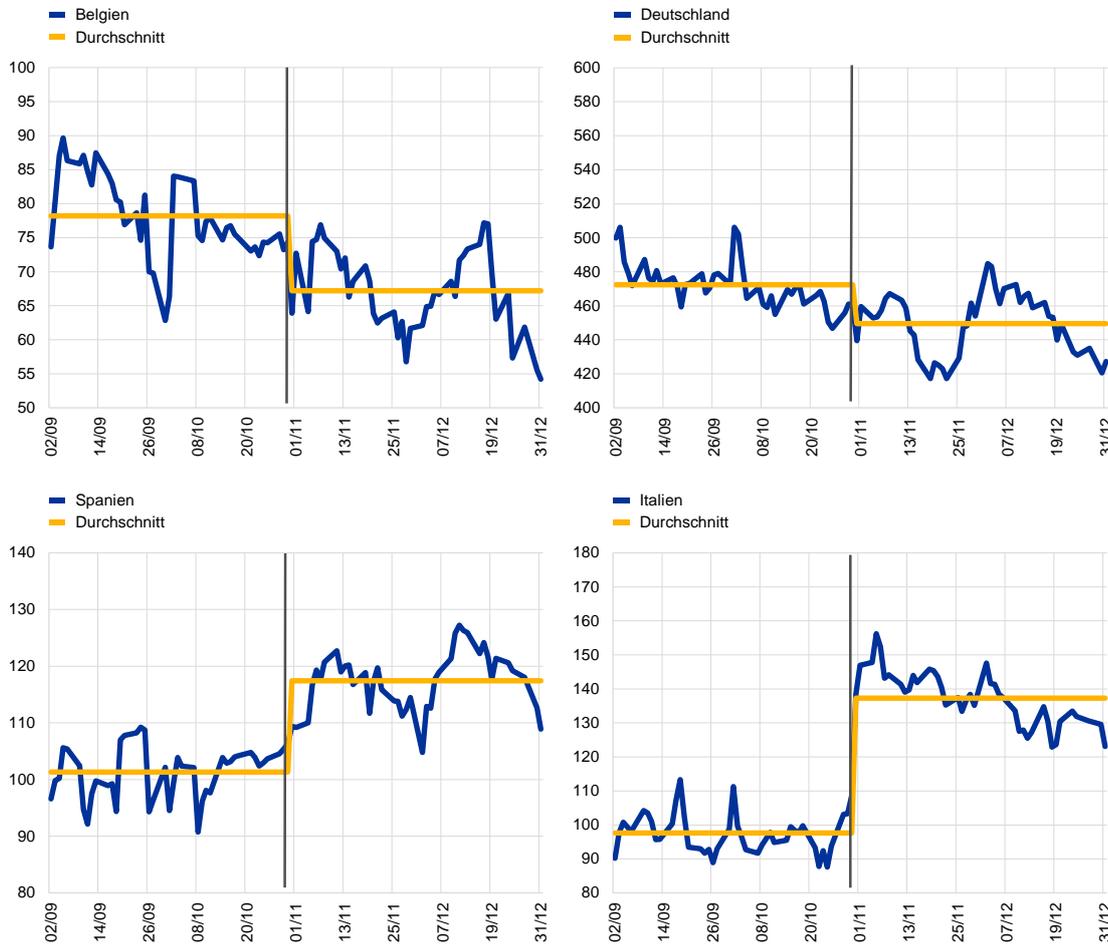
<sup>91</sup> Siehe die Rede von Benoît Cœuré mit dem Titel „A tale of two money markets: fragmentation or concentration“ anlässlich des EZB-Workshops zu Geldmärkten, der Umsetzung der Geldpolitik und Zentralbankbilanzen (ECB workshop on money markets, monetary policy implementation and central bank balance sheets), Frankfurt am Main, 12. November 2019.

<sup>92</sup> Da zur Messung der Liquidität in TARGET2 die Salden zu Tagesbeginn verwendet werden, zeigen sich Änderungen erst einen Tag später.

## Abbildung A

Salden zu Tagesbeginn in TARGET2 für ausgewählte Länder in der Zeit um die Einführung des zweistufigen Systems für die Verzinsung von Überschussreserven

(in Mrd €, Tageswerte)



Quellen: TARGET2 und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Daten umfassen den Zeitraum vom 2. September 2019 bis zum 30. Dezember 2019.

Bis zum 11. Dezember 2019 hatten sich die von den Banken nicht ausgeschöpften Freibeträge auf 5 % reduziert (verglichen mit 28 % am 30. Oktober 2019).<sup>93</sup> Dies führte auch zu einer geringeren Konzentration der Liquidität in TARGET2. So ging der Gini-Koeffizient für Deutschland von durchschnittlich 0,92 in den zwei Monaten vor Einführung des gestaffelten Systems auf 0,89 in den beiden Folgemonaten zurück. In Belgien sank der Koeffizient von 0,89 auf 0,86, in Italien von 0,85 auf 0,82 und in Spanien von 0,88 auf 0,86. Diese Entwicklungen sind signifikant, denn sie entsprechen dem Zwei- bis Siebenfachen einer Standardabweichung der monatlichen Veränderungen seit März 2015. Andere Staaten mit rückläufigen Koeffizienten waren Luxemburg, die Niederlande und die Slowakei. Betrachtet man die TARGET2-Teilnehmer insgesamt, so verringerte sich die Liquiditätskonzentration von 0,90 auf 0,89.

<sup>93</sup> Siehe EZB, [Marktreaktionen auf das zweistufige System für die Verzinsung von Überschussreserven](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 8/2019, Dezember 2019.

### 3 Auswirkungen der Liquiditätsverteilung auf die Zahlungsabwicklung in TARGET2

In diesem Abschnitt wird der Zusammenhang zwischen der Liquiditätsverteilung in TARGET2 und der Nutzung von Kreditlinien sowie dem Zeitpunkt der Zahlungsabwicklung untersucht, die beide wichtige Faktoren für einen reibungslosen Abwicklungsprozess sind.

#### 3.1 Verwendung der Innertageskreditlinie

**Die Innertageskreditlinie ist eine Fazilität, die das Eurosystem den TARGET2-Teilnehmern gegen notenbankfähige Sicherheiten zur Verfügung stellt.**<sup>94</sup> Die Höhe der zinsfreien Kreditlinie hängt vom Wert der hinterlegten Sicherheiten ab, den die Teilnehmer über den gesamten Tag hinweg anpassen können. Die Innertageskreditlinie wird automatisch in Anspruch genommen, wenn die Liquidität auf dem TARGET2-Konto eines Teilnehmers nicht für die Zahlungsabwicklung ausreicht. Um eine reibungslose und zeitgerechte Abwicklung von Zahlungen zu gewährleisten, ist es wichtig, dass Teilnehmer über eine umfangreiche Kreditlinie verfügen. Wird der Kredit am Tagesende jedoch nicht zurückgezahlt, so wird der entsprechende Betrag automatisch mit dem Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität verzinst. Eine übermäßige Inanspruchnahme der Innertageskreditlinien könnte die Teilnehmer somit dem Risiko zusätzlicher Kosten aussetzen, wenn sie den Kredit nicht bis zum Tagesende zurückzahlen können.

**Das Volumen der Innertageskreditlinien hat sich angesichts des seit März 2015 beobachteten hohen Liquiditätsniveaus insgesamt verringert.** Nach der Einführung des PSPP ging das Gesamtvolumen von durchschnittlich 2 999,4 Mrd € im März 2015 auf 1 734,76 Mrd € im Dezember 2019 zurück. Vor dem Hintergrund des PSPP und des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) im Allgemeinen fallen die Opportunitätskosten des Vorhaltens von Sicherheiten für Innertageskreditlinien im Vergleich höher aus. Damit lässt sich der Rückgang dieser Kreditlinien zumindest teilweise erklären. Vor März 2015 machten die Innertageskreditlinien zwischen 78,2 % und 95,4 % der gesamten Zahlungskapazität der Teilnehmer aus. In letzter Zeit hat sich die Zahlungskapazität hingegen angesichts der ausreichend vorhandenen Liquidität nahezu gleichmäßig auf die beiden Quellen verteilt. Im Dezember 2019 entfielen 49,4 % der Zahlungskapazität auf Innertageskredite.

**In Ländern, die große Finanzzentren sind, machen die Innertageskreditlinien einen Großteil der Zahlungskapazität aus.** In Deutschland und Frankreich sind große Depotbanken ansässig. Darüber hinaus erhalten Banken außerhalb des Euroraums traditionell über deutsche und niederländische Institute Zugang zu TARGET2. In diesen Ländern entfallen mehr als 75 % der Zahlungskapazität auf Innertageskreditlinien (siehe Abbildung 2). Auch gemessen am absoluten Wert

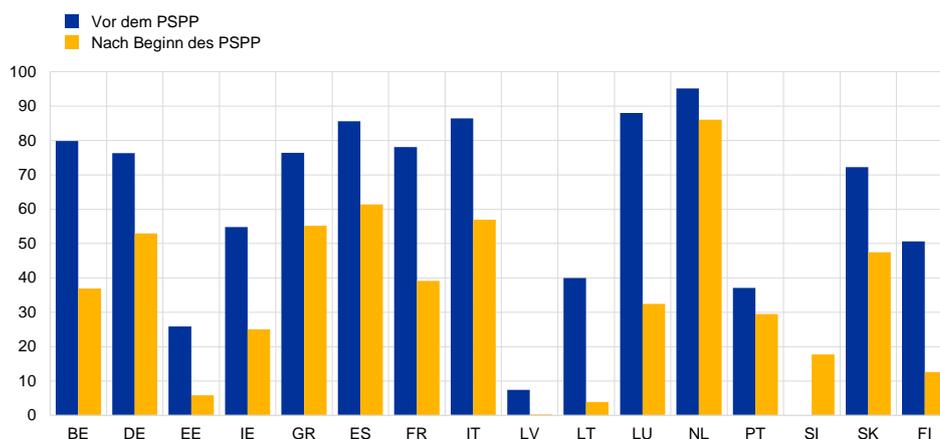
<sup>94</sup> Siehe Leitlinie (EU) 2015/510 der Europäischen Zentralbank vom 19. Dezember 2014 über die Umsetzung des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems (EZB/2014/60) (Abl. L 91 vom 2.4.2015, S. 3).

weisen diese Länder die höchsten Innertageskreditlinien und die größten Liquiditätsbestände in TARGET2 auf. Was die Nutzung der Innertageskreditlinien anbetrifft, d. h. den Anteil, der tatsächlich zur Abwicklung von Zahlungen in Anspruch genommen wird,<sup>95</sup> liegen sie hingegen mit Werten zwischen 20,0 % und 34,0 % im mittleren Bereich (siehe Abbildung 3). Insgesamt deuten diese Zahlen darauf hin, dass die hohen Innertageskreditlinien der Rolle dieser Länder als Finanzzentren geschuldet sind, was zu einem großen Bestand an Sicherheiten führt. Geht man davon aus, dass alle Sicherheiten, die nicht anderweitig verwendet werden (z. B. für Offenmarktgeschäfte), den Innertageskreditlinien zugewiesen werden, so ergeben sich umfangreiche Innertageskreditlinien. Hohe Innertageskreditlinien können daher nicht als nachfragebedingt angesehen werden. Auch in anderen Ländern wie Belgien, Griechenland, Spanien, Italien oder Luxemburg besteht die Zahlungskapazität hauptsächlich aus Innertageskreditlinien, wobei diese absolut gesehen jedoch deutlich niedriger ausfallen als in Deutschland, Frankreich oder den Niederlanden.

## Abbildung 2

### Innertageskreditlinien in TARGET2 im Verhältnis zur gesamten Zahlungskapazität nach Ländern

(in % der gesamten Zahlungskapazität je Land)



Quellen: TARGET2 und EZB-Berechnungen.

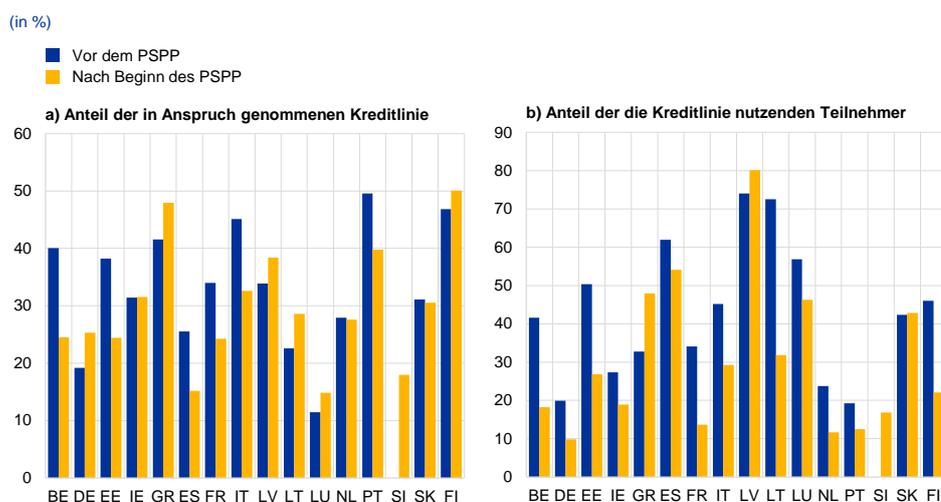
Anmerkung: Die Daten umfassen den Zeitraum von Juni 2008 bis Dezember 2019. Die Abbildung zeigt nur die Länder des Euroraums. Mangels verfügbarer Daten sind in der Berechnung keine Angaben für Österreich, Malta und Deutschland für die Zeit vor September 2013, für Lettland für die Zeit vor Januar 2014, für Portugal für die Zeit vor April 2009 und für Slowenien für die Zeit vor November 2015 enthalten.

**Angesichts ihrer relativ begrenzten Inanspruchnahme scheinen die Innertageskreditlinien zu einem großen Teil angebotsbedingt zu sein.** Der Anteil der in Anspruch genommenen Innertageskreditlinien liegt im Durchschnitt der einzelnen Länder über verschiedene Zeiträume hinweg betrachtet bei rund 31,4 % und schwankt zwischen 11,5 % und 50,0 % (siehe Abbildung 3). Zu den Ländern mit der höchsten Inanspruchnahme zählen Griechenland, Italien, Portugal und Finnland. In Deutschland, Spanien und Luxemburg wird die Fazilität am wenigsten genutzt. Die unterschiedliche Inanspruchnahme der Innertageskreditlinien hängt

<sup>95</sup> Die Inanspruchnahme der Innertageskreditlinie wird berechnet als das Verhältnis zwischen dem maximalen Kreditbetrag, der im Tagesverlauf in Anspruch genommen wird, und der Höhe der eingerichteten Kreditlinie.

möglicherweise davon ab, ob diese eher angebots- oder nachfragegetrieben sind, sowie davon, wie gut die Banken ihre Liquidität im Innertagesgeschäft steuern. Zudem ist auch die Anzahl der Teilnehmer, welche die Innertageskreditlinie tatsächlich nutzen, begrenzt. Angesichts der ausreichenden Liquiditätsausstattung wird sie nur von etwa 10,4 % der TARGET2-Teilnehmer in Anspruch genommen, verglichen mit 31,9 % im März 2015. Dies gilt generell für alle Länder, was ein zusätzlicher Hinweis darauf ist, dass ein großer Teil der Innertageskreditlinien tatsächlich angebotsbedingt ist. Hinzu kommt, dass die für die Innertageskreditlinien hinterlegten Sicherheiten eine doppelte Funktion erfüllen, denn sie können zugleich auf die aufsichtsrechtlichen Sicherheitenanforderungen angerechnet werden (z. B. als Liquiditätspuffer und hochwertige liquide Vermögenswerte, die gemäß den Regeln für die Liquiditätsdeckungsquote zu halten sind). Wenn die Höhe der Innertageskreditlinie mit den Sicherheiten übereinstimmt, die Banken für aufsichtsrechtliche Zwecke halten müssen, so reduzieren sich die Opportunitätskosten ihrer Vorhaltung für die Innertageskreditlinie auf null. Zudem erleichtert der Zugang zu einer großen Innertageskreditlinie den Banken die Steuerung der Innertagesliquidität, da sich dadurch ihre Zahlungskapazität erhöht.

**Abbildung 3**  
Inanspruchnahme der Innertageskreditlinie nach Ländern



Quellen: TARGET2 und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Daten umfassen den Zeitraum von Juni 2008 bis Dezember 2019. Die Abbildung zeigt nur die Länder des Euroraums. Mangels verfügbarer Daten sind in der Berechnung keine Angaben für Österreich, Malta und Deutschland für die Zeit vor September 2013, für Lettland für die Zeit vor Januar 2014, für Portugal für die Zeit vor April 2009 und für Slowenien für die Zeit vor November 2015 enthalten.

**Um den Zusammenhang zwischen der Verfügbarkeit von Liquidität auf Länderebene und der Inanspruchnahme der Innertageskreditlinien besser zu verstehen, wurde eine Panelstudie durchgeführt.** Dieser Ansatz ermöglicht eine gleichzeitige Berücksichtigung des Wertes der abgewickelten Zahlungen, der Höhe der Kreditlinie, der Liquiditätskonzentration und der Koordinierung von Zahlungen im Tagesverlauf. Bei gleicher Liquiditätsausstattung sollten Länder, die mehr Zahlungen abwickeln, auch die Innertageskreditlinien stärker nutzen. Die Inanspruchnahme der Innertageskreditlinien könnte auch dann höher ausfallen, wenn die gleiche Liquidität verfügbar ist, diese aber in den Händen von weniger Teilnehmern konzentriert ist. Auch die Koordinierung von Zahlungen im Tagesverlauf ist für die Inanspruchnahme

der Innertageskreditlinien relevant. Durch die Synchronisierung von Zahlungen kann Liquidität effizienter genutzt werden, wodurch die Inanspruchnahme der Innertageskreditlinien geringer ausfallen sollte. Darüber hinaus wird der Tagesgeldsatz, der die Liquiditätskosten widerspiegelt, als Kontrollvariable hinzugefügt. Eine Erhöhung der Liquiditätskosten stellt einen Anreiz für Teilnehmer dar, die zinsfreie Innertageskreditlinie stärker zu nutzen.

**Die Ergebnisse zeigen, dass Teilnehmer aus Ländern mit einer höheren Liquiditätsausstattung die Innertageskreditlinien weniger nutzen.** Die Ergebnisse sind über die einzelnen Spezifikationen hinweg statistisch signifikant (siehe Tabelle 2). Bei der umfassendsten Spezifikation (Spezifikation 3 in Tabelle 2) ergibt sich bei einem Anstieg der Liquidität (gemessen an den Anfangssalden zu Tagesbeginn) um 63 Mrd € – dies entspricht einer Standardabweichung des über die Länder und den Betrachtungszeitraum hinweg gemittelten Liquiditätsbestands – ein Rückgang der Inanspruchnahme der Innertageskreditlinien um 1,3 Prozentpunkte. Außerdem besteht eine negative Korrelation zwischen der Höhe der Innertageskreditlinie und ihrer Inanspruchnahme. Dieses Ergebnis stützt die zuvor gemachte Beobachtung, dass die Höhe der Innertageskreditlinie eine starke Angebotskomponente beinhaltet, d. h., die Länder mit hohen Kreditlinien benötigen diese weniger. Was die Konzentration der Liquidität (Gini-Koeffizient) betrifft, so sind die Koeffizienten statistisch nicht signifikant, wobei sich der negative Zusammenhang über alle Spezifikationen hinweg zeigt. Schließlich ergibt sich bei einem Anstieg der Liquiditätskosten (Zinssatz für täglich fällige unbesicherte Einlagen) um 1 Prozentpunkt ein Anstieg der Nutzung der Innertageskreditlinie um 2,5 Prozentpunkte.

**In Ländern, in denen die Zahlungen besser koordiniert werden, wird die Innertageskreditlinie in geringerem Umfang genutzt.** Die Zahlungskordinierung wird als die Zeitspanne gemessen, die in den einzelnen Ländern im Durchschnitt benötigt wird, um die zentralen 40 % bis 60 % ihrer Zahlungen abzuwickeln.<sup>96</sup> Dies bedeutet, dass die Koordinierung mit zunehmender Zeitspanne abnimmt. Wie erwartet wird die auf den TARGET2-Konten verfügbare Liquidität in Ländern sparsamer genutzt, in denen die Teilnehmer ihre eingehenden und ausgehenden Zahlungen besser synchronisieren. Zudem wird dort die Innertageskreditlinie in geringerem Umfang in Anspruch genommen (siehe Spezifikation 2 und 3 in Tabelle 2). Eine Verbesserung der Zahlungskordinierung um 66 Minuten – dies entspricht einer Standardabweichung der über die Länder und den Betrachtungszeitraum hinweg gemittelten Koordinierungsmessgröße – spiegelt sich in einem Rückgang der Inanspruchnahme der Innertageskreditlinie um 1,1 Prozentpunkte wider.

---

<sup>96</sup> Die Zahlungskordinierung wird gemessen als:  $T_{spread} = \frac{1}{2}(D_8 + D_7 - D_2 - D_3)$ , wobei  $D_i$  die durchschnittliche Zeit darstellt, in der  $i$  % der Zahlungen abgewickelt werden. Die Messgröße wurde für eine demnächst erscheinende Veröffentlichung zur Liquidität von Großbetragszahlungssystemen entwickelt, die von der Expertengruppe zur Liquiditätseffizienz von Echtzeit-Bruttosystemen des bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich angesiedelten Ausschusses für Zahlungsverkehr und Marktinfrastrukturen erstellt wurde.

**Tabelle 2**

Panelanalyse zur Inanspruchnahme der Innertageskreditlinie

	Inanspruchnahme der Innertageskreditlinie (in %)		
	(1)	(2)	(3)
<b>Liquidität zu Tagesbeginn</b>	-0,0292*** (0,0081)	-0,0308*** (0,0073)	-0,0223** (0,0092)
<b>Gini-Koeffizient</b>	-19,6658 (14,6966)	-25,2975 (14,5768)	-17,7479 (15,9770)
<b>Zahlungsverkehr (Wert)</b>	0,0222** (0,0085)	0,0177** (0,0073)	0,0170** (0,0080)
<b>Innertageskreditlinie</b>	-0,0174*** (0,0049)	-0,0200*** (0,0042)	-0,0171*** (0,0048)
<b>Zeitspanne</b>		-13,4006** (6,1804)	-10,8843** (4,9103)
<b>Zinssatz für täglich fällige unbesicherte Einlagen</b>			2,4786** (1,1217)
<b>R<sup>2</sup></b>	0,028	0,058	0,076
<b>Anzahl der Beobachtungen</b>	<b>33 529</b>	<b>27 528</b>	<b>27 528</b>

Quellen: EZB, TARGET2 und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Daten umfassen den Zeitraum von Juni 2008 bis Dezember 2019. Der Zinssatz für täglich fällige unbesicherte Einlagen entspricht bis zum 1. Oktober 2019 dem EONIA und ab diesem Zeitpunkt dem €STR. Die dargestellten Ergebnisse basieren auf Fixed-Effects-Regressionen. Robuste Standardfehler sind in Klammern angegeben. \*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1. Mangels verfügbarer Daten sind in der Berechnung keine Angaben für Österreich, Malta und Deutschland für die Zeit vor September 2013, für Lettland für die Zeit vor Januar 2014, für Portugal für die Zeit vor April 2009 und für Slowenien für die Zeit vor November 2015 enthalten.

### 3.2 Zeitpunkt der Zahlungsabwicklung

#### Der Zeitpunkt der Zahlungsabwicklung hängt von der Liquiditätsverfügbarkeit

**ab.** In der Regel werden Zahlungen kurz nach Eingang im System<sup>97</sup> abgewickelt, sofern die Teilnehmer über eine ausreichende Zahlungskapazität verfügen. Eine höhere Zahlungskapazität kann somit zu einer früheren Abwicklung führen, während eine eingeschränkte Zahlungskapazität, beispielsweise in Stressphasen, die Abwicklung verzögern kann. Auch der Grad der Liquiditätskonzentration kann eine Rolle spielen: Wenn zwischen den Teilnehmern, die den größten Teil der Liquidität halten, und denjenigen, die die meisten Zahlungen übermitteln, eine erhebliche Diskrepanz besteht, kann dies die Zahlungsabwicklung beeinträchtigen. Ein weiterer wichtiger Faktor, der den Zeitpunkt der Zahlungsabwicklung bestimmt, ist die aktive Steuerung der Zahlungsströme durch die TARGET2-Teilnehmer. Durch eine Synchronisierung von ein- und ausgehenden Zahlungen kann eine frühere Abwicklung unterstützt werden.<sup>98</sup> Der Zeitpunkt der Zahlungsabwicklung ist aus operativer Sicht sehr wichtig: Je früher Zahlungen abgewickelt werden, desto

<sup>97</sup> In TARGET2 werden Zahlungen in der Regel in weniger als fünf Minuten abgewickelt (siehe EZB, TARGET Annual Report 2019, Mai 2020). Also vergehen zwischen dem Zeitpunkt, zu dem die Zahlung in das System eingeht („Eingangszeitpunkt“), und dem Zeitpunkt, zu dem die Zahlung abgewickelt wird („Abwicklungszeitpunkt“), weniger als fünf Minuten.

<sup>98</sup> Abgesehen von Zahlungen, die zu bestimmten Tageszeiten abgewickelt werden müssen, wie etwa im Fall der Abwicklung von Nebensystempositionen, können die Teilnehmer ihre Zahlungsströme aktiv steuern.

geringer ist das operationelle Risiko. Treten im Tagesverlauf Betriebsstörungen auf, so ist die Belastung des Systems bei Wiederaufnahme der Zahlungsabwicklung umso geringer, je mehr Zahlungen bis zu diesem Zeitpunkt bereits abgewickelt wurden.

**Aufgrund von Veränderungen des Liquiditätsniveaus hat sich im Laufe der Jahre auch der Zeitpunkt der Zahlungsabwicklung in TARGET2 geändert.** So verschob sich der durchschnittliche Zeitpunkt der Zahlungsabwicklung während der Staatsschuldenkrise von 12:08 Uhr MEZ im Juni 2008 auf 12:34 Uhr MEZ.<sup>99</sup> Während der Staatsschuldenkrise wurden in 26 Minuten – dies entspricht der Differenz zwischen den beiden durchschnittlichen Abwicklungszeitpunkten – TARGET2-Zahlungen im Wert von rund 84,5 Mrd €<sup>100</sup> abgewickelt. Gleichzeitig erhöhte sich die Liquiditätskonzentration. Dies deutet darauf hin, dass die Fragmentierung es Teilnehmern aus einigen Ländern erschwert haben könnte, ihre Zahlungen zu finanzieren, und zwar entweder aufgrund einer begrenzten Verfügbarkeit von Liquidität oder aufgrund der Zurückhaltung von Geschäftspartnern, Zahlungen an Teilnehmer mit Liquiditätsbedarf zu versenden. Bei begrenzter Liquidität können Zahlungen länger in der Warteschlange verbleiben, bis sie schließlich abgewickelt werden. Seit dem Beginn des PSPP und der damit einhergehenden Liquiditätszunahme hat sich der durchschnittliche Zeitpunkt der Zahlungsabwicklung nach vorne verschoben (von 12:25 Uhr MEZ im März 2015 auf 11:46 Uhr MEZ im Dezember 2019). Im Jahr 2019 wurden in TARGET2 in einem Zeitintervall von 39 Minuten Zahlungen im Wert von durchschnittlich 93,0 Mrd €<sup>101</sup> abgewickelt. Diese Änderungen spiegeln sich auch im Innertagesmuster der Zahlungsabwicklung wider (siehe Abbildung 4). Die Auswirkungen der Finanz- und der Staatsschuldenkrise machten sich in der Zahlungsabwicklung vor allem im vierten bis achten Dezil bemerkbar. Zu Tagesbeginn verarbeitet TARGET2 eine große Anzahl von Kundenzahlungen. Das Interbankengeschäft nimmt dagegen erst im weiteren Tagesverlauf zu.<sup>102</sup> Da das Interbankengeschäft durch Finanzmarkt-turbulenzen in der Regel stärker beeinträchtigt wird, ist es naheliegend, mit geringeren Auswirkungen auf die ersten Dezile der Zahlungsabwicklung zu rechnen. Eine weitere zeitliche Verfrühung der entsprechenden Zahlungsabwicklung war unmittelbar nach Beginn des PSPP sowie gegen Ende 2018 bis in die erste Jahreshälfte 2019 zu beobachten. Die Einführung von TARGET2-Securities (T2S) Mitte 2015 und die damit einhergehende Migration von Zentralverwahrern (Central Securities Depositories - CSDs)<sup>103</sup> könnten sich ebenfalls auf die durchschnittliche Zeit der Zahlungsabwicklung ausgewirkt haben, da sich dadurch Zahlungsverkehr

<sup>99</sup> TARGET2 ist sowohl tagsüber zwischen 7:00 Uhr MEZ und 18:00 Uhr MEZ als auch in der Nacht von 19:30 Uhr MEZ bis 22:00 Uhr MEZ und 1:00 Uhr MEZ bis 7:00 Uhr MEZ in Betrieb. Die durchschnittliche Abwicklungszeit wird als wertgewichteter Durchschnitt auf Basis der im Tagesverlauf abgewickelten TARGET2-Zahlungen ermittelt.

<sup>100</sup> Der Wert wird als Tagesdurchschnitt auf Basis des Zahlungsverkehrs im Zeitraum 2011-2012 berechnet. Dabei wird unterstellt, dass die Zahlungen gleichmäßig über den Tag verteilt sind. Er sollte daher entsprechend vorsichtig interpretiert werden.

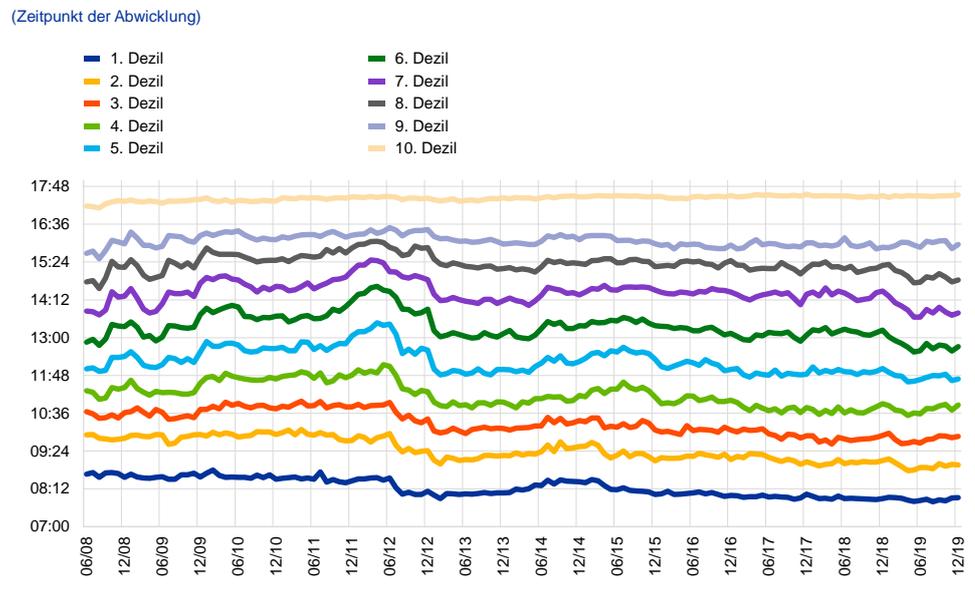
<sup>101</sup> Der Wert wird als Tagesdurchschnitt auf Basis des Zahlungsverkehrs von 2019 berechnet. Dabei wird unterstellt, dass die Zahlungen gleichmäßig über den Tag verteilt sind. Er sollte daher entsprechend vorsichtig interpretiert werden.

<sup>102</sup> Siehe EZB, TARGET Annual Report 2019, Mai 2020.

<sup>103</sup> T2S ermöglicht den Austausch von Bargeld und Wertpapieren über eine einzige Schnittstelle, da die Plattform 21 Zentralverwahrern aus 20 europäischen Ländern offensteht. Die Migration der Zentralverwahrer begann im September 2015 und endete im September 2017.

von TARGET2 nach T2S verlagerte. Dieser Effekt lässt sich jedoch nicht von den Auswirkungen des PSPP trennen, da sich die Zeiträume weitgehend überschneiden.

**Abbildung 4**  
Abwicklungszeitpunkte nach Dezilen der Zahlungsverwertung



Quellen: TARGET2-Daten und EZB-Berechnungen.

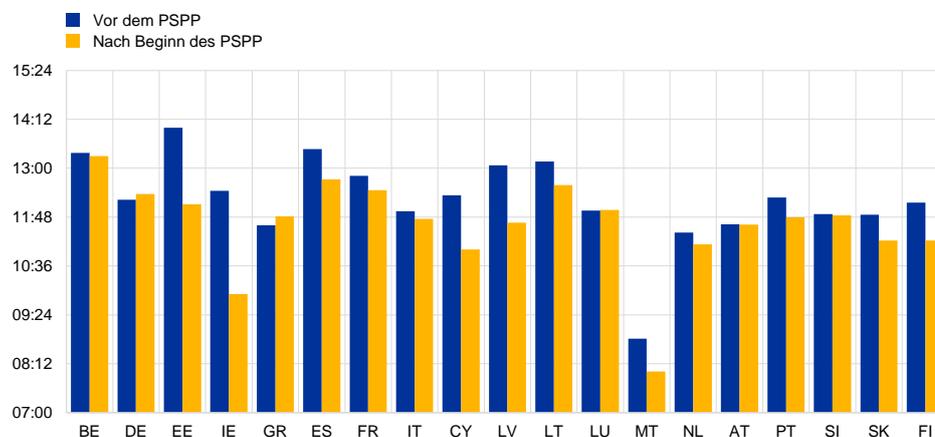
Anmerkung: Die Daten umfassen den Zeitraum von Juni 2008 bis Dezember 2019. Technische Transaktionen und Liquiditätstransfers sind in den Berechnungen nicht berücksichtigt.

**Der durchschnittliche Zeitpunkt der Zahlungsabwicklung variiert von Land zu Land erheblich.** Der durchschnittliche Zeitpunkt der Zahlungsabwicklung liegt in den einzelnen Ländern zwischen 08:00 Uhr MEZ und 13:17 Uhr MEZ (siehe Abbildung 5). Ein einfacher Vergleich der durchschnittlichen Zeitpunkte nach Ländern lässt keinen eindeutigen Zusammenhang zwischen Liquiditätsbeständen und Abwicklungszeitpunkt erkennen. Nach dem Beginn des PSPP wurden Zahlungen in den meisten Ländern im Durchschnitt früher abgewickelt. Diese zeitliche Veränderung bewegte sich in einer Spanne von etwa 30 Sekunden in Österreich bis hin zu fast 2,5 Stunden in Irland. In Griechenland, Deutschland und Luxemburg verschob sich der durchschnittliche Abwicklungszeitpunkt indessen etwas nach hinten, allerdings um weniger als 15 Minuten.

## Abbildung 5

### Durchschnittlicher Zeitpunkt der Zahlungsabwicklung nach Ländern

(Zeitpunkt der Abwicklung)



Quellen: TARGET2 und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Daten umfassen den Zeitraum von Juni 2008 bis Dezember 2019. Der durchschnittliche Abwicklungszeitpunkt wird als gewichteter Durchschnitt berechnet. Technische Transaktionen und Liquiditätstransfers sind in den Berechnungen nicht berücksichtigt.

#### **In Ländern mit größerer Zahlungskapazität werden Zahlungen im Durchschnitt früher abgewickelt.**

Dies ergibt sich aus einer Panelanalyse, bei der die Salden zu Tagesbeginn, die (eingerichteten sowie in Anspruch genommenen) Innertageskreditlinien, der Zahlungsverkehr in TARGET2, die Liquiditätskonzentration und die Koordinierung von Zahlungen im Tagesverlauf berücksichtigt werden (siehe Tabelle 3). Zudem werden für den Zeitraum der Staatsschuldenkrise in den Jahren 2011 bis 2012 und für den Beginn des PSPP im März 2015 Zeit-Dummy-Variablen eingeführt. Sowohl die Liquidität zu Tagesbeginn als auch die eingerichteten Innertageskreditlinien sind negativ mit dem durchschnittlichen Zeitpunkt der Zahlungsabwicklung korreliert, und die Koeffizienten liegen im gleichen Bereich. Eine größere Zahlungskapazität geht also mit einer früheren Zahlungsabwicklung einher. Im Durchschnitt steht einem Liquiditätsanstieg um 63 Mrd € – dies entspricht einer Standardabweichung des über die Länder und den Betrachtungszeitraum hinweg gemittelten Liquiditätsbestands – eine Verschiebung des Zeitpunkts der Zahlungsabwicklung um durchschnittlich etwa vier Minuten nach vorne gegenüber. Die Zusammenhänge sind jedoch nicht bei allen Spezifikationen durchgängig signifikant. Eine stärkere Inanspruchnahme der Innertageskreditlinie ist ebenfalls im Schnitt mit einer früheren Zahlungsabwicklung verbunden. Die Bereitschaft der Teilnehmer, ihre Kreditlinien zu nutzen, wirkt sich also vorteilhaft auf den Abwicklungsprozess aus.

#### **In Ländern, in denen Zahlungen stärker koordiniert werden, ist tendenziell eine frühere Zahlungsabwicklung zu verzeichnen.**

In allen Spezifikationen zeigt sich, dass die Zahlungsabwicklung im Durchschnitt später erfolgt, wenn die Zahlungen stärker über den Tag verteilt (und somit weniger stark synchronisiert) sind (siehe Spezifikation 2, 3 und 4 in Tabelle 3). Eine Verringerung dieser Streuung um 66 Minuten führt dazu, dass Zahlungen im Schnitt etwa 11 Minuten früher abgewickelt werden. Ebenso gilt: Je größer das Volumen des TARGET2-Zahlungsverkehrs, desto später die durchschnittliche Abwicklungszeit. Dies erscheint

nachvollziehbar, da mehr Zahlungen bei gleichbleibender Liquidität eine längere Verarbeitungszeit in Anspruch nehmen dürften. Der Koeffizient der Liquiditätskonzentration (Gini-Koeffizient) ist für keine Spezifikation statistisch signifikant. Wie bereits erwähnt, könnte sich die Liquiditätskonzentration auf die Zeit der Zahlungsabwicklung auswirken, wenn zwischen den Teilnehmern, die den größten Teil der Liquidität halten, und denjenigen, die die meisten Zahlungen übermitteln, eine erhebliche Diskrepanz besteht. Dies deutet darauf hin, dass in TARGET2 die Liquiditätskonzentration mit der Konzentrationskonzentration im Einklang steht. Zudem führen höhere Zinssätze für täglich fällige unbesicherte Einlagen, die die Liquiditätskosten messen, im Schnitt zu späteren Abwicklungszeitpunkten.

**Tabelle 3**  
Panelanalyse zum durchschnittlichen Zeitpunkt der Zahlungsabwicklung

	Durchschnittlicher Abwicklungszeitpunkt			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<b>Liquidität zu Tagesbeginn</b>	-0,0001 (0,0001)	-0,0001** (0,0001)	-0,0001* (0,0000)	-0,0000 (0,0000)
<b>Innertageskreditlinie</b>	-0,0001* (0,0000)	-0,0001* (0,0000)	-0,0001 (0,0000)	-0,0001* (0,0000)
<b>Zahlungsverkehr (Wert)</b>	0,0001* (0,0001)	0,0001*** (0,0000)	0,0001*** (0,0000)	0,0000** (0,0000)
<b>Gini-Koeffizient</b>	-0,0492 (0,1296)	-0,0214 (0,0391)	0,0250 (0,0387)	0,0416 (0,0308)
<b>Zeitspanne</b>		0,1705** (0,0797)	0,1854** (0,0790)	0,1663** (0,0771)
<b>Inanspruchnahme der Innertageskreditlinie (in %)</b>		-0,0211 (0,0187)	-0,0331* (0,0158)	-0,0406** (0,0153)
<b>Zinssatz für täglich fällige unbesicherte Einlagen</b>			1,6244*** (0,5354)	0,9394* (0,5208)
<b>Staatsschuldenkrise (Dummy-Variable)</b>				0,0238*** (0,0065)
<b>PSPP (Dummy-Variable)</b>				-0,0248*** (0,0070)
<b>R<sup>2</sup></b>	0,017	0,086	0,116	0,154
<b>Anzahl der Beobachtungen</b>	41 073	27 528	27 528	27 528

Quellen: EZB, TARGET2 und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Daten umfassen den Zeitraum von Juni 2008 bis Dezember 2019. Der Zinssatz für täglich fällige unbesicherte Einlagen entspricht bis zum 1. Oktober 2019 dem EONIA und ab diesem Zeitpunkt dem €STR. Die dargestellten Ergebnisse basieren auf Fixed-Effects-Regressionen. Robuste Standardfehler sind in Klammern angegeben. \*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1. Mangels verfügbarer Daten sind in der Berechnung keine Angaben für Österreich, Malta und Deutschland für die Zeit vor September 2013, für Lettland für die Zeit vor Januar 2014, für Portugal für die Zeit vor April 2009 und für Slowenien für die Zeit vor November 2015 enthalten.

## 4 Schlussbemerkungen

**Liquidität ist im Abwicklungsprozess von wesentlicher Bedeutung.** In diesem Aufsatz wurde untersucht, wie sich maßgebliche Aspekte der Zahlungsabwicklung unter verschiedenen Liquiditätsbedingungen verändert haben. Im Einklang mit der Entwicklung der Überschussliquidität erhöhten sich die Liquiditätsbestände in TARGET2 zwischen 2008 und 2019 als direkte Folge der ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen um etwa das Achtfache. Die verfügbare Liquidität schwankte zwar während des gesamten Zeitraums, die deutlichsten Veränderungen zeigten sich jedoch im Zusammenhang mit der starken Liquiditätszunahme infolge des umfangreichen Programms des Eurosystems zum Ankauf von Vermögenswerten. Der durchschnittliche Zeitpunkt der Zahlungsabwicklung verschob sich von 12:25 Uhr MEZ auf 11:46 Uhr MEZ zeitlich nach vorne, was zu einer Verringerung des operationellen Risikos beitrug. Die Zahlungskapazität ist nun nahezu gleichmäßig zwischen der auf den TARGET2-Konten verfügbaren Liquidität und der Innertageskreditlinie aufgeteilt. Die Innertageskreditlinie wird in geringerem Umfang zur Abwicklung von Zahlungen verwendet und von weniger Teilnehmern in Anspruch genommen. Eine übermäßige Inanspruchnahme der Innertageskreditlinie kann am Tagesende zur Nutzung der Spitzenrefinanzierungsfazilität führen, was für den Teilnehmer Kosten verursacht. Diese Aspekte sind zwar für die reibungslose Zahlungsabwicklung von Vorteil, sollten jedoch nicht als essenziell verstanden werden. Die historische Entwicklung zeigt, dass TARGET2 auch mit einer geringeren Liquiditätsverfügbarkeit im System noch größere Zahlungsvolumina abwickeln konnte, als dies derzeit der Fall ist.

**Diese Beobachtungen, die für TARGET2 als Ganzes gelten, zeigen sich auch bei den Systemkomponenten, wenngleich hier Unterschiede bestehen.** Die Liquidität in TARGET2 wird zu 66,4 % in drei Ländern gehalten, und zwar in Deutschland, Frankreich und den Niederlanden. Diese drei Länder weisen sehr hohe Innertageskreditlinien auf, die einen Großteil ihrer Zahlungskapazität ausmachen, wenngleich die Inanspruchnahme begrenzt ist. Die Höhe der Kreditlinien in diesen Ländern scheint in erheblichem Maße angebotsbedingt zu sein. Die Zahlen für andere Länder sind in dieser Hinsicht weniger aussagekräftig. Betrachtet man verschiedene Zeiträume und Länder im Überblick, so entfielen auf die Innertageskreditlinie zwischen 0,0 % und 95,2 % der Zahlungskapazität; ihre Inanspruchnahme variierte zwischen 11,5 % und 50,0 %, und der Anteil der Teilnehmer, die die Kreditlinie nutzten, lag zwischen 9,8 % und 80,2 %. Der durchschnittliche Zeitpunkt der Zahlungsabwicklung schwankte zwischen 08:00 Uhr MEZ und 13:17 Uhr MEZ. Auch die Liquiditätskonzentration fiel in den einzelnen Ländern mit durchschnittlichen Werten von 0,47 bis 0,93 sehr unterschiedlich aus. Die Liquiditätskonzentration in TARGET2 korreliert jedoch weitgehend mit der Konzentration der Mindestreserven, was darauf hindeutet, dass sie weitgehend auf die Marktzusammensetzung zurückzuführen ist.

**Länderübergreifend sind größere Liquiditätsbestände mit einer geringeren Nutzung der Innertageskreditlinie und einem früheren Abwicklungszeitpunkt verbunden.** Diese Schlussfolgerung ergibt sich aus der durchgeführten Panelanalyse. Ein Liquiditätsanstieg um 63 Mrd € – dies entspricht einer Standardabweichung des über die Länder und den Betrachtungszeitraum hinweg gemittelten Liquiditätsbestands – ergibt einen Rückgang der Inanspruchnahme der Innertageskreditlinie um 1,3 Prozentpunkte und eine Verschiebung des Zeitpunkts der Zahlungsabwicklung um durchschnittlich etwa vier Minuten nach vorne. Zugleich bewirkt eine Verbesserung der Zahlungskordinierung um 66 Minuten – dies entspricht einer Standardabweichung der über die Länder und den Betrachtungszeitraum hinweg gemittelten Koordinierungsmessgröße – einen Rückgang der Inanspruchnahme der Innertageskreditlinie um 1,1 Prozentpunkte und eine im Schnitt 11 Minuten frühere Zahlungsabwicklung. Die Veränderungen sind vergleichbar groß, was darauf hindeutet, dass Verbesserungen, die sich vorteilhaft auf den Abwicklungsprozess auswirken, gleichermaßen durch eine Erhöhung der Liquidität oder durch größere Anstrengungen bei der Synchronisierung von Zahlungen erreicht werden können.

# Statistik

# Statistik

## Inhaltsverzeichnis

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

## Zusätzliche Informationen

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

## Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

# 1 Außenwirtschaftliches Umfeld

## 1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

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

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

## 1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes; saisonbereinigt)									Wareneinfuhr <sup>1)</sup>		
	Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex						Globaler Einkaufsmanagerindex <sup>2)</sup>			Global	Industrieländer	Schwellenländer
	Global <sup>2)</sup>	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungen	Auftrags-eingänge im Exportgeschäft			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,9	3,1	7,8
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,8	4,4	3,1	5,2
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,5	0,3	-1,1
2019 Q3	51,3	51,4	50,1	51,3	51,4	51,2	50,4	51,7	48,5	1,2	1,5	1,1
Q4	51,3	51,9	49,5	49,2	52,6	50,7	51,3	51,3	49,5	-0,8	-3,1	0,6
2020 Q1	46,1	47,9	47,4	44,4	42,0	44,2	46,7	45,9	46,0	-2,9	-3,1	-2,7
Q2	37,8	37,3	30,5	31,5	52,6	31,3	40,5	36,9	35,0	.	.	.
2020 Jan.	52,3	53,3	53,3	50,1	51,9	51,3	51,3	52,7	49,5	-1,5	-3,6	-0,1
Febr.	45,0	49,6	53,0	47,0	27,5	51,6	42,5	45,8	44,5	-2,0	-2,8	-1,5
März	41,0	40,9	36,0	36,2	46,7	29,7	46,2	39,2	44,0	-2,9	-3,1	-2,7
April	28,7	27,0	13,8	25,8	47,6	13,6	35,1	26,5	28,6	.	.	.
Mai	37,1	37,0	30,0	27,8	54,5	31,9	39,8	36,2	32,9	.	.	.
Juni	47,6	47,9	47,7	40,8	55,7	48,5	46,6	47,9	43,4	.	.	.

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

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

2) Ohne Euroraum.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

### 2.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum <sup>1)</sup>						Vereinigte Staaten	Japan
	Euro Short-Term Rate (€STR) <sup>2)</sup>	Tagesgeld (EONIA)	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmontagsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2017	-	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2018	-0,45	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2019 Dez.	-0,54	-0,46	-0,45	-0,39	-0,34	-0,26	1,91	-0,06
2020 Jan.	-0,54	-0,45	-0,46	-0,39	-0,33	-0,25	1,82	-0,05
Febr.	-0,54	-0,45	-0,47	-0,41	-0,36	-0,29	1,68	-0,07
März	-0,53	-0,45	-0,48	-0,42	-0,36	-0,27	1,10	-0,09
April	-0,54	-0,45	-0,43	-0,25	-0,19	-0,11	1,09	-0,01
Mai	-0,54	-0,46	-0,46	-0,27	-0,14	-0,08	0,40	-0,03
Juni	-0,55	-0,46	-0,49	-0,38	-0,22	-0,15	0,31	-0,05

Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

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

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

### 2.2 Zinsstrukturkurven

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

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euroraum <sup>1), 2)</sup>					Euroraum <sup>1), 2)</sup>	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euroraum <sup>1), 2)</sup>			
	3 Monate	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2019 Dez.	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2020 Jan.	-0,62	-0,65	-0,68	-0,64	-0,40	0,26	0,06	-0,11	-0,69	-0,71	-0,46	0,10
Febr.	-0,68	-0,74	-0,79	-0,78	-0,57	0,16	0,13	-0,06	-0,80	-0,85	-0,64	-0,13
März	-0,70	-0,69	-0,71	-0,67	-0,41	0,28	0,49	0,22	-0,70	-0,73	-0,48	0,09
April	-0,54	-0,61	-0,71	-0,72	-0,46	0,16	0,47	0,16	-0,72	-0,85	-0,51	0,01
Mai	-0,57	-0,60	-0,63	-0,61	-0,36	0,24	0,48	0,14	-0,64	-0,69	-0,42	0,12
Juni	-0,57	-0,64	-0,69	-0,69	-0,45	0,19	0,50	0,14	-0,71	-0,77	-0,52	0,03

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	Verbrauchernahe Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2017	376,9	3 491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2 449,1	20 209,0
2018	375,5	3 386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2 746,2	22 310,7
2019	373,6	3 435,2	731,7	270,8	721,5	324,4	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2 915,5	21 697,2
2019 Dez.	400,9	3 715,3	799,3	290,0	755,9	322,8	165,1	716,0	598,5	341,8	295,3	862,5	3 178,9	23 660,4
2020 Jan.	406,9	3 758,2	791,2	295,5	758,6	324,6	166,1	728,8	624,6	362,0	291,6	886,8	3 278,4	23 642,9
Febr.	407,1	3 734,9	797,3	292,3	734,5	301,0	168,4	722,8	635,8	391,4	298,1	895,0	3 282,5	23 180,4
März	308,5	2 824,2	622,6	233,6	578,8	210,5	116,1	519,9	500,5	315,7	242,6	731,2	2 652,4	18 974,0
April	310,3	2 839,6	657,9	245,7	588,3	216,7	107,2	508,9	539,3	296,4	242,8	786,8	2 763,2	19 208,4
Mai	322,1	2 909,3	678,1	251,2	601,3	219,9	109,3	539,7	576,8	307,1	249,9	829,2	2 919,6	20 543,3
Juni	353,9	3 237,4	733,8	270,5	656,5	236,6	124,7	604,7	637,2	341,5	264,2	866,9	3 104,7	22 486,9

Quelle: Refinitiv.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

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

	Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehung- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite				Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten	
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten		Mit vereinbarter Laufzeit			Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>	Mit anfänglicher Zinsbindung			Effek- tiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>	Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten			
		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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2019 Juni	0,03	0,44	0,32	0,82	5,81	16,48	5,42	5,67	6,24	2,31	1,55	1,74	1,67	1,65	1,95	1,67
Juli	0,03	0,43	0,31	0,80	5,75	16,44	5,74	5,73	6,30	2,34	1,55	1,72	1,59	1,57	1,90	1,61
Aug.	0,03	0,43	0,28	0,78	5,75	16,45	6,15	5,75	6,35	2,25	1,51	1,69	1,54	1,50	1,84	1,56
Sept.	0,03	0,43	0,27	0,78	5,82	16,46	5,65	5,61	6,17	2,22	1,46	1,65	1,49	1,44	1,77	1,48
Okt.	0,03	0,42	0,24	0,83	5,70	16,50	5,88	5,55	6,19	2,26	1,45	1,59	1,44	1,39	1,74	1,44
Nov.	0,03	0,42	0,23	0,73	5,61	16,49	5,36	5,53	6,26	2,21	1,43	1,59	1,61	1,48	1,80	1,47
Dez.	0,03	0,42	0,22	0,79	5,58	16,55	5,44	5,28	5,89	2,09	1,46	1,58	1,43	1,39	1,75	1,41
2020 Jan.	0,02	0,42	0,27	0,73	5,62	16,55	5,63	5,69	6,25	2,21	1,46	1,52	1,43	1,40	1,73	1,43
Febr.	0,02	0,36	0,32	0,70	5,63	16,60	5,56	5,58	6,15	2,20	1,43	1,54	1,38	1,36	1,71	1,41
März	0,02	0,36	0,30	0,65	5,61	16,18	5,56	5,45	5,91	2,07	1,39	1,55	1,35	1,35	1,65	1,39
April	0,02	0,36	0,22	0,73	5,39	16,06	3,72	5,50	5,58	2,00	1,30	1,54	1,36	1,44	1,67	1,44
Mai <sup>(p)</sup>	0,02	0,36	0,23	0,71	5,27	16,06	4,22	5,30	5,67	1,83	1,47	1,58	1,40	1,41	1,70	1,42

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

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

	Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehung- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Gewichteter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio €			Mehr als 1 Mio €			
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2019 Juni	0,03	0,03	0,57	2,17	2,13	2,33	2,25	1,63	1,55	1,56	1,09	1,28	1,39	1,55
Juli	0,03	0,04	0,56	2,11	2,07	2,50	2,20	1,66	1,57	1,54	1,16	1,32	1,39	1,56
Aug.	0,03	-0,04	0,54	2,08	2,07	2,36	2,19	1,64	1,59	1,53	1,06	1,32	1,40	1,52
Sept.	0,03	-0,05	0,88	2,16	2,03	2,25	2,15	1,61	1,51	1,45	1,10	1,26	1,29	1,54
Okt.	0,02	-0,03	0,43	2,08	2,01	2,41	2,11	1,61	1,54	1,40	1,14	1,40	1,27	1,56
Nov.	0,02	-0,04	0,39	2,06	2,02	2,36	2,13	1,59	1,55	1,41	1,14	1,34	1,29	1,55
Dez.	0,01	0,00	0,42	2,09	2,00	2,28	2,08	1,58	1,54	1,39	1,26	1,21	1,37	1,56
2020 Jan.	0,01	-0,06	0,34	2,09	2,17	2,32	2,10	1,63	1,57	1,44	1,11	1,25	1,28	1,55
Febr.	0,00	-0,12	0,33	2,07	1,99	2,29	2,11	1,57	1,54	1,41	1,11	1,22	1,25	1,52
März	0,00	-0,08	0,25	2,00	1,90	2,17	1,97	1,57	1,52	1,47	1,15	1,10	1,19	1,46
April	0,00	-0,06	0,31	1,99	1,98	1,19	1,76	1,62	0,97	1,59	1,22	1,13	1,35	1,47
Mai <sup>(p)</sup>	0,00	-0,10	0,39	1,91	1,87	1,22	1,62	1,54	0,87	1,56	1,23	1,07	1,32	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 <sup>1)</sup>						
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)			Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte		
													FMKGs	FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Kurzfristig</b>														
2017	1 240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31
2018	1 217	504	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019	1 283	550	181	.	84	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2019 Dez.	1 283	550	181	.	84	406	61	319	113	89	.	37	45	35
2020 Jan.	1 368	598	177	.	99	422	73	507	208	84	.	56	100	57
Febr.	1 371	601	178	.	103	415	74	416	173	89	.	47	69	37
März	1 368	546	182	.	103	450	86	407	111	86	.	46	103	61
April	1 474	527	183	.	117	537	111	550	150	87	.	64	171	78
Mai	1 590	520	180	.	129	617	144	543	162	80	.	60	159	81
<b>Langfristig</b>														
2017	15 353	3 560	3 059	.	1 223	6 866	643	247	66	73	.	18	83	7
2018	15 745	3 688	3 161	.	1 247	7 022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16 313	3 818	3 397	.	1 321	7 151	626	247	69	74	.	20	78	7
2019 Dez.	16 313	3 818	3 397	.	1 321	7 151	626	166	58	69	.	14	24	2
2020 Jan.	16 401	3 855	3 408	.	1 325	7 188	625	322	118	68	.	16	110	10
Febr.	16 487	3 867	3 408	.	1 338	7 244	630	265	72	60	.	22	101	10
März	16 515	3 846	3 422	.	1 335	7 276	636	250	58	67	.	16	91	19
April	16 704	3 943	3 415	.	1 373	7 326	648	457	135	67	.	54	180	20
Mai	16 873	3 945	3 411	.	1 406	7 449	663	339	58	50	.	50	162	19

Quelle: EZB.

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

### 2.7 Wachstumsraten und Umlauf von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

(in Mrd €; Veränderung in %)

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien			
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte					
											FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Umlauf</b>											
2017	16 593,1	4 079,8	3 214,5	.	1 293,2	7 304,7	700,9	7 963,3	612,5	1 258,3	6 092,6
2018	16 962,2	4 192,8	3 331,2	.	1 318,8	7 445,8	673,5	7 033,1	465,0	1 108,9	5 459,2
2019	17 595,5	4 368,6	3 578,0	.	1 405,3	7 557,2	686,5	8 595,6	546,0	1 410,7	6 638,8
2019 Dez.	17 595,5	4 368,6	3 578,0	.	1 405,3	7 557,2	686,5	8 595,6	546,0	1 410,7	6 638,8
2020 Jan.	17 769,2	4 452,8	3 585,3	.	1 424,0	7 609,8	697,4	8 478,3	525,3	1 391,5	6 561,6
Febr.	17 858,3	4 467,2	3 586,4	.	1 441,8	7 659,1	703,7	7 754,9	488,4	1 238,7	6 027,8
März	17 882,2	4 391,9	3 603,8	.	1 438,7	7 725,9	721,9	6 448,6	333,9	975,0	5 139,7
April	18 178,7	4 469,5	3 597,6	.	1 489,3	7 863,6	758,7	6 971,3	343,3	1 081,6	5 546,4
Mai	18 463,6	4 465,0	3 590,7	.	1 534,9	8 065,7	807,3	7 286,8	362,9	1 115,6	5 808,2
<b>Wachstumsraten</b>											
2017	1,3	-0,5	0,1	.	6,0	2,2	0,4	1,0	6,1	2,8	0,2
2018	1,9	1,7	3,0	.	3,3	1,9	-4,3	0,7	0,3	2,4	0,4
2019	3,1	3,8	5,0	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	-0,1	0,0
2019 Dez.	3,1	3,8	5,0	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	-0,1	0,0
2020 Jan.	3,1	4,1	4,7	.	5,7	1,4	2,0	0,0	0,5	-0,1	0,0
Febr.	3,0	3,6	4,6	.	6,0	1,5	2,4	0,0	0,5	-0,1	0,0
März	2,7	1,8	4,2	.	4,2	2,1	3,6	0,0	0,1	-0,1	0,0
April	4,4	3,4	4,4	.	6,8	4,2	7,7	0,0	0,1	0,0	0,0
Mai	5,8	3,2	4,0	.	10,1	6,5	16,3	0,0	0,0	0,1	-0,1

Quelle: EZB.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

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

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

	EWK-19						EWK-38	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2017	97,5	93,5	92,4	89,0	80,3	94,2	112,4	91,9
2018	100,0	95,7	93,9	90,4	80,6	95,5	117,3	95,1
2019	98,2	93,3	92,2	88,6	78,8	92,9	115,5	92,4
2019 Q3	98,5	93,5	92,3	88,8	79,1	93,2	115,6	92,4
Q4	97,7	92,4	91,8	88,2	78,0	92,0	114,9	91,4
2020 Q1	97,5	91,8	91,6	88,0	77,9	92,9	115,2	91,2
Q2	98,8	93,2	92,4	.	.	.	118,1	93,4
2020 Jan.	97,0	91,4	91,4	-	-	-	114,2	90,5
Febr.	96,3	90,7	90,8	-	-	-	113,5	89,9
März	99,0	93,1	92,7	-	-	-	117,8	93,2
April	98,2	92,7	92,4	-	-	-	117,5	93,2
Mai	98,4	92,7	91,9	-	-	-	117,6	93,0
Juni	99,8	94,1	92,9	-	-	-	119,1	94,2
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>								
2020 Juni	1,4	1,5	1,1	-	-	-	1,3	1,3
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2020 Juni	1,0	0,2	0,4	-	-	-	2,5	1,1

Quelle: EZB.

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

### 2.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chinesischer Renminbi ¥uan 1	Kroatische Kuna 2	Tschechi- sche Krone 3	Dänische Krone 4	Ungarischer Forint 5	Japani- scher Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumäni- scher Leu 9	Schwedische Krone 10	Schweizer Franken 11	US-Dollar 12
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	45,688	9,635	1,112	1,130
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	46,540	10,258	1,155	1,181
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	47,453	10,589	1,112	1,119
2019 Q3	7,800	7,394	25,734	7,463	328,099	119,323	4,318	0,902	47,314	10,662	1,096	1,112
Q4	7,801	7,439	25,577	7,471	331,933	120,323	4,287	0,861	47,666	10,652	1,096	1,107
2020 Q1	7,696	7,490	25,631	7,472	339,137	120,097	4,324	0,862	47,973	10,669	1,067	1,103
Q2	7,808	7,578	27,058	7,458	351,582	118,410	4,503	0,887	48,378	10,651	1,061	1,101
2020 Jan.	7,683	7,443	25,216	7,473	334,380	121,363	4,251	0,849	47,788	10,554	1,076	1,110
Febr.	7,630	7,454	25,051	7,471	337,171	120,026	4,277	0,841	47,837	10,568	1,065	1,091
März	7,768	7,571	26,575	7,470	345,682	118,897	4,441	0,895	48,282	10,875	1,059	1,106
April	7,686	7,593	27,262	7,462	356,688	116,970	4,544	0,875	48,371	10,884	1,054	1,086
Mai	7,748	7,575	27,269	7,458	350,762	116,867	4,525	0,887	48,371	10,597	1,057	1,090
Juni	7,973	7,568	26,681	7,455	347,686	121,120	4,445	0,899	48,392	10,487	1,071	1,125
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>												
2020 Juni	2,9	-0,1	-2,2	0,0	-0,9	3,6	-1,8	1,3	0,0	-1,0	1,3	3,2
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2020 Juni	2,3	2,2	4,2	-0,2	7,8	-0,8	4,3	0,9	2,4	-1,3	-4,1	-0,3

Quelle: EZB.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

### 2.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt <sup>1)</sup>			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>												
2019 Q2	26 677,5	27 027,6	-350,1	10 948,6	9 055,7	9 193,8	11 378,6	-75,5	5 839,8	6 593,3	770,8	14 786,3
Q3	27 833,8	27 966,7	-132,9	11 345,4	9 372,2	9 646,7	11 849,4	-91,0	6 105,8	6 745,1	827,0	15 131,5
Q4	27 565,7	27 645,3	-79,5	11 214,8	9 334,5	9 908,2	11 943,4	-48,4	5 677,6	6 367,4	813,6	14 541,2
2020 Q1	27 220,8	27 363,4	-142,6	11 065,8	9 307,4	8 900,1	11 058,9	-71,2	6 459,7	6 997,0	866,3	15 316,9
<b>Bestände in % des BIP</b>												
2020 Q1	229,3	230,5	-1,2	93,2	78,4	75,0	93,1	-0,6	54,4	58,9	7,3	129,0
<b>Transaktionen</b>												
2019 Q2	190,4	198,0	-7,6	-86,0	0,5	46,8	117,4	32,8	194,1	80,1	2,8	-
Q3	492,1	382,6	109,5	180,8	150,9	149,2	191,5	4,2	157,8	40,2	0,1	-
Q4	-295,7	-375,7	80,0	-82,4	-49,4	145,0	0,9	-5,5	-350,3	-327,2	-2,5	-
2020 Q1	587,7	563,6	24,1	-41,7	-62,3	-144,9	50,6	42,2	728,6	575,3	3,4	-
2019 Nov.	45,0	21,9	23,1	20,9	52,3	58,7	16,4	0,3	-31,0	-46,7	-3,9	-
Dez.	-396,7	-408,5	11,9	-109,2	-64,9	31,1	-35,4	-12,1	-306,9	-308,2	0,5	-
2020 Jan.	415,9	425,4	-9,6	7,2	-8,0	61,7	114,9	16,4	329,5	318,5	1,0	-
Febr.	188,4	162,3	26,2	15,2	-4,2	9,4	40,6	16,9	148,1	125,8	-1,1	-
März	-16,5	-24,1	7,6	-64,1	-50,1	-216,0	-104,9	8,9	251,1	131,0	3,6	-
April	91,9	103,5	-11,7	-5,3	10,6	146,7	3,2	4,6	-55,8	89,7	1,7	-
<b>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</b>												
2020 April	885,7	661,0	224,7	-73,2	6,5	352,2	328,8	64,9	539,4	325,8	2,3	-
<b>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</b>												
2020 April	7,5	5,6	1,9	-0,6	0,1	3,0	2,8	0,5	4,5	2,7	0,0	-

Quelle: EZB.

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

## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung								Außenbeitrag <sup>1)</sup>		
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorrats- verände- rungen <sup>2)</sup>	Zusam- men	Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>	
					Bau- investi- tionen	Ausrüstungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</i>												
2017	11 200,6	10 711,5	6 037,1	2 296,2	2 306,8	1 102,5	708,2	489,6	71,4	491,3	5 299,6	4 808,3
2018	11 561,1	11 076,2	6 211,5	2 361,9	2 410,7	1 176,7	744,5	482,5	92,2	492,4	5 559,1	5 066,6
2019	11 906,0	11 457,2	6 368,1	2 445,6	2 612,6	1 255,9	770,7	578,7	30,9	455,4	5 732,9	5 277,5
2019 Q2	2 968,5	2 880,0	1 590,5	608,9	667,2	308,6	191,1	165,7	13,5	90,1	1 429,6	1 339,4
Q3	2 986,6	2 854,9	1 597,8	614,8	641,5	315,7	193,0	130,9	0,7	133,4	1 439,0	1 305,6
Q4	3 004,6	2 897,3	1 603,7	618,6	676,2	321,5	195,6	157,3	-1,3	108,9	1 442,7	1 333,8
2020 Q1	2 911,2	2 813,6	1 534,2	621,8	647,4	304,4	174,0	167,2	10,3	99,1	1 380,2	1 281,1
<i>In % des BIP</i>												
2019	100,0	96,2	53,5	20,5	21,9	10,5	6,5	4,9	0,3	3,8	-	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2019 Q2	0,1	1,5	0,2	0,5	6,2	-0,7	0,0	32,8	-	-	-0,1	3,0
Q3	0,3	-0,9	0,4	0,7	-4,9	1,1	-0,1	-21,7	-	-	0,7	-1,9
Q4	0,1	0,9	0,1	0,3	5,0	1,0	0,8	20,8	-	-	0,1	1,9
2020 Q1	-3,6	-3,3	-4,7	-0,4	-4,3	-5,5	-10,8	6,3	-	-	-4,2	-3,6
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2017	2,5	2,2	1,7	1,3	3,4	3,6	4,0	2,4	-	-	5,5	5,1
2018	1,9	1,7	1,4	1,2	2,4	3,4	4,4	-2,7	-	-	3,5	3,0
2019	1,2	1,9	1,3	1,8	5,9	3,3	2,1	18,2	-	-	2,5	4,0
2019 Q2	1,2	2,7	1,3	1,5	9,1	2,3	2,2	36,8	-	-	2,3	5,6
Q3	1,3	1,3	1,6	2,2	3,1	3,2	1,0	6,1	-	-	2,7	2,8
Q4	1,0	1,8	1,3	1,9	6,7	2,6	1,5	24,3	-	-	1,8	3,6
2020 Q1	-3,1	-1,8	-3,9	1,0	1,5	-4,2	-10,2	33,6	-	-	-3,5	-0,8
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2019 Q2	0,1	1,4	0,1	0,1	1,3	-0,1	0,0	1,4	-0,1	-1,3	-	-
Q3	0,3	-0,9	0,2	0,1	-1,1	0,1	0,0	-1,2	-0,1	1,2	-	-
Q4	0,1	0,9	0,1	0,1	1,1	0,1	0,1	0,9	-0,3	-0,8	-	-
2020 Q1	-3,6	-3,2	-2,5	-0,1	-1,0	-0,6	-0,7	0,3	0,3	-0,4	-	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2017	2,5	2,1	0,9	0,3	0,7	0,3	0,2	0,1	0,2	0,4	-	-
2018	1,9	1,6	0,8	0,2	0,5	0,3	0,3	-0,1	0,1	0,3	-	-
2019	1,2	1,8	0,7	0,4	1,2	0,3	0,1	0,8	-0,5	-0,6	-	-
2019 Q2	1,2	2,6	0,7	0,3	1,9	0,2	0,1	1,5	-0,3	-1,4	-	-
Q3	1,3	1,2	0,8	0,5	0,6	0,3	0,1	0,3	-0,7	0,1	-	-
Q4	1,0	1,7	0,7	0,4	1,4	0,3	0,1	1,0	-0,8	-0,7	-	-
2020 Q1	-3,1	-1,8	-2,1	0,2	0,3	-0,4	-0,7	1,4	-0,2	-1,4	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Exporte und Importe umfassen Waren und Dienstleistungen einschließlich des grenzüberschreitenden Handels innerhalb des Euroraums.

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</b>												
2017	10 042,0	176,1	1 994,5	501,4	1 907,7	468,8	466,7	1 133,0	1 145,0	1 898,0	350,7	1 160,8
2018	10 365,0	178,8	2 044,3	537,9	1 968,4	487,7	477,2	1 167,1	1 194,4	1 954,8	354,6	1 203,7
2019	10 672,0	181,6	2 052,6	581,7	2 029,9	511,7	486,1	1 205,2	1 238,5	2 019,9	364,6	1 240,7
2019 Q2	2 662,2	45,4	513,2	144,4	506,5	127,6	121,4	300,4	309,3	502,8	91,2	308,0
Q3	2 675,2	45,6	512,8	146,6	509,3	128,5	121,9	301,8	310,9	506,6	91,3	313,0
Q4	2 693,7	45,6	514,8	148,4	511,6	130,3	122,0	305,1	312,7	511,4	91,8	312,4
2020 Q1	2 618,9	45,8	498,0	143,5	478,9	129,7	120,5	302,7	302,6	511,5	85,7	293,8
<b>In % der Wertschöpfung</b>												
2019	100,0	1,7	19,2	5,5	19,0	4,8	4,6	11,3	11,6	18,9	3,4	-
<b>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</b>												
<b>Veränderung gegen Vorquartal in %</b>												
2019 Q2	0,1	-0,5	-0,5	-0,2	0,1	0,5	0,8	0,4	0,3	0,2	0,4	0,4
Q3	0,3	0,1	-0,3	0,6	0,2	1,3	0,5	0,3	0,3	0,4	0,5	0,8
Q4	0,1	0,4	-0,7	-0,1	0,1	0,7	0,3	0,5	0,1	0,3	-0,4	0,0
2020 Q1	-3,2	-0,8	-3,3	-3,8	-6,8	-1,3	-0,8	-1,1	-3,4	-1,3	-6,8	-6,1
<b>Veränderung gegen Vorjahr in %</b>												
2017	2,6	0,6	3,3	2,3	2,8	5,3	1,3	0,7	4,6	1,6	1,5	2,4
2018	2,0	1,4	1,8	3,5	2,1	4,5	1,6	1,5	3,1	1,0	0,3	1,6
2019	1,2	-0,2	-1,0	3,2	1,8	4,0	2,3	1,5	1,6	1,2	1,8	1,6
2019 Q2	1,3	-0,6	-1,0	3,3	1,7	3,9	2,5	1,6	1,8	1,1	1,9	1,3
Q3	1,3	0,3	-1,1	3,2	1,9	3,6	2,2	1,5	1,8	1,2	2,2	2,1
Q4	0,9	-0,1	-1,6	1,6	1,5	4,1	2,5	1,7	0,8	1,1	1,4	1,7
2020 Q1	-2,8	-0,8	-4,8	-3,5	-6,4	1,3	0,8	0,0	-2,7	-0,4	-6,3	-4,9
<b>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</b>												
2019 Q2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Q3	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
Q4	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2020 Q1	-3,2	0,0	-0,6	-0,2	-1,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,2	-0,2	-
<b>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</b>												
2017	2,6	0,0	0,7	0,1	0,5	0,2	0,1	0,1	0,5	0,3	0,1	-
2018	2,0	0,0	0,4	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,3	0,2	0,0	-
2019	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2019 Q2	1,3	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-
Q3	1,3	0,0	-0,2	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-
Q4	0,9	0,0	-0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	-
2020 Q1	-2,8	0,0	-0,9	-0,2	-1,2	0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,1	-0,2	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.3 Beschäftigung<sup>1)</sup>

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.4 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Erwerbs- personen in Mio.	Unter- beschäftigung in % der Erwerbs- personen	Arbeitslosigkeit <sup>1)</sup>											Vakanz- quote <sup>3)</sup>
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen <sup>2)</sup>	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio.	In % der Erwerbs- personen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2019)			100,0			81,8		18,3		51,3		48,7		
2017	161,860	4,1	14,585	9,0	4,4	11,946	8,1	2,640	18,6	7,556	8,7	7,029	9,4	1,9
2018	162,485	3,7	13,211	8,1	3,8	10,823	7,3	2,388	16,8	6,809	7,8	6,402	8,5	2,1
2019	163,297	3,5	12,268	7,5	3,3	10,030	6,7	2,238	15,6	6,291	7,2	5,977	7,9	2,3
2019 Q2	163,093	3,5	12,238	7,5	3,3	10,035	6,7	2,203	15,4	6,291	7,2	5,947	7,9	2,3
Q3	163,039	3,5	12,171	7,5	3,2	9,942	6,7	2,229	15,5	6,282	7,2	5,890	7,8	2,2
Q4	163,675	3,4	12,010	7,3	3,2	9,787	6,6	2,222	15,5	6,130	7,0	5,880	7,7	2,2
2020 Q1	162,865	3,4	11,846	7,3	.	9,609	6,5	2,237	15,6	6,021	6,9	5,826	7,7	1,9
2019 Dez.	-	-	12,101	7,3	-	9,872	6,6	2,229	15,5	6,253	7,1	5,848	7,6	-
2020 Jan.	-	-	12,119	7,4	-	9,880	6,6	2,239	15,6	6,192	7,0	5,927	7,8	-
Febr.	-	-	11,830	7,2	-	9,653	6,4	2,177	15,2	6,026	6,8	5,804	7,6	-
März	-	-	11,719	7,1	-	9,581	6,4	2,138	15,0	5,991	6,8	5,728	7,5	-
April	-	-	11,987	7,3	-	9,762	6,5	2,225	15,7	6,155	7,0	5,831	7,7	-
Mai	-	-	12,146	7,4	-	9,878	6,6	2,267	16,0	6,103	7,0	6,043	7,9	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Nicht saisonbereinigt.

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

### 3.5 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe						Produktion im Bau- gewerbe	EZB- Indikator für den Auftrags- eingang in der Industrie	Einzelhandelsumsätze				Pkw- Neuzulas- sungen
	Insgesamt		Hauptgruppen						Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Tank- stellen	
	Verarbei- tendes Gewerbe	Vorlei- tungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2017	3,0	3,2	3,4	3,9	1,4	1,2	3,1	7,9	2,5	1,6	3,5	0,8	5,6
2018	0,7	1,0	0,6	1,1	1,4	-1,5	2,0	2,7	1,6	1,4	1,9	0,6	0,9
2019	-1,3	-1,3	-2,4	-1,8	1,5	-1,9	2,0	-4,3	2,3	0,8	3,6	0,8	1,8
2019 Q2	-1,3	-1,5	-2,2	-2,8	1,9	-0,2	2,3	-3,5	2,1	1,1	3,0	0,1	-0,7
Q3	-1,6	-1,5	-3,2	-1,2	0,4	-1,9	1,2	-4,7	2,7	0,8	4,3	1,3	0,6
Q4	-2,1	-2,1	-3,8	-2,9	2,0	-2,5	0,0	-5,8	2,0	0,5	3,5	-0,7	12,5
2020 Q1	-6,2	-6,3	-5,4	-10,2	-1,1	-5,7	-4,1	-6,4	-1,4	4,7	-4,7	-10,2	-27,3
2019 Dez.	-3,4	-3,6	-5,5	-4,9	1,8	-3,3	-2,7	-4,6	1,9	-0,4	3,9	-1,1	17,9
2020 Jan.	-2,1	-1,4	-2,0	-2,0	0,6	-7,3	6,7	-1,4	2,2	1,0	3,2	-0,1	-5,8
Febr.	-2,2	-2,1	-0,8	-4,3	0,6	-3,1	-0,6	-1,4	2,6	3,7	2,2	-2,0	-6,3
März	-13,6	-14,4	-12,6	-22,5	-4,1	-6,3	-17,5	-16,5	-8,3	9,1	-18,9	-27,3	-60,3
April	-28,7	-30,4	-27,0	-41,1	-19,3	-13,0	-28,4	-34,7	-19,6	2,0	-32,6	-47,9	-79,6
Mai	-20,9	-22,1	-19,7	-28,4	-15,5	-10,3	.	.	-5,1	4,9	-9,0	-27,4	-48,6
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2019 Dez.	-1,7	-1,6	-1,6	-2,6	-0,1	-1,5	-1,6	-0,5	-1,0	-1,0	-1,1	-0,4	8,8
2020 Jan.	1,7	1,9	3,0	2,1	0,4	-1,2	3,8	2,3	0,8	0,9	0,8	2,0	-14,6
Febr.	0,0	0,0	0,9	-1,9	0,4	0,2	-0,9	-1,3	0,7	2,5	-0,3	-1,3	1,3
März	-11,8	-12,8	-11,8	-18,1	-5,7	-3,2	-15,7	-14,7	-10,6	5,5	-20,7	-26,5	-57,3
April	-18,2	-19,5	-17,0	-26,1	-13,4	-5,5	-14,6	-21,4	-12,1	-5,9	-16,7	-28,8	-45,8
Mai	12,4	13,4	10,0	25,4	5,9	2,3	.	.	17,8	2,2	34,5	38,4	139,9

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

## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)								Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher	Vertrauensindikator für das Baugewerbe	Vertrauensindikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen		Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe	Produktion im verarbeitenden Gewerbe	Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor	Zusammengesetzter EMI für die Produktion
		Vertrauensindikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor	Kapazitätsauslastung (in %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2015	98,7	-5,2	80,6	-11,7	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2017	110,4	5,7	83,1	-5,4	-3,0	2,3	14,7	89,9	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,5	6,7	83,7	-4,9	7,0	1,3	15,2	90,4	54,9	54,7	54,5	54,6
2019	103,1	-5,1	81,9	-7,1	6,4	-0,4	10,7	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2019 Q3	102,0	-7,1	81,4	-6,8	5,1	0,0	9,7	90,4	46,4	47,0	52,8	51,2
Q4	100,6	-9,2	80,9	-7,7	4,9	-0,1	9,8	90,2	46,4	46,7	52,3	50,7
2020 Q1	100,1	-8,1	75,3	-8,8	4,5	-3,0	6,6	88,0	47,2	45,1	43,9	44,2
Q2	69,3	-27,2	.	-18,5	-15,3	-26,5	-39,3	.	40,1	34,2	30,3	31,3
2020 Jan.	102,6	-7,0	80,8	-8,1	5,8	-0,1	11,0	90,3	47,9	48,0	52,5	51,3
Febr.	103,4	-6,2	-	-6,6	5,4	-0,2	11,1	-	49,2	48,7	52,6	51,6
März	94,2	-11,2	-	-11,6	2,3	-8,6	-2,3	-	44,5	38,5	26,4	29,7
April	64,8	-32,5	69,7	-22,0	-16,1	-30,1	-38,6	85,6	33,4	18,1	12,0	13,6
Mai	67,5	-27,5	-	-18,8	-17,3	-29,8	-43,6	-	39,4	35,6	30,5	31,9
Juni	75,7	-21,7	-	-14,7	-12,4	-19,4	-35,6	-	47,4	48,9	48,3	48,5

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 <sup>2)</sup>	Immobilienvermögen	Gewinnquote <sup>3)</sup>	Sparquote (netto)	Schuldenquote <sup>4)</sup>	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens <sup>1)</sup>		Veränderung gegen Vorjahr in %					In % der Nettowertschöpfung	In % des BIP	Veränderung gegen Vorjahr in %			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2017	12,1	93,9	1,5	2,4	5,0	4,7	4,7	34,6	7,2	77,6	4,6	8,4	3,1
2018	12,4	93,5	1,8	2,1	6,9	2,5	4,5	34,8	5,8	77,6	2,3	6,0	1,5
2019	13,1	93,8	1,9	2,6	5,1	5,4	3,5	34,1	6,1	77,5	2,3	4,3	1,8
2019 Q2	13,0	93,4	2,3	2,4	4,7	4,0	3,8	34,4	5,8	78,3	1,6	16,7	1,2
Q3	13,1	93,4	2,5	2,6	4,5	4,5	3,5	34,1	5,9	79,1	1,7	-1,4	1,3
Q4	13,1	93,8	0,8	2,6	3,4	5,4	3,5	34,1	6,1	77,5	2,3	-3,7	1,8
2020 Q1	14,1	93,7	0,8	2,8	-1,7	2,3	3,6	33,2	5,0	79,3	2,1	2,3	1,9

Quellen: EZB und Eurostat.

- 1) Auf Basis der über vier Quartale kumulierten Summen aus Ersparnis, Verschuldung und verfügbarem Bruttoeinkommen (bereinigt um die Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche).
- 2) Geldvermögen (nach Abzug der Verbindlichkeiten) und Sachvermögen. Letzteres besteht vor allem aus Immobilienvermögen (Wohnimmobilien sowie Grund und Boden). Ferner zählt hierzu auch das Sachvermögen von Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit, die dem Sektor der privaten Haushalte zugerechnet werden.
- 3) Die Gewinnquote wird anhand des Unternehmensgewinns (netto) ermittelt, der weitgehend dem Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit in der externen Unternehmensrechnung entspricht.
- 4) Auf Basis der ausstehenden Kredite, Schuldverschreibungen, Handelskredite und Verbindlichkeiten aus Rückstellungen bei Alterssicherungssystemen.

### 3 Konjunktorentwicklung

#### 3.8 Zahlungsbilanz des Euroraums – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz <sup>1)</sup>	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019 Q2	1 067,1	1 003,8	63,3	594,8	521,2	246,9	236,1	198,1	183,2	27,3	63,4	9,3	24,7
Q3	1 089,0	996,1	92,9	604,3	519,6	251,2	222,3	205,2	184,8	28,3	69,4	9,8	7,8
Q4	1 089,2	1 010,5	78,7	609,2	519,7	252,9	247,8	198,0	180,1	29,2	62,9	16,5	18,7
2020 Q1	1 050,0	1 000,7	49,3	585,8	498,2	241,8	257,8	193,2	180,8	29,3	63,8	10,8	10,8
2019 Nov.	364,1	336,8	27,3	201,6	172,9	84,4	82,7	68,7	60,7	9,5	20,6	3,7	5,0
Dez.	359,3	334,2	25,2	203,2	173,1	83,8	82,8	62,8	58,9	9,6	19,3	9,1	9,0
2020 Jan.	364,0	350,5	13,4	201,6	174,4	84,9	88,9	67,3	61,3	10,2	25,9	2,9	3,3
Febr.	362,6	339,9	22,7	200,8	171,2	84,2	90,0	67,5	60,2	10,1	18,5	3,8	3,3
März	323,5	310,3	13,2	183,4	152,6	72,7	78,9	58,5	59,3	8,9	19,5	4,1	4,3
April	275,1	260,7	14,4	146,2	133,3	61,9	58,0	57,7	48,2	9,3	21,2	4,0	3,5
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2020 April	4 215,4	3 935,8	279,6	2 342,4	2 018,1	972,7	943,2	786,0	714,9	114,3	259,7	47,8	57,4
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2020 April	35,5	33,2	2,4	19,7	17,0	8,2	7,9	6,6	6,0	1,0	2,2	0,4	0,5

1) Nicht saisonbereinigt.

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

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Zusammen			Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2019 Q2	2,1	2,4	584,3	276,9	120,7	176,2	487,3	533,4	304,1	86,3	134,9	381,9	66,2
Q3	3,1	0,7	586,2	279,6	117,8	177,6	489,1	530,7	297,9	87,9	137,2	387,3	60,4
Q4	2,2	-1,9	591,3	276,4	125,2	178,9	496,0	525,8	291,4	86,4	138,3	384,9	60,4
2020 Q1	-1,6	-4,1	576,8	274,5	115,3	174,7	479,1	507,2	283,6	82,1	133,3	369,9	56,3
2019 Nov.	-2,6	-4,0	194,6	91,2	40,4	58,9	163,8	175,7	97,5	28,6	46,4	128,9	20,1
Dez.	4,9	1,1	196,5	92,2	41,4	59,1	164,1	174,0	96,8	28,0	45,5	126,4	21,2
2020 Jan.	0,2	-0,3	196,8	93,4	39,0	60,0	164,3	177,9	100,3	28,8	46,1	129,0	22,0
Febr.	1,2	-1,6	198,1	92,8	41,0	60,9	165,9	172,8	96,9	26,9	46,1	126,8	19,7
März	-5,9	-10,1	182,0	88,3	35,2	53,8	148,9	156,5	86,4	26,4	41,1	114,1	14,5
April	-29,3	-24,8	137,3	.	.	.	111,1	136,1	.	.	.	99,2	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2019 Q2	-1,5	-0,2	106,7	108,6	106,2	105,7	106,3	109,6	108,2	110,1	113,5	111,5	98,2
Q3	0,9	1,7	106,8	109,6	103,3	106,1	106,2	109,7	108,4	111,2	113,1	111,8	97,0
Q4	-0,1	-1,7	107,1	108,3	108,3	105,8	107,0	107,4	105,6	105,6	112,7	109,8	95,9
2020 Q1	-4,0	-4,7	103,5	106,4	99,7	101,9	102,0	104,0	103,7	99,6	108,1	104,8	98,0
2019 Okt.	2,2	-0,8	109,2	109,7	112,7	108,9	109,2	108,6	106,1	111,3	113,5	111,4	92,7
Nov.	-4,3	-3,4	106,1	107,7	105,5	104,6	106,3	107,9	106,3	104,4	113,7	110,3	96,8
Dez.	2,1	-0,8	106,0	107,6	106,7	103,9	105,4	105,7	104,3	101,0	110,8	107,6	98,3
2020 Jan.	-2,8	-3,2	105,4	107,6	100,9	105,1	104,7	107,4	106,5	105,6	111,3	109,3	100,6
Febr.	-1,2	-1,8	106,8	107,9	107,0	106,8	106,4	106,9	106,4	99,9	113,1	109,2	99,7
März	-7,8	-8,8	98,3	103,8	91,2	93,7	94,9	97,6	98,0	93,4	100,0	95,9	93,6

Quellen: EZB und Eurostat.

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

2) Gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories.

## 4 Preise und Kosten

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

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

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

	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- ungsmieten					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
Gewichte in % (2019)	19,0	14,5	4,5	36,5	26,4	10,1	11,0	6,5	7,2	2,6	15,3	8,4
2017	1,8	1,5	2,4	1,5	0,3	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,1	2,1	0,8
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5
2019 Q3	1,8	1,9	1,6	0,0	0,3	-0,7	1,5	1,5	2,2	-0,8	1,1	1,5
Q4	1,8	1,9	1,6	-0,3	0,4	-2,1	1,5	1,5	2,4	-0,2	2,0	1,5
2020 Q1	2,2	2,0	2,8	0,0	0,5	-1,0	1,6	1,4	1,7	0,0	1,6	1,5
Q2	3,4	2,4	6,7	.	0,2	-10,3	.	.	.	.	.	.
2020 Jan.	2,1	2,0	2,3	0,8	0,3	1,9	1,6	1,5	2,0	-0,2	1,5	1,5
Febr.	2,1	2,0	2,6	0,3	0,5	-0,3	1,5	1,4	2,0	0,0	1,8	1,5
März	2,4	2,1	3,6	-0,9	0,5	-4,5	1,5	1,4	1,2	0,1	1,4	1,5
April	3,6	2,3	7,6	-2,4	0,3	-9,7	1,4	1,3	0,7	-0,4	1,3	1,5
Mai	3,4	2,4	6,7	-3,2	0,2	-11,9	1,4	1,3	1,4	0,3	1,3	1,6
Juni <sup>3)</sup>	3,1	2,3	5,9	.	0,2	-9,4	.	.	.	.	.	.

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

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

## 4 Preise und Kosten

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

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe <sup>1)</sup>										Baugewerbe <sup>2)</sup>	Preise für Wohnimmobilien <sup>3)</sup>	Experimenteller Indikator der Preise für gewerbliche Immobilien <sup>3)</sup>
	Insgesamt (Index: 2015 = 100)	Insgesamt	Industrie ohne Baugewerbe und Energie							Energie			
			Verarbeitendes Gewerbe	Zusammen	Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter						
							Zusammen	Nahrungsmittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nahrungsmittel				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,9	0,2	5,6	2,0	4,3	4,7
2018	104,0	3,2	2,4	1,5	2,6	1,0	0,4	0,2	0,6	8,1	2,5	4,8	4,1
2019	104,7	0,7	0,6	0,7	0,1	1,5	1,0	1,1	0,8	-0,1	1,9	4,2	4,6
2019 Q2	104,8	1,6	1,0	1,0	0,7	1,5	1,0	0,9	0,9	3,0	2,2	4,3	5,3
Q3	104,2	-0,6	0,0	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,2	0,8	-4,3	1,1	4,0	4,3
Q4	104,4	-1,2	0,0	0,4	-1,2	1,4	1,7	2,4	0,7	-5,9	1,7	4,3	4,3
2020 Q1	103,8	-1,6	0,0	0,4	-1,4	1,1	2,3	3,4	0,6	-7,3	1,6	4,9	.
2019 Dez.	104,5	-0,6	0,9	0,5	-1,1	1,5	2,0	2,9	0,7	-3,8	-	-	-
2020 Jan.	104,7	-0,7	1,1	0,5	-1,1	1,3	2,2	3,2	0,6	-4,1	-	-	-
Febr.	104,1	-1,3	0,3	0,5	-1,1	1,2	2,3	3,4	0,7	-6,6	-	-	-
März	102,5	-2,8	-1,4	0,2	-1,9	1,0	2,3	3,5	0,6	-11,1	-	-	-
April	100,4	-4,5	-3,1	-0,3	-2,6	1,0	1,7	2,5	0,5	-16,5	-	-	-
Mai	99,8	-5,0	-3,6	-0,6	-2,9	0,9	1,0	1,3	0,5	-17,2	-	-	-

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

1) Nur Inlandsabsatz.

2) Baukostenindex für Wohngebäude.

3) Experimentelle Daten auf der Grundlage nicht harmonisierter Quellen (weitere Einzelheiten siehe [www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html)).

### 4.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

	BIP-Deflatoren						Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)							
	Insgesamt (saisonbereinigt; Index: 2015 = 100)	Insgesamt	Inländische Verwendung					Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>	Importgewichtet <sup>2)</sup>			Nach Verwendung gewichtet <sup>2)</sup>		
			Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen				Insgesamt	Nahrungsmittel	Ohne Nahrungsmittel	Insgesamt	Nahrungsmittel	Ohne Nahrungsmittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2017	101,8	1,0	1,4	1,3	1,4	1,7	1,9	2,8	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	103,1	1,3	1,7	1,5	1,7	2,0	1,4	2,3	60,4	-0,7	-5,8	4,3	-0,1	-5,3	5,7
2019	104,9	1,7	1,5	1,2	1,7	2,4	0,6	0,2	57,2	1,7	3,8	-0,1	2,6	7,5	-2,3
2019 Q3	105,1	1,7	1,2	1,0	1,7	2,3	0,1	-1,1	55,7	1,8	3,7	0,2	1,7	6,5	-3,1
Q4	105,6	1,8	1,3	1,0	1,6	2,2	0,2	-0,8	56,5	3,9	9,1	-0,6	5,2	13,9	-3,6
2020 Q1	106,2	1,8	1,4	1,2	2,0	1,6	0,2	-0,7	45,9	1,9	7,6	-3,1	1,4	7,5	-4,9
Q2	-	-	-	-	-	-	-	-	28,5	-2,4	4,0	-8,1	-4,8	-0,8	-9,2
2020 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	57,3	7,0	10,9	3,5	6,8	12,6	0,7
Febr.	-	-	-	-	-	-	-	-	50,5	2,1	8,0	-3,0	2,0	8,7	-4,9
März	-	-	-	-	-	-	-	-	29,7	-3,2	3,9	-9,4	-4,3	1,4	-10,4
April	-	-	-	-	-	-	-	-	21,5	-4,3	4,6	-12,1	-7,2	-1,8	-13,0
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	28,4	-1,2	5,9	-7,5	-3,4	1,5	-8,7
Juni	-	-	-	-	-	-	-	-	35,5	-1,8	1,4	-4,6	-3,7	-2,0	-5,7

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

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

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

## 4 Preise und Kosten

### 4.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

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

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

### 4.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2016 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste <sup>1)</sup>
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2018)	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2017	101,8	1,8	1,7	1,8	1,8	1,7	1,5
2018	104,2	2,4	2,3	2,6	2,5	2,1	2,1
2019	106,8	2,5	2,6	2,2	2,4	2,6	2,2
2019 Q2	110,8	2,7	2,8	2,6	2,5	3,1	2,0
Q3	103,4	2,5	2,7	2,3	2,6	2,4	2,6
Q4	113,2	2,4	2,3	2,2	2,2	2,6	2,0
2020 Q1	103,2	3,4	3,4	3,6	3,1	4,2	1,9

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Experimentelle Daten auf der Grundlage nicht harmonisierter Quellen (weitere Einzelheiten siehe [www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html)).

## 4 Preise und Kosten

### 4.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

	Insgesamt (Index: 2015=100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen									
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und Versorgungs- wirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaft- liche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Lohnstückkosten</b>												
2017	106,2	0,8	0,0	-0,6	0,7	0,6	0,0	-1,6	4,5	1,7	1,3	1,2
2018	108,1	1,8	-0,4	1,6	0,8	1,4	1,5	-0,5	4,3	2,5	2,3	2,8
2019	110,2	1,9	-0,4	3,2	1,0	1,5	1,3	-0,8	2,7	1,7	2,6	1,6
2019 Q2	110,0	2,1	-1,0	3,1	1,3	1,8	1,7	-1,0	3,2	1,7	2,6	2,2
Q3	110,6	1,9	-1,6	3,7	0,7	1,4	1,9	-1,0	2,4	1,4	2,5	0,9
Q4	110,9	1,7	0,5	2,6	1,2	1,3	0,1	-0,8	0,1	1,9	2,7	1,9
2020 Q1	113,7	4,0	-1,2	3,5	2,7	6,0	2,6	-0,2	0,7	4,0	3,9	7,2
<b>Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer</b>												
2017	111,4	1,7	1,0	1,6	1,6	1,5	1,9	1,2	3,3	2,6	1,8	1,8
2018	113,8	2,2	1,4	1,9	1,9	2,1	2,5	2,0	4,1	2,7	2,0	2,8
2019	116,0	2,0	1,2	1,3	1,8	2,1	1,6	1,8	3,1	1,9	2,3	2,7
2019 Q2	115,9	2,0	1,2	1,1	2,0	2,1	1,5	2,2	3,2	2,3	2,2	3,4
Q3	116,7	2,1	0,5	1,9	1,7	2,2	1,9	1,5	3,3	1,9	2,3	2,3
Q4	116,8	1,6	2,1	0,6	1,2	1,6	1,2	1,6	1,7	1,6	2,5	2,3
2020 Q1	115,6	0,3	1,4	-1,2	-2,3	-1,1	1,4	0,5	1,4	0,9	2,2	0,4
<b>Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen</b>												
2017	104,8	0,9	1,1	2,2	0,9	0,9	1,9	2,8	-1,1	0,9	0,5	0,6
2018	105,2	0,4	1,9	0,3	1,0	0,7	1,0	2,6	-0,2	0,3	-0,3	0,0
2019	105,3	0,0	1,6	-1,8	0,8	0,5	0,3	2,6	0,3	0,3	-0,3	1,1
2019 Q2	105,3	0,0	2,3	-2,0	0,7	0,4	-0,2	3,2	0,0	0,6	-0,4	1,2
Q3	105,5	0,2	2,2	-1,8	1,0	0,8	0,0	2,5	0,8	0,6	-0,2	1,4
Q4	105,3	-0,1	1,5	-2,0	0,0	0,3	1,1	2,3	1,6	-0,3	-0,3	0,4
2020 Q1	101,7	-3,6	2,7	-4,5	-4,9	-6,7	-1,2	0,7	0,7	-3,0	-1,7	-6,3
<b>Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde</b>												
2017	113,4	2,0	1,3	1,8	1,6	1,8	2,0	1,8	3,2	2,5	2,4	2,3
2018	115,8	2,1	0,9	2,1	1,3	2,2	2,6	2,3	3,3	2,7	2,0	2,5
2019	118,1	2,0	0,7	1,7	2,2	2,1	2,4	1,4	2,6	2,0	1,9	2,8
2019 Q2	117,5	2,1	1,8	1,6	2,3	2,2	2,3	1,7	2,9	2,2	1,9	3,7
Q3	118,3	2,1	0,7	2,3	2,3	2,4	2,5	0,9	1,9	2,0	1,9	2,5
Q4	118,6	1,8	1,4	1,2	2,2	1,7	2,3	1,4	0,8	1,6	2,2	2,4
2020 Q1	120,4	3,1	3,4	2,2	2,5	3,0	3,3	1,6	3,8	3,0	3,5	2,7
<b>Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde</b>												
2017	107,2	1,4	1,7	2,5	1,0	1,5	2,0	3,3	-0,8	1,1	1,1	1,1
2018	107,7	0,5	1,0	0,5	0,7	1,0	1,3	2,8	-0,9	0,3	-0,3	-0,1
2019	107,8	0,2	1,2	-1,4	1,1	0,8	1,2	2,4	0,2	0,4	-0,6	1,2
2019 Q2	107,7	0,2	2,3	-1,4	0,7	0,8	0,9	2,9	0,3	0,6	-0,5	1,5
Q3	107,8	0,4	2,1	-1,4	1,6	1,2	0,8	2,1	-0,2	0,8	-0,6	1,6
Q4	107,7	0,1	0,8	-1,4	1,0	0,6	1,8	2,4	0,6	-0,3	-0,4	0,4
2020 Q1	107,2	-0,4	2,9	-1,1	1,0	-1,5	0,7	2,2	2,9	-0,8	-0,3	-3,6

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	M3											11	12
	M2					M3-M2							
	M1		M2-M1			6	7	8	9	10			
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte						Geldmarkt- fondsanteile		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Bestände													
2017	1 112,0	6 638,1	7 750,1	1 196,6	2 261,8	3 458,3	11 208,5	74,4	512,0	72,6	659,1	11 867,5	
2018	1 163,3	7 114,7	8 278,1	1 124,9	2 299,0	3 423,9	11 702,0	74,3	524,0	71,5	669,8	12 371,8	
2019	1 219,6	7 724,2	8 943,8	1 069,5	2 363,8	3 433,4	12 377,1	78,5	531,6	7,9	618,0	12 995,2	
2019 Q2	1 189,0	7 415,4	8 604,4	1 111,1	2 338,5	3 449,6	12 054,0	74,5	523,9	37,6	636,0	12 690,0	
Q3	1 204,1	7 605,6	8 809,6	1 110,0	2 354,8	3 464,7	12 274,4	74,5	546,3	19,1	640,0	12 914,4	
Q4	1 219,6	7 724,2	8 943,8	1 069,5	2 363,8	3 433,4	12 377,1	78,5	531,6	7,9	618,0	12 995,2	
2020 Q1	1 261,8	8 075,3	9 337,1	1 077,9	2 361,4	3 439,4	12 776,4	109,9	533,5	58,4	701,9	13 478,3	
2019 Dez.	1 219,6	7 724,2	8 943,8	1 069,5	2 363,8	3 433,4	12 377,1	78,5	531,6	7,9	618,0	12 995,2	
2020 Jan.	1 228,3	7 743,6	8 971,9	1 063,3	2 362,3	3 425,6	12 397,5	75,8	548,3	24,1	648,2	13 045,7	
Febr.	1 236,2	7 826,7	9 062,8	1 065,0	2 359,7	3 424,8	12 487,6	84,9	551,3	25,9	662,1	13 149,7	
März	1 261,8	8 075,3	9 337,1	1 077,9	2 361,4	3 439,4	12 776,4	109,9	533,5	58,4	701,9	13 478,3	
April	1 276,8	8 229,3	9 506,2	1 070,7	2 376,8	3 447,4	12 953,6	94,9	542,5	40,0	677,4	13 631,0	
Mai <sup>(b)</sup>	1 296,5	8 332,6	9 629,1	1 094,3	2 389,2	3 483,5	13 112,6	96,2	551,2	30,1	677,4	13 790,0	
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2017	36,0	592,6	628,6	-109,5	34,5	-74,9	553,7	6,5	-10,8	-18,5	-22,7	530,9	
2018	50,3	465,1	515,4	-74,0	45,2	-28,9	486,6	-0,9	12,3	-3,3	8,1	494,7	
2019	56,3	603,1	659,4	-60,0	62,8	2,7	662,1	4,1	-1,8	-57,6	-55,3	606,8	
2019 Q2	9,7	143,0	152,8	-4,4	20,3	15,9	168,6	0,4	3,2	-2,4	1,3	169,9	
Q3	15,1	181,2	196,3	-4,6	14,8	10,2	206,5	-0,6	21,1	-18,1	2,5	209,0	
Q4	15,6	122,8	138,4	-38,0	8,1	-29,9	108,4	4,5	-16,0	-9,5	-21,1	87,4	
2020 Q1	42,1	346,6	388,7	6,5	-2,5	4,0	392,7	31,1	2,0	48,6	81,6	474,4	
2019 Dez.	2,8	12,9	15,7	-9,9	4,8	-5,1	10,7	5,5	-0,2	-18,1	-12,8	-2,1	
2020 Jan.	8,7	15,4	24,0	-7,9	-1,6	-9,5	14,6	-3,0	16,6	16,6	30,2	44,8	
Febr.	7,9	81,9	89,7	1,2	-2,6	-1,4	88,4	9,0	3,0	1,3	13,3	101,7	
März	25,6	249,3	274,9	13,2	1,7	14,9	289,8	25,0	-17,6	30,7	38,1	327,9	
April	15,1	151,1	166,2	-8,5	15,3	6,8	172,9	-15,4	9,1	-18,2	-24,4	148,5	
Mai <sup>(b)</sup>	19,7	101,9	121,6	26,3	12,9	39,1	160,7	2,0	8,8	-10,7	0,0	160,7	
Wachstumsraten													
2017	3,3	9,8	8,8	-8,3	1,6	-2,1	5,2	9,5	-2,1	-21,1	-3,3	4,7	
2018	4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-1,3	2,4	-4,7	1,2	4,2	
2019	4,8	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-86,7	-8,2	4,9	
2019 Q2	4,7	7,7	7,2	-6,1	3,0	-0,1	5,0	1,1	1,1	-38,3	-2,8	4,6	
Q3	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,0	1,1	5,9	3,0	8,7	-65,4	1,1	5,7	
Q4	4,8	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-86,7	-8,2	4,9	
2020 Q1	7,0	10,9	10,4	-3,6	1,8	0,0	7,4	47,5	2,0	56,7	10,1	7,5	
2019 Dez.	4,8	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-86,7	-8,2	4,9	
2020 Jan.	5,2	8,3	7,9	-5,7	2,4	-0,2	5,5	0,7	5,1	-53,0	-0,8	5,2	
Febr.	5,4	8,6	8,1	-5,6	2,0	-0,4	5,6	17,6	6,0	-47,6	2,5	5,5	
März	7,0	10,9	10,4	-3,6	1,8	0,0	7,4	47,5	2,0	56,7	10,1	7,5	
April	8,0	12,5	11,9	-5,2	2,1	-0,3	8,3	28,2	3,1	8,2	5,9	8,2	
Mai <sup>(b)</sup>	9,3	13,0	12,5	-2,6	2,3	0,7	9,1	35,3	4,7	-25,7	5,8	8,9	

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>					Private Haushalte <sup>3)</sup>					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen <sup>2)</sup>	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte <sup>4)</sup>
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Bestände</b>													
2017	2 240,3	1 797,4	285,0	149,1	8,8	6 317,6	3 702,8	562,1	2 051,9	0,8	991,1	206,6	415,3
2018	2 331,4	1 898,7	277,3	147,8	7,6	6 644,9	4 035,9	517,6	2 090,1	1,4	998,2	202,9	435,5
2019	2 476,2	2 062,7	256,9	150,1	6,5	7 040,7	4 395,5	492,5	2 151,8	0,9	1 036,9	214,4	467,8
2019 Q2	2 406,1	1 983,7	265,3	150,0	7,1	6 846,9	4 207,9	509,7	2 127,6	1,7	1 009,5	216,6	460,4
Q3	2 450,9	2 031,3	262,2	151,4	5,9	6 964,9	4 318,1	504,5	2 141,3	1,0	1 042,3	221,3	465,5
Q4	2 476,2	2 062,7	256,9	150,1	6,5	7 040,7	4 395,5	492,5	2 151,8	0,9	1 036,9	214,4	467,8
2020 Q1	2 609,4	2 190,9	263,2	147,5	7,7	7 161,4	4 530,5	472,0	2 158,3	0,6	1 152,1	226,4	475,3
2019 Dez.	2 476,2	2 062,7	256,9	150,1	6,5	7 040,7	4 395,5	492,5	2 151,8	0,9	1 036,9	214,4	467,8
2020 Jan.	2 475,0	2 063,6	256,8	150,5	4,1	7 061,1	4 421,5	487,3	2 151,4	0,8	1 024,0	217,7	467,2
Febr.	2 507,0	2 097,6	253,7	150,3	5,4	7 086,6	4 452,7	482,5	2 150,6	0,8	1 051,7	215,3	475,7
März	2 609,4	2 190,9	263,2	147,5	7,7	7 161,4	4 530,5	472,0	2 158,3	0,6	1 152,1	226,4	475,3
April	2 715,0	2 277,6	284,5	146,6	6,3	7 242,0	4 596,6	467,1	2 177,4	0,8	1 120,1	229,8	464,8
Mai <sup>(a)</sup>	2 823,4	2 355,4	315,9	147,3	4,7	7 299,4	4 642,5	464,9	2 191,1	1,0	1 100,6	231,4	457,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2017	180,7	182,4	-1,9	-0,8	0,9	254,7	304,7	-82,1	33,6	-1,5	54,9	7,2	26,7
2018	93,1	105,3	-9,7	-1,1	-1,4	326,5	324,8	-45,0	46,1	0,5	0,5	-3,9	19,1
2019	146,1	163,7	-18,8	1,8	-0,5	394,4	358,3	-25,7	62,3	-0,5	29,1	10,2	30,1
2019 Q2	29,7	30,7	-4,3	2,2	1,1	94,1	82,2	-5,1	16,7	0,3	31,6	4,0	-0,2
Q3	40,7	43,9	-2,9	1,0	-1,3	116,9	109,6	-6,0	13,9	-0,6	25,1	3,8	4,4
Q4	28,8	34,6	-4,3	-2,2	0,7	76,7	76,9	-11,5	11,5	-0,2	-3,0	-6,9	1,8
2020 Q1	130,6	126,4	5,6	-2,5	1,2	119,5	134,2	-20,9	6,4	-0,3	112,4	11,7	7,4
2019 Dez.	-2,8	-8,8	6,3	-1,4	1,0	15,5	13,5	-4,2	7,1	-0,8	17,4	-12,1	-4,6
2020 Jan.	-3,5	-0,7	-0,8	0,4	-2,4	19,5	25,5	-5,6	-0,4	0,0	-15,5	3,0	-0,7
Febr.	31,3	33,6	-3,3	-0,2	1,3	25,2	30,9	-4,9	-0,8	0,0	27,0	-2,5	8,5
März	102,7	93,5	9,7	-2,7	2,3	74,9	77,8	-10,4	7,7	-0,2	100,9	11,1	-0,4
April	104,1	85,8	20,7	-1,0	-1,4	80,0	65,8	-5,1	19,1	0,2	-34,7	3,6	-10,5
Mai <sup>(a)</sup>	111,7	80,0	32,4	0,8	-1,5	59,0	46,5	-1,8	14,1	0,1	-22,3	2,0	-7,3
<b>Wachstumsraten</b>													
2017	8,6	11,2	-0,7	-0,5	11,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,1	5,8	3,6	6,9
2018	4,2	5,9	-3,5	-0,7	-16,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	67,7	0,0	-1,9	4,6
2019	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,0	6,9
2019 Q2	5,8	7,6	-4,6	2,5	12,2	5,8	8,6	-4,9	3,1	72,0	-1,0	-1,3	7,6
Q3	6,4	8,0	-2,6	2,8	-11,8	6,3	9,3	-4,1	3,1	-10,1	3,6	4,3	6,6
Q4	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,0	6,9
2020 Q1	9,7	12,1	-2,2	-1,0	24,8	6,0	9,8	-8,4	2,3	-56,7	16,9	5,9	2,9
2019 Dez.	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,0	6,9
2020 Jan.	6,1	8,2	-5,3	1,2	-41,1	5,7	8,7	-6,0	2,7	-43,6	3,3	5,0	5,2
Febr.	6,5	9,0	-7,6	1,2	-13,8	5,4	8,6	-6,8	2,3	-46,9	7,1	3,1	4,6
März	9,7	12,1	-2,2	-1,0	24,8	6,0	9,8	-8,4	2,3	-56,7	16,9	5,9	2,9
April	13,7	16,1	5,4	-2,2	-11,6	6,7	10,6	-9,1	2,9	-48,2	12,2	8,1	1,0
Mai <sup>(a)</sup>	17,6	19,2	18,0	-1,9	-31,8	7,0	10,9	-9,2	3,2	-37,5	9,6	7,3	-0,6

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt	Bereinigte Kredite <sup>2)</sup>	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften <sup>3)</sup>	An private Haushalte <sup>4)</sup>	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen <sup>3)</sup>			An Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Bestände</b>												
2017	4 617,2	1 032,3	3 571,0	13 114,0	10 870,5	11 165,8	4 323,4	5 600,3	838,0	108,7	1 440,4	803,2
2018	4 676,7	1 006,2	3 659,0	13 415,9	11 122,4	11 482,8	4 402,3	5 742,1	851,2	126,8	1 517,9	775,6
2019	4 652,6	984,5	3 656,3	13 865,6	11 452,2	11 838,5	4 472,5	5 930,9	896,1	152,6	1 560,5	852,9
2019 Q2	4 640,2	1 000,7	3 627,9	13 640,4	11 290,6	11 667,0	4 462,4	5 825,8	870,3	132,1	1 546,6	803,2
Q3	4 696,5	999,8	3 685,1	13 776,5	11 394,4	11 764,2	4 488,5	5 876,3	883,5	146,2	1 570,6	811,5
Q4	4 652,6	984,5	3 656,3	13 865,6	11 452,2	11 838,5	4 472,5	5 930,9	896,1	152,6	1 560,5	852,9
2020 Q1	4 774,9	1 006,9	3 756,2	14 047,3	11 688,4	12 063,7	4 601,8	5 966,6	958,5	161,5	1 558,7	800,3
2019 Dez.	4 652,6	984,5	3 656,3	13 865,6	11 452,2	11 838,5	4 472,5	5 930,9	896,1	152,6	1 560,5	852,9
2020 Jan.	4 670,2	994,2	3 664,2	13 912,8	11 511,9	11 874,9	4 483,9	5 961,1	913,4	153,5	1 547,1	853,8
Febr.	4 672,0	993,0	3 667,2	13 942,6	11 531,5	11 897,5	4 488,9	5 983,3	909,1	150,1	1 565,8	845,4
März	4 774,9	1 006,9	3 756,2	14 047,3	11 688,4	12 063,7	4 601,8	5 966,6	958,5	161,5	1 558,7	800,3
April	4 962,3	1 015,5	3 935,0	14 122,9	11 728,2	12 104,1	4 670,7	5 960,9	939,8	156,8	1 608,8	785,9
Mai <sup>(p)</sup>	5 131,8	1 017,4	4 102,6	14 223,4	11 805,6	12 179,7	4 719,4	5 981,5	950,4	154,4	1 624,9	792,9
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2017	287,5	-43,7	330,6	363,2	274,2	316,4	84,9	173,2	19,7	-3,5	63,6	25,4
2018	90,3	-28,4	118,7	374,8	307,3	382,1	123,6	166,3	-0,4	17,8	88,1	-20,6
2019	-88,3	-23,5	-65,2	453,0	378,7	426,0	115,0	200,0	42,5	21,2	30,5	43,8
2019 Q2	-49,5	-1,6	-48,2	123,8	105,6	126,5	51,7	38,8	16,6	-1,5	17,4	0,8
Q3	-2,6	-0,9	-1,7	129,7	102,3	104,5	27,2	52,0	9,2	13,9	20,7	6,6
Q4	-5,2	-15,6	10,2	90,2	78,6	104,6	2,8	60,2	9,1	6,5	-7,8	19,5
2020 Q1	133,8	21,8	112,0	229,5	247,9	240,3	135,6	41,8	61,6	8,8	15,4	-33,8
2019 Dez.	21,8	-17,1	38,9	22,6	25,9	47,5	-11,5	21,1	9,5	6,8	-8,4	5,0
2020 Jan.	-9,1	9,6	-18,7	44,8	57,9	35,3	10,5	30,5	15,9	0,8	-14,1	1,0
Febr.	6,7	-1,5	8,2	40,7	20,9	26,1	6,5	22,9	-5,0	-3,4	20,6	-0,9
März	136,2	13,8	122,5	144,0	169,1	178,9	118,6	-11,6	50,7	11,4	8,9	-34,0
April	194,0	8,2	185,7	67,9	38,3	38,1	71,6	-5,3	-23,3	-4,7	46,1	-16,4
Mai <sup>(p)</sup>	159,8	1,6	158,3	102,9	80,2	77,3	51,9	22,4	8,2	-2,4	17,1	5,6
<b>Wachstumsraten</b>												
2017	6,6	-4,1	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,4	-3,2	4,6	3,2
2018	2,0	-2,8	3,4	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,1	16,4	6,1	-2,6
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,0	16,2	2,0	5,6
2019 Q2	-0,2	-2,0	0,3	3,0	3,2	3,5	3,3	3,2	1,7	5,9	3,1	1,3
Q3	-1,1	-0,5	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,5	14,4	3,3	2,6
Q4	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,0	16,2	2,0	5,6
2020 Q1	1,6	0,4	1,9	4,2	4,8	5,0	4,9	3,3	11,2	20,7	3,0	-0,8
2019 Dez.	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,0	16,2	2,0	5,6
2020 Jan.	-1,9	-1,3	-2,1	3,4	3,5	3,7	2,6	3,7	4,9	16,7	1,1	5,7
Febr.	-2,0	-1,0	-2,2	3,4	3,5	3,7	2,4	3,9	5,0	14,8	2,0	4,1
März	1,6	0,4	1,9	4,2	4,8	5,0	4,9	3,3	11,2	20,7	3,0	-0,8
April	6,2	1,5	7,5	4,4	4,7	4,9	6,0	3,0	7,5	21,2	6,3	-3,6
Mai <sup>(p)</sup>	9,8	1,1	12,2	4,9	5,2	5,3	6,7	3,3	8,3	20,9	6,6	-2,6

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 Pensions-einrichtungen (VGPEs) ausgewiesen.

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

### 5.4 Kredite der MFIs an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte im Euroraum<sup>1)</sup>

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>				Private Haushalte <sup>3)</sup>					
	Insgesamt	Bereinigte Kredite <sup>4)</sup>	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite	
	1					2				3
<b>Bestände</b>										
2017	4 323,4	4 358,7	986,2	821,2	2 516,1	5 600,3	5 867,4	654,8	4 216,4	729,0
2018	4 402,3	4 487,6	993,0	843,7	2 565,6	5 742,1	6 025,2	682,6	4 356,8	702,7
2019	4 472,5	4 575,5	970,7	877,0	2 624,8	5 930,9	6 224,3	719,8	4 524,2	686,9
2019 Q2	4 462,4	4 554,2	977,6	867,2	2 617,6	5 825,8	6 115,2	703,6	4 426,6	695,6
Q3	4 488,5	4 581,9	982,0	873,5	2 633,0	5 876,3	6 165,7	711,2	4 473,5	691,6
Q4	4 472,5	4 575,5	970,7	877,0	2 624,8	5 930,9	6 224,3	719,8	4 524,2	686,9
2020 Q1	4 601,8	4 703,7	1 002,2	915,8	2 683,8	5 966,6	6 254,2	715,5	4 566,5	684,5
2019 Dez.	4 472,5	4 575,5	970,7	877,0	2 624,8	5 930,9	6 224,3	719,8	4 524,2	686,9
2020 Jan.	4 483,9	4 582,1	965,3	877,1	2 641,5	5 961,1	6 243,4	724,3	4 549,6	687,2
Febr.	4 488,9	4 586,3	957,4	880,0	2 651,5	5 983,3	6 264,7	728,4	4 567,3	687,6
März	4 601,8	4 703,7	1 002,2	915,8	2 683,8	5 966,6	6 254,2	715,5	4 566,5	684,5
April	4 670,7	4 775,3	989,0	961,2	2 720,5	5 960,9	6 247,1	701,4	4 574,5	685,0
Mai <sup>(p)</sup>	4 719,4	4 822,9	959,2	997,6	2 762,6	5 981,5	6 264,9	699,2	4 593,9	688,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2017	84,9	134,8	0,6	39,1	45,2	173,2	165,6	45,0	134,0	-5,9
2018	123,6	175,7	18,6	32,7	72,3	166,3	188,6	41,3	134,3	-9,3
2019	115,0	144,7	-11,7	43,1	83,6	200,0	217,2	40,7	168,7	-9,4
2019 Q2	51,7	55,7	1,3	19,3	31,1	38,8	49,9	11,5	28,7	-1,4
Q3	27,2	34,0	3,6	6,3	17,3	52,0	54,9	8,4	46,5	-2,9
Q4	2,8	21,7	-5,3	7,5	0,5	60,2	63,7	9,4	53,7	-2,9
2020 Q1	135,6	135,2	28,9	43,4	63,3	41,8	37,6	-2,9	45,9	-1,1
2019 Dez.	-11,5	2,0	2,0	-4,2	-9,4	21,1	23,2	3,3	19,6	-1,8
2020 Jan.	10,5	6,3	-11,0	3,2	18,4	30,5	19,6	4,5	24,9	1,1
Febr.	6,5	7,5	-8,0	4,2	10,3	22,9	22,3	4,5	17,5	0,9
März	118,6	121,4	47,9	36,1	34,6	-11,6	-4,3	-11,9	3,5	-3,1
April	71,6	72,8	-13,1	46,9	37,8	-5,3	-6,1	-13,9	7,0	1,5
Mai <sup>(p)</sup>	51,9	50,6	-28,0	38,2	41,6	22,4	18,8	-1,8	20,1	4,2
<b>Wachstumsraten</b>										
2017	2,0	3,2	0,1	5,0	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018	2,9	4,1	1,9	4,0	2,9	3,0	3,2	6,4	3,2	-1,3
2019	2,6	3,2	-1,2	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2019 Q2	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,5	3,4	-1,2
Q3	2,9	3,6	-0,8	5,1	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,6
Q4	2,6	3,2	-1,2	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020 Q1	4,9	5,5	2,9	9,1	4,3	3,3	3,4	3,8	4,0	-1,2
2019 Dez.	2,6	3,2	-1,2	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020 Jan.	2,6	3,2	-1,3	5,1	3,3	3,7	3,7	6,0	4,1	-1,2
Febr.	2,4	3,0	-2,1	5	3,2	3,9	3,7	6,2	4,3	-1,0
März	4,9	5,5	2,9	9,1	4,3	3,3	3,4	3,8	4,0	-1,2
April	6,0	6,6	1,1	13,7	5,3	3,0	3,0	1,3	3,9	-0,9
Mai <sup>(p)</sup>	6,7	7,3	-1,5	17,3	6,3	3,3	3,0	0,4	4,2	0,0

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

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

### 5.5 Gegenposten zu M3 (ohne Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum)<sup>1)</sup>

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

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände <sup>2)</sup>	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen		
								Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten <sup>3)</sup>	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten <sup>3)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Bestände</b>										
2017	342,7	6 771,1	1 967,5	59,8	2 017,5	2 726,2	933,7	316,3	143,5	92,5
2018	379,3	6 818,7	1 940,7	56,1	2 099,1	2 722,8	1 033,7	443,4	187,0	194,9
2019	350,3	7 062,0	1 946,5	50,1	2 156,1	2 909,3	1 459,8	429,5	178,9	187,2
2019 Q2	373,7	6 985,0	1 956,9	57,5	2 135,4	2 835,2	1 318,6	449,5	191,5	207,8
Q3	388,0	7 101,1	1 948,1	57,2	2 162,2	2 933,6	1 484,9	445,6	184,2	198,1
Q4	350,3	7 062,0	1 946,5	50,1	2 156,1	2 909,3	1 459,8	429,5	178,9	187,2
2020 Q1	413,3	7 037,1	1 935,1	47,2	2 121,9	2 932,8	1 571,7	534,7	183,7	196,2
2019 Dez.	350,3	7 062,0	1 946,5	50,1	2 156,1	2 909,3	1 459,8	429,5	178,9	187,2
2020 Jan.	372,2	7 115,6	1 948,9	48,8	2 165,9	2 952,1	1 542,8	407,7	171,1	182,3
Febr.	417,2	7 130,6	1 942,5	48,2	2 162,5	2 977,5	1 613,6	469,2	177,9	191,2
März	413,3	7 037,1	1 935,1	47,2	2 121,9	2 932,8	1 571,7	534,7	183,7	196,2
April	521,1	7 059,9	1 930,3	46,1	2 125,8	2 957,7	1 565,7	561,2	187,6	203,3
Mai <sup>(p)</sup>	598,8	7 046,2	1 934,2	45,2	2 100,7	2 966,1	1 541,0	538,8	196,5	211,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2017	39,0	-73,4	-83,5	-6,6	-71,1	87,8	-96,1	-58,2	-61,2	-28,5
2018	40,5	51,2	-37,8	-4,9	16,0	77,9	89,0	32,3	16,2	23,6
2019	-28,2	107,3	-5,3	-3,0	27,5	88,1	310,1	11,0	-2,7	-2,5
2019 Q2	3,8	45,8	22,0	1,6	-0,6	22,7	99,9	45,3	-6,9	-4,5
Q3	14,6	12,7	-14,6	-1,0	4,8	23,6	93,5	15,8	6,9	7,4
Q4	-37,5	4,7	-1,4	-3,3	-14,3	23,7	-1,0	-29,5	-5,3	-10,9
2020 Q1	63,2	-50,0	-9,3	-2,9	-44,9	7,1	71,9	52,3	4,7	9,1
2019 Dez.	-18,9	-4,3	-5,6	-1,3	3,0	-0,5	-31,5	-38,3	-32,8	-37,7
2020 Jan.	22,1	-7,2	-2,7	-1,3	2,6	-5,8	43,2	-19,3	-7,8	-4,9
Febr.	45,0	0,5	-6,8	-0,6	-5,0	12,8	58,1	41,6	6,8	9,0
März	-3,9	-43,3	0,1	-1,0	-42,5	0,2	-29,4	30,0	5,8	5,0
April	107,9	-19,1	-5,6	-1,1	-1,3	-11,2	-63,1	38,4	4,0	7,0
Mai <sup>(p)</sup>	77,7	15,5	5,8	-0,9	-9,1	19,7	1,7	-10,5	8,9	8,1
<b>Wachstumsraten</b>										
2017	12,6	-1,1	-4,0	-9,6	-3,4	3,4	-	-	-29,8	-23,5
2018	11,8	0,8	-1,9	-8,1	0,8	2,9	-	-	8,1	7,7
2019	-7,4	1,6	-0,3	-5,4	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2019 Q2	12,6	2,2	-0,4	-1,3	3,1	3,4	-	-	5,1	6,7
Q3	-3,2	1,8	-0,3	-0,7	2,2	3,1	-	-	6,9	11,0
Q4	-7,4	1,6	-0,3	-5,4	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020 Q1	12,0	0,2	-0,2	-10,6	-2,5	2,7	-	-	-0,3	0,4
2019 Dez.	-7,4	1,6	-0,3	-5,4	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020 Jan.	-1,3	1,2	-0,1	-7,3	0,6	2,7	-	-	-11,5	-10,3
Febr.	4,3	0,9	-0,3	-8,5	-0,7	3,0	-	-	-7,6	-6,9
März	12,0	0,2	-0,2	-10,6	-2,5	2,7	-	-	-0,3	0,4
April	42,3	0,0	-0,4	-12,9	-2,2	2,0	-	-	-6,6	-4,9
Mai <sup>(p)</sup>	63,1	0,1	0,0	-15,2	-2,6	2,4	-	-	-0,3	0,2

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich Einlagen der Zentralstaaten beim MFI-Sektor sowie von Zentralstaaten gehaltener Wertpapiere des MFI-Sektors.

3) Nicht saisonbereinigt.

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

### 6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

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

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

### 6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

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

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

### 6.3 Verschuldung

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

	Insgesamt <sup>1)</sup>	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld- verschrei- bungen	Gebietsansässige MFIs	Gebiets- fremde	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder Euro- Vorgänger- währungen	Andere Währungen	
														1
2016	90,0	3,3	15,7	71,0	47,5	30,9	42,5	9,4	80,7	17,9	29,9	42,3	87,9	2,1
2017	87,8	3,2	14,6	70,0	48,3	32,2	39,5	8,6	79,1	16,4	29,0	42,3	86,0	1,8
2018	85,8	3,1	13,8	68,9	48,1	32,5	37,8	8,0	77,8	16,0	28,4	41,4	84,4	1,5
2019	84,1	3,0	13,1	68,0	45,5	30,7	38,6	7,7	76,4	15,7	28,0	40,4	82,8	1,3
2019 Q1	86,5	3,1	13,6	69,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	86,3	3,1	13,5	69,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	86,0	3,2	13,3	69,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	84,2	3,0	13,1	68,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

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

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

### 6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren<sup>1)</sup>

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

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

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

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

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

### 6.5 Staatliche Schuldverschreibungen<sup>1)</sup>

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

	Schuldendienst – Fälligkeit bis zu 1 Jahr <sup>2)</sup>					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren <sup>3)</sup>	Nominale Durchschnittsrenditen <sup>4)</sup>						
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände					Transaktionen	
		Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung	Laufzeit von bis zu 1 Jahr	Emission	Tilgung			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2019	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1
2019 Q1	12,4	10,9	3,7	1,5	0,4	7,4	2,3	1,1	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0
Q2	12,5	11,1	3,6	1,5	0,4	7,4	2,3	1,3	0,0	2,6	2,3	0,5	0,9
Q3	12,7	11,3	3,8	1,5	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,0
Q4	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1
2019 Dez.	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1
2020 Jan.	12,2	10,9	4,1	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	1,9	0,2	1,1
Febr.	12,0	10,7	4,1	1,3	0,3	7,6	2,1	1,2	-0,1	2,4	1,9	0,2	1,1
März	12,3	11,0	4,1	1,3	0,3	7,5	2,0	1,2	-0,2	2,4	2,0	0,1	1,0
April	13,1	11,8	4,5	1,3	0,3	7,5	2,0	1,2	-0,2	2,3	2,1	0,1	1,1
Mai	13,9	12,6	4,1	1,3	0,3	7,4	1,9	1,2	-0,2	2,3	2,1	0,1	1,1

Quelle: EZB.

1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilsektoren des Staates.

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

3) Restlaufzeit am Ende des Berichtszeitraums.

4) Bestände am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen als Durchschnittswert der Zwölfmonatszeiträume.

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

### 6.6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den Ländern des Euroraums

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

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

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

Quelle: Eurostat.

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

© Europäische Zentralbank, 2020

Postanschrift 60640 Frankfurt am Main, Deutschland  
Telefon +49 69 1344 0  
Internet [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 15. Juli 2020.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)  
EU-Katalognummer QB-BP-20-005-DE-N (Online-Version)