



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 6 / 2020



Inhalt

Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen	3
Überblick	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	9
2 Finanzielle Entwicklungen	19
3 Konjunkturentwicklung	25
4 Preise und Kosten	34
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	40
6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	50
Kästen	54
1 Der bulgarische Lew und die kroatische Kuna im Wechselkursmechanismus (WKM II)	54
2 Verbesserte Messgrößen der EZB für die effektiven Wechselkurse	59
3 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 6. Mai bis zum 21. Juli 2020	65
4 Die Auswirkungen der jüngsten starken Zunahme der Unsicherheit auf die Wirtschaftsentwicklung im Euro-Währungsgebiet	72
5 Höhere Ersparnisbildung der privaten Haushalte infolge von Covid-19 – aus Vorsorge oder Zwang?	77
6 Die Bedeutung indirekter Steuern für die Inflation und die Inflationsaussichten im Euro-Währungsgebiet	82
7 Staatliche Kreditgarantien und Bankkreditvergabe während der Covid-19-Pandemie	86
8 Die Auswirkungen des Aufbauplans der EU auf die öffentlichen Finanzen	94
Aufsätze	98
1 Chinas Weg zurück zur Normalität nach der Covid-19-Pandemie	98
2 Die viralen Effekte des Außenhandels und der Liefernetzwerke im Euro-Währungsgebiet	116
3 Die automatischen Stabilisatoren im Euro-Währungsgebiet und die Covid-19-Krise	133
Statistik	154

Abkürzungen

Länder

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

Sonstige

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

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

Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen

Überblick

Der EZB-Rat beschloss auf seiner geldpolitischen Sitzung am 10. September 2020, seinen akkommodierenden geldpolitischen Kurs unverändert zu belassen. Aktuelle Daten deuten auf eine starke – wenn auch unvollständige – Konjunkturerholung hin, die weitgehend im Einklang mit den bisherigen Erwartungen steht. Jedoch liegt die Wirtschaftstätigkeit noch immer deutlich unter dem vor der Corona-Pandemie (Covid-19) verzeichneten Niveau. Während sich die Konjunktur im verarbeitenden Gewerbe weiter verbesserte, schwächte sich die Dynamik im Dienstleistungssektor zuletzt etwas ab. Wie kräftig die Erholung ausfällt, ist nach wie vor sehr unsicher und hängt immer noch stark von dem weiteren Verlauf der Pandemie und dem Erfolg der Eindämmungsmaßnahmen ab. Die Binnennachfrage im Euro-Währungsgebiet hat sich gegenüber dem zuletzt niedrigen Niveau deutlich erholt. Die Konsumausgaben und die Unternehmensinvestitionen werden jedoch weiterhin durch ein erhöhtes Maß an Unsicherheit bezüglich der wirtschaftlichen Aussichten gedämpft. Die Gesamtinflation wird durch die niedrigen Energiepreise und den durch die verhaltene Nachfrage und die erhebliche Unterauslastung am Arbeitsmarkt bedingten schwachen Preisdruck belastet. 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 auf seiner Sitzung am 10. September 2020 beschlossen, seinen akkommodierenden geldpolitischen Kurs nochmals zu bestätigen.

Bewertung der wirtschaftlichen und monetären Lage zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung am 10. September 2020

Die Corona-Pandemie stellt weiterhin den größten Unsicherheitsfaktor für die weltwirtschaftliche Entwicklung dar. Nachdem sich die Zahl der täglichen Neuinfektionen ab etwa Mitte Mai vorübergehend stabilisiert hatte, was zu einer schrittweisen Aufhebung der Eindämmungsmaßnahmen führte, erhöhte sie sich zuletzt wieder. Dies schürte die Sorge, dass sich das Infektionsgeschehen erneut verschlimmern könnte. Diese Befürchtungen schlugen sich negativ im Verbrauchervertrauen nieder. Den aktuellsten Daten zufolge hat die globale Konjunktur im zweiten Quartal die Talsohle durchschritten, und im Zuge der allmählichen Aufhebung der Eindämmungsmaßnahmen setzte ab Mitte Mai eine Erholung ein. Die Experten der EZB gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2020 davon aus, dass das weltweite reale BIP (ohne Euroraum) im laufenden Jahr um 3,7 % sinkt und in den Jahren 2021 und 2022 um 6,2 % bzw. 3,8 % steigt. Der Rückgang des Welthandels wird indes

gravierender ausfallen. Dies hängt mit dessen starker Prozyklizität, vor allem in konjunkturellen Abschwungphasen, und mit den besonderen Gegebenheiten der Coronakrise zusammen; so führten die Eindämmungsmaßnahmen zu Unterbrechungen der globalen Produktionsketten und erhöhten Handelskosten. Bei den Aussichten für die Weltwirtschaft überwiegen nach wie vor die Abwärtsrisiken. Grund hierfür ist die anhaltende Unsicherheit über den Verlauf der Pandemie, die mit nachhaltigem Schaden für die Weltwirtschaft verbunden sein könnte. Weitere Abwärtsrisiken ergeben sich aus dem Ausgang der Brexit-Verhandlungen, der Gefahr einer Zunahme des Handelsprotektionismus und längerfristigen negativen Auswirkungen auf die globalen Lieferketten.

Wenngleich die Finanzierungsbedingungen im Euroraum seit der Sitzung des EZB-Rats im Juni 2020 erneut etwas gelockert wurden, sind sie noch nicht wieder auf ihren Stand vor der Corona-Pandemie zurückgekehrt.

Im Berichtszeitraum (vom 4. Juni bis 9. September 2020) verschob sich die Terminkurve des Euro Overnight Index Average (EONIA) etwas nach unten. Obwohl sie am kurzen Ende leicht invers verläuft, liefert sie keine Signale für verfestigte Erwartungen einer unmittelbar bevorstehenden Zinssenkung. Vor dem Hintergrund der geld- und finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen gingen die Renditeabstände langfristiger Staatsanleihen im Euroraum im zuvor genannten Zeitraum zurück. Die Preise für risikoreiche Vermögenswerte legten vor allem angesichts eines auf kurze Sicht generell positiveren Gewinnausblicks leicht zu. An den Devisenmärkten wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung sowie auch gegenüber dem US-Dollar relativ stark auf.

Das reale BIP im Euroraum sank im zweiten Jahresviertel 2020 um 11,8 % gegenüber dem Vorquartal.

Neu verfügbare Daten und Umfrageergebnisse deuten darauf hin, dass sich die Wirtschaft des Eurogebiets weiter erholt und das BIP im dritten Quartal wieder ansteigt, jedoch unterhalb des Vorkrisenniveaus bleibt. Neben einer deutlichen Belebung der Industrie- und Dienstleistungsproduktion gibt es Anzeichen für eine ausgeprägte Erholung der Konsumausgaben. Im Dienstleistungssektor hat sich die Dynamik im Vergleich zum verarbeitenden Gewerbe unlängst abgeschwächt; dies geht auch aus den Umfrageergebnissen für August hervor. Der Anstieg der Coronavirus-Infektionen während der Sommermonate trübt die kurzfristigen Aussichten. Mit Blick auf die Zukunft hängt eine weitere nachhaltige Erholung in hohem Maße vom künftigen Verlauf der Pandemie und vom Erfolg der zu ihrer Eindämmung ergriffenen Maßnahmen ab. Während die Unsicherheit bezüglich des Pandemieverlaufs das Ausmaß der Erholung am Arbeitsmarkt sowie bei den Konsumausgaben und Investitionen beeinträchtigen dürfte, sollten die günstigen Finanzierungsbedingungen, ein expansiver finanzpolitischer Kurs und eine Belebung der Weltwirtschaft und der globalen Nachfrage die Wirtschaft im Euroraum stützen.

Diese Einschätzung deckt sich weitgehend mit den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2020.

Das jährliche Wachstum des realen BIP wird den Projektionen zufolge 2020 bei -8,0 %, 2021 bei 5,0 % und 2022 bei 3,2 % liegen. Gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2020 wurden

die Aussichten für das Wachstum des realen BIP im Jahr 2020 nach oben korrigiert; für die beiden darauffolgenden Jahre bleibt der Ausblick weitgehend unverändert. Da die Aussichten derzeit mit außergewöhnlich großer Unsicherheit behaftet sind, enthalten die Projektionen zwei Alternativszenarien – für einen milden und einen schweren Verlauf – auf der Grundlage unterschiedlicher Annahmen zur Entwicklung der Pandemie.¹ Insgesamt dürften in Bezug auf die Wachstumsaussichten des Euroraums weiterhin die Abwärtsrisiken überwiegen. In dieser Einschätzung kommen vor allem die immer noch ungewissen wirtschaftlichen und finanziellen Auswirkungen der Pandemie zum Ausdruck.

Die am HVPI gemessene jährliche Teuerung im Euro-Währungsgebiet ist der Schnellschätzung von Eurostat zufolge von 0,4 % im Juli auf -0,2 % im August gesunken. Ausgehend von den aktuellen Preisen und den Terminpreisen für Öl sowie unter Berücksichtigung der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland dürfte die Gesamtinflation in den kommenden Monaten negativ bleiben und dann Anfang 2021 wieder in den positiven Bereich zurückkehren. Außerdem wird der Preisdruck aufgrund der schwachen Nachfrage, des geringeren Lohndrucks und des gestiegenen Euro-Wechselkurses auf kurze Sicht verhalten bleiben, auch wenn die Preise aufgrund von Angebotsengpässen unter einem gewissen Aufwärtsdruck stehen. Mittelfristig wird eine Belebung der Nachfrage, die durch die akkommodierende Geld- und Fiskalpolitik gestützt wird, Aufwärtsdruck auf die Inflation ausüben. Die marktbasierenden Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen liegen inzwischen wieder auf dem vor der Pandemie verzeichneten Niveau, bleiben aber sehr gedämpft. Die umfragebasierten Messgrößen sind weiterhin niedrig.

Die vorstehende Einschätzung deckt sich im Großen und Ganzen mit den Projektionen der EZB vom September 2020. Den dort enthaltenen Berechnungen zufolge wird sich die jährliche Inflation im Euroraum 2020 auf 0,3 %, 2021 auf 1,0 % und 2022 auf 1,3 % belaufen. Gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2020 sind die Inflationsaussichten für die Jahre 2020 und 2022 unverändert, während sie für 2021 nach oben korrigiert wurden. Hinter der gleichbleibenden Projektion für die Inflation im Jahr 2022 verbirgt sich eine Aufwärtskorrektur der Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel – teilweise aufgrund der positiven Wirkung der geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen –, die weitgehend durch die korrigierte Entwicklung der Energiepreise ausgeglichen wird. Die jährliche HVPI-Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel dürfte 2020 bei 0,8 %, 2021 bei 0,9 % und 2022 bei 1,1 % liegen.

Die Corona-Pandemie wirkt sich weiterhin erheblich auf die monetäre Dynamik im Euro-Währungsgebiet aus. Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 nahm abermals zu, von 9,2 % im Juni 2020 auf 10,2 % im Juli. Das starke Wachstum der Geldmenge spiegelt die inländische Kreditvergabe und die laufenden Ankäufe von Vermögenswerten seitens des Eurosystems wider. Es ist auch Ausdruck von Vorsichtserwägungen, die einer verstärkten Liquiditätspräferenz des geldhaltenden Sektors Vorschub leisten. Das eng gefasste Geldmengen-

¹ Siehe EZB, [Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), September 2020.

aggregat M1, das die liquidesten Formen der Geldmenge umfasst, hat weiterhin den größten Beitrag zum Anstieg der weit gefassten Geldmenge geleistet. Auch die Entwicklung der Buchkredite an den privaten Sektor war nach wie vor von den Auswirkungen des Coronavirus auf die Wirtschaftstätigkeit geprägt. Die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften blieb im Juli mit 7,0 % weitgehend unverändert. Im Juni hatte sie bei 7,1 % gelegen. In diesen hohen Zuwachsraten zeigt sich der erhöhte Liquiditätsbedarf von Unternehmen zur Finanzierung ihrer laufenden Ausgaben und ihres Betriebskapitals sowie zum weiteren Aufbau von Liquiditätspuffern, obgleich ihre Einkünfte durch die konjunkturelle Erholung etwas gestiegen sind. Auch die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an private Haushalte blieb im Juli mit 3,0 % stabil. Zusammen mit den Maßnahmen, die von den nationalen Regierungen und den europäischen Institutionen beschlossen wurden, werden die geldpolitischen Maßnahmen des EZB-Rats den Zugang zu Finanzmitteln weiterhin stützen, auch für jene, die am stärksten von den Auswirkungen der Pandemie betroffen sind.

Die Coronavirus-Pandemie wirkt sich nach wie vor in außergewöhnlichem Maße auf die öffentlichen Finanzen im Eurogebiet aus. Die öffentlichen Haushalte aller Euro-Länder werden durch die Eindämmungsmaßnahmen sehr stark beansprucht, wenngleich sich die fiskalischen Belastungen und Reaktionsmöglichkeiten von Land zu Land unterscheiden. Aufgrund des Wirtschaftsabschwungs und der erheblichen finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen dürfte das gesamtstaatliche Haushaltsdefizit im Euroraum im Jahr 2020 deutlich auf 8,8 % des BIP steigen, verglichen mit 0,6 % des BIP im Vorjahr. Für die Jahre 2021 und 2022 wird ein Rückgang der Defizitquote auf 4,9 % bzw. 3,6 % erwartet. Die umfangreichen fiskalpolitischen Maßnahmen des laufenden Jahres haben auch dazu geführt, dass sich der konjunkturbereinigte Primärsaldo verschlechtert hat. Zudem sorgt die eingetrübte gesamtwirtschaftliche Lage für eine negative Konjunkturkomponente. Die in der Folgezeit zu erwartende Verbesserung dürfte sich vor allem aus den auslaufenden Notfallmaßnahmen und dem günstigeren Konjunkturverlauf ergeben. Angesichts des starken Konjunkturabschwungs im Eurogebiet ist ein ambitionierter und koordinierter fiskalischer Kurs nach wie vor von entscheidender Bedeutung. Allerdings sollten die Maßnahmen zielgerichtet und zeitlich befristet sein. In diesem Zusammenhang wird sowohl das aus drei Sicherheitsnetzen bestehende Programm mit einem Volumen von 540 Mrd €, das der Europäische Rat gebilligt hat, als auch das Hilfspaket „Next Generation EU“ der EU-Kommission in Höhe von 750 Mrd € ausdrücklich begrüßt. Letzteres besitzt das Potenzial, die von der Pandemie am stärksten betroffenen Regionen und Sektoren umfangreich zu unterstützen.

Das geldpolitische Maßnahmenpaket

Zusammenfassend ist festzuhalten: Die Gegenprüfung der Ergebnisse der wirtschaftlichen Analyse anhand der Signale aus der monetären Analyse bestätigte, dass für eine deutliche Annäherung der Inflation an ein Niveau von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung erforderlich

ist. Vor diesem Hintergrund bekräftigte der EZB-Rat am 10. September 2020 die bestehenden akkommodierenden geldpolitischen Maßnahmen nochmals.

1. Der EZB-Rat beschloss, die Leitzinsen der EZB unverändert zu belassen. Er geht davon aus, dass diese 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 sich diese Annäherung in der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation durchgängig widerspiegelt.
2. Weiterhin wurde beschlossen, die Ankäufe im Zuge des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) in einem Rahmen von insgesamt 1 350 Mrd € fortzusetzen. Diese Ankäufe tragen zur Lockerung des allgemeinen geldpolitischen Kurses bei und helfen so, dem dämpfenden Einfluss der Pandemie auf die projizierte 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. Die Nettoankäufe im Rahmen des PEPP werden mindestens bis Ende Juni 2021 und in jedem Fall so lange durchgeführt, bis die Coronakrise nach Einschätzung des EZB-Rats überstanden ist. Zudem werden die Tilgungsbeträge der im Rahmen des PEPP erworbenen Wertpapiere 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.
3. Die Nettoankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) im Umfang von monatlich 20 Mrd € werden zusammen mit den Ankäufen im Zuge des zusätzlichen vorübergehenden Rahmens 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 für die Verstärkung der akkommodierenden Wirkung der EZB-Leitzinsen erforderlich ist, und dass sie beendet werden, kurz bevor der Rat mit der Erhöhung der EZB-Leitzinsen beginnt. Zudem beabsichtigt der EZB-Rat, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere weiterhin bei Fälligkeit für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem er mit der Erhöhung der Leitzinsen beginnt, vollumfänglich wieder anzulegen und in jedem Fall so lange wie erforderlich, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten.
4. Schließlich wird der EZB-Rat zudem weiterhin reichlich Liquidität über seine Refinanzierungsgeschäfte zur Verfügung stellen. Insbesondere beim letzten Geschäft der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) war eine sehr hohe Inanspruchnahme der Mittel zu verzeichnen, wodurch die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen und private Haushalte unterstützt wird.

Die geldpolitischen Maßnahmen, die der EZB-Rat seit Anfang März ergriffen hat, tragen entscheidend dazu bei, die Erholung der Wirtschaft des Euroraums zu stützen und die Preisstabilität auf mittlere Sicht zu gewährleisten. So wirken sie insbesondere positiv auf die Liquiditäts- und Finanzierungsbedingungen in der Wirtschaft und helfen dabei, die Kreditvergabe an private Haushalte und Unternehmen aufrechtzuerhalten und günstige Finanzierungsbedingungen für alle Sektoren und Länder zu gewährleisten. Zugleich wird der EZB-Rat neue Informationen im aktuellen, von erhöhter Unsicherheit geprägten Umfeld sorgfältig prüfen. Dies gilt auch für die Wechselkursentwicklung im Hinblick auf ihre Implikationen für die mittelfristigen Inflationsaussichten. Der EZB-Rat ist 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 Inflationsziel annähert.

Außenwirtschaftliches Umfeld

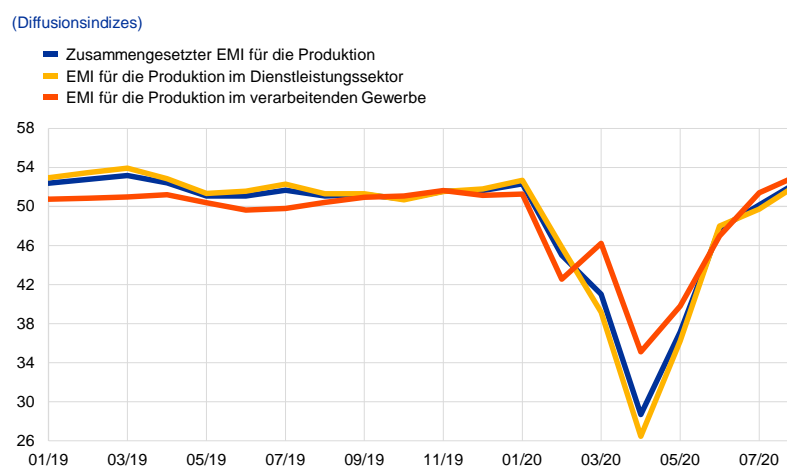
Die Corona-Pandemie (Covid-19) stellt weiterhin den größten Unsicherheitsfaktor für die weltwirtschaftliche Entwicklung dar. Nach einer vorübergehenden Stabilisierung der Neuinfektionen etwa Mitte Mai, die zu einer schrittweisen Aufhebung der Eindämmungsmaßnahmen führte, begannen sich die Fallzahlen wieder zu erhöhen. Dies war insbesondere in den Vereinigten Staaten sowie in Brasilien und anderen Schwellenländern zu beobachten. Seit Anfang August stabilisiert sich die Zahl der neuen Fälle weltweit wieder. Gleichwohl haben die immer noch hohen Ansteckungsraten und die steigende Zahl von Neuinfektionen in Europa und einigen anderen Regionen die Sorge eines Wiederaufflammens der Covid-19-Pandemie geschürt. Diese Befürchtungen schlugen sich negativ im Verbrauchervertrauen nieder. Den aktuellsten Daten zufolge hat die globale Konjunktur im zweiten Quartal die Talsohle durchschritten und sich im Einklang mit der allmählichen Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen seit Mitte Mai erholt. Die von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2020 sehen für das reale weltweite BIP (ohne Euroraum) eine Kontraktion um 3,7 % im laufenden Jahr und einen Anstieg um 6,2 % bzw. 3,8 % in den Jahren 2021 und 2022 vor. Der Rückgang des Welthandels wird indes gravierender ausfallen. Dies hängt mit seiner stärkeren Prozyklizität vor allem in konjunkturellen Abschwungphasen, aber auch mit den besonderen Merkmalen der Coronakrise zusammen, die – bedingt durch die Eindämmungsmaßnahmen – Unterbrechungen der globalen Produktionsketten und erhöhte Handelskosten mit sich brachte. Die Risiken für die weltwirtschaftlichen Aussichten sind nach wie vor abwärtsgerichtet. Grund hierfür ist die anhaltende Unsicherheit über die Entwicklung der Pandemie, die bleibende Spuren in der Weltwirtschaft hinterlassen könnte. Weitere Abwärtsrisiken ergeben sich aus dem Ausgang der Brexit-Verhandlungen, der Gefahr einer Zunahme des Handelsprotektionismus und, damit verbunden, den längerfristigen negativen Auswirkungen auf die globalen Lieferketten.

Weltwirtschaftliche Entwicklung und Welthandel

Infolge der Covid-19-Pandemie ist die Weltwirtschaft im ersten Halbjahr 2020 in eine tiefe, synchron verlaufende Rezession gerutscht. Der Ausbruch des Coronavirus und die Eindämmungsmaßnahmen zu dessen Begrenzung belasteten die Konjunktur und zogen einen beispiellosen und synchron verlaufenden Rückgang der weltweiten Produktion nach sich, der im April 2020 seinen Tiefpunkt erreichte. Die Unsicherheit weltweit stieg so stark an wie seit der globalen Finanzkrise nicht mehr. Aus den neuesten Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das zweite Quartal geht eine starke Kontraktion der wirtschaftlichen Aktivität hervor. Der Einbruch des Welthandels fiel sogar noch heftiger aus, jedoch nicht so sehr, wie in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Juni dieses Jahres unterstellt. Dies deutet darauf hin, dass der Welthandel eine geringere Elastizität aufweist als zunächst angenommen. China konnte seine Eindämmungsmaßnahmen indessen gegen Ende März zurückfahren und schon im zweiten Quartal wieder positive Wachstumsraten erzielen.

Umfragedaten bestätigen, dass es zu einer Erholung der Weltwirtschaft kam, sobald sich die Ausbreitung des Coronavirus verlangsamt und die Eindämmungsmaßnahmen gelockert wurden. Da einige Einschränkungen aufgehoben wurden und eine Normalisierung der Produktion eingesetzt hat, dürften sich die globale Konjunktur und der Welthandel gegenüber den niedrigen Werten des zweiten Quartals erholen. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euro-Währungsgebiet) hat sich seit dem Erreichen der Talsohle im April stetig erhöht (siehe Abbildung 1). So stieg der Index im August zum vierten Mal in Folge an und lag nach seinem Tiefstand von 28,6 Punkten im April und 50 Punkten im Juli zuletzt bei 52,6 Zählern. Die Erholung ist über das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor hinweg breit angelegt. In den einzelnen Ländern ist die Entwicklung allerdings uneinheitlich. Mit Blick auf die Industrieländer zog der zusammengesetzte EMI für die Produktion in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich weiter an, während er in Japan nach wie vor eine Kontraktion anzeigte. Was die Schwellenländer anbelangt, stieg der Index in China, Russland und Brasilien erneut an, wohingegen Indien im Kontraktionsbereich verharrte.

Abbildung 1
Globaler Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor sowie Teilindizes (ohne Euroraum)



Quellen: Markit und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2020.

Die globalen Finanzierungsbedingungen wurden in den vergangenen Monaten deutlich gelockert. Die Ende März begonnene Erholung an den Finanzmärkten setzte sich über den Sommer in führenden Industrieländern und einigen Schwellenländern mit wohl ungebrochener Dynamik fort. Die Aktienmärkte verzeichneten in den Vereinigten Staaten neue Höchststände und in China Mehrjahresrekorde, während andernorts das Gros der Verluste weiter rasch wettgemacht wurde. Andere risikoreiche Marktsegmente wie das der Unternehmensanleihen profitierten ebenfalls von der optimistischen Marktstimmung. Angesichts der risikofreien Staatsanleiherenditen, die weitgehend unverändert auf oder nahe an den historischen Tiefständen lagen, erreichten die Indikatoren der finanziellen Bedingungen in den Industrieländern ein Allzeithoch und waren in den Schwellenländern nicht weit davon entfernt.

Die anhaltende Rally bei den risikoreichen Werten war auf eine Reihe unerwartet positiver gesamtwirtschaftlicher Daten und eine weitere Zunahme der Risikobereitschaft zurückzuführen. Diese spiegelte unter anderem die wachsende Zuversicht hinsichtlich der baldigen Bereitstellung eines Impfstoffs wider. An den Finanzmärkten herrscht allerdings weiterhin Vorsicht, da die Aussichten von der unsicheren Pandemieentwicklung abhängig sind. Die Volatilität liegt nach wie vor deutlich über dem historischen Durchschnitt, und die Risiken werden von den Marktakteuren unverändert als abwärtsgerichtet wahrgenommen.

Das reale BIP weltweit (ohne Euroraum) wird im laufenden Jahr um 3,7 % sinken. In den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom September 2020 wird erwartet, dass das Wachstum des realen weltweiten BIP (ohne Euroraum) in der zweiten Jahreshälfte 2020 in den positiven Bereich klettert, da die Eindämmungsmaßnahmen Schritt für Schritt weiter aufgehoben werden. Die Erholung ist allerdings begrenzt, da davon ausgegangen wird, dass die Unsicherheit bezüglich des weiteren Verlaufs der Pandemie die Stimmung der Unternehmen und Verbraucher belastet. Abstandsregeln in der einen oder anderen Form bestehen bleiben und ein wirksames Medikament erst Mitte 2021 verfügbar sein wird. Das Basisszenario der Projektionen berücksichtigt daher ein anhaltendes Infektionsgeschehen in einigen Ländern, während erneute Ausbrüche den Annahmen zufolge mit gezielten Eindämmungsmaßnahmen bekämpft werden. Diese Maßnahmen dürften die Wirtschaft indes nicht mehr so stark beeinträchtigen wie die vorherigen Lockdowns.

Aufgrund der andauernden Unsicherheit über die weitere Entwicklung der Pandemie dürfte die wirtschaftliche Erholung bis zum Ende des Projektionszeitraums noch nicht abgeschlossen sein. Die Covid-19-Krise ging mit einem dreifachen Schock für die Weltwirtschaft einher.² Anders als bei früheren Krisen war der private Konsum im ersten Halbjahr besonders stark betroffen. In nächster Zeit dürften die negativen Auswirkungen der Eindämmungsmaßnahmen nachlassen und die weltweite Produktion allmählich wieder anziehen. Doch wird die anhaltende Unsicherheit über die gesundheitlichen und wirtschaftlichen Aussichten den Konsum weiter belasten und damit eine kräftigere Konjunkturerholung vereiteln. Verglichen mit den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Juni 2020 hat sich der erwartete Verlauf der wirtschaftlichen Aktivität kaum verändert und liegt im gesamten Projektionszeitraum weiterhin unter der Basisprojektion, die vor der Coronakrise zugrunde gelegt wurde. Deshalb wird erwartet, dass das Wachstum des realen BIP weltweit (ohne Eurogebiet) im Jahr 2021 um 6,2 % und im darauffolgenden Jahr um 3,8 % steigen wird.

² Der anfängliche Angebotsschock infolge der Einführung von Lockdown-Maßnahmen in den meisten Regionen der Welt wurde zugleich durch einen Nachfrageschock verstärkt, der hauptsächlich der steigenden Arbeitslosigkeit zuzuschreiben war. Als die Weltwirtschaft dann zu einem beispiellosen und abrupten Stillstand mit bislang weitgehend unbekanntenen Auswirkungen kam, folgte ein Unsicherheitschock.

In den Vereinigten Staaten erholt sich die Konjunktur im dritten Quartal 2020 gestützt auf Einkommensbeihilfen.

Der zweiten Schätzung zufolge sank das reale BIP im zweiten Quartal auf Jahresrate hochgerechnet um 31,7 % (-9,1 % im Quartalsvergleich). Diese Kontraktion war etwas geringer als in der vorläufigen Schätzung angenommen (-9,5 % zum Vorquartal). Hierfür war eine Aufwärtskorrektur der privaten Vorratsinvestitionen und der privaten Konsumausgaben ausschlaggebend. Die jüngsten Datenveröffentlichungen für die Vereinigten Staaten sind insgesamt positiv ausgefallen. Nachdem die Umsätze im Einzelhandel und in der Gastronomie in den Monaten Mai und Juni stark angestiegen waren, zogen sie im Juli mit einem Plus von 1,2 % nur noch mäßig an, übertrafen dabei aber gleichwohl die Vorkrisenstände. Die gesamten privaten Konsumausgaben liegen indes noch weit unter ihrem vor der Pandemie verzeichneten Niveau, da die Aufwendungen für sonstige Dienstleistungen gesunken sind. Gestützt wurden die Ausgaben der privaten Haushalte durch eine Aufstockung des Arbeitslosengeldes und einmalig gezahlte direkte Einkommensbeihilfen. Diese Leistungen liefen größtenteils im August aus, was sich in einem erheblichen Einkommensrückgang niederschlug, der den privaten Verbrauch weiter schwächen könnte. Als die Lockdown-Maßnahmen etwa im Mai gelockert wurden, kehrten die Beschäftigten nach und nach an ihre Arbeitsplätze zurück, wodurch mehr als die Hälfte der im April gemeldeten vorübergehenden Entlassungen rückgängig gemacht wurde. Das Tempo des Beschäftigungsaufbaus hat sich allerdings im Juli gegenüber Mai und Juni verringert, und die Arbeitslosenquote liegt nach wie vor auf einem historisch hohen Niveau. Die am Verbraucherpreisindex (VPI) gemessene jährliche Gesamtteuerungsrate beschleunigte sich von 0,6 % im Juni auf 1,0 % im Juli. Die Kerninflation legte unterdessen kräftig zu und erhöhte sich im gleichen Zeitraum von 1,2 % auf 1,6 %. Maßgeblich hierfür waren steigende Preise für Wohnraum und medizinische Dienstleistungen. In jüngster Zeit sind einige Indikatoren der Inflationserwartungen gestiegen und nähern sich nun wieder ihren langfristigen Durchschnittswerten an. Dessen ungeachtet bleibt der Inflationsausblick sehr verhalten, da die Wirtschaft ihr Wachstumspotenzial nach wie vor nicht erreicht hat.

In China erholt sich die Wirtschaft kräftig, aber die Einzelhandelsumsätze bleiben schwach.

Im zweiten Quartal stieg das BIP um 11,5 % gegenüber dem Vorquartal und überschritt damit wieder den Ende 2019 verzeichneten Wert. Stärkster Wachstumstreiber waren die Investitionen und der Außenhandel, während vom Konsum unverändert negative Impulse ausgingen. Die aktuellen Daten lassen erkennen, dass die chinesische Wirtschaft ihr Vorkrisenniveau größtenteils wieder erreicht hat, wenngleich die Einzelhandelsumsätze weiterhin niedrig sind. Im Juli waren sie wohl aufgrund der verhaltenen Beschäftigungserwartungen der privaten Haushalte mit -2,6 % gegenüber dem Vorjahr erneut rückläufig, während die Industrieproduktion mit einem Plus von 4,9 % zum Vorjahr kräftig zulegen konnte. Von der Finanzpolitik geht nach wie vor eine stützende konjunkturelle Wirkung aus, da die erweiterte Arbeitslosenversicherung, höhere Investitionen und Maßnahmen zur Steuerentlastung auf eine Stabilisierung der Beschäftigung und des Wirtschaftswachstums zielen. Auch die Geldpolitik liefert positive Impulse, wenngleich die Behörden angesichts der wirtschaftlichen Erholung berücksichtigen, dass ein weiteres Anwachsen der Kreditvergabe Risiken für die Finanzstabilität mit sich bringen könnte.

Die japanische Wirtschaft nimmt im dritten Quartal wieder Fahrt auf, wenngleich der private Konsum verhalten bleibt. Im zweiten Jahresviertel sank das reale BIP der zweiten Schätzung zufolge um 7,9 % zum Vorquartal und wurde somit im Vergleich zur ersten Schätzung (-7,8 %) leicht nach unten korrigiert. Der für April und Mai ausgerufene nationale Notstand ging mit einer Drosselung der Wirtschaft und einem zweistelligen Rückgang der privaten Konsumausgaben für Dienstleistungen sowie der Exporte einher. Diese beiden Komponenten waren hauptsächlich für den konjunkturellen Abschwung verantwortlich, wobei vor allem die Auswirkungen der Ausgangssperre (für Ersteres) und ein Einbruch der Auslandsnachfrage (für Letzteres) eine Rolle spielten. Der Wiederanstieg der Auslandsnachfrage trug im Juli zu einer beträchtlichen Erholung der Industrieproduktion bei. Das Tempo der wirtschaftlichen Belebung ist allerdings nach wie vor gering. Dies zeigt auch der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor, der zwar im August den vierten Monat in Folge auf nunmehr 45,2 Punkte zulegte, aber nach wie vor unterhalb der Wachstumsschwelle von 50 Punkten verharrt. Die privaten Konsumausgaben für Dienstleistungen entwickeln sich anhaltend schwach. Der von der Bank von Japan veröffentlichte Index für die privaten Konsumausgaben zeigt, dass der Erwerb von Gebrauchs- und Verbrauchsgütern im Juni gestiegen ist. Dies deutet darauf hin, dass der aufgestauten Nachfrage im ersten vollen Monat nach dem Lockdown große Bedeutung zukam, bevor die Nachfrage im Juli wieder zurückging. Die Konsumausgaben für Dienstleistungen, die einen Anteil von 51 % am gesamten Verbrauch der privaten Haushalte ausmachen, lagen im Juni knapp 20 % unter dem Wert des ersten Quartals. Wenngleich mit Blick auf Besuche in Restaurants, Einkaufszentren und Themenparks inzwischen eine höhere Mobilität zu verzeichnen ist und dies eine dauerhafte Erholung bedeuten könnte, blieb der Konsum von Dienstleistungen im Juli weitgehend unverändert gegenüber dem Vormonat. Dies und die Anzeichen dafür, dass die Zunahme des Verbrauchervertrauens im August ins Stocken geraten ist, lässt auf eine sehr langsame Erholung des privaten Konsums schließen, was unter anderem mit weiteren Covid-19-Neuinfektionen im Juli und August im Zusammenhang steht.

Im Vereinigten Königreich erholt sich die Konjunktur nach einem beispiellosen Einbruch im zweiten Quartal nur zögerlich und unvollständig. Das reale BIP sank im zweiten Vierteljahr um 20,4 % gegenüber dem Vorquartal. Dies spiegelte einen breit angelegten Rückgang aller Ausgabenkomponenten und insbesondere der Inlandsnachfrage wider. Die Verringerung der privaten Konsumausgaben in zweistelliger Höhe fand in einem kräftigen Anstieg der Sparquote ihre Entsprechung. Unterdessen fielen die Unternehmensinvestitionen im zweiten Quartal in einem Umfeld massiver Unsicherheit um annähernd ein Drittel. Wenngleich der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor auf eine zunehmende Wirtschaftstätigkeit im dritten Jahresviertel hindeutet, sind die Aussichten recht unsicher. Weiter gefasste Umfragedaten signalisieren nämlich eine anhaltende Schwäche des Unternehmervertrauens, steigende Angst vor Arbeitslosigkeit und Sorgen hinsichtlich der künftigen Wirtschaftsentwicklung. Die staatliche Unterstützung für die häufig in Anspruch genommenen befristeten Freistellungen wurde zum 1. August bis Oktober verlängert; allerdings ist dabei eine Kürzung des Leistungsumfangs und eine anschließende Einstellung vorgesehen.

Die am VPI gemessene Teuerung und die Kerninflation legten im Juli um jeweils 0,4 Prozentpunkte auf 1,0 % bzw. 1,4 % zu. Nach Angaben des nationalen Statistikamts waren die Preissteigerungen über alle Komponenten hinweg breit angelegt und hingen unter anderem mit zusätzlichen Kosten für Covid-19-Schutzmaßnahmen zusammen (d. h. mit weit verbreiteten Kostenerhöhungen für Unternehmen des privaten Sektors im Zusammenhang mit der Einhaltung der Abstandsregeln).

In den mittel- und osteuropäischen Ländern dürfte sich die Wirtschaftstätigkeit nach der Aufhebung der Eindämmungsmaßnahmen nach und nach beleben. In der ersten Jahreshälfte 2020 verzeichneten die Länder – ausgelöst durch die Maßnahmen zur Begrenzung der Corona-Pandemie – eine beträchtliche Kontraktion des realen BIP. Im Zuge der allmählichen Lockerung dieser Maßnahmen und der Normalisierung der Produktion dürfte die Konjunktur wieder anspringen und sich ab dem dritten Quartal schrittweise erholen. Positiv sollten sich dabei die soliden finanz- und geldpolitischen Maßnahmen auswirken. In der Vorausschau ist zu erwarten, dass die Wirtschaftsleistung bis Ende kommenden Jahres unter dem Niveau von vor 2019 bleiben wird.

In den großen rohstoffexportierenden Ländern sind die Konjunkturaussichten angesichts der immer noch hohen Infektionszahlen weiterhin mit Unsicherheit behaftet. In Russland wurde das reale BIP im zweiten Quartal durch verschiedene Einflussfaktoren beeinträchtigt: die Covid-19-Pandemie, die Maßnahmen zur Begrenzung der Infektionen im Land (die den privaten Konsum und die Investitionen bremsten) sowie die globalen Schwankungen am Ölmarkt (die den Energiesektor in Mitleidenschaft zogen). Vor diesem Hintergrund wurde die Unterstützung durch finanz- und geldpolitische Maßnahmen schrittweise hochgefahren. Für das dritte Quartal wird mit dem Beginn einer konjunkturellen Erholung gerechnet, wobei die Aussichten aber nach wie vor mit großer Unsicherheit behaftet sind. Zum einen ist die Zahl der Covid-19-Neuinfektionen immer noch hoch, und zum anderen sind die Investitionsaussichten angesichts der Kürzungen der Ölproduktion durch die OPEC+ und der gesunkenen Rohstoffpreise ebenfalls getrübt. In Brasilien war der Rückgang des realen BIP im zweiten Jahresviertel (-9,7 % im Quartalsvergleich) über alle Komponenten hinweg breit angelegt. Die einzige Ausnahme bildete der Export von Waren und Dienstleistungen, der sich um rund 1,8 % zum Vorquartal erhöhte. Die Coronakrise erfasste das Land genau in dem Moment, als sich das Geschäftsklima nach einer Phase verhaltenen Wachstums aufzuhellen begann. Da Brasilien inzwischen eines der am schlimmsten von der Pandemie betroffenen Länder ist, dürfte die Erholung im zweiten Halbjahr schwach ausfallen. Angesichts des geringen Haushaltsspielraums fiel die fiskalische Unterstützung bescheiden aus und wird den Annahmen zufolge im Oktober eingestellt. Von der Geldpolitik gehen ebenfalls positive Impulse aus, wobei die Zinssätze den historischen Tiefstand von 2 % erreicht haben.

Die türkische Wirtschaft hat die Pandemie im ersten Jahresviertel 2020 relativ unbeschadet überstanden, ist aber im zweiten Quartal geschrumpft. Die Konjunktur entwickelte sich bis Ende März, als das Coronavirus das Land erreichte, anhaltend solide. Im zweiten Vierteljahr sank das reale BIP dann um 11 %

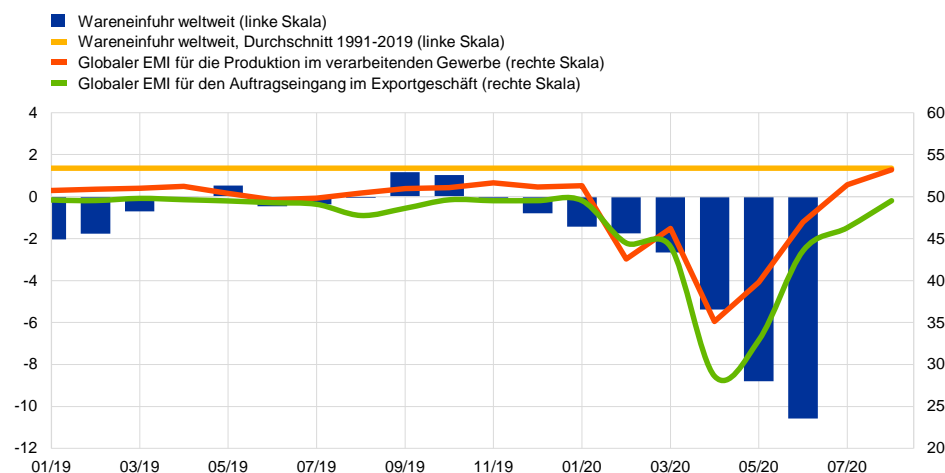
gegenüber dem Vorquartal. Dies war insbesondere einer Kontraktion im Dienstleistungssektor und in geringerem Umfang auch in der Industrie geschuldet. Nach der allmählichen Aufhebung der Eindämmungsmaßnahmen ab Mitte Mai setzte in Teilen der Wirtschaft eine Erholung ein, die sich auf das verarbeitende Gewerbe stützte. Der Dienstleistungssektor zeigt sich allerdings immer noch geschwächt, was vor allem auf die schlechten Ergebnisse in der Tourismusbranche zurückzuführen ist und das Wachstum wohl auch noch im dritten Quartal belasten wird. Als Reaktion auf die Krise weiteten die Behörden die finanz- und geldpolitischen Stützungsmaßnahmen aus, um die Wirtschaft zu stabilisieren. Allerdings werden die kurzfristigen Aussichten nach wie vor durch die schwache Auslandsnachfrage belastet. In jüngster Zeit hat sich der Druck auf die türkische Lira erhöht. Grund hierfür waren Bedenken hinsichtlich des Rückgangs der Devisenreserven sowie der Frage, ob die Behörden auch weiterhin in der Lage sein werden, die Währung zu schützen.

Schätzungen zufolge wird der internationale Handel im Jahr 2020 einen Rückgang in zweistelliger Höhe aufweisen. Der massive Einbruch der Einfuhren weltweit (ohne Euroraum) im laufenden Jahr ist sowohl einer starken Prozyklizität des Handels (vor allem in Abschwungphasen) als auch den besonderen Merkmalen der Covid-19-Krise zuzuschreiben. Die Verringerung der weltweiten Nachfrage in Verbindung mit Unterbrechungen der globalen Produktionsketten und erhöhten Handelskosten infolge der Maßnahmen zur Eindämmung des Coronavirus haben dem Welthandel schwer zugesetzt. So sanken die weltweiten Wareneinfuhren (ohne Eurogebiet) im zweiten Jahresviertel um 10,5 % zum Vorquartal, wenngleich die negative Dynamik im Mai etwas nachließ und im Juni ein stärkerer Anstieg zu beobachten war (+6,3 % gegenüber dem Vormonat). Umfragedaten deuten ebenfalls auf eine Belebung des Handels hin. So legte der EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft im August den vierten Monat in Folge zu und stieg nach einem Tiefstand von 27 Zählern im April auf 46,1 Zähler im Juni und dann weiter auf 49,5 Zähler (siehe Abbildung 2). Mit Blick auf die Zukunft dürfte sich der Welthandel im Zuge der allmählichen Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen zwar erholen, doch könnte die Krise auch Spuren hinterlassen. Wenn die Regierungen beschließen, bestimmte Reisebeschränkungen zumindest so lange aufrechtzuerhalten, bis eine medizinische Lösung gefunden ist, könnte dies auf kurze Sicht die Handelskosten erhöhen und den Handel dadurch weiter schwächen. Da die Coronakrise die Abhängigkeit mehrerer Länder von ausländischen Lieferanten vor Augen geführt hat, könnte dies zu neuen politischen Maßnahmen führen. Diese könnten entweder auf eine stärkere Diversifizierung globaler Lieferanten gerichtet sein, um nicht von einem einzigen Anbieter abhängig zu sein, oder auf eine Rückverlagerung der Produktion ins eigene Land, mit der Folge einer Beeinträchtigung der komplexen globalen Wertschöpfungsketten. Laut den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom September 2020 wird der Welthandel im laufenden Jahr um 11,2 % sinken und in den Jahren 2021 und 2022 um 6,8 % bzw. 4 % steigen. Die Auslandsnachfrage des Eurogebiets wird demnach 2020 um 12,5 % zurückgehen und sich dann 2021 um 6,9 % und 2022 um 3,7 % erhöhen.

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 August 2020 (EMI-Daten) bzw. Juni 2020 (Wareneinfuhr weltweit). Die Indizes und Daten beziehen sich auf das globale Aggregat ohne den Euroraum.

Die Unsicherheit über die künftige Entwicklung der Pandemie wird die weltwirtschaftlichen Aussichten auch weiterhin bestimmen.

Die Investitions- und Einstellungsentscheidungen der Unternehmen werden durch die Sorge über ein etwaiges Wiederaufflammen der Pandemie und die mögliche Wiedereinführung strenger Eindämmungsmaßnahmen belastet. Dies wiederum beeinträchtigt das Verbrauchervertrauen und spricht für eine sehr zögerliche Erholung des Konsums. Je länger diese Situation andauert, desto tiefer und anhaltender werden die Spuren sein, die in der Wirtschaft zurückbleiben. Zur Veranschaulichung der möglichen Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf die Weltwirtschaft wird das Basisszenario in den Projektionen der EZB vom September 2020 durch zwei alternative Szenarios³ für einen milden und einen schweren Verlauf ergänzt. Diese Szenarios illustrieren die mögliche Bandbreite der Auswirkungen in Relation zur Basisprojektion. Die coronabedingten Risiken sowie die anderen Abwärtsrisiken im Zusammenhang mit den Brexit-Verhandlungen und einer etwaigen Zunahme des Handelsprotektionismus sind nach wie vor relevant. Allerdings dürften diese anderen Risiken in gewissem Umfang auch vom künftigen Verlauf der Covid-19-Pandemie und den daraus resultierenden Maßnahmen abhängig sein.

³ Nähere Angaben hierzu finden sich in: [Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 3, September 2020.

Internationale Preisentwicklung

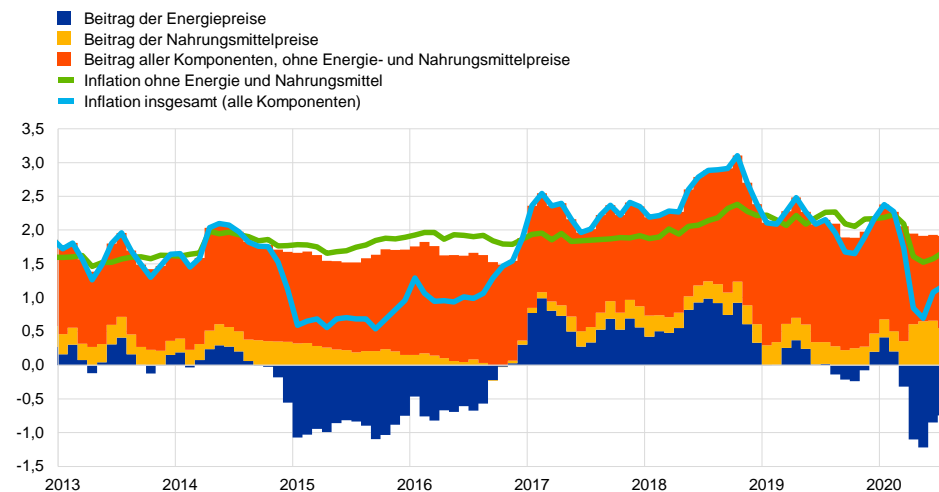
Die Ölnotierungen sind vor dem Hintergrund der konjunkturellen Erholung und des sinkenden Ölangebots, das auf die Anfang Mai vereinbarten Produktionskürzungen zurückzuführen ist, wieder gestiegen. Nachdem die Preise für Rohöl der Sorte Brent im April auf einen Stand von unter 20 USD je Barrel abgestürzt waren, erhöhten sie sich bis zum Redaktionsschluss der gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September auf rund 45 USD je Barrel. Der gleichzeitige Rückgang des nominalen effektiven Wechselkurses des US-Dollar hatte jedoch zur Folge, dass der Anstieg der Ölpreise auf Basis der Inlandspreise in vielen Ländern weniger stark zu Buche schlug. Hinter der partiellen Erholung der Ölnotierungen scheint eine unerwartet starke, durch die Lockerung der Lockdown-Maßnahmen bedingte Ölnachfrage zu stehen; allerdings wird insgesamt nach wie vor damit gerechnet, dass die Nachfrage verhalten bleibt und das gesamte Jahr 2020 sowie 2021 unter dem Niveau von 2019 verharrt. Auf der Angebotsseite vereinbarten die OPEC+-Länder Anfang Mai, ihre Förderung um annähernd zehntausend Barrel pro Tag zu drosseln. Dies trug zusammen mit der umfangreichen Schließung von Ölquellen in den USA und Kanada zur Stützung der Ölpreise bei. Der Anstieg der Ölnotierungen verlangsamte sich im August, nachdem die freiwilligen Förderkürzungen Saudi-Arabiens ausgelaufen waren und die weltweite Nachfrage nach Öl stagnierte. Gegenüber den Eurosystem-Projektionen vom Juni 2020 revidierten die Experten der EZB in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2020 die Annahmen zu den Ölnotierungen für die Jahre 2020, 2021 und 2022 um 18,8 %, 27,8 % bzw. 20,8 % nach oben. Seit dem Stichtag für die Erstellung der September-Projektionen sind die Ölnotierungen zurückgegangen. Am 9. September wurde Rohöl der Sorte Brent mit rund 40 USD je Barrel gehandelt. Wenngleich die Terminkurve für Ölpreise lediglich eine leichte Aufwärtsneigung zeigt, dürften sich die Preise für Rohöl auch im weiteren Verlauf volatil entwickeln. Dies ist dem Umstand geschuldet, dass die Konjunkturaussichten nach wie vor sehr unsicher sind und die Auslastung der Lagerkapazitäten außergewöhnlich hoch ist.

Die Inflation weltweit entwickelt sich weiterhin schwach, obwohl der von den Energiepreisen ausgehende dämpfende Effekt zuletzt nachgelassen hat. In den OECD-Mitgliedstaaten beschleunigte sich der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise allmählich von 0,7 % im Mai auf 1,2 % im Juli (siehe Abbildung 3). Der von der jährlichen Teuerungsrate für Energie ausgehende Abwärtsdruck hat in den letzten Monaten nachgelassen. So sanken die Energiepreise mit -8,4 % weniger stark als im Juni, als ein Minus von 9,5 % verbucht worden war. Gleichzeitig verringerte sich der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln von 4,6 % im Juni auf 3,8 % im Juli. Die jährliche VPI-Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel stieg im OECD-Raum im Juli leicht an und lag bei 1,7 %. Mit Blick auf die Industrieländer nahm die am Verbraucherpreisindex gemessene jährliche Gesamtinflation im Juli in den Vereinigten Staaten, im Vereinigten Königreich und in Japan zu, während sie in Kanada auf 0,1 % zurückging (nach 0,7 % im Juni). In allen wichtigen nicht der OECD angehörenden Schwellenländern legte die jährliche Gesamtteuerungsrate unterdessen leicht zu.

Abbildung 3

Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Staaten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2020.

Es ist davon auszugehen, dass die globale Inflation angesichts der niedrigen Ölpreise und der schwachen Nachfrage relativ verhalten bleibt. Die

schleppende Nachfrage, eine rapide Eintrübung der Arbeitsmarktlage und eine größere wirtschaftliche Unterauslastung dürften sich weltweit dämpfend auf den zugrunde liegenden Inflationsdruck auswirken. Die 2020 erfolgte Abwärtskorrektur der (in Landeswährung gerechneten) Exportpreise der Wettbewerber des Eurogebiets lässt sich größtenteils durch die gesunkenen Ölpreise erklären. Da die Rohölnotierungen den Erwartungen nach im Projektionszeitraum allmählich steigen dürften, wird dieser Effekt auslaufen. Gegen Ende des Jahres 2021 werden die Exportpreise der Wettbewerber des Euroraums den Projektionen zufolge wieder auf ihre langfristigen Durchschnittswerte zurückkehren.

2 Finanzielle Entwicklungen

Im Berichtszeitraum (4. Juni bis 9. September 2020) verschob sich die Terminkurve des Euro Overnight Index Average (EONIA) nach unten. Trotz einer leichten Inversion am kurzen Ende lässt ihr Verlauf nicht zwangsläufig erwarten, dass auf sehr kurze Sicht eine Zinssenkung bevorsteht. Als Fortsetzung der im Sommer beobachteten Entwicklungen gingen die Renditeabstände langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet im betrachteten Zeitraum vor dem Hintergrund der geld- und finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen zurück. Die Preise für risikoreiche Anlagen legten vor allem angesichts eines kurzfristig generell positiveren Gewinnausblicks leicht zu. An den Devisenmärkten war in handelsgewichteter Rechnung eine starke Aufwertung des Euro zu beobachten.

Der EONIA und der neue Tagesgeld-Referenzzinssatz €STR (Euro Short-Term Rate) notierten im Berichtszeitraum im Schnitt bei -46 bzw. -55 Basispunkten.⁴

Die Überschussliquidität erhöhte sich um 807 Mrd € auf rund 2 982 Mrd €. Dies war im Wesentlichen auf die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III), das Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) und das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) zurückzuführen.⁵

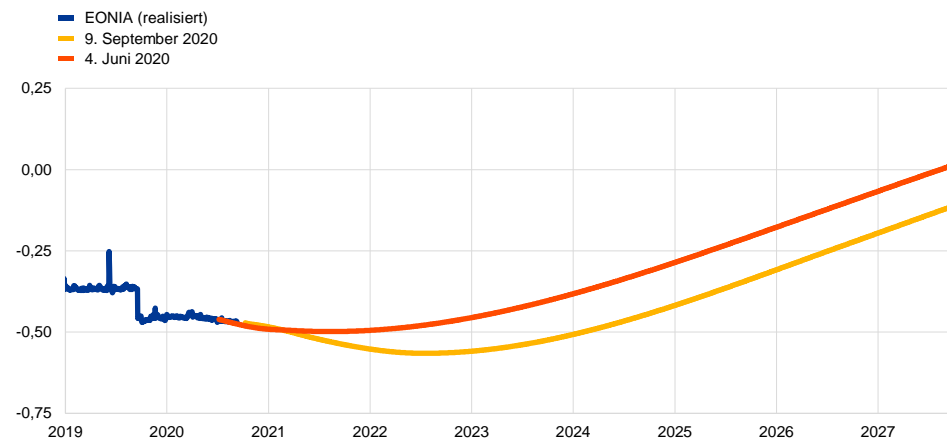
Die EONIA-Terminzinskurve verlagerte sich im Berichtszeitraum insbesondere bei mittel- und langfristigen Zeithorizonten nach unten und nahm einen leicht inversen Verlauf an (siehe Abbildung 4). Trotzdem deutet die Kurve nicht unbedingt darauf hin, dass die Marktteilnehmer mit einer unmittelbar bevorstehenden Zinssenkung rechnen. Insgesamt liegen die EONIA-Terminzinsen bei den Zeithorizonten bis 2028 nach wie vor unter null, da die Märkte weiterhin von einer länger anhaltenden Negativzinsphase ausgehen.

⁴ Die Methodik zur Berechnung des EONIA wurde am 2. Oktober 2019 geändert. Er wird nun ermittelt, indem zum €STR ein fester Zinsaufschlag von 8,5 Basispunkten addiert wird. Siehe EZB, [Der EONIA geht, der €STR kommt](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 7/2019, November 2019.

⁵ Nähere Angaben für den Zeitraum bis zum 5. Mai 2020 finden sich in EZB, [Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 29. Januar bis zum 5. Mai 2020](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 4/2020, Juni 2020.

Abbildung 4 EONIA-Terminzinskurve

(in % p. a.)

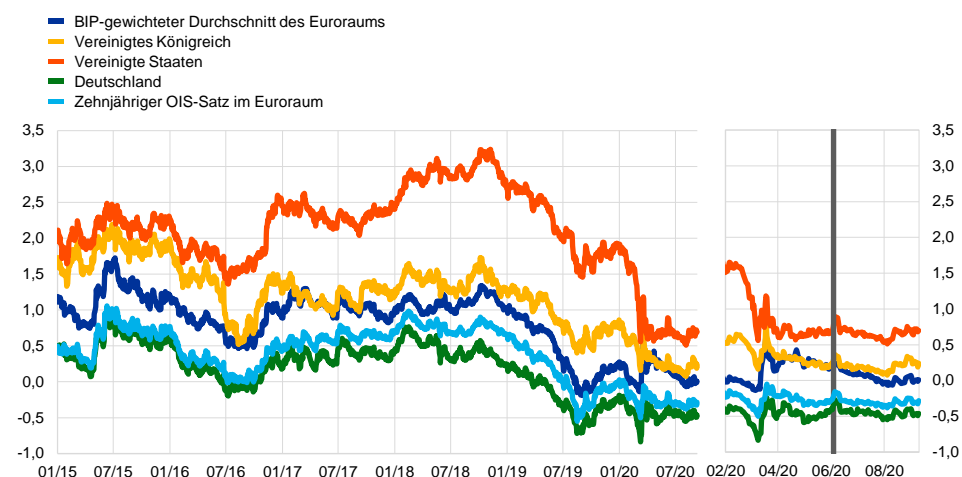


Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen großer Euro-Länder gingen im Berichtszeitraum zurück (siehe Abbildung 5). Die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsschuldtitel aus dem Euro-Währungsgebiet sank aufgrund der etwas niedrigeren risikofreien Zinssätze und der geringeren Renditeabstände um 23 Basispunkte auf 0,01 % (siehe Abbildung 6). In den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich fielen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen um 5 bzw. 4 Basispunkte und erreichten annähernd historische Tiefstände.

Abbildung 5 Renditen zehnjähriger Staatsanleihen

(in % p. a.)

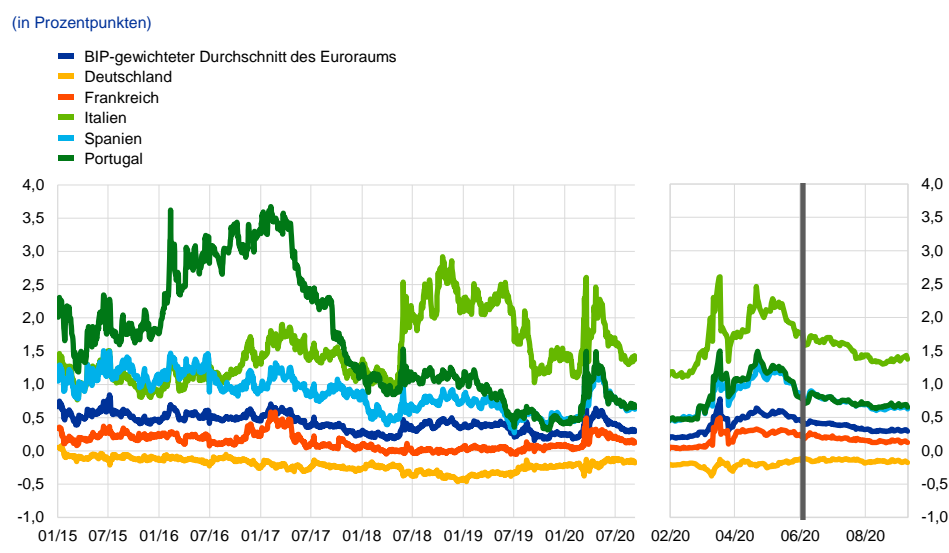


Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 4. Juni 2020. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 9. September 2020.

Die Renditeabstände von Staatsanleihen aus dem Euroraum gegenüber dem Zinssatz für Tagesgeld-Swaps (OIS-Satz) verkleinerten sich angesichts der geld- und finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen weiter (siehe Abbildung 6). Eine Kombination aus geld- und finanzpolitischen Maßnahmen zur Stützung der Wirtschaft (wie etwa das Aufbauprogramm „Next Generation EU“) trugen dazu bei, dass die Renditeabstände im gesamten Berichtszeitraum weiter zurückgingen. Bei zehnjährigen deutschen Staatsanleihen sank der Spread um 6 Basispunkte auf -0,18 Prozentpunkte, bei französischen um 12 Basispunkte auf 0,12 Prozentpunkte, bei italienischen um 41 Basispunkte auf 1,37 Prozentpunkte, bei spanischen um 22 Basispunkte auf 0,63 Prozentpunkte und bei portugiesischen um 17 Basispunkte auf 0,65 Prozentpunkte. Infolgedessen verringerte sich der BIP-gewichtete Spread zehnjähriger Staatsschuldtitel aus dem Eurogebiet um 17 Basispunkte auf 0,29 Prozentpunkte und lag damit nur leicht über seinem Stand zu Jahresbeginn.

Abbildung 6
Renditeabstände zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Euroraum zum OIS-Satz



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Der Renditeabstand errechnet sich durch Subtraktion des zehnjährigen OIS-Satzes von der zehnjährigen Staatsanleiherendite. Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 4. Juni 2020. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 9. September 2020.

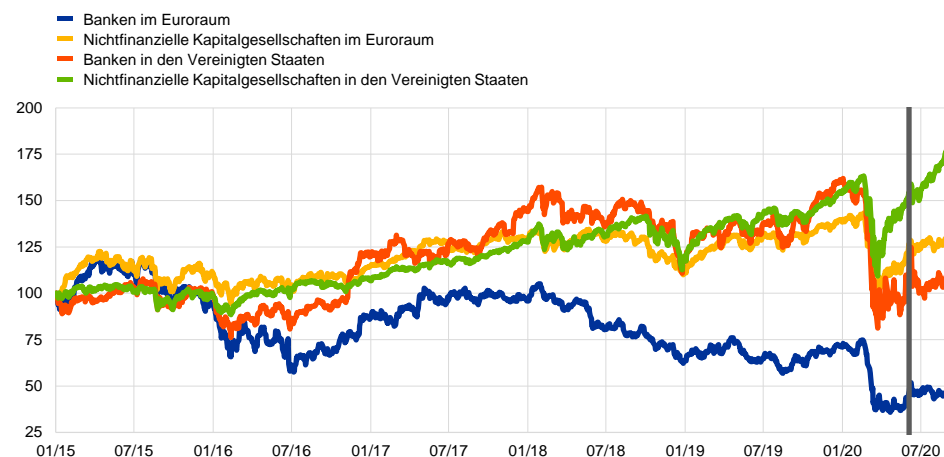
Die Börsennotierungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum und in den Vereinigten Staaten lagen im Plus, da sich die kurzfristigen Gewinnaussichten deutlich verbesserten (siehe Abbildung 7). Mit dem gestiegenen Optimismus hinsichtlich der Konjunkturaussichten haben sich die zuvor extrem niedrigen Gewinnerwartungen der Unternehmen im Euroraum deutlich erhöht, sodass für den Rest des Jahres höhere Gewinne erwartet werden. Dies wirkte sich im Berichtszeitraum positiv auf die Aktienkurse der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum aus: Sie legten um rund 2 % zu. In den Vereinigten Staaten war ein noch stärkerer Anstieg um etwa 10 % zu beobachten; dort erreichten die Notierungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften nahezu Rekordstände. Indessen sanken die Kurse von Bankaktien im Euro-Währungsgebiet um 2 % und in den Vereinigten Staaten um 5 %. Grund hierfür war, dass die noch

immer unsicheren Aussichten und eine mögliche Zunahme von Unternehmensausfällen die Gewinnerwartungen in diesem Sektor weiterhin belasteten.

Abbildung 7

Aktienindizes im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(Index: 1. Januar 2015 = 100)



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 4. Juni 2020. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 9. September 2020.

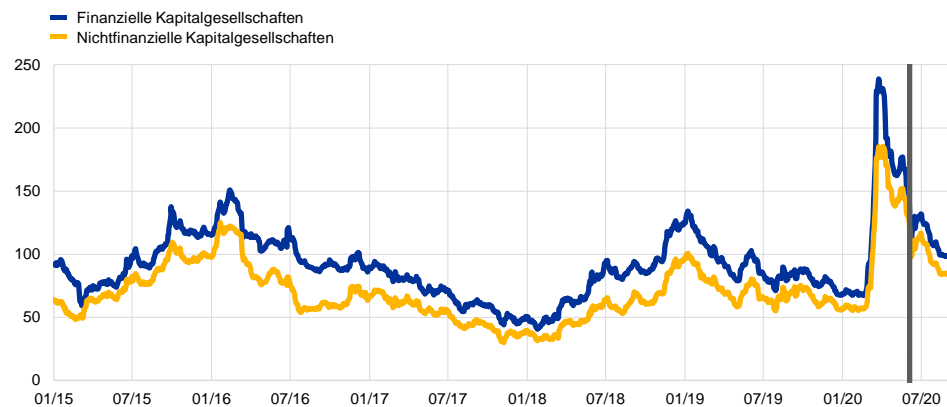
Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum gingen weiter zurück (siehe Abbildung 8).

Bei Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften verkleinerte sich der Spread gegenüber dem risikofreien Zinssatz um 38 Basispunkte, bei Anleihen des Finanzsektors um 37 Basispunkte. Alles in allem ist der Rückgang weitgehend auf eine Verringerung der Zusatzprämie auf Anleihen zurückzuführen, d. h. der Komponente der Renditeabstände von Unternehmensanleihen, die sich nicht durch die Fundamentaldaten der Kreditvergabe (gemessen an Ratings und erwarteten Ausfallhäufigkeiten) erklären lässt. Letztere sind nämlich weitgehend stabil geblieben. Obwohl sich die Renditeabstände von Unternehmensanleihen seit März deutlich verengt haben, liegen sie immer noch leicht über den vor der Corona-Pandemie (Covid-19) verzeichneten Werten. Darin könnte sich die Erwartung der Marktteilnehmer widerspiegeln, dass es in den nächsten Quartalen vermehrt zu Unternehmensausfällen kommen wird.

Abbildung 8

Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum

(in Basispunkten)



Quellen: Markt-i-Boxx-Indizes und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abstände errechnen sich als Asset-Swap-Spreads gegenüber dem risikofreien Zinssatz. Die Indizes umfassen Investment-Grade-Anleihen mit unterschiedlichen Laufzeiten (jedoch mit einer Restlaufzeit von mindestens einem Jahr). Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 4. Juni 2020. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 9. September 2020.

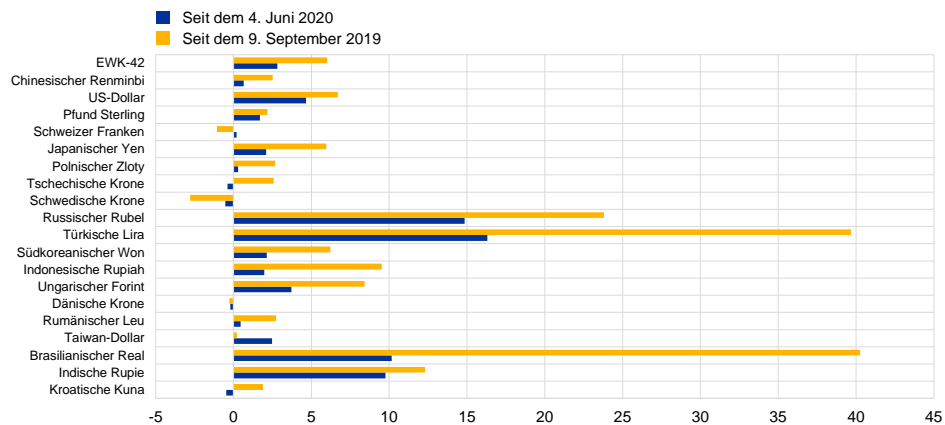
An den Devisenmärkten war in handelsgewichteter Rechnung eine starke Aufwertung des Euro zu beobachten (siehe Abbildung 9).

Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 42 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, erhöhte sich im Berichtszeitraum um 2,8 %. Was die bilaterale Wechselkursentwicklung betrifft, so war die Aufwertung des Euro in effektiver Rechnung sehr breit angelegt, d. h., gegenüber fast allen wichtigen Handelspartnern des Euroraums festzustellen. Insbesondere gegenüber dem US-Dollar legte der Euro mit einem Plus von 4,6 % deutlich zu. Grund hierfür war eine breiter angelegte Abschwächung des US-Dollar bei zunehmender Risikobereitschaft angesichts der anhaltenden globalen Erholung. An Wert gewann der Euro auch gegenüber dem japanischen Yen (um 2,1 %), dem Pfund Sterling (um 1,7 %) und dem chinesischen Renminbi (um 0,6 %). Außerdem konnte die Gemeinschaftswährung gegenüber den Währungen der meisten großen Schwellenländer kräftig zulegen, insbesondere gegenüber dem russischen Rubel, der türkischen Lira und dem brasilianischen Real. Was die Währungen der EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums betrifft, so wertete der Euro gegenüber dem ungarischen Forint auf, während er sich gegenüber den meisten anderen Währungen abschwächte, da diese ihre pandemiebedingten Verluste vom März und April dieses Jahres zum Teil wieder wettmachen konnten.

Abbildung 9

Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

(Veränderung in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: „EWK-42“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 42 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums. Eine positive Veränderung zeigt eine Aufwertung des Euro an, eine negative eine Abwertung. Stichtag für die Berechnung der prozentualen Veränderung war der 9. September 2020.

3 Konjunktorentwicklung

Das reale BIP des Euro-Währungsgebiets sank im zweiten Quartal 2020 infolge der Corona-Pandemie (Covid-19) und ihrer Auswirkungen auf die Weltwirtschaft um 11,8 % gegenüber dem Vorquartal. Dieser drastische Rückgang war im Wesentlichen auf den im März und April verzeichneten Konjunkturreinbruch zurückzuführen. Die seit Mai neu verfügbaren Daten signalisieren indes, dass sich die Wirtschaft erholt. Sowohl harte Daten als auch Umfrageergebnisse stehen im Einklang mit einer kräftigen Zunahme des BIP-Wachstums im dritten Quartal. Neben der Belebung der Industrie- und Dienstleistungsproduktion gibt es den Erwartungen entsprechend auch Anzeichen für eine Konsumerholung. Im Vergleich zum verarbeitenden Gewerbe hat sich die Dynamik im Dienstleistungssektor zuletzt abgeschwächt, was auch an den Umfrageergebnissen für August abzulesen ist. Der Anstieg der Infektionen mit dem Coronavirus während der Sommermonate trübt die kurzfristigen Aussichten. Mit Blick auf die Zukunft hängt eine weitere nachhaltige Erholung in hohem Maße vom künftigen Verlauf der Pandemie und vom Erfolg der zu ihrer Eindämmung ergriffenen Maßnahmen ab. Während die Unsicherheit bezüglich des Pandemieverlaufs das Ausmaß der Erholung am Arbeitsmarkt sowie bei den Konsumausgaben und Investitionen beeinträchtigen dürfte, sollten die günstigen Finanzierungsbedingungen, ein expansiver finanzpolitischer Kurs und eine Belebung der Weltwirtschaft und der weltweiten Nachfrage die Wirtschaft im Euroraum stützen. Diese Einschätzung deckt sich weitgehend mit den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2020. Demnach wird das jährliche Wachstum des realen BIP im laufenden Jahr um 8,0 % zurückgehen und sich 2021 und 2022 wieder um 5,0 % bzw. 3,2 % erhöhen. Gegenüber den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der Experten des Eurosystems vom Juni 2020 wurden die Aussichten für das Wachstum des realen BIP für 2020 um 0,7 Prozentpunkte nach oben und für die Jahre 2021 und 2022 um 0,2 bzw. 0,1 Prozentpunkte nach unten korrigiert.

Die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum verringerte sich im zweiten Quartal 2020 aufgrund der Covid-19-Pandemie und der damit verbundenen Eindämmungsmaßnahmen so stark wie nie zuvor.

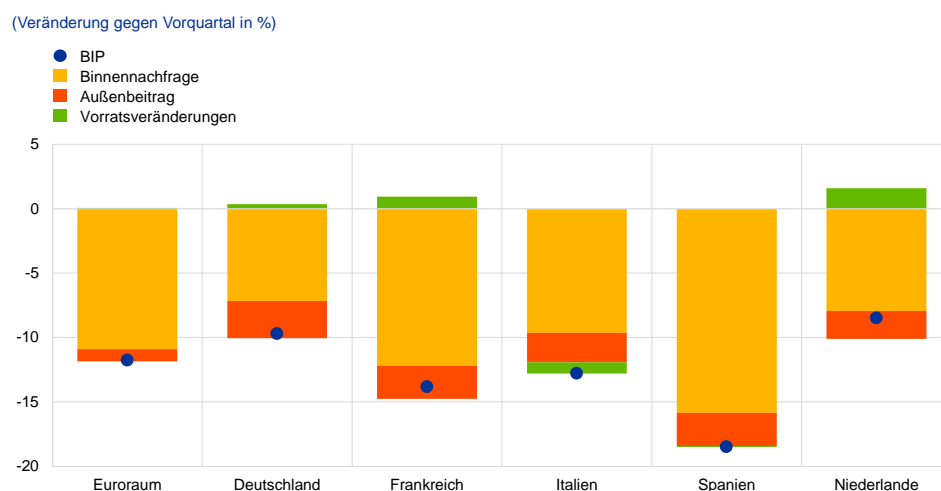
Das reale BIP sank im zweiten Quartal 2020 um 11,8 % gegenüber dem Vorquartal. Grund hierfür waren die strengen Lockdown-Maßnahmen im April, die in den Folgemonaten allmählich wieder gelockert wurden. Im Vergleich zum vierten Quartal 2019 sank das reale BIP somit im ersten Halbjahr 2020 insgesamt um 15,1 % und fiel auf einen Stand zurück, der zuletzt im ersten Quartal 2005 verzeichnet worden war.

Die pandemiebedingte wirtschaftliche Kontraktion war über Länder und Sektoren hinweg breit angelegt. Vom Rückgang des BIP waren im zweiten Quartal 2020 alle Länder des Eurogebiets betroffen. Das Ausmaß des Rückgangs spiegelt dabei die Auswirkungen der Pandemie sowie die zeitliche Gestaltung und die Strenge der Lockdown-Maßnahmen in den einzelnen Ländern wider. Was die größeren Volkswirtschaften des Euroraums betrifft, so sank das BIP in Spanien um 18,5 %, in Frankreich um 13,8 %, in Italien um 12,4 %, in Deutschland um 9,7 % und in den Niederlanden um 8,5 % gegenüber dem Vorquartal.

Die Covid-19-Pandemie hat zu einer beispiellosen Verringerung der Binnennachfrage und der Aktivität im Dienstleistungssektor geführt. Wie aus der Aufschlüsselung des BIP nach Verwendungskomponenten hervorgeht (siehe Abbildung 10), war der Einbruch der Binnennachfrage (-10,9 %) maßgeblich für den Konjunkturrückgang im zweiten Quartal 2020 verantwortlich. Anders als in früheren Rezessionen – etwa nach der globalen Finanzkrise 2007-2008 – war das Dienstleistungsgewerbe am stärksten betroffen. Dies war auf die Einhaltung der Abstandsregeln zurückzuführen. Auch vom Außenbeitrag gingen negative Wachstumsimpulse aus, wenngleich in deutlich geringerem Maße (-0,9 %). Der Beitrag der Vorratsveränderungen fiel indes mit +0,1 % geringfügig positiv aus.

Abbildung 10

Entwicklung des realen BIP und Beiträge der Verwendungskomponenten im zweiten Quartal 2020



Quelle: Eurostat.

Die Arbeitsmärkte des Euro-Währungsgebiets wurden durch die Maßnahmen zur Eindämmung von Covid-19 stark in Mitleidenschaft gezogen.

Die Beschäftigung nahm im zweiten Quartal 2020 um 2,9 % ab, nachdem im ersten Vierteljahr ein Rückgang von 0,3 % verzeichnet worden war. Damit waren im zweiten Jahresviertel 5,1 Millionen Menschen weniger in Beschäftigung als im Schlussquartal 2019. Dass die Beschäftigung nicht so stark eingebrochen ist wie die Konjunktur, lässt sich zum Großteil durch politische Stützungsmaßnahmen wie etwa Programme zur Arbeitsplatzsicherung und ähnliche Regelungen zur Vermeidung von Entlassungen und zur Unterstützung von Selbstständigen erklären. Dadurch lassen sich Beschäftigungsverhältnisse aufrechterhalten und Kündigungen begrenzen, während gleichzeitig den Unternehmen geholfen wird, ihre Personalkosten während eines Konjunkturabschwungs zu senken. Auf diese Weise sind die Arbeitskräfte weiterhin verfügbar und die Unternehmen bereit, ihre Tätigkeit wieder aufzunehmen, sobald die Lockdown-Maßnahmen aufgehoben werden.⁶ So begrenzen etwa

⁶ Siehe auch EZB, [Kurzarbeitsregelungen: Auswirkungen auf Löhne und verfügbares Einkommen](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 4/2020, Juni 2020; EZB, [Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet – eine vorläufige Einschätzung](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 5/2020, Juli 2020.

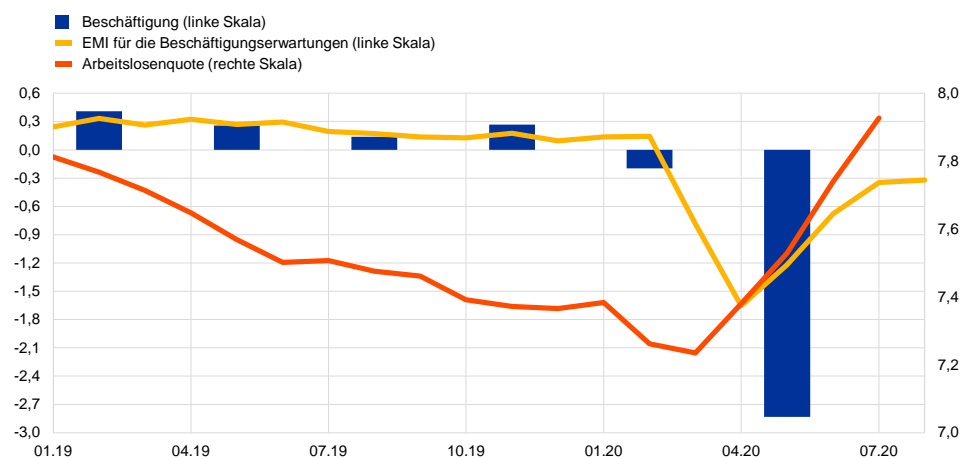
Kurzarbeitsmodelle den Anstieg der Arbeitslosigkeit. Zugleich kann der Arbeitsmarkt dadurch flexibel auf konjunkturelle Schwankungen reagieren, beispielsweise in Form einer deutlichen Verringerung der Arbeitsstunden je Erwerbstätigen für einen vorab festgelegten Zeitraum. Die Anzahl der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden sank im zweiten Quartal 2020 um 10,2 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem im ersten Vierteljahr ein Minus von 3,8 % verzeichnet worden war. Daraus folgt, dass die Veränderung der Zahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden zu mehr als 75 % der Verringerung der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden zuzuschreiben ist. Der Rest entfällt auf die Beschäftigung. Der Beschäftigungsabbau im zweiten Quartal fällt demzufolge geringer aus als der Rückgang des BIP. Hieraus ergibt sich für diesen Zeitraum ein spürbarer Verlust der Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen von 12,1 %. Die Zahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden ging dagegen stärker zurück als das BIP, wobei die Arbeitsproduktivität je geleistete Arbeitsstunde im zweiten Jahresviertel 2020 im Quartalsvergleich um 1,2 % zunahm.

Die Arbeitsmarktindikatoren deuten auf einen anhaltenden Stellenabbau im dritten Quartal hin. Die Arbeitslosenquote im Euroraum stieg von 7,7 % im Juni auf 7,9 % im Juli 2020. Von Februar bis Juli 2020 erhöhte sie sich um 0,7 Prozentpunkte. Dagegen war der Zuwachs im Zeitraum von September 2008 bis Februar 2009 nach der Insolvenz von Lehman Brothers mit 1,3 Prozentpunkten höher ausgefallen. Allerdings spiegelt der jüngste Anstieg der Arbeitslosenquote die Auswirkungen der Pandemie nicht vollständig wider. Grund hierfür sind die arbeitsmarktpolitischen Maßnahmen, die zur Förderung der Beschäftigung und zur Vermeidung dauerhafter Entlassungen ergriffen wurden. Die aktuelle Entwicklung hängt auch mit Übergängen von der Beschäftigung und der Arbeitslosigkeit in die Nichterwerbstätigkeit zusammen, die auf die wirtschaftlichen Auswirkungen des Lockdowns zurückzuführen sind, aber auch auf die Schwierigkeiten, denen sich Arbeitssuchende weiterhin gegenübersehen, als die Eindämmungsmaßnahmen allmählich zurückgenommen wurden. Für das dritte Quartal lassen die jüngsten umfragebasierten Indikatoren trotz der Wirkung der arbeitsmarktpolitischen Maßnahmen, die derzeit in Kraft sind, auf einen anhaltenden Stellenabbau schließen (siehe Abbildung 11).

Abbildung 11

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

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Diffusionsindex; in % der Erwerbspersonen)

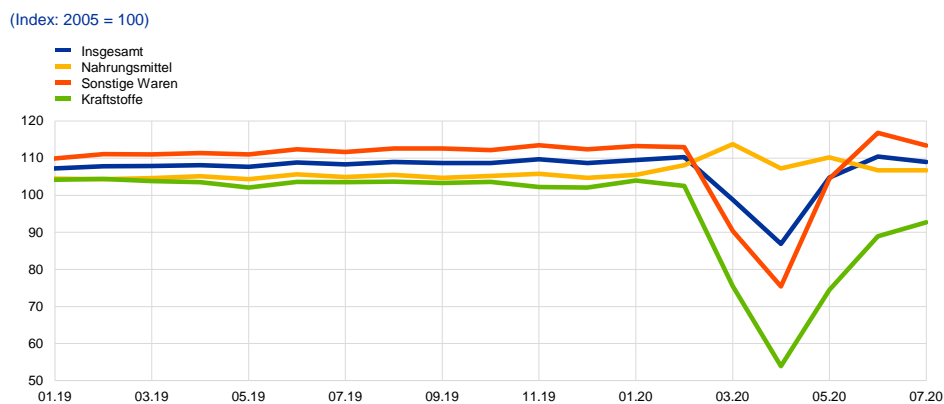


Quellen: Eurostat, Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der EMI ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2020 (Beschäftigung), August 2020 (EMI) bzw. Juli 2020 (Arbeitslosenquote).

Die privaten Konsumausgaben erhöhten sich zwar im Juni und Juli deutlich, haben sich aber noch lange nicht vollständig erholt. Das Verbrauchervertrauen nahm im August wieder leicht zu (auf -14,7 Punkte), blieb aber weit unter dem Niveau vor der Pandemie (-8,8 Zähler im ersten Quartal 2020). Die Einzelhandelsumsätze verringerten sich im Juli gegenüber dem Vormonat um 1,3 % (siehe Abbildung 12). Aufgrund der außergewöhnlich starken monatlichen Zuwächse von 20,6 % im Mai und 5,3 % im Juni lagen die Umsätze im Juli indes noch 8,2 % über ihrem Durchschnitt des zweiten Quartals und nahe den Werten, die vor der Pandemie beobachtet wurden. Der Absatz von Nahrungsmitteln stieg zu Beginn der Pandemie an (da es sich um lebensnotwendige Güter handelt, die Restaurantausgaben ersetzen und auch gehortet werden können), während der Absatz von Motorenkraftstoffen deutlich zurückging und sich dann wieder erholte. Der Absatz sonstiger Waren (ohne Nahrungsmittel) brach indessen zunächst ein und erreichte im Juli wieder das vor der Pandemie verzeichnete Niveau. Ungeachtet der kräftigen Erholung im Einzelhandel schlägt sich die noch bestehende Konsumschwäche überwiegend in den verbrauchernahen Dienstleistungen nieder, vor allem in den Bereichen Beherbergung, Unterhaltung und Verkehrsdienstleistungen.

Abbildung 12
Einzelhandel im Euroraum



Quelle: Eurostat.

Für die nahe Zukunft gibt es kaum Anzeichen für eine Belebung der Konsumgüternachfrage. Ablesen lässt sich dies an der Bewertung der Auftragsbestände seitens der Konsumgüterproduzenten, den Geschäftserwartungen der Einzelhandelsunternehmen und den Vorhaben der Verbraucher in Bezug auf größere Anschaffungen. Während sich der Rückgang der Haushaltseinkommen in Grenzen hält, dürfte die Sparquote im zweiten Quartal kräftig gestiegen und danach wieder gesunken sein. Darin spiegelt sich das erzwungene oder unfreiwillige Sparen aufgrund der mit den Lockdown-Maßnahmen verbundenen Beschränkungen wider. Zugleich gibt es Hinweise darauf, dass auch die üblichen Transmissionskanäle, wie etwa das (antizyklische) Vorsichtssparen, hier eine bedeutende Rolle spielen.⁷

Bei den Unternehmensinvestitionen war im Zuge der Wiedereröffnung der Wirtschaft eine gewisse Erholung zu beobachten, doch die geringe Nachfrage und finanzielle Risiken beeinträchtigen weiterhin die Aussichten für die kommenden Quartale. Gravierende angebotsseitige Störungen im Zusammenhang mit dem Covid-19-Ausbruch führten dazu, dass die Investitionsgüterproduktion im Eurogebiet im zweiten Jahresviertel 2020 um 21,3 % gegenüber dem Vorquartal schrumpfte. Gleichzeitig sanken die Investitionen ohne Bauten im Quartalsvergleich um 20,9 %. Hinter diesen vierteljährlichen Rückgängen verbirgt sich jedoch eine teilweise Erholung der Unternehmensinvestitionen seit Mai. Im Verlauf der Monate Mai und Juni wurde die Produktion von Investitionsgütern um 29,9 % ausgeweitet; damit liegt sie aber immer noch deutlich unter dem Stand vom Februar des laufenden Jahres. Umfrageindikatoren bestätigen den Eindruck einer partiellen Belebung, wie die jüngste Verbesserung der Produktionserwartungen der Investitionsgüterproduzenten für die kommenden Monate und deren Einschätzung der Auftragslage zeigen. Zudem geht aus der aktuellen Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet⁸ hervor, dass die im zweiten Quartal verzeichnete rege Nachfrage der Unternehmen im Eurogebiet nach Krediten und Kreditlinien im dritten Jahresviertel nachgelassen haben dürfte, was auf eine Verbesserung der Geschäftserwartungen hindeutet. Gleichwohl ist davon auszugehen, dass die immer

⁷ Siehe hierzu auch Kasten 5 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

⁸ Siehe auch EZB, [The euro area bank lending survey – Second quarter of 2020](#), Juli 2020.

noch schwache Nachfrage und die Möglichkeit einer Verschärfung der Richtlinien der Banken für die Vergabe von Unternehmenskrediten angesichts höherer Kreditrisiken dem Anstieg der Investitionsnachfrage in den kommenden Quartalen Grenzen setzen.

Nachdem die Wohnungsbauminvestitionen in der ersten Jahreshälfte 2020 um nahezu 14 % eingebrochen sind, dürfte in den letzten Monaten des zweiten Quartals eine allmähliche und teilweise Erholung eingesetzt und sich danach fortgesetzt haben.

Für das dritte Quartal lassen die Kurzfristindikatoren eine kräftige, wenn auch noch unvollständige Erholung der Bautätigkeit erwarten. Trotz einer deutlichen Verbesserung des Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im Baugewerbe im Juli und des Vertrauensindicators der Europäischen Kommission für das Baugewerbe im August lagen beide Indizes nach ihrem Tiefstand vom April weiterhin auf einem historisch niedrigen Niveau. Diese Schwäche dürfte mit der hemmenden Wirkung der Einschränkungen auf die Bauproduktion zusammenhängen, da nach dem Wiederaufflammen der Covid-19-Infektionen in den Sommermonaten weniger Baugenehmigungen erteilt und strengere Eindämmungsmaßnahmen ergriffen wurden. Gleichzeitig ergaben sich aus dem EMI für die Geschäftserwartungen im Baugewerbe und der Beurteilung der Auftragsbestände seitens der Unternehmen verstärkte Anzeichen einer Belebung. Diese Entwicklung war mit einer relativ stabilen Nachfrage nach Wohnimmobilien verbunden, wie aus den Indikatoren der Europäischen Kommission für die Bau- und Renovierungsvorhaben der privaten Haushalte sowie aus der EZB-Umfrage zum Kreditgeschäft hervorgeht. Letztere zeigt eine robuste Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten in mehreren Ländern, was zum Teil auf Schuldenerleichterungen im Zusammenhang mit Krediten an private Haushalte zurückzuführen ist.

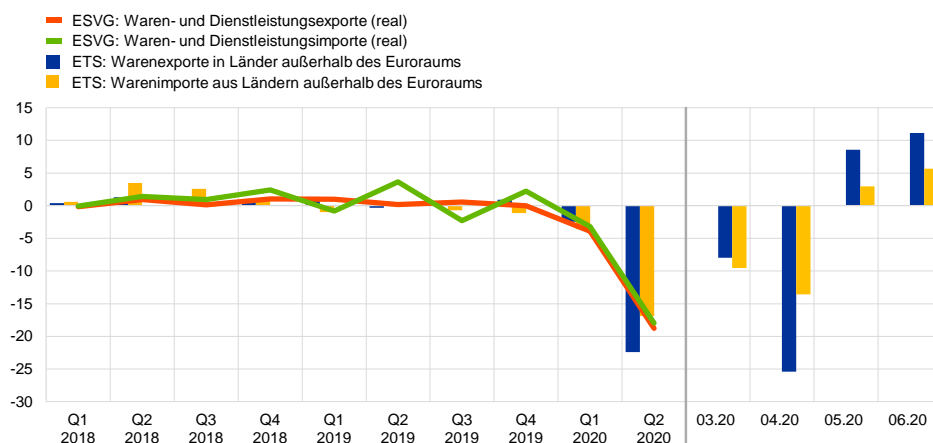
Nach dem Tiefstand vom April belebte sich der Handel des Euroraums Ende des zweiten Quartals 2020 wieder, blieb aber merklich schwächer als zuvor.

Nach einem kräftigen Rückgang im ersten Quartal 2020 verringerten sich die Exporte und Importe des Euro-Währungsgebiets insgesamt im zweiten Jahresviertel weiter um 18,8 % bzw. 18 % (siehe Abbildung 13). Laut den monatlichen Daten zum nominalen Warenhandel im Mai und Juni konnte der Euroraum rund die Hälfte der seit Beginn der Pandemie erlittenen Verluste bei den Aus- und Einfuhren im Zuge der teilweisen Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen wieder wettmachen. Der Handel innerhalb des Eurogebiets, der in den Vormonaten stärker geschrumpft war als der Außenhandel, erholte sich in größerem Umfang, da die pandemiebedingten Einschränkungen in Europa vergleichsweise stärker gelockert wurden. Der Einbruch des Dienstleistungsverkehrs fiel mit 21,1 % bei den Exporten und 25,4 % bei den Importen noch deutlicher aus. Insbesondere der Tourismus wurde durch Reisebeschränkungen und andere Lockdown-Maßnahmen hart getroffen, wie der drastische Rückgang der Flugkapazitäten zeigt. Was die Aussichten für die Ausfuhren des Eurogebiets betrifft, so ist mit einer gewissen Verbesserung zu rechnen. Der EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes im Euroraum lag im August mit 52 Zählern oberhalb der Wachstumsschwelle. Der Indikator der Europäischen Kommission für die Einschätzung der Auftragslage im Exportgeschäft ist wie auch der EZB-Indikator für den Auftragseingang in der Industrie zwei Monate in Folge gestiegen. Was die

Transportindikatoren betrifft, so deuten jene für den Seehandel auf eine allmähliche Erholung hin, während die Indikatoren für den Luftverkehr immer noch deutlich unter ihrem Vorjahresniveau liegen. Insgesamt lassen die Daten auf eine Belebung in den kommenden Monaten schließen, die jedoch unvollständig ist. Der EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft des Dienstleistungssektors im Euroraum signalisiert nach wie vor einen Rückgang; die Indizes für die Flugkapazitäten weisen indes für das dritte Quartal 2020 auf eine teilweise Erholung des Reiseverkehrs, insbesondere zu touristischen Reisezielen, hin.

Abbildung 13
Handel des Euroraums auf Basis der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (ESVG) und der Außenhandelsstatistik (ETS)

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Veränderung gegen Vormonat in % für März, April, Mai und Juni 2020)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Bei den Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (ESVG) und der Außenhandelsstatistik (ETS) handelt es sich um saison- und arbeitstäglich bereinigte Daten. Differenzen in der Saisonbereinigung und andere methodische Unterschiede können zu Abweichungen zwischen den Ergebnissen des ESVG und der ETS führen.

Im dritten Quartal 2020 dürfte das Wachstum im Euroraum wieder kräftig anziehen.

Der Einbruch im zweiten Vierteljahr spiegelt den starken Konjunkturrückgang im März und April wider. Allerdings signalisieren die neu verfügbaren Daten, dass sich die Wirtschaft seit Mai auf einem Erholungspfad befindet. Die Umfrageergebnisse haben sich seit Mai zeitgleich mit der Lockerung der Lockdown-Maßnahmen verbessert. Der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor sowie der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator für die wirtschaftliche Einschätzung (ESI) übertrafen im Juli und August jeweils deutlich ihren Durchschnittswert vom zweiten Quartal. Der EMI lag im Juli und August bei durchschnittlich 53,4 Punkten (nach 31,3 Zählern im zweiten Jahresviertel), und der ESI wies in den beiden genannten Zeiträumen einen Durchschnittswert von 85,0 bzw. 69,4 Punkten auf. Während sich die Konjunktur im verarbeitenden Gewerbe weiter verbesserte, hat sich die Dynamik im Dienstleistungssektor zuletzt etwas abgeschwächt.

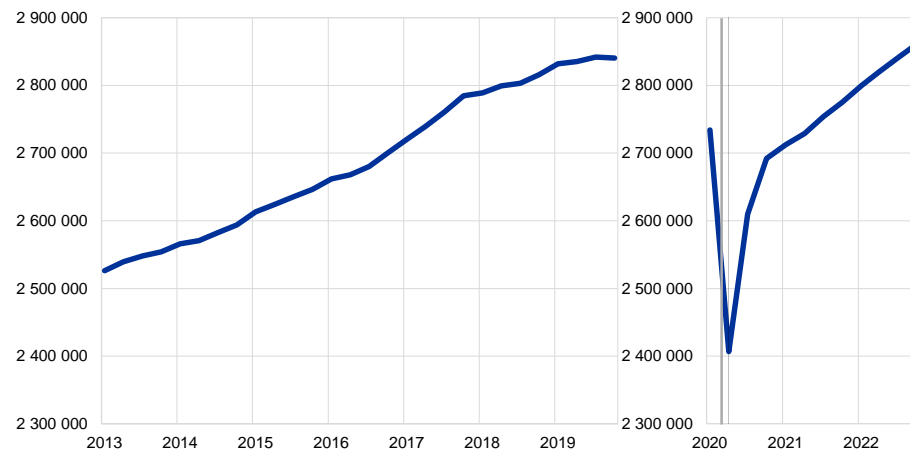
Den Erwartungen zufolge wird sich die Konjunkturerholung im Euro-Währungsgebiet im restlichen Jahresverlauf 2020 fortsetzen, sofern es nicht zu einem starken Wiederaufflammen der Pandemie kommt.

Die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum wird laut den Projektionen im dritten Jahresviertel um 8,4 % zulegen. Für die Folgezeit beruht die Basisprojektion auf der zentralen Annahme einer teilweise erfolgreichen Eindämmung des Virus. Dabei dürfte in den kommenden Quartalen ein gewisses Wiederaufflammen der Infektionen dazu führen, dass weiterhin Eindämmungsmaßnahmen – wenn auch nicht so strenge wie während der ersten Welle – ergriffen werden, bis Mitte 2021 eine medizinische Lösung zur Verfügung steht. Diese Maßnahmen, die erhöhte Unsicherheit und eine Verschlechterung der Arbeitsmarktlage dürften Angebot und Nachfrage weiterhin belasten. Dennoch sollte die erhebliche Unterstützung durch geld-, finanz- und arbeitsmarktpolitische Maßnahmen, die seit den Projektionen der Experten des Eurosystems vom Juni 2020 alle noch verstärkt wurden, dafür Sorge tragen, dass die Einkommen gesichert und die wirtschaftlichen Schäden, die sich möglicherweise nach der Bewältigung der Gesundheitskrise ergeben, begrenzt bleiben. Auf diese Weise dürften sich auch größere Verstärkungseffekte über Finanzkanäle erfolgreich verhindern lassen. Ausgehend von diesen Annahmen wird das reale BIP im Eurogebiet den Projektionen zufolge 2020 um 8,0 % sinken. In den Jahren 2021 und 2022 dürfte es dann um 5,0 % bzw. 3,2 % ansteigen. Zum Ende des Projektionszeitraums würde das reale BIP demnach 3 ½ % unter dem Niveau liegen, das in den Projektionen der Experten des Eurosystems vom Dezember 2019, der letzten Vorausschätzung vor der Pandemie, erwartet wurde. Der BIP-Wert vom vierten Quartal 2019 würde demnach im zweiten Halbjahr 2022 erreicht werden (siehe Abbildung 14). Vor dem Hintergrund der Unsicherheit hinsichtlich des Pandemieverlaufs wurden zwei alternative Szenarios erstellt. Im milden Szenario wird der Pandemieschock als vorübergehend angesehen, wobei die rasche Bereitstellung einer medizinischen Lösung eine weitere Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen ermöglicht. Dementsprechend würde das reale BIP im laufenden Jahr um 7,2 % zurückgehen und dann 2021 wieder kräftig anziehen. Zum Ende des Projektionszeitraums würde das reale BIP das in den Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2019 unterstellte Niveau geringfügig übertreffen. Im Gegensatz dazu wird im schweren Szenario im Zuge eines starken Wiederaufflammens der Pandemie von einer Rückkehr zu strikten Eindämmungsmaßnahmen mit einem spürbaren und dauerhaften Konjunkturunbruch ausgegangen. Diesem Szenario zufolge sinkt das reale BIP im Jahr 2020 um 10 %. Zum Ende des Projektionszeitraums läge es rund 9 % unter dem in den Eurosystem-Projektionen vom Dezember 2019 veranschlagten Niveau.

Abbildung 14

Reales BIP des Euroraums (einschließlich Projektionen)

(verkettete Volumenindizes; in Mio €)



Quellen: Eurostat sowie EZB, Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, veröffentlicht am 10. September 2020 auf der Website der EZB.

4 Preise und Kosten

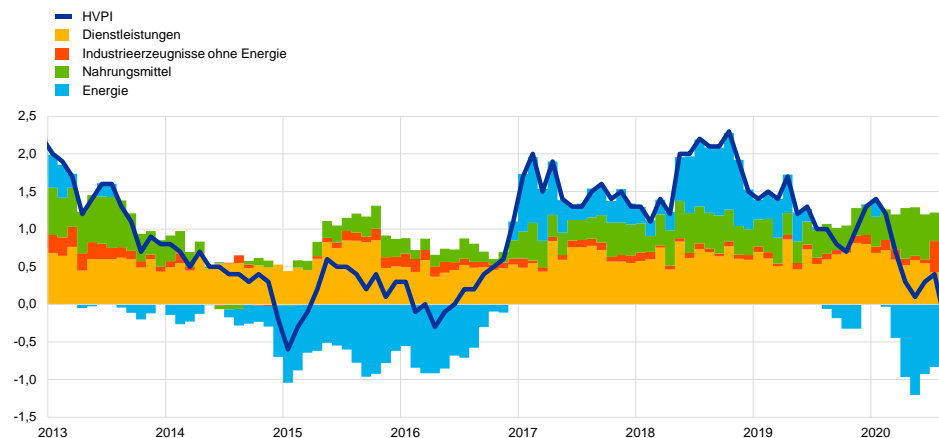
Die am HVPI gemessene jährliche Teuerung im Euro-Währungsgebiet ist der Schnellschätzung von Eurostat zufolge von 0,4 % im Juli 2020 auf -0,2 % im August gesunken. Ausgehend von den aktuellen Preisen und den Terminpreisen für Öl sowie unter Berücksichtigung der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland dürfte die Gesamtinflation in den kommenden Monaten negativ bleiben und Anfang 2021 wieder in den positiven Bereich zurückkehren. Außerdem wird der Preisdruck aufgrund der schwachen Nachfrage, des geringeren Lohndrucks und des gestiegenen Euro-Wechselkurses auf kurze Sicht verhalten bleiben, auch wenn die Preise aufgrund von Angebotsengpässen unter einem gewissen Aufwärtsdruck stehen. Mittelfristig wird eine Belebung der Nachfrage, die durch die akkommodierende Geld- und Fiskalpolitik gestützt wird, Aufwärtsdruck auf die Inflation ausüben. Diese Einschätzung deckt sich weitgehend mit den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2020. Den dort enthaltenen Berechnungen zufolge wird sich die jährliche HVPI-Inflation im Euroraum 2020 auf 0,3 %, 2021 auf 1,0 % und 2022 auf 1,3 % belaufen. Gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2020 sind die Inflationsaussichten für die Jahre 2020 und 2022 unverändert, während sie für 2021 nach oben korrigiert wurden. Hinter der gleichbleibenden Projektion für das Jahr 2022 verbirgt sich eine Aufwärtskorrektur der Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel – teilweise aufgrund der positiven Wirkung der geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen –, die weitgehend durch die korrigierte Entwicklung der Energiepreise ausgeglichen wird. Die jährliche HVPI-Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel dürfte 2020 bei 0,8 %, 2021 bei 0,9 % und 2022 bei 1,1 % liegen.

Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge sank die Teuerung nach dem HVPI im August in den negativen Bereich. Der Rückgang von 0,4 % im Juli 2020 auf -0,2 % im August spiegelte eine Verringerung des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel wie auch einen niedrigeren Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln wider, was teilweise durch die weniger schwache Inflationsentwicklung bei Energie ausgeglichen wurde (siehe Abbildung 15). Die Energiepreise erhöhten sich weiter, auch wenn ihre Jahresänderungsrate klar im negativen Bereich blieb; dies war auf die massiv sinkenden Ölpreise nach dem Ausbruch der Corona-Pandemie (Covid-19) zurückzuführen. Auf eine gewisse Normalisierung deutet auch die Entwicklung der Teuerungsrate bei Nahrungsmitteln hin; diese lag im Juli und August bei 2,0 % bzw. 1,7 % und erreichte damit wieder ihr vor der Pandemie verzeichnetes Niveau. Eurostat zufolge haben sich die durch Covid-19 bedingten Schwierigkeiten bei der Preiserhebung für den HVPI weiter verringert, und die Imputationsrate liegt nun im Wesentlichen wieder auf einem normalen Stand.

Abbildung 15

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 August 2020 (Schnellschätzungen). 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).

Trotz der zuletzt stark rückläufigen HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel deuten die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation seit Beginn der Pandemie insgesamt auf eine moderate Abschwächung hin.

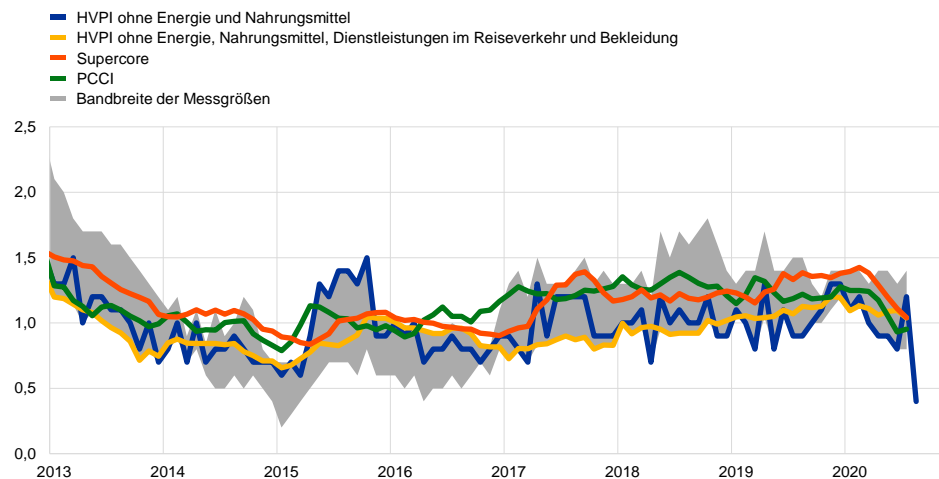
Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel verringerte sich im August 2020 auf 0,4 % nach 1,2 % im Juli, was auf einen nachlassenden Preisauftrieb bei den Industrierzeugnissen ohne Energie und den Dienstleistungen zurückzuführen war. Die starken Schwankungen der Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel im Juli und August lassen sich hauptsächlich durch temporäre Faktoren erklären. So belief sich der Preisanstieg bei den Industrierzeugnissen ohne Energie im August auf -0,1 %, nachdem er im Juli 1,6 % und in den Monaten zuvor 0,2 % betragen hatte. Die jüngste Volatilität dieser Preissteigerungsrate spiegelt zu einem großen Teil die Auswirkungen verschobener saisonaler Schlussverkäufe bei Bekleidung und Schuhen in einigen Euro-Ländern wider. Dadurch entstand im Juli ein starker Aufwärtsdruck auf die Inflation, der im August wieder nachließ. Auch die seit Juli 2020 geltende vorübergehende Mehrwertsteuer-senkung in Deutschland schlägt sich in den jüngsten Schwankungen der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel nieder. Andere Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation – für die zumeist Daten bis Juli vorliegen – sind nicht so stark zurückgegangen (siehe Abbildung 16). Sowohl die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr und Bekleidung als auch die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) ohne Energie sowie der Supercore-Indikator⁹ sind leicht gesunken.

⁹ 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.

Abbildung 16

Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2020 (Schnellschätzung des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel) bzw. Juli 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 hat leicht zugenommen.

Die Änderungsrate der Erzeugerpreise für im Inland verkaufte Konsumgüter ohne Nahrungsmittel, die als Indikator für den Preisdruck auf den nachgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette dient, erhöhte sich im Juli 2020 auf 0,7 % (was einem Anstieg von 0,1 Prozentpunkten entspricht). Sie lag damit geringfügig über ihrem langfristigen Durchschnitt von 0,6 %. Die entsprechende jährliche Teuerungsrate der Einfuhrpreise verringerte sich hingegen leicht auf -0,7 % im Juli und ging damit gegenüber dem Vormonat um 0,2 Prozentpunkte zurück, wofür zum Teil ein gewisser Abwärtsdruck aufgrund des jüngsten Anstiegs des effektiven Euro-Wechselkurses verantwortlich sein könnte. Auf den vorgelagerten Stufen der inländischen Preissetzungskette erhöhte sich die Inflation bei den Vorleistungsgütern trotz des stärkeren Euro geringfügig. Die Teuerungsrate der Erzeugerpreise stieg bei den Vorleistungen von -2,5 % im Juni auf -2,0 % im Juli, während jene der Einfuhrpreise mit -2,7 % weitgehend unverändert blieb.

Das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer verringerte sich im zweiten Quartal 2020 erneut deutlich, was vor allem auf den Rückgang der geleisteten Arbeitsstunden zurückzuführen war.

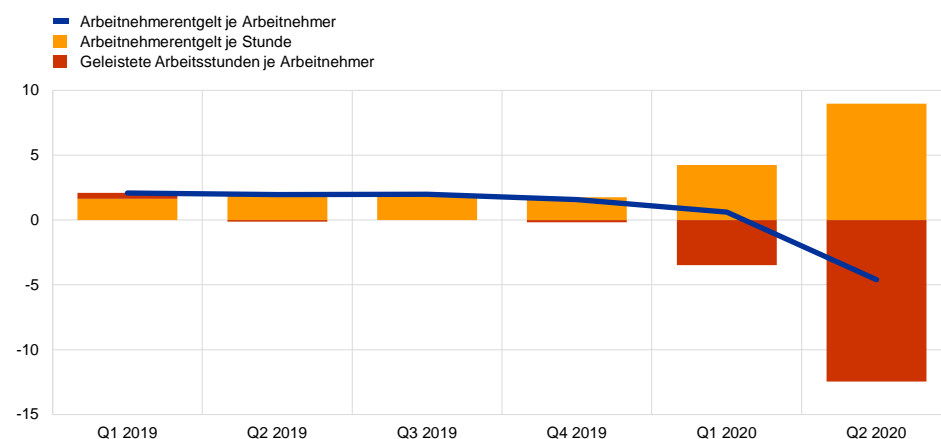
Die jährliche Zuwachsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer sank von 0,6 % im ersten Quartal 2020 auf -4,6 % im zweiten Jahresviertel (siehe Abbildung 17). Der Rückgang war über die einzelnen Sektoren (mit Ausnahme von Landwirtschaft und Fischerei) und Länder hinweg breit angelegt. Ausschlaggebend für die anhaltende Wachstumsverlangsamung beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im Euro-Währungsgebiet war hauptsächlich die deutliche Verringerung der geleisteten Arbeitsstunden je Arbeitnehmer infolge des Ausbruchs der Corona-Pandemie und der damit verbundenen Lockdown- und Eindämmungsmaßnahmen. Das jährliche Wachstum

des Arbeitnehmerentgelts je Stunde erhöhte sich von 4,2 % im ersten auf 9,0 % im zweiten Quartal. Grund hierfür war die signifikante Reduzierung der tatsächlich geleisteten Arbeitsstunden je Arbeitnehmer. Diese gegenläufige Entwicklung spiegelt den Einfluss der Regelungen für Kurzarbeit und befristete Freistellungen wider, durch die Einbußen beim Arbeitseinkommen abgefedert werden. Die Tarifverdienste stiegen im zweiten Quartal um 1,7 %, wobei die jüngste Entwicklung des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer einen starken Abwärtseffekt in der Lohndrift implizierte. 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.

Abbildung 17

Aufgliederung des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer: Arbeitnehmerentgelt je Stunde sowie geleistete Arbeitsstunden

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)

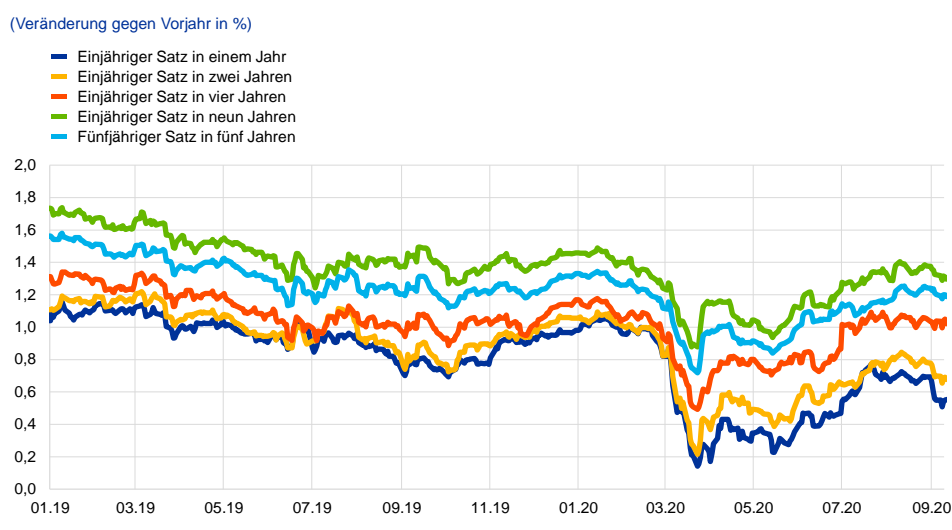


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2020.

Die marktbasieren Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen, die etwa Mitte März 2020 auf historische Tiefstände gefallen waren, erholten sich weiter und kehrten auf ihr vor der Pandemie verzeichnetes, wenngleich immer noch niedriges, Niveau zurück (siehe Abbildung 18). Diese Entwicklung spiegelt die Verbesserungen der weltwirtschaftlichen Aussichten und der globalen Risikoneigung sowie die Auswirkungen der umfangreichen geld- und finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen wider. Diesem Trend entsprechend erhöhte sich der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren weiter um rund 10 Basispunkte und erreichte am 4. September 2020 ein Niveau von 1,20 %. Damit lag er fast 50 Basispunkte über seinem Mitte März verzeichneten historischen Tiefstand von 0,72 %. Zugleich deutet das zukunftsgerichtete Profil der marktbasieren Indikatoren der Inflationserwartungen nach wie vor auf eine länger andauernde Phase niedriger Inflationsraten hin. Auch die Märkte für Inflationsoptionen signalisieren immer noch erhebliche Abwärtsrisiken auf kurze Sicht, denn die zugrunde liegenden Deflationswahrscheinlichkeiten bewegen sich nach wie vor auf einem im historischen Vergleich erhöhten Niveau. Laut dem Survey of Professional Forecasters der EZB für das dritte Quartal 2020, der in der ersten

Juliwoche 2020 durchgeführt wurde, sowie den von Consensus Economics und dem Euro Zone Barometer zuletzt veröffentlichten Daten lagen auch die umfragebasierten längerfristigen Inflationserwartungen im Juli auf oder nahe bei ihren historischen Tiefständen. Darin spiegeln sich die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie, die ergriffenen Eindämmungsmaßnahmen und die anhaltenden Unsicherheiten wider.

Abbildung 18
Marktbasierte Indikatoren der Inflationserwartungen



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 9. September 2020.

Die Experten der EZB gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2020 davon aus, dass die Gesamtinflation im Projektionszeitraum ansteigt. Den Basisprojektionen zufolge dürfte sich die durchschnittliche HVPI-Gesamtinflation 2020 auf 0,3 %, 2021 auf 1,0 % und 2022 auf 1,3 % belaufen (siehe Abbildung 19). Gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2020 sind die Projektionen für die HVPI-Inflation für 2020 sowie für 2022 unverändert geblieben und für 2021 um 0,2 Prozentpunkte nach oben korrigiert worden. Kurzfristig dürften der vorangegangene Einbruch der Ölpreise, die Aufwertung des Euro und eine temporäre Mehrwertsteuersenkung in Deutschland dazu führen, dass die HVPI-Gesamtinflationsrate für den Euroraum in den kommenden Monaten weiterhin im negativen Bereich bleiben wird. Basiseffekte bei der Energiekomponente und in geringerem Umfang die erwartete Rücknahme der Mehrwertsteuersenkung in Deutschland werden 2021 automatisch zu einem Wiederanstieg führen.¹⁰ Die am HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel gemessene Teuerung wird sich den Projektionen zufolge bis Ende des laufenden Jahres verringern. Die disinflationären Effekte dürften bei den Dienstleistungen und Waren auf breiter Basis zum Tragen kommen, da die Nachfrage weiterhin schwach ist. Ein anhaltender aufwärtsgerichteter Kostendruck, der mit Angebotsengpässen in Zusammenhang steht, dürfte diese Effekte jedoch zum Teil ausgleichen. Auf mittlere Sicht wird eine

¹⁰ Siehe hierzu auch Kasten 6 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Zunahme der Inflation projiziert. Es wird davon ausgegangen, dass die Ölpreise wieder steigen und sich die Nachfrage erholt, auch wenn der von nachteiligen angebotsseitigen Effekten der Pandemie ausgehende Aufwärtsdruck nachlässt und der Euro aufwertet. Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel dürfte 2020 bei 0,8 % und 2021 bei 0,9 % liegen, bevor sie sich 2022 auf 1,1 % erhöht.

Abbildung 19

Teuerung nach dem HVPI im Euroraum (einschließlich Projektionen)

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat sowie EZB, [Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), veröffentlicht am 10. September 2020 auf der Website der EZB.

Anmerkung: Die vertikale Linie markiert den Beginn des Projektionszeitraums. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2020 (Ist-Daten) bzw. das vierte Quartal 2022 (Projektionen). Stichtag für die in den EZB-Projektionen für den Euroraum vom September 2020 enthaltenen Daten war der 27. August 2020.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

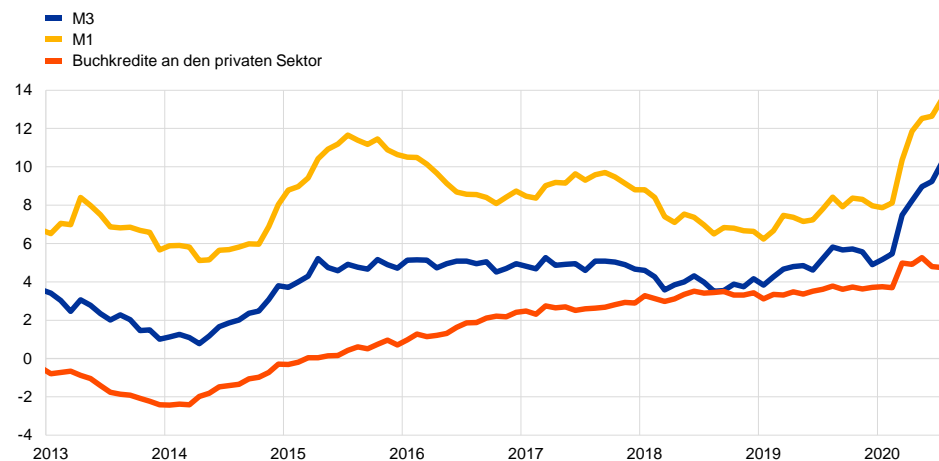
Die Corona-Pandemie (Covid-19) wirkt sich weiterhin erheblich auf die monetäre Dynamik im Euro-Währungsgebiet aus. Die inländische Kreditvergabe bleibt die wichtigste Quelle der Geldschöpfung, was vor allem auf die Dynamik der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und den Nettoerwerb von Staatsanleihen durch das Eurosystem zurückzuführen ist. Die raschen und umfangreichen Maßnahmen der Geld- und Finanzpolitik sowie der Aufsichtsbehörden haben die Vergabe von Bankkrediten zu günstigen Konditionen an die Wirtschaft des Eurogebiets gestützt. Dies hat auch der Außenfinanzierung der Unternehmen im Euroraum insgesamt Auftrieb verliehen: Im zweiten Quartal 2020 nahm sowohl die Emission von Schuldverschreibungen als auch die Bankkreditvergabe an Unternehmen deutlich zu. Die Gesamtkosten der Fremdfinanzierung für Unternehmen sind nach wie vor günstig, da die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung weiter gesunken und die Kreditzinsen der Banken nahe ihren historischen Tiefständen geblieben sind.

Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 beschleunigte sich im Juli erneut. Aufgrund eines sehr hohen monatlichen Zuflusses stieg die Jahreswachstumsrate des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 von 9,2 % im Juni weiter auf 10,2 % im Juli. Der Pandemieschock hatte einen erheblichen Effekt auf die monetäre Dynamik. So hat das M3-Wachstum seit dem Ausbruch von Covid-19 um etwa 5 Prozentpunkte zugelegt (siehe Abbildung 20). In einem Umfeld erhöhter Unsicherheit wurde die Nachfrage nach liquiden Mitteln durch den erheblichen Liquiditätsbedarf der Unternehmen sowie durch Vorsichtsmotive seitens aller Wirtschaftssubjekte gestützt. Aus Geldnachfragemodellen geht hervor, dass Sonderfaktoren im Zusammenhang mit dem Liquiditätsbedarf der Unternehmen und privaten Haushalte während der Pandemie einen wesentlichen Beitrag zum M3-Wachstum leisteten. Der Anstieg des Geldmengenwachstums war auch auf die umfangreichen Stützungsmaßnahmen zurückzuführen, die seitens der Geld- und Finanzpolitik sowie der Regulierungs- und Aufsichtsbehörden ergriffen wurden, um die Wirtschaft für die Bewältigung der ökonomischen Folgen der Covid-19-Pandemie mit ausreichend Liquidität zu versorgen. Die Jahreswachstumsrate des liquidesten Geldmengenaggregats M1, das die täglich fälligen Einlagen und den Bargeldumlauf umfasst, erhöhte sich im Juli auf 13,5 % (nach 12,6 % im Vormonat) und trieb damit das M3-Wachstum stark an.

Abbildung 20

M3, M1 und Buchkredite an den privaten Sektor

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



Quelle: EZB.

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

Die täglich fälligen Einlagen nahmen angesichts der erhöhten Unsicherheit

weiter zu. Die jährliche Wachstumsrate der täglich fälligen Einlagen stieg von 13,1 % im Juni auf 14,1 % im Juli und leistete damit den größten Beitrag zum Geldmengenwachstum. Der Zuwachs war vor allem den Einlagenbeständen von Unternehmen zuzuschreiben. Die Präferenz des geldhaltenden Sektors für täglich fällige Einlagen war weiterhin durch Vorsichtsmotive sowie durch das sehr niedrige Zinsniveau bedingt, das die Opportunitätskosten für das Halten solcher Instrumente insbesondere im Vergleich zu anderen, weniger liquiden Einlagen verringert. Die Einlagenbestände der Unternehmen waren jedoch in den verschiedenen Ländern unterschiedlich hoch. Dies hing zum Teil damit zusammen, dass sich der Liquiditätsbedarf der Unternehmen aufgrund der ungleichmäßigen und verzögerten Ausbreitung der Pandemie von Land zu Land uneinheitlich entwickelte. Auch der unterschiedliche Umfang der nationalen Stützungsmaßnahmen spielte hierbei eine Rolle. Der Bargeldumlauf nahm im Juli mit einer hohen, aber weitgehend stabilen Jahresrate von 9,8 % zu, was auf eine Tendenz zur Bargeldhortung vor dem Hintergrund der erheblichen Unsicherheit zurückzuführen ist. Die sonstigen kurzfristigen Einlagen und marktfähigen Finanzinstrumente leisteten trotz des niedrigen Zinsniveaus einen kleinen, aber steigenden Beitrag zum jährlichen M3-Wachstum.

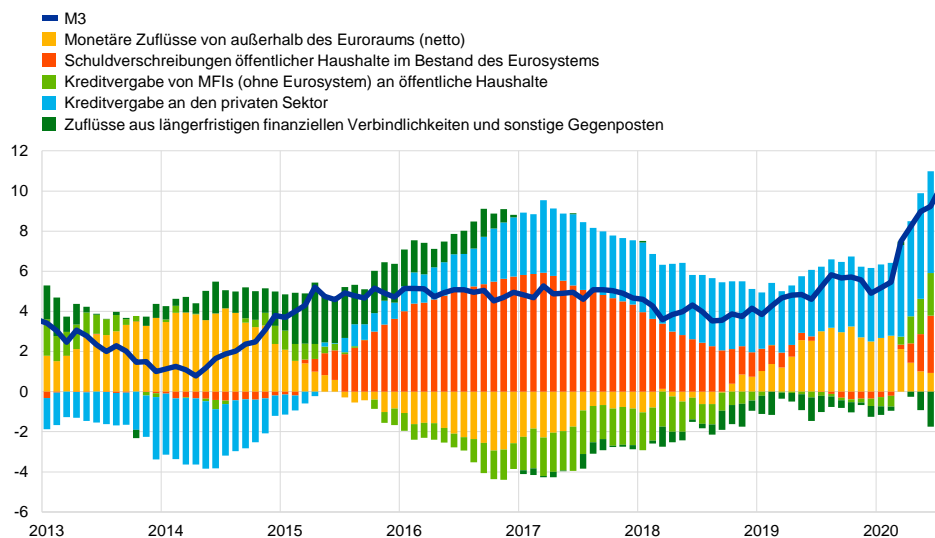
Die inländische Kreditvergabe war nach wie vor die wichtigste Quelle der Geldschöpfung.

Vor dem Hintergrund der Covid-19-Pandemie blieb das Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor auf einem erhöhten Niveau (siehe die blauen Balkenabschnitte in Abbildung 21). Aufseiten der Gegenposten ist diese Komponente seit 2018 die Haupttriebfeder des M3-Wachstums. Dabei liefern die Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen in jüngster Zeit den größten Wachstumsimpuls. 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 trug im Juli

abermals stärker zum M3-Wachstum bei als in den Monaten davor (siehe die roten Balkenabschnitte in Abbildung 21). Durch die Sondermaßnahmen der EZB wird eine intensivere geldpolitische Unterstützung gewährt, die zur Stabilisierung der Finanzmärkte und zur Verringerung der Risiken für die geldpolitische Transmission sowie die gesamtwirtschaftlichen Aussichten des Euroraums während der Pandemie beiträgt. Des Weiteren blieb das jährliche Wachstum der Kredite des Bankensektors (ohne Eurosystem) an öffentliche Haushalte im Juli robust (siehe die hellgrünen Balkenabschnitte in Abbildung 21). Die Banken im Euroraum (ohne Eurosystem) erwarben große Mengen von Staatsanleihen, die vorwiegend von den Euro-Ländern begeben wurden. Darin spiegelte sich teilweise der beträchtliche Anstieg der Nettoemission von Staatsschuldtiteln zur Bewältigung der Pandemie wider, der trotz der Ankündigung zusätzlicher Maßnahmen auf EU-Ebene (wie dem Hilfspaket „Next Generation EU“) anhielt. Nachdem im Mai und Juni monetäre Zuflüsse verbucht worden waren, kam es im Juli zu moderaten monetären Abflüssen aus dem Eurogebiet, in denen sich (Netto-)Verkäufe von Staatsanleihen aus dem Euroraum durch Gebietsfremde widerspiegelten (siehe die gelben Balkenabschnitte in Abbildung 21). Die längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten und sonstigen Gegenposten hatten indessen einen leicht dämpfenden Effekt auf das Geldmengenwachstum (siehe die dunkelgrünen Balkenabschnitte in Abbildung 21).

Abbildung 21
M3 und Gegenposten

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Kreditvergabe an den privaten Sektor umfasst sowohl die MFI-Buchkredite an den privaten Sektor als auch die MFI-Bestände an Schuldverschreibungen des privaten Sektors (ohne MFIs) im Euroraum. Somit schlägt sich darin auch der Erwerb von Schuldverschreibungen von Nicht-MFIs durch das Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) nieder. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2020.

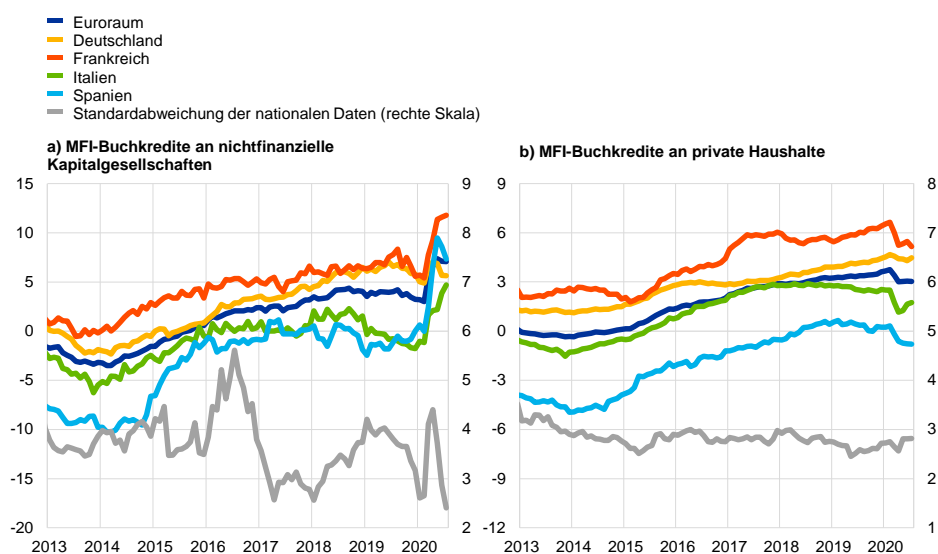
Das Wachstum der Buchkredite an den privaten Sektor blieb weitgehend stabil. Die Jahreswachstumsrate der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor lag im Juli bei 4,7 % nach 4,8 % im Juni und war damit 1 Prozentpunkt höher als vor Ausbruch der Pandemie (siehe Abbildung 20). Getragen wurde das Kreditwachstum weiterhin maßgeblich von den Unternehmenskrediten, die im Juli einen jährlichen Zuwachs von 7,0 % verbuchten (nach 7,1 % im Juni und 7,3 % im Mai); das

Wachstum der Buchkredite an private Haushalte blieb hingegen mit 3,0 % unverändert (siehe Abbildung 22). Die Kreditnachfrage der Unternehmen hat sich weiter von kurzfristigen hin zu mittel- und langfristigen Darlehen verlagert. Die divergierende Entwicklung der Buchkredite an Unternehmen und private Haushalte im Hinblick auf Kreditnachfrage und -angebot wurde durch die Ergebnisse der [Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet](#) vom Juli 2020 bestätigt. Das Wachstum der Bankkredite an Unternehmen wurde weiterhin durch den operativen Finanzierungsbedarf der Unternehmen in einem Umfeld verringerter Cashflows angetrieben. In diesem Zusammenhang spielten auch die umfangreichen staatlichen Hilfsmaßnahmen – wie etwa Kreditgarantien – eine Rolle, die in den meisten Ländern des Euroraums zur Unterstützung der Liquidität und Solvenz der Unternehmen in den kommenden Monaten ergriffen wurden. Darüber hinaus setzt die EZB durch ihre geldpolitischen Maßnahmen, insbesondere die sehr günstigen Bedingungen für die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III), Anreize für die Banken, Kredite an alle Akteure des privaten Sektors zu vergeben. Gleichwohl gibt es beträchtliche nationale Unterschiede, was die Dynamik der Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte betrifft; lediglich die größeren Länder weisen weitgehend ähnliche Muster auf.

Abbildung 22

MFI-Buchkredite in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Buchkredite sind um Verkäufe und Verbriefungen und bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften auch um fiktives Cash-Pooling bereinigt. Die Standardabweichung wird anhand einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2020.

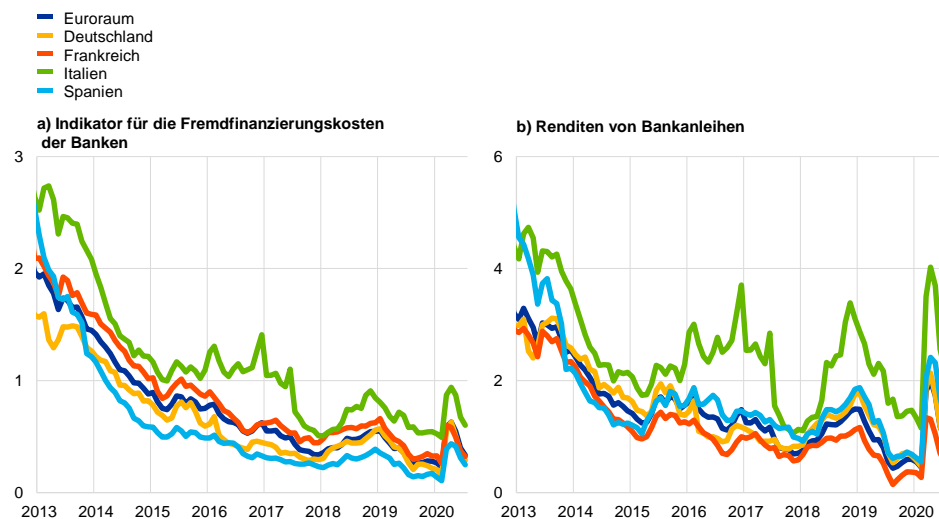
Die Fremdfinanzierungskosten der Banken wurden durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB gestützt und stabilisierten sich auf niedrigem Niveau. Der Indikator für die Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum, der im Zuge des Ausbruchs von Covid-19 gestiegen war, ging im zweiten Quartal 2020 etwas zurück, blieb allerdings über dem vor der Pandemie verzeichneten Niveau (siehe Abbildung 23). Ausschlaggebend für die niedrigeren Fremdfinanzierungskosten war vor allem ein Rückgang der Anleiherenditen, der durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB begünstigt wurde. Die Banken profitieren bei ihrer Refinanzierung davon, dass sie über die dritte Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) Liquidität zu sehr günstigen Konditionen aufnehmen können. Überdies kommt ihnen der positive Effekt des APP und des PEPP auf die Anleiherenditen zugute, denn dieser senkt das Risiko negativer Verstärkungseffekte zwischen der Realwirtschaft und dem Finanzsektor während der Pandemie. Aufgrund des engen Gleichlaufs mit den Finanzierungsbedingungen der öffentlichen Haushalte haben die Renditen vorrangiger ungedeckter Bankschuldverschreibungen ebenfalls vom allgemeinen Rückgang der Anleiherenditen profitiert. Die Refinanzierungsbedingungen am Markt für gedeckte Bankschuldverschreibungen werden durch das dritte Programm der EZB zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3) gestützt. Die Einlagenzinsen blieben im Juli 2020 auf historischen Tiefständen. Da sich die Banken im Euroraum vorwiegend über Einlagen refinanzieren, trug dies dazu bei, die Fremdfinanzierungsbedingungen günstig zu halten. Seit dem Beginn der Coronakrise erheben die Banken im Eurogebiet zunehmend Negativzinsen auf Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften. Für die meisten Einlagen, insbesondere im Privatkundenbereich, gilt jedoch weiterhin die Nullzinsgrenze, und die Nettozinsmargen der Banken sind nach wie vor gering. Die Banken haben ihre Widerstandsfähigkeit seit der globalen Finanzkrise deutlich gestärkt, doch die Corona-Pandemie beeinflusst ihre Eigenkapitalpositionen durch niedrigere Aktivabewertungen und die Notwendigkeit einer höheren Risikovorsorge für Kreditausfälle.¹¹ Wenngleich die Refinanzierungsbedingungen für die Banken günstig sind, beeinträchtigt die Sorge, dass sich die Pandemie negativ auf die Eigenkapitalposition auswirken könnte, nach wie vor die Kosten für die Refinanzierung am Kapitalmarkt. Es ist damit zu rechnen, dass die Banken ihre Kreditvergabebedingungen verschärfen, wenn die staatlichen Unterstützungsmaßnahmen auslaufen.

¹¹ Siehe EZB, [Financial Stability Review](#), Mai 2020.

Abbildung 23

Indikator für die Fremdfinanzierungskosten der Banken

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



Quellen: EZB, Markt iBoxx und EZB-Berechnungen.

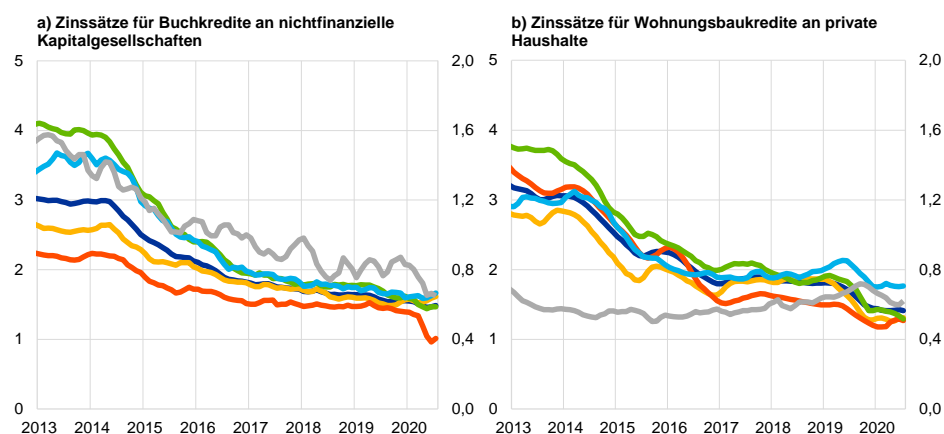
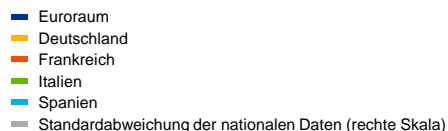
Anmerkung: Der in den Indikator eingehende gewichtete Zinssatz für die einlagenbasierte Finanzierung entspricht dem Durchschnitt aus den Neugeschäftszinssätzen für täglich fällige Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist (gewichtet mit den jeweiligen Beständen). Die Bankanleiherenditen beziehen sich auf die monatlichen Durchschnittsrenditen von vorrangigen Anleihen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2020.

Das Wirtschaftswachstum im Euroraum wird weiterhin durch die sehr niedrigen Kreditzinsen der Banken gestützt. Die gewichteten Bankzinsen für Kredite an Unternehmen und für Wohnungsbaukredite an private Haushalte blieben im Juli mit 1,51 % bzw. 1,40 % in der Nähe ihrer jeweiligen historischen Tiefstände (siehe Abbildung 24). Diese Entwicklung war in nahezu allen Euro-Ländern zu beobachten. Sie spiegelt das verzögerte Durchwirken von Marktzinsänderungen auf die Bankkreditzinsen wider. Zugleich waren die Kreditzinsen der Banken durch die schwerwiegenden wirtschaftlichen Folgen der Pandemie für die Einnahmen der Unternehmen, die Beschäftigungsaussichten der privaten Haushalte und die allgemeine Bonität der Kreditnehmer weiterhin einem Aufwärtsdruck ausgesetzt. Der Abstand zwischen den Bankkreditzinsen für sehr kleine Kredite und für große Kredite nahm im Juni und Juli in allen großen Euro-Ländern leicht zu, nachdem er sich zuvor verringert hatte. Er blieb jedoch unter dem Niveau vom März. Dank der Wirksamkeit der von der EZB, der Bankenaufsicht und den Regierungen ergriffenen Maßnahmen zur Stützung des Kreditangebots blieb der Aufwärtsdruck begrenzt.

Abbildung 24

Gewichtete Kreditzinsen der Banken in ausgewählten Ländern des Euroraums

(in % p. a.; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Der Indikator der Bankkreditkosten insgesamt errechnet sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monats-Durchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die Standardabweichung wird anhand einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2020.

Die jährlichen Ströme von Außenfinanzierungsmitteln an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum haben Schätzungen zufolge im zweiten Quartal 2020 erheblich zugenommen; gestützt wurde diese Entwicklung durch geringere Finanzierungskosten für nichtfinanzielle Unternehmen (siehe

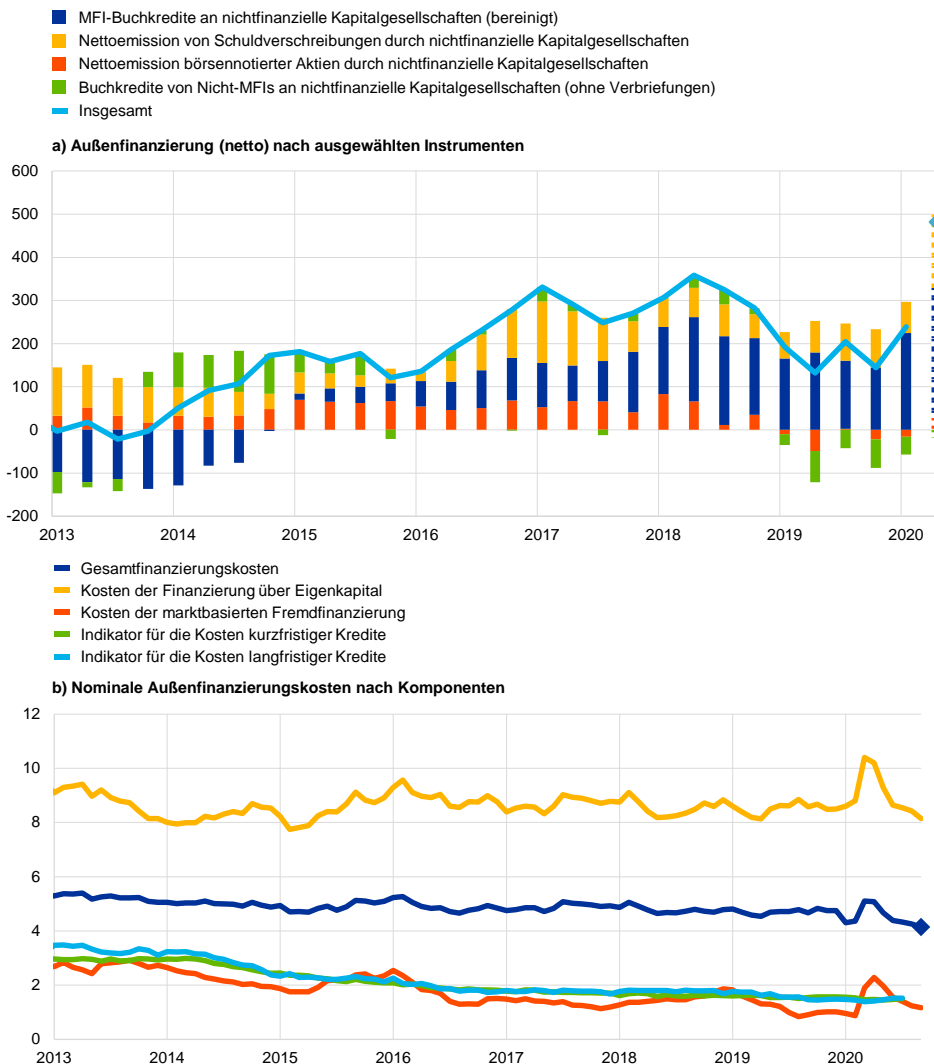
Abbildung 25, Grafik b). Dieser Anstieg spiegelt den anhaltenden Rückgang der operativen Cashflows der Unternehmen sowie deren hohen Finanzierungsbedarf infolge des Pandemieschocks wider. Im zweiten Quartal war ein reger Nettoabsatz von Unternehmensanleihen zu beobachten. Begünstigt wurde dieser durch eine Verkleinerung der Renditeabstände im Gefolge der Ausweitung des APP und des PEPP, in deren Rahmen auch Unternehmensanleihen angekauft werden. Die hohe Kreditaufnahme im zweiten Quartal hing mit der Verschärfung des konjunkturellen Abschwungs sowie den weiter stark sinkenden Unternehmensumsätzen und Cashflows zu Beginn des Quartals zusammen. Die Nachfrage nach Bankkrediten wurde auch durch die günstigen Zinsen für solche Kredite gestützt (siehe Abbildung 25, Grafik b). Da die Zahl der Unternehmensgründungen angesichts der eingetrübten Gewinnaussichten stark zurückging, blieb die Nettoemission börsennotierter Aktien im zweiten Jahresviertel verhalten, obwohl die Kosten der Eigenkapitalfinanzierung aufgrund niedrigerer Risikoprämien deutlich sanken. Zudem nahm die Kreditgewährung durch Nichtbanken (Nicht-MFIs) im zweiten Quartal weiter ab. Insgesamt waren die Außenfinanzierungsströme im zweiten Quartal 2020 höher als während der Finanz- und Staatsschuldenkrise. Gestärkt wurden sie durch die günstigen Finanzierungsbedingungen. So beliefen sich die nominalen Gesamtkosten der Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (bestehend aus Bankkrediten, Anleiheemissionen am Markt und Eigenkapitalfinanzierung) Ende Juni auf 4,4 %. Damit lagen sie etwa 70 Basispunkte

unter dem Spitzenwert vom März 2020 und nur 7 Basispunkte über dem historischen Tiefstand der Zeitreihe, der im Januar 2020 verzeichnet wurde. Von Ende Juni bis zum Ende des Betrachtungszeitraums am 9. September 2020 verringerten sich die Gesamtfinanzierungskosten Schätzungen zufolge weiter um rund 24 Basispunkte auf 4,1 %, womit ein neuer historischer Tiefstand erreicht wäre. Dies steht im Einklang mit den günstigeren Bedingungen für Bankkredite und am Anleihemarkt. Getragen wurden diese durch die raschen und umfangreichen Maßnahmen der Geld- und Finanzpolitik sowie der Aufsichtsbehörden, die zu einem Rückgang der Unsicherheit und Finanzmarktvolatilität beigetragen haben.

Abbildung 25

Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum

(Grafik a: jährliche Ströme in Mrd €, Grafik b: in % p. a.)



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

Anmerkung: Grafik a: Die Außenfinanzierung (netto) ist die Summe aus MFI-Buchkrediten, der Nettoemission von Schuldverschreibungen, der Nettoemission von börsennotierten Aktien und Buchkrediten von Nicht-MFIs. Die MFI-Buchkredite sind um Verkäufe, Verbriefungen und Cash-Pooling bereinigt. Die Buchkredite von Nicht-MFIs umfassen Kredite von sonstigen Finanzinstituten, Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ohne Verbriefungen. Der schraffierte Balken und die hellblaue Raute zeigen den Nowcast für das zweite Quartal 2020. Grafik b: Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften entsprechen dem gewichteten Mittel der Kosten von Bankkrediten, der marktbasierter Fremdfinanzierung und der Eigenkapitalfinanzierung, bezogen auf die entsprechenden Bestandsgrößen. Die dunkelblaue Raute markiert den Nowcast der Gesamtfinanzierungskosten für September 2020, der auf der Annahme beruht, dass die Bankkreditzinsen unverändert auf ihrem Niveau von Juli 2020 verbleiben. In Grafik a beziehen sich die jüngsten Angaben auf Daten aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet für das erste Quartal 2020. Die Schätzungen für das zweite Quartal 2020 beruhen auf Daten der EZB aus der MFI-Bilanzstatistik und der Statistik über Wertpapieremissionen sowie auf Daten von Dealogic. In Grafik b beziehen sich die jüngsten Angaben auf den 9. September 2020 (Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung; Monatsdurchschnitt der täglichen Daten), den 4. September (Kosten der Finanzierung über Eigenkapital; wöchentliche Daten) und auf Juli 2020 (Kreditkosten; monatliche Daten).

Die Bruttoverschuldung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Eurogebiet ist deutlich gestiegen und liegt nur noch knapp unter dem Rekordwert von Anfang 2015.

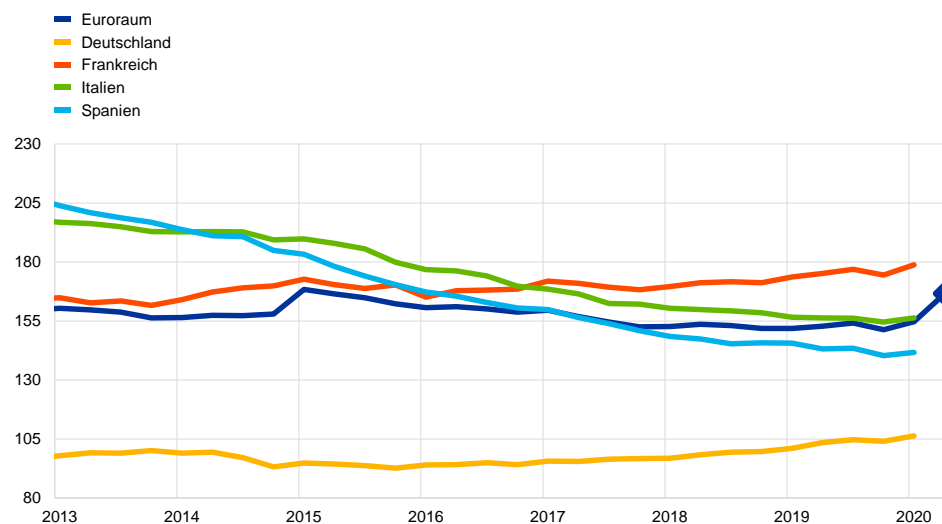
So erhöhte sich die an der Wertschöpfung gemessene Bruttoschuldenquote der Unternehmen im zweiten Quartal 2020 um 12 Prozentpunkte, wodurch sich eine kumulierte Zunahme um 15 Prozentpunkte seit Ende 2019 ergab (siehe Abbildung 26). Zurückzuführen war der breit angelegte

Anstieg der Bruttoverschuldung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften auf eine stärkere Nutzung der Fremdfinanzierung sowie einen deutlichen Rückgang der Bruttowertschöpfung. Die Unternehmen haben einen erheblichen Anteil der Mittel aus der Aufnahme neuer Bankkredite und der Emission von Schuldverschreibungen in Einlagen platziert, um damit ihren Betriebskapitalbedarf sowie notwendige Investitionen vorzufinanzieren und sich für mögliche finanzielle Engpässe in den kommenden Monaten zu wappnen. Folglich sind die Nettoschuldenquoten der Unternehmen sowie ihre Verschuldung zum Buchwert weitaus weniger stark gestiegen als die Bruttoverschuldung. Aus diesem Grund hat sich die finanzielle Anfälligkeit des Sektors trotz der kräftigen Zunahme der Unternehmensverschuldung nur leicht erhöht. Damit sich diese günstige Konstellation fortsetzt, ist eine anhaltende politische Unterstützung erforderlich, und zwar zum einen in Form einer akkommodierenden Geldpolitik, die die Kosten für die Bedienung der gestiegenen Schuldenlast in Grenzen hält, und zum anderen in Form breit angelegter fiskalischer Interventionen – darunter staatliche Garantie- und Moratoriumsprogramme –, die sicherstellen, dass die Banken in der Lage bleiben, weiterhin Kredite auszureichen und dadurch die ausgetrockneten Cashflows der Unternehmen zu kompensieren. Insgesamt deuten diese Entwicklungen darauf hin, dass die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Verlauf der anhaltenden Erholung zögerlicher werden dürften, was Unternehmensinvestitionen betrifft, vor allem wenn die Stützungsmaßnahmen abrupt enden sollten.

Abbildung 26

Bruttoverschuldung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in ausgewählten Ländern des Euroraums

(in % der Bruttowertschöpfung)



Quellen: EZB, Eurostat und EZB-Schätzungen.

Anmerkung: Die Verschuldung ist definiert als die Summe aller Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ohne intrasektorale Kredite, begebene Schuldverschreibungen und Pensionsverpflichtungen. Die blaue Raute zeigt den Nowcast für das zweite Quartal 2020.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

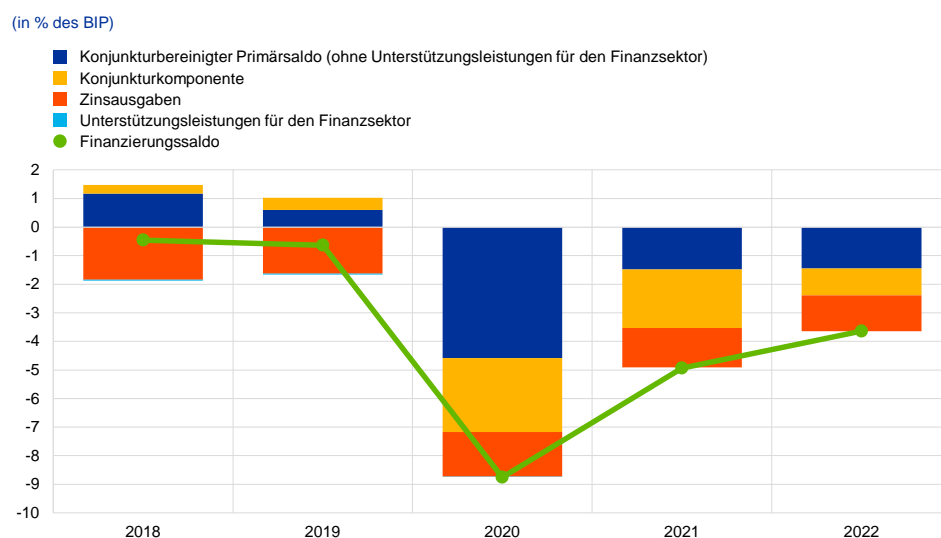
Die Coronavirus-Pandemie (Covid-19) wirkt sich nach wie vor in außergewöhnlichem Umfang auf die öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet aus. Zu Beginn der Krise standen diese Effekte größtenteils im Zusammenhang mit Maßnahmen, die zur Entlastung von Unternehmen, Beschäftigten und privaten Haushalten sowie zum Erhalt der Produktionskapazitäten ergriffen wurden. Der Fokus hat sich allmählich verschoben: Das politische Handeln ist nunmehr darauf ausgerichtet, dass die Wirtschaft zügig wieder in Gang kommt und für künftige Herausforderungen in der Zeit nach der Corona-Pandemie gewappnet ist. Die öffentlichen Haushalte aller Euro-Länder werden durch diese Maßnahmen sehr stark beansprucht, wenngleich sich die fiskalischen Belastungen und Reaktionsmöglichkeiten von Land zu Land unterscheiden. Die koordinierte finanzpolitische Reaktion Europas ist daher ausdrücklich zu begrüßen, so auch das zuletzt beschlossene Aufbauprogramm namens Next Generation EU (NGEU), das die nationalen Maßnahmen ergänzt. Es kommt darauf an, dass dem Beschluss des Europäischen Rates ein praktisches politisches Handeln folgt und dass die finanzpolitischen Pandemie-Notfallmaßnahmen so weit wie möglich zielgerichtet und zeitlich befristet sind. Aufgrund des Wirtschaftsabschwungs und der erheblichen finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen dürfte das gesamtstaatliche Haushaltsdefizit im Euroraum im Jahr 2020 deutlich auf 8,8 % des BIP steigen, verglichen mit 0,6 % des BIP im Vorjahr. Für die Jahre 2021 und 2022 wird ein Rückgang der Defizitquote auf 4,9 % bzw. 3,6 % erwartet. Die umfangreichen fiskalpolitischen Maßnahmen des laufenden Jahres haben dazu geführt, dass sich der konjunkturbereinigte Primärsaldo verschlechtert hat. Zudem sorgt die eingetrübte gesamtwirtschaftliche Lage für eine negative Konjunkturkomponente. Die in der Folgezeit zu erwartende Verbesserung dürfte sich vor allem aus den auslaufenden Notfallmaßnahmen und einem günstigeren Konjunkturverlauf ergeben. Gleichwohl sind die Aussichten für die öffentlichen Finanzen auch mit Abwärtsrisiken behaftet: Es bestehen Unsicherheiten im Zusammenhang mit der Auszahlung der NGEU-Mittel, und in einigen Staaten werden weiterhin Krisenmaßnahmen ergriffen. Ferner haben die Euro-Länder Kreditgarantien (bzw. Ermächtigungen dafür) in Höhe von fast 20 % des BIP vorgesehen, um die Risiken im Unternehmenssektor zu verringern. Diese Garantien stellen umfangreiche Eventualverbindlichkeiten dar und wirken sich bei Inanspruchnahme defiziterhöhend aus. Aufgrund der finanzpolitischen Maßnahmen und der Konjunkturerholung wird für 2020 eine kräftig steigende gesamtstaatliche Schuldenquote im Euroraum projiziert. Sie dürfte während des gesamten Projektionszeitraums auf einem erhöhten Niveau bleiben.

Die Experten der EZB rechnen in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2020 für das laufende Jahr mit einer deutlichen Verschlechterung des gesamtstaatlichen Finanzierungssaldos im Euro-Währungsgebiet und für die beiden Folgejahre mit einer leichten Verbesserung.¹² Demnach wird die gesamtstaatliche Defizitquote für den Euroraum von 0,6 % im Jahr 2019 auf 8,8 % im Jahr 2020 steigen und in den Jahren 2021 und

¹² Siehe EZB, [Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), September 2020.

2022 wieder auf 4,9 % bzw. 3,6 % zurückgehen (siehe Abbildung 27). Der Rückgang des öffentlichen Finanzierungssaldos im laufenden Jahr ergibt sich hauptsächlich aus der Verschlechterung des konjunkturbereinigten Primärsaldos. Diese wiederum ist vor allem auf Konjunkturstützungsmaßnahmen im Umfang von rund 4,5 % des BIP zurückzuführen. Hierbei handelt es sich überwiegend um Mehrausgaben, insbesondere in Form von Transferleistungen und Subventionen für Unternehmen und private Haushalte, darunter auch Kurzarbeitsregelungen. Die Verschlechterung ist aber auch der tiefen Rezession im Euroraum und einer somit stark negativen Konjunkturkomponente geschuldet.¹³ Die günstigere Entwicklung der Haushaltslage, die für den Zeitraum nach 2020 projiziert wird, ist durch den konjunkturbereinigten Primärsaldo bedingt. Dieser dürfte wieder ansteigen, da derzeit erwartet wird, dass der Großteil der Stützungsmaßnahmen ab Ende 2020 bzw. im Jahr darauf ausläuft. Die Konjunkturkomponente dürfte sich hingegen nur allmählich verbessern und im gesamten Projektionszeitraum negativ bleiben.

Abbildung 27
Öffentlicher Finanzierungssaldo und seine Zusammensetzung



Quellen: EZB sowie EZB, Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, September 2020.

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

Die Länder des Eurogebiets haben nicht nur fiskalpolitische Maßnahmen zur Stützung ihrer Volkswirtschaften ergriffen, sondern auch umfangreiche Kreditgarantien übernommen bzw. Ermächtigungen dafür vorgesehen, um die Liquiditätsposition der Unternehmen zu stärken. Insgesamt belaufen sich diese Garantien auf rund 20 % des BIP für den gesamten Euroraum. Allerdings bestehen im Hinblick auf den Umfang der Ermächtigungen für diese Garantien deutliche Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten. Die Kreditgarantien sind Eventualverbindlichkeiten der Staaten und führen somit bei Inanspruchnahme zu öffentlichen Mehrausgaben in entsprechender Höhe.

¹³ Zu beachten ist, dass die Zerlegung von Zyklus und Trend zum aktuellen Zeitpunkt mit einer ungewöhnlich hohen Unsicherheit behaftet ist.

Verglichen mit den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni 2020 haben sich die Aussichten für die öffentlichen Finanzen in den Jahren 2020 und 2021 leicht verschlechtert und für 2022 etwas verbessert.

So wurde der in Relation zum BIP erwartete gesamtstaatliche Finanzierungssaldo auf Euroraum-Ebene für das laufende und das darauffolgende Jahr um 0,2 Prozentpunkte bzw. 0,1 Prozentpunkte nach unten revidiert. Für das Jahr 2022 erfolgte eine Aufwärtskorrektur um 0,2 Prozentpunkte. Ausschlaggebend für die höheren Haushaltsdefizite in den Jahren 2020 und 2021 ist vor allem die Verschlechterung des konjunkturbereinigten Primärsaldos. Diese ist im Zusammenhang mit Stützungsmaßnahmen zu sehen, die in den Euro-Ländern eingeführt bzw. aufgestockt wurden. Die Lockerung des fiskalischen Kurses wird teilweise dadurch ausgeglichen, dass die Konjunkturkomponente weniger ungünstig wirkt und die Zinsausgaben etwas niedriger ausfallen dürften als erwartet. Zu den etwas besseren Haushaltsaussichten für 2022 tragen die geringeren Zinsausgaben im Verbund mit einer günstigeren Konjunkturkomponente bei. Dadurch wird die Verschlechterung des konjunkturbereinigten Primärsaldos mehr als ausgeglichen.

Der fiskalische Kurs im Euroraum sollte 2020 deutlich expansiv, 2021 jedoch restriktiv ausfallen, da die meisten Stützungsmaßnahmen dann auslaufen dürften.¹⁴

Im Jahr 2019 war der Fiskalkurs den Schätzungen zufolge leicht expansiv, für 2020 wird indes mit 5,4 Prozentpunkten eine erhebliche Lockerung erwartet. Im Jahr 2021 dürfte der fiskalische Kurs mit 3,1 Prozentpunkten wieder restriktiv sein, denn es wird derzeit davon ausgegangen, dass der Großteil der während der Covid-19-Pandemie ergriffenen Stützungsmaßnahmen im kommenden Jahr schrittweise auslaufen wird. Gleichwohl wird der öffentliche Finanzierungssaldo weiterhin deutlich im negativen Bereich liegen. Dabei wird die wirtschaftliche Erholung nach wie vor durch fiskalpolitische Instrumente und nicht zuletzt durch die automatischen Stabilisatoren gestützt.¹⁵ Für das Jahr 2022 wird ein neutraler fiskalischer Kurs projiziert.

Die gesamtstaatliche Schuldenquote im Eurogebiet dürfte im Jahr 2020 auf 100,7 % ansteigen und danach in sehr kleinen Schritten wieder zurückgehen.

Der Anstieg um 16,6 Prozentpunkte gegenüber 2019 ergibt sich im Wesentlichen aus hohen Primärdefiziten, einem sehr ungünstigen Zins-Wachstums-Differenzial und umfangreichen Deficit-Debt-Adjustments aufgrund der Pandemiemaßnahmen. Die Primärdefizite werden 2021 und 2022 zwar sinken, aber immer noch beträchtlich sein. Überkompensiert wird dieser Rückgang jedoch durch einen höheren Beitrag eines günstigeren Zins-Wachstums-Differenzials, das aufgrund der projizierten wirtschaftlichen Erholung zu erwarten ist, sowie durch negative Deficit-Debt-Adjustments im Jahr 2022 (siehe Abbildung 28). Für Ende 2022 wird daher mit einer Schuldenquote von 98,9 % gerechnet. Ausschlaggebend für die Abwärtskorrektur

¹⁴ Der fiskalische Kurs spiegelt Richtung und Ausmaß des Fiskalimpulses auf die Volkswirtschaft ohne die automatische Reaktion der öffentlichen Finanzen auf den Konjunkturzyklus wider. Er wird hier anhand der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos ohne Anrechnung der staatlichen Unterstützungsleistungen für den Finanzsektor gemessen. Zum Konzept des Fiskalkurses im Euroraum siehe EZB, [Der fiskalische Kurs im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2016, Juni 2016.

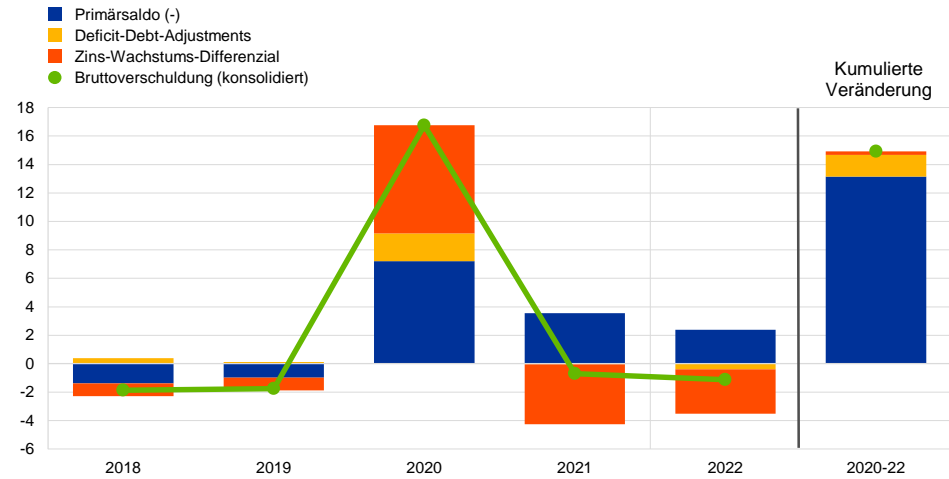
¹⁵ Siehe hierzu auch den Aufsatz zu den automatischen Stabilisatoren im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

um 1,1 Prozentpunkte gegenüber den Projektionen vom Juni 2020 ist in erster Linie das günstigere Zins-Wachstums-Differenzial während des Projektionszeitraums.

Abbildung 28

Veränderung der Staatsverschuldung und Bestimmungsfaktoren

(in Prozentpunkten des BIP)



Quellen: EZB sowie EZB, Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, September 2020.

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

Die Coronavirus-Pandemie hat zu einer erheblichen, jedoch ungleich verteilten Belastung für die öffentlichen Haushalte geführt, sodass ein ambitionierter und koordinierter finanzpolitischer Kurs nach wie vor unabdingbar ist. Es ist daher sehr zu begrüßen, dass sich der Europäische Rat mit dem NGEU-Paket erstmals auf ein befristetes europäisches Haushaltsinstrument verständigt hat, das die in den Staatshaushalten wirkenden Stabilisatoren ergänzt. Durch die damit bereitgestellten Mittel ist es möglich, die von der Pandemie am schlimmsten betroffenen Regionen und Sektoren umfassend zu unterstützen, den europäischen Binnenmarkt zu stärken und eine dauerhafte und erfolgreiche Erholung herbeizuführen. Es kommt darauf an, dass dem Beschluss des Europäischen Rates ein praktisches politisches Handeln folgt und dass die finanzpolitischen Pandemie-Notfallmaßnahmen so weit wie möglich zielgerichtet und zeitlich befristet sind.

Kästen

1 Der bulgarische Lew und die kroatische Kuna im Wechselkursmechanismus (WKM II)

Ettore Dorrucci, Michael Fidora, Christine Gartner und Tina Zumer

Der bulgarische Lew und die kroatische Kuna wurden am 10. Juli 2020 in den Wechselkursmechanismus (WKM II) aufgenommen. Der Beschluss wurde einvernehmlich von den Finanzministern der Euro-Länder, der Präsidentin der Europäischen Zentralbank und den Finanzministern und Zentralbankpräsidenten von Dänemark, Bulgarien und Kroatien gefasst. Dem vorausgegangen war ein gemeinsames Verfahren unter Beteiligung der Europäischen Kommission und des Wirtschafts- und Finanzausschusses. Der Beginn der Teilnahme am WKM II ist die letzte Stufe eines detaillierten Fahrplans für einen Prozess, der durch die konstruktive Zusammenarbeit zwischen den bulgarischen und den kroatischen Behörden und den Vertragsparteien des WKM II gekennzeichnet war und auf einer gründlichen wirtschaftlichen Beurteilung und dem Grundsatz der Gleichbehandlung beruhte.

Der WKM II wurde 1999 eingeführt, um auch auf diesem Wege die Konvergenz eines Landes mit dem Euro-Währungsgebiet zu beurteilen. Er dient im Wesentlichen zwei Zwecken: zum einen der Regelung der Wechselkurse zwischen den Währungen der teilnehmenden Länder und dem Euro, zum anderen der leichteren Beurteilung der Konvergenz gemäß Artikel 140 AEUV vor der Einführung der Gemeinschaftswährung. Daher ist die Teilnahme am WKM II nicht nur in juristischer Hinsicht zentraler Bestandteil des Konvergenzkriteriums der Wechselkursstabilität; sie ist auch ein Mittel, um festzustellen, ob die Konvergenz vor und nach der Euro-Einführung nachhaltig ist bzw. sein wird. Da eine mindestens zweijährige Teilnahme am WKM II ohne starke Spannungen eine Voraussetzung für die Einführung der Gemeinschaftswährung ist, wird von allen Mitgliedstaaten der EU erwartet, dass sie sich früher oder später dem Wechselkursmechanismus anschließen.

Der WKM II ist eine multilaterale Vereinbarung mit festen, aber anpassungsfähigen Wechselkursen. Er sieht einen Leitkurs zwischen den Teilnehmerwährungen und dem Euro sowie eine Standardbandbreite von $\pm 15\%$ um den jeweiligen Euro-Leitkurs vor. Weitere wesentliche Merkmale sind das Eingreifen der Notenbanken an den Interventionspunkten der vereinbarten Schwankungsbandbreite und die Verfügbarkeit sehr kurzfristiger Finanzierungen von den teilnehmenden Zentralbanken. Bei Eintritt in den WKM II können sich die nationalen Zentralbanken einseitig zu einer engeren Bandbreite verpflichten als im WKM II vorgesehen, ohne dass der EZB oder den anderen Teilnehmern des

Wechselkursmechanismus hieraus zusätzliche Verpflichtungen erwachsen.¹ Während der Teilnahme am WKM II können deutliche Änderungen des gleichgewichtigen Wechselkurses einer Teilnehmerwährung oder eine inkonsistente Wirtschaftspolitik dazu führen, dass der Leitkurs – wie seinerzeit bei der slowakischen Krone – angepasst werden muss oder die Bandbreiten neu festgelegt werden müssen. Interventionen an den Grenzen des Wechselkursbandes erfolgen grundsätzlich automatisch und in unbegrenzter Höhe. Allerdings können die EZB und die teilnehmenden NZBen diese Interventionen jederzeit aussetzen, wenn sie mit dem vorrangigen Ziel der Wahrung der Preisstabilität unvereinbar sind.

Erfahrungsgemäß können im WKM II unterschiedliche Wechselkursregime vertreten sein, wie es nun bei Bulgarien und Kroatien der Fall ist. Der Wechselkursmechanismus bietet genügend Spielraum für Anpassungen an Schocks und Marktentwicklungen. Gleichzeitig ermöglicht er im Rahmen einseitiger Verpflichtungen streng kontrollierte oder feste Wechselkursregime und sogar Currency-Board-Regelungen.² Eine Currency-Board-Regelung galt vor der Einführung des Euro in Estland und Litauen für die Eesti Pank und die Lietuvos bankas; derzeit bedient sich die Българска народна банка (Bulgarische Nationalbank) einer solchen Regelung. Die kroatische Notenbank Hrvatska narodna banka hält den Wechselkurs der Kuna gegenüber dem Euro stabil, um ihr vorrangiges Ziel der Preisstabilität zu erreichen, verpflichtet sich aber nicht zu einem festen Wechselkurs. In jedem Fall müssen alle Teilnehmerländer mindestens zwei Jahre im Wechselkursmechanismus verbleiben, bevor ihnen in den Konvergenzberichten der EZB und der Europäischen Kommission gegebenenfalls die Eignung für die Einführung des Euro bescheinigt werden kann.³

Der Prozess, der in die Teilnahme am WKM II mündet, hat sich im Laufe der Zeit entwickelt, stützt sich aber stets auf das Prinzip der Gleichbehandlung. Als vor mehr als 15 Jahren das letzte Mal eine Gruppe von Ländern dem WKM II beitrug, erforderte die Teilnahme am Wechselkursmechanismus die Veröffentlichung einer klaren, aber allgemein gehaltenen Verpflichtung, eine stabilitätsorientierte Politik zu betreiben. In den Jahren darauf wurde aus der Weltfinanzkrise eine Reihe wichtiger politischer Lehren gezogen. Von dieser Krise waren nicht nur das Euro-Währungsgebiet, sondern auch mehrere Länder, deren Währungen dem WKM II angehörten, betroffen. Der Ordnungsrahmen des Euroraums wurde nach der Krise dahingehend reformiert, dass die wirtschaftliche und haushaltspolitische Überwachung verstärkt und die Bankenunion geschaffen wurden. In diesem

¹ Multilateral verpflichtende Schwankungsbandbreiten, die enger als die Standardbandbreite sind, sollten nur in einem sehr fortgeschrittenen Konvergenzstadium in Erwägung gezogen werden. Dies gilt etwa für die dänische Krone, für die eine multilateral vereinbarte Schwankungsbandbreite von $\pm 2,25$ % gegenüber dem Euro besteht.

² Siehe EZB, [Grundsatzposition des EZB-Rats zu Wechselkursfragen in Bezug auf die beitretenden Staaten](#), 18. Dezember 2003.

³ Über die Einführung des Euro entscheidet im Einklang mit den einschlägigen Bestimmungen des AEU-Vertrags der Rat der Europäischen Union. Nach Anhörung des Europäischen Parlaments und Aussprache im Europäischen Rat fasst der Rat auf Vorschlag der Kommission einen Beschluss, welche infrage kommenden Mitgliedstaaten außerhalb des Euro-Währungsgebiets die Voraussetzungen für die Einführung der Gemeinschaftswährung erfüllen. Grundlage eines solchen Beschlusses sind die Kriterien nach Artikel 140 AEUV. Die Beurteilungen, ob diese Kriterien erfüllt werden – auch als Konvergenzberichte bezeichnet –, werden von der EZB und der Europäischen Kommission erstellt. Der Rat handelt auf Empfehlung einer qualifizierten Mehrheit der Mitglieder, die ein Euro-Land vertreten.

Zeitraum erhöhte sich auch das Bewusstsein für die möglicherweise weitreichenden Auswirkungen einer Teilnahme am WKM II, stellt diese doch eine Änderung des Wechselkursregimes dar, die die wirtschaftlichen Anreize internationaler und inländischer Anleger beeinflussen kann. So war in mehreren Ländern nach dem Beitritt zum Wechselkursmechanismus eine starke Beschleunigung der Bruttokapitalzuflüsse (ohne ausländische Direktinvestitionen) zu beobachten – auch im Vergleich zu anderen Ländern derselben Region und im selben Zeitraum. In einigen Fällen war diese Entwicklung nicht von Dauer, sodass in den Jahren darauf zeitweise eine starke Abnahme der Kapitalströme verzeichnet wurde.

Eine wichtige Lehre aus der weltweiten Finanzkrise lautete: Im Vorfeld der Einführung des Euro trägt ein hohes Maß an institutioneller Qualität und guter wirtschafts- und finanzpolitischer Steuerung dazu bei, die Gefahr eines Aufbaus übermäßiger Ungleichgewichte zu verringern. Eine größere strukturelle Widerstandsfähigkeit schafft die Voraussetzungen für die Kapitalallokation an produktive Unternehmen anstatt an „Rent Seekers“, die ihre Einkommenserzielchancen zu erhöhen versuchen. Damit wird der Aufholprozess gestützt und der Bildung von Blasen entgegengewirkt. Darüber hinaus versetzt eine gute wirtschafts- und finanzpolitische Steuerung die politischen Entscheidungsträger in die Lage, dem Druck von Interessengruppen standzuhalten, die dafür plädieren, notwendige Reformen nicht durchzuführen und vom Aufbau von Puffern in Zeiten einer guten oder normalen wirtschaftlichen Entwicklung – welcher auch antizyklische makroprudenzielle und finanzpolitische Maßnahmen beinhaltet – abzusehen. In den letzten Jahren haben sich diese Lehren und Entwicklungen in dem Fahrplan hin zum WKM II niedergeschlagen, der von den Behörden Bulgariens und Kroatiens in Zusammenarbeit mit den WKM-II-Parteien erarbeitet wurde.

Die Aufnahme einer Währung in den WKM II erfolgt auf der Grundlage der Entschließung des Europäischen Rates vom 16. Juni 1997.⁴ So werden die Beschlüsse über die Teilnahme am WKM II von den WKM-II-Parteien in gegenseitigem Einvernehmen gefasst. Dies bedeutet, dass über die Tragfähigkeit der Politik des Mitgliedstaats, der die Aufnahme seiner Landeswährung in den WKM II beantragt, Konsens herrschen muss. Allerdings wurde in jüngerer Zeit klargestellt, dass ein solcher Konsens von drei Grundbedingungen abhängt: a) Berücksichtigung der aus Krisen der Vergangenheit gezogenen Lehren wie auch b) der eingeführten Bankenunion und c) Anerkennung der Notwendigkeit, etwaigen landesspezifischen Schwachstellen gebührend Rechnung zu tragen, die es zu beheben gilt, damit die spannungsfreie Teilnahme am Wechselkursmechanismus sichergestellt ist.

Diesem Ansatz folgend legten die bulgarischen und kroatischen Behörden eine Reihe politischer Vorabverpflichtungen fest, die in Bulgarien im Sommer 2018 und in Kroatien im Sommer 2019 formell verabschiedet wurden. Sie wurden in Zusammenarbeit mit den WKM-II-Parteien konzipiert und waren vor Beginn der Teilnahme am WKM II freiwillig zu erfüllen. Diese Verpflichtungen spiegeln die aktuelle Realität in einer Weise wider, die vernünftig, verhältnismäßig

⁴ Entschließung des Europäischen Rates über die Einführung eines Wechselkursmechanismus in der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (ABl. C 236 vom 2.8.1997, S. 5).

und von Motivation geprägt ist. Insbesondere müssen diese Selbstverpflichtungen konkret, realistisch und überprüfbar sein und sich innerhalb relativ kurzer Zeit umsetzen, überwachen und verifizieren lassen. Ihre Erfüllung wurde von der EZB und der Europäischen Kommission innerhalb des jeweiligen Zuständigkeitsbereichs überwacht und beurteilt. Die EZB agierte hier in den Bereichen Bankenaufsicht und makroprudenzielle Politik, die Europäische Kommission in Bezug auf Strukturmaßnahmen (die Finanzpolitik unterliegt den Bestimmungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts).

Mit dem Beitritt zum WKM II am 10. Juli 2020 haben Bulgarien und Kroatien zusätzliche politische Verpflichtungen übernommen, um auf ihrem Weg in die Währungsunion eine nachhaltige Konvergenz zu gewährleisten.⁵ Im Einklang mit den bisherigen Verfahren gingen beide Länder zu Beginn ihrer WKM II-Teilnahme freiwillige politische Verpflichtungen („post-entry commitments“) ein. So verpflichteten sie sich begleitend zur Vereinbarung über die Teilnahme des Lew und der Kuna am WKM II nachdrücklich zu einer soliden Wirtschaftspolitik, die darauf abzielt, die Stabilität des Wirtschafts- und Finanzsystems zu wahren und ein hohes Maß an dauerhafter wirtschaftlicher Konvergenz zu erreichen. Gemeinsam mit den zuständigen EU-Institutionen werden die verantwortlichen Behörden die Entwicklungen im Bereich der makroökonomischen Politik sowie die Durchführung dieser politischen Maßnahmen innerhalb der entsprechenden Rahmenwerke überwachen. Alles in allem hat der Prozess, der in die Teilnahme am WKM II mündete, als Katalysator für Reformen gewirkt, die die Risiken im Rahmen des WKM II im Hinblick auf die spätere Einführung des Euro mindern werden. Auch wenn solche Reformen die Risiken nicht vollständig beseitigen, ist ihre Bedeutung für eine tragfähige Teilnahme an der Währungsunion nicht zu unterschätzen.

Der Lew und die Kuna wurden zum aktuellen Wechselkurs gegenüber dem Euro in den WKM II aufgenommen. Für den Lew gilt ein Leitkurs von 1,95583 Lewa je Euro; dieser entspricht dem festen Wechselkurs im Rahmen der bulgarischen Currency-Board-Regelung. Für die Kuna gilt ein Leitkurs von 7,53450 Kuna je Euro; dieser entspricht dem Marktkurs des Aufnahmetags 10. Juli 2020.

Die Einbeziehung beider Währungen zu ihrem aktuellen Wechselkurs spiegelt die Tatsache wider, dass Bulgarien und Kroatien eine bemerkenswerte Erfolgsbilanz hinsichtlich der Wechselkursstabilität aufweisen und ihre Volkswirtschaften eine erhebliche außenwirtschaftliche Anpassung durchlaufen haben. Seit mehr als zwei Jahrzehnten befolgt die Българска народна банка (Bulgarische Nationalbank) eine Currency-Board-Regelung, wonach sie sich dazu verpflichtet, Lewa zu einem festen Wechselkurs gegen Euro zu tauschen. Die Hrvatska narodna banka hält ein kontrolliertes Floating des Wechselkurses aufrecht, bei dem die Kuna in einer relativ engen Bandbreite um ihren durchschnittlichen Wechselkurs zum Euro schwankt. Trotz ihrer grundlegend unterschiedlichen Funktionsweise haben sich beide Wechselkurssysteme in ihren Volkswirtschaften

⁵ Siehe die Website der EZB zu den Kommunikés im Zusammenhang mit dem WKM II, den Antragschreiben der Länder und den Verpflichtungen nach dem Beitritt [Bulgariens](#) und [Kroatiens](#) (die deutsche Fassung der Kommunikés ist auf der Website der Deutschen Bundesbank abrufbar).

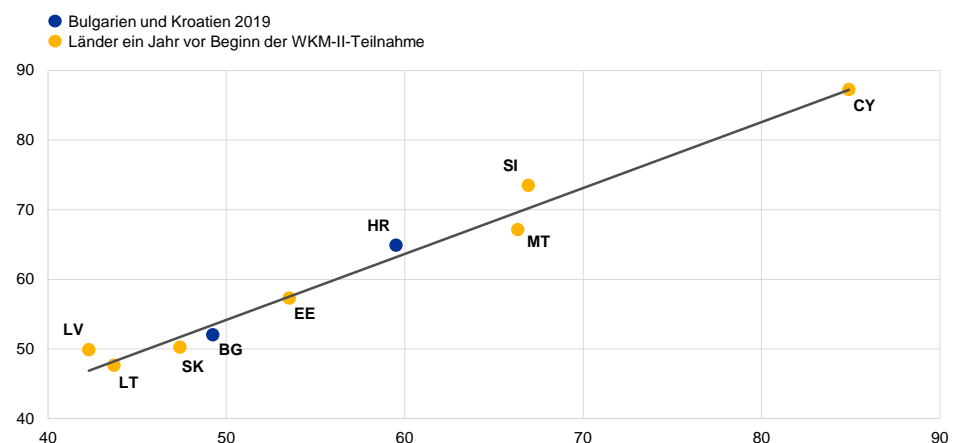
bewährt. So stellten sie in Zeiten schwerwiegender Finanzmarktspannungen ihre Widerstandskraft unter Beweis; dies gilt auch für die derzeitige Coronakrise. Darüber hinaus durchliefen beide Länder nach Beginn der Weltfinanzkrise eine erhebliche außenwirtschaftliche Anpassung. Hierzu gehörte auch die Korrektur der hohen Leistungsbilanzdefizite, die sich inzwischen in Überschüsse umgekehrt haben. In der Folge kam es zu einer beträchtlichen Reduzierung der Netto-Schuldnerposition gegenüber dem Ausland, und beide Notenbanken bildeten umfangreiche Puffer in Form von Währungsreserven.

Der außenwirtschaftliche Anpassungsprozess ging in beiden Staaten mit einer nominalen Anpassung einher. Dabei spiegelte das Preisniveau deutlich den Konvergenzstand der jeweiligen Volkswirtschaft wider. Sowohl Bulgarien als auch Kroatien hatten vor der Weltfinanzkrise deutliche Preis- und Kostensteigerungen zu verzeichnen. Diese waren teilweise eine Begleiterscheinung des realen Konvergenzprozesses in Form einer Annäherung des Einkommensniveaus beider Länder an die übrige Europäische Union. Umgekehrt führte die globale Finanzkrise in Bulgarien wie auch in Kroatien zu einer gewissen Korrektur des Preis- und Kostenniveaus. Jeweils in Relation zum Euroraum betrachtet stehen Preis- und Einkommensniveau beider Länder nun deutlich im Einklang miteinander. Auch wenn diese Niveaus weiterhin merklich unter jenen des Eurogebiets liegen, stellt dies per se keinen Hinderungsgrund für die Teilnahme am WKM II dar. So haben die bisherigen Erfahrungen gezeigt, dass Länder, die dem WKM II in einem vergleichbaren oder sogar niedrigeren Stadium der Konvergenz beitreten, die Gemeinschaftswährung später dennoch erfolgreich einführen können. Wichtiger für eine erfolgreiche Teilnahme am WKM II ist ein im Verhältnis zu dem Einkommensniveau (siehe Abbildung A) sowie, allgemeiner betrachtet, zu den wirtschaftlichen Fundamentaldaten eines Landes angemessenes Preisniveau.

Abbildung A

Pro-Kopf-BIP und Preisniveau im Vergleich zum Euroraum

(in %; x-Achse: Pro-Kopf-BIP im Vergleich zum Euroraum; y-Achse: Preisniveau im Vergleich zum Euroraum)



Quelle: EZB.

2 Verbesserte Messgrößen der EZB für die effektiven Wechselkurse

Michael Fidora und Martin Schmitz

Der effektive Wechselkurs (EWK) ist ein Index des gewichteten Durchschnitts der bilateralen Wechselkurse einer Währung gegenüber den Währungen ausgewählter Handelspartner; der reale EWK-Index wird abgeleitet, indem man diesen nominalen Index um relative Preis- und Kostenentwicklungen bereinigt.⁶ Das zur Aggregation der bilateralen Kurse herangezogene Gewichtungsschema trägt der relativen Bedeutung der einzelnen Länder als Handelspartner Rechnung. Der nominale handelsgewichtete EWK stellt eine summarische Messgröße des Außenwerts einer Währung dar. Dagegen ist der reale handelsgewichtete EWK der am häufigsten verwendete Indikator der internationalen preislichen und kostenmäßigen Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft.

Die EZB hat die Berechnung ihrer EWK-Indizes für den Euro kürzlich verbessert, um der Entwicklung der weltweiten Handelsverflechtungen und vor allem der wachsenden Bedeutung des internationalen Dienstleistungshandels gerecht zu werden.⁷ Alle drei Jahre aktualisiert die EZB die Außenhandelsgewichte, die der Ermittlung der EWK-Indizes zugrunde liegen, damit sie mittelfristige Veränderungen im Handel des Euroraums zeitnah abbilden kann. Im Rahmen der letzten, im Juli 2020 abgeschlossenen Aktualisierung wurde das Gewichtungsschema überarbeitet und neben dem Handel mit gewerblichen Erzeugnissen auch der Dienstleistungshandel erfasst.⁸ Das verarbeitende Gewerbe hat zwar noch immer den größten Anteil am Handel des Eurogebiets, doch hat der Dienstleistungshandel in den vergangenen Jahrzehnten im Zuge der Globalisierung und Digitalisierung an Bedeutung gewonnen. Ende 2019 entfiel auf ihn ein Anteil von rund 30 % am Handel des Euroraums.⁹ Durch eine bessere Datenerfassung ist es darüber hinaus einfacher geworden, den Handel mit Dienstleistungen im Rahmen der etablierten EZB-Methodik mit zu berücksichtigen. Die Anzahl der Handelspartner, die in den EWK-Indizes erfasst sind, wurde ebenfalls erhöht, nämlich von 38 auf 42.

⁶ Für die einzelnen Länder des Euro-Währungsgebiets werden Harmonisierte Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit (Harmonised competitiveness indicators – HCIs) ermittelt, die auf denselben Methoden und Daten basieren wie die EWK-Indizes des Euro. Auch sie wurden – analog zu den EWK-Indizes – verbessert.

⁷ Ein Überblick über die zur Berechnung der EWK-Indizes verwendeten Methoden findet sich in: M. Schmitz, M. De Clercq, M. Fidora, B. Lauro und C. Pinheiro, Revisiting the effective exchange rates of the euro, *Journal of Economic and Social Measurement*, Bd. 38, Nr. 2, 2013, S. 127-158; R. Brisson und M. Schmitz, The ECB's enhanced effective exchange rates and harmonised competitiveness indicators – an updated weighting scheme including trade in services, *Statistics Paper Series* der EZB (im Erscheinen).

⁸ Im Zuge dieser Aktualisierung wurden die Zeitreihen um die durchschnittlichen Außenhandelsgewichte für den Dreijahreszeitraum von 2016 bis 2018 ergänzt und die Gewichte für die vorangegangenen Zeiträume (1995 bis 2015) überarbeitet.

⁹ Bedeutender als der Handel mit gewerblichen Erzeugnissen ist der Dienstleistungshandel in Luxemburg, Zypern, Malta, Irland und Griechenland (in absteigender Reihenfolge).

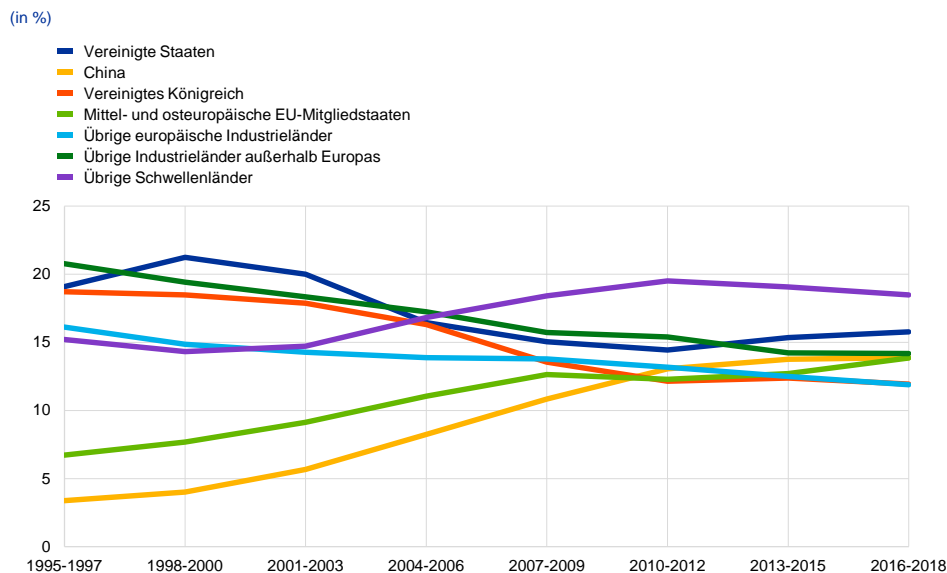
Damit sind nahezu 90 % des Handels mit gewerblichen Erzeugnissen und Dienstleistungen abgedeckt.¹⁰

In den neuen Handelsgewichten kommen zwei Entwicklungen zum Ausdruck: zum einen die Rolle der Schwellenländer, die für den Handel des Euroraums im ersten Jahrzehnt des laufenden Jahrhunderts immer wichtiger wurden, deren Bedeutung seitdem aber nicht mehr zugenommen hat, und zum anderen die Rolle der mittel- und osteuropäischen EU-Mitgliedstaaten, deren Bedeutung gewachsen ist (siehe Abbildung A). So stieg der kumulierte Anteil der mittel- und osteuropäischen EU-Mitgliedstaaten am Handel des Eurogebiets aufgrund ihrer zunehmenden Integration in die europäischen Wertschöpfungsketten im Zeitraum von 2016 bis 2018 so stark, dass er nahezu dem Anteil Chinas entspricht. Der Anteil der Schwellenländer hingegen war sogar rückläufig, wenngleich sich der Anteil Chinas geringfügig erhöhte. Ein Blick auf die einzelnen Länder zeigt, dass die Vereinigten Staaten weiterhin der wichtigste Handelspartner des Euro-Währungsgebiets sind. Sie konnten ihren Anteil vor allem wegen der zunehmenden Bedeutung des Dienstleistungshandels sogar noch leicht steigern. Danach folgen China und das Vereinigte Königreich, dessen Anteil seit Mitte der 1990er-Jahre allerdings erheblich geschrumpft ist.

¹⁰ Kolumbien, Peru, Saudi-Arabien, die Ukraine und die Vereinigten Arabischen Emirate wurden in den Kreis der Handelspartner aufgenommen. Dieser umfasst nun alle EU-Länder außerhalb des Euroraums, die G-20- und die OECD-Staaten sowie Algerien, die Sonderverwaltungsregion Hongkong, Malaysia, Marokko, Peru, die Philippinen, Taiwan, Thailand, die Ukraine und die Vereinigten Arabischen Emirate. Venezuela wurde aus der Ländergruppe der Handelspartner gestrichen, da es sich schwierig gestaltet, für dieses Land verlässliche Wirtschaftsstatistiken zu erhalten, und da es als Handelspartner des Euroraums an Bedeutung verloren hat.

Abbildung A

Entwicklung der Außenhandelsgewichte (insgesamt) im EWK-42-Index des Euro im Zeitverlauf



Quelle: EZB.

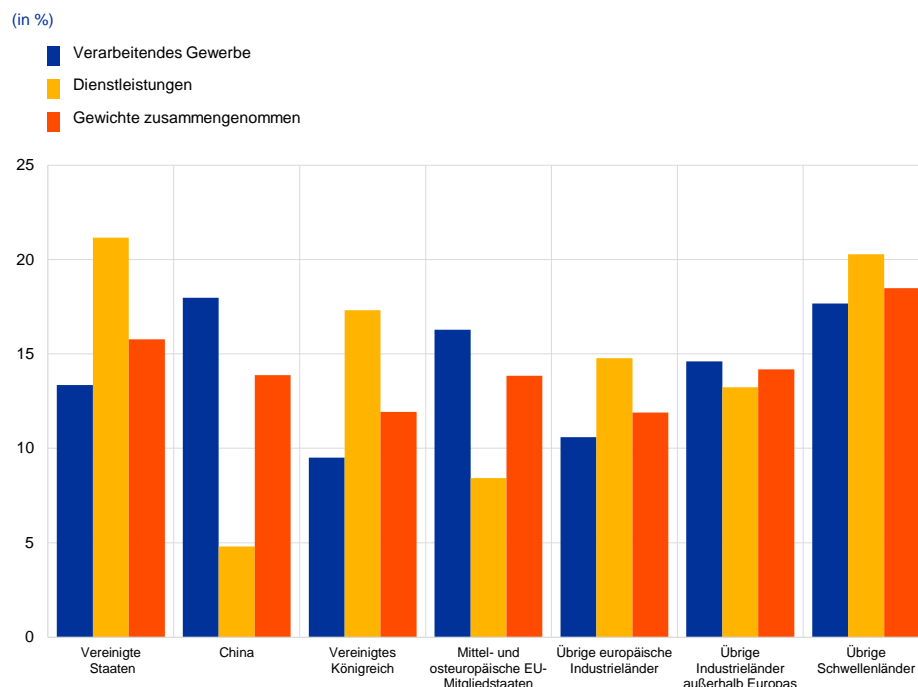
Anmerkung: Zu den „mittel- und osteuropäischen EU-Mitgliedstaaten“ zählen Bulgarien, Kroatien, Polen, Rumänien, die Tschechische Republik und Ungarn; die „übrigen europäischen Industrieländer“ umfassen Dänemark, Island, Norwegen, Schweden und die Schweiz; zu den „übrigen Industrieländern außerhalb Europas“ zählen Australien, die Sonderverwaltungsregion Hongkong, Israel, Japan, Kanada, Neuseeland, Singapur, Südkorea und Taiwan; die „übrigen Schwellenländer“ umfassen Algerien, Argentinien, Brasilien, Chile, Indien, Indonesien, Kolumbien, Malaysia, Marokko, Mexiko, Peru, die Philippinen, Russland, Saudi-Arabien, Südafrika, Thailand, die Türkei, die Ukraine und die Vereinigten Arabischen Emirate.

Die wichtigsten Handelspartner des Euroraums unterscheiden sich hinsichtlich der relativen Bedeutung des Handels mit gewerblichen Erzeugnissen und Dienstleistungen erheblich voneinander (siehe Abbildung B).

So ist die Rolle der USA als wichtigster Handelspartner in erster Linie dem großen Anteil dieses Landes am Dienstleistungshandel mit den Euro-Ländern geschuldet, vor allem in Bezug auf Telekommunikations-, EDV- und Informationsdienstleistungen sowie sonstige unternehmensbezogene Dienstleistungen. Dagegen liegt der US-amerikanische Anteil am Handel mit gewerblichen Erzeugnissen deutlich unter dem Chinas, das bei alleiniger Berücksichtigung des verarbeitenden Gewerbes wiederum der wichtigste Handelspartner des Euroraums ist. Für das Vereinigte Königreich und die Gruppe der „übrigen europäischen Industrieländer“ hat der Dienstleistungshandel ebenfalls eine viel größere Bedeutung als der Handel mit gewerblichen Erzeugnissen. Bei den mittel- und osteuropäischen EU-Mitgliedstaaten ist der Anteil der Dienstleistungen jedoch wesentlich geringer, da die Handelsverflechtungen dieser Länder mit dem Euroraum größtenteils auf deren Einbindung in die europäischen Wertschöpfungsketten im verarbeitenden Gewerbe zurückgehen.

Abbildung B

Außenhandelsgewichte im EWK-42-Index des Euro: verarbeitendes Gewerbe, Dienstleistungen sowie Gewichte zusammengenommen



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Außenhandelsgewichte sind Durchschnittswerte für den Zeitraum von 2016 bis 2018. Die Ländergruppen sind in der Anmerkung zu Abbildung A spezifiziert.

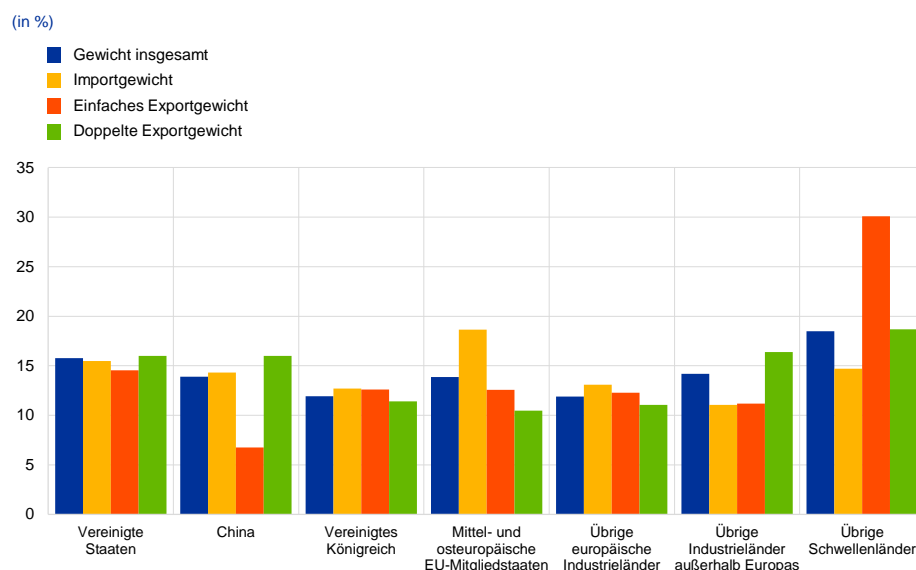
Die Import- und Exportgewichte fallen für die meisten Länder und Regionen im Großen und Ganzen ähnlich aus, selbst wenn der Wettbewerb an

„Drittmärkten“ berücksichtigt wird (siehe Abbildung C). Die Außenhandelsgewichte insgesamt werden anhand der (gewichteten) Durchschnittswerte der Export- und Importgewichte ermittelt, die den Anteil der einzelnen Länder an den Exporten bzw. Importen des Euroraums wiedergeben. Auf der Exportseite stehen die Unternehmen aus dem Eurogebiet mit Produzenten eines bestimmten Landes jedoch nicht nur auf dem Heimatmarkt dieser Produzenten im Wettbewerb, sondern auch auf anderen Auslandsmärkten, den Drittmärkten. Um diesem Effekt Rechnung zu tragen, werden „doppelte“ Exportgewichte zur Berechnung der allgemeinen Außenhandelsgewichte verwendet. Während bei den meisten Ländern und Regionen die einfachen und die doppelten Exportgewichte nicht sonderlich stark voneinander abweichen, ist der Unterschied im Fall Chinas beträchtlich. Dies spiegelt die Rolle Chinas als weltweit führender Warenexporteur wider, was zugleich impliziert, dass das Land auch ein wichtiger Wettbewerber an den Drittmärkten ist. Für die anderen Schwellenländer gilt das Gegenteil. Auf sie entfällt zwar ein erheblicher Anteil der direkten Ausfuhren des Eurogebiets, in Drittstaaten konkurrieren sie aber nur in geringem Maße mit den Euro-Ländern, da ihr Anteil an den weltweiten Ausfuhren relativ klein ist. Bei den meisten Ländern sind die Import- und die (doppelten) Exportgewichte ebenfalls ähnlich. Eine bemerkenswerte Ausnahme von diesem Grundmuster stellen allerdings die EU-Mitgliedstaaten in Mittel- und Osteuropa dar. Die Position dieser Region innerhalb der stark

miteinander verflochtenen Wertschöpfungsketten in Europa deutet darauf hin, dass diese Länder für das Euro-Währungsgebiet bezüglich der Einfuhren wichtiger sind als in Bezug auf die Ausfuhren. Dies gilt mit Blick auf die direkten Exporte und umso mehr, wenn die Konkurrenz auf Drittmärkten berücksichtigt wird.

Abbildung C

Außenhandelsgewichte im EWK-42-Index des Euro: Gewicht insgesamt, Importgewicht, einfaches Exportgewicht und doppeltes Exportgewicht



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Außenhandelsgewichte sind Durchschnittswerte für den Zeitraum von 2016 bis 2018. Die Ländergruppen sind in der Anmerkung zu Abbildung A spezifiziert.

Anhand des verbesserten Gewichtungsschemas wird deutlich, dass die seit Anfang 2017 zu beobachtende Aufwertung des Euro in nominaler Rechnung etwas weniger stark ausfiel, als es auf Grundlage des zuvor verwendeten Gewichtungsschemas erschien; Hauptgrund hierfür ist das gestiegene Gewicht der Industrieländer.¹¹ Legt man die aktualisierte Zeitreihe zugrunde, stieg der tägliche nominale effektive Wechselkurs des Euro gegenüber der EWK-42-Ländergruppe von Anfang 2017 bis Ende August 2020 um 12,3 % an, verglichen mit 13,8 % gemäß dem Indikator auf Basis des alten Gewichtungsschemas für das verarbeitende Gewerbe (siehe Abbildung D).¹² Diese Revision ergibt sich in erster Linie aus dem gestiegenen Gewicht der Industriestaaten (vor allem aufgrund der Einbindung des Dienstleistungshandels in das Gewichtungsschema), deren Währungen im Schnitt weniger stark zum Euro abwerteten als die Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften. In realer Rechnung war die Entwicklung jedoch

¹¹ Für die nominalen EWK-Indizes sowie die mit den Verbraucherpreisen, dem BIP-Deflator und den Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft deflationierten realen EWK-Indizes werden die Gewichte herangezogen, bei denen der Handel mit gewerblichen Erzeugnissen und mit Dienstleistungen zusammengefasst wird. Die mit den Erzeugerpreisen im verarbeitenden Gewerbe und den Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe deflationierten realen EWK-Indizes basieren indes weiterhin auf den Gewichten für das verarbeitende Gewerbe.

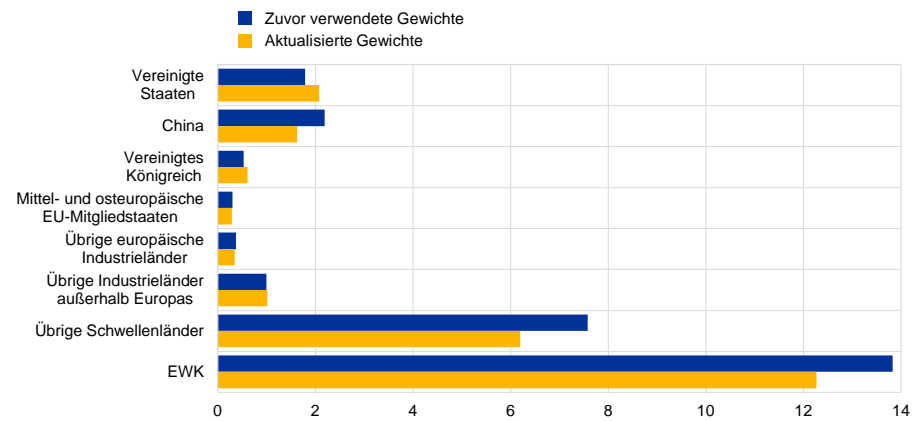
¹² Unterschiede zwischen den aktualisierten und den zuvor verwendeten EWK-Indizes ergeben sich auch daraus, dass alle Außenhandelsgewichte – einschließlich der Gewichte für das verarbeitende Gewerbe – überarbeitet wurden, um Datenrevisionen sowie methodischen Verbesserungen Rechnung zu tragen.

sehr konsistent. So stiegen sowohl der aktualisierte reale EWK-42-Index (deflationiert mit dem Verbraucherpreisindex) als auch die bis dato veröffentlichte Zeitreihe im Zeitraum von Januar 2017 bis August 2020 um knapp 7 % an (siehe Abbildung E).

Abbildung D

Entwicklung des nominalen EWK-Index des Euro gemäß den zuvor verwendeten und den aktualisierten Gewichten

(Veränderung in %; Kurs am 31. August 2020 in Relation zum Kurs am 2. Januar 2017)



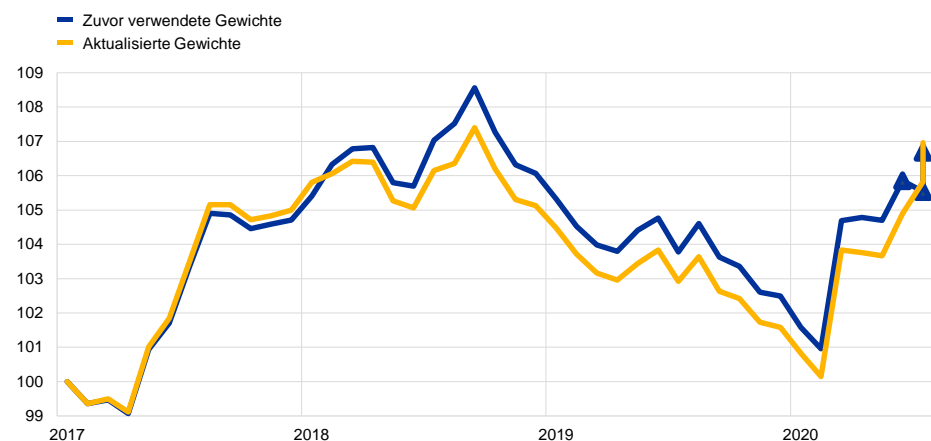
Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Ländergruppen sind in der Anmerkung zu Abbildung A spezifiziert. Die Zeitreihe zu den „aktualisierten Gewichten“ bezieht sich auf den EWK-42-Index, der 42 Länder und 42 Außenhandelsgewichte enthält, die den Handel mit gewerblichen Erzeugnissen und mit Dienstleistungen kombinieren. Die Zeitreihe zu den „zuvor verwendeten Gewichten“ bezieht sich auf den EWK-38-Index, der auf dem alten Gewichtungsschema für das verarbeitende Gewerbe basiert (d. h. ohne den Dienstleistungshandel und unter Berücksichtigung von nur 38 Handelspartnern). Diese Zeitreihe wurde zum Juni 2020 eingestellt.

Abbildung E

Entwicklung des realen, mit dem Verbraucherpreisindex deflationierten EWK-Index des Euro gemäß den zuvor verwendeten und den aktualisierten Gewichten

(Index; umbasiert auf Januar 2017 = 100)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Zeitreihe zu den „aktualisierten Gewichten“ bezieht sich auf den EWK-42-Index, der 42 Länder und 42 Außenhandelsgewichte enthält, die den Handel mit gewerblichen Erzeugnissen und mit Dienstleistungen kombinieren. Die Zeitreihe zu den „zuvor verwendeten Gewichten“ bezieht sich auf den EWK-38-Index, der auf dem alten Gewichtungsschema für das verarbeitende Gewerbe basiert (d. h. ohne den Dienstleistungshandel und unter Berücksichtigung von nur 38 Handelspartnern). Diese Zeitreihe wurde zum Juni 2020 eingestellt. Bei den Angaben für den Zeitraum von Juni bis August 2020 (zu erkennen an den Dreiecken) handelt es sich um automatische Aktualisierungen der eingestellten Zeitreihen.

3 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 6. Mai bis zum 21. Juli 2020

Simon Forsyth und Christian Lizarazo

Dieser Kasten befasst sich mit den geldpolitischen Geschäften der EZB und der Liquiditätsentwicklung in der dritten und vierten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des laufenden Jahres (6. Mai bis 9. Juni und 10. Juni bis 21. Juli 2020). Die Marktvolatilität im Zusammenhang mit der Coronakrise (Covid-19) ebte in diesem Zeitraum ab. Hierzu trugen auch die von Zentralbanken wie der EZB eingeleiteten Schritte sowie die auf nationaler und auf EU-Ebene beschlossenen fiskalischen Unterstützungsmaßnahmen bei.

Die Zentralbankliquidität im Bankensystem nahm in der dritten und vierten Erfüllungsperiode des Jahres 2020 weiter zu. Ausschlaggebend hierfür waren die Abwicklung der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) sowie die Wertpapierkäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP). Am 4. Juni beschloss der EZB-Rat, den Rahmen des PEPP um 600 Mrd € auf insgesamt 1 350 Mrd € zu erweitern und den Ankaufzeitraum bis mindestens Ende Juni 2021 zu verlängern. Außerdem wurde entschieden, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des PEPP erworbenen Wertpapiere mindestens bis Ende 2022 bei Fälligkeit wieder anzulegen.

Als Reaktion auf die Coronakrise hat der EZB-Rat außerdem eine neue Repo-Fazität des Eurosystems für nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörende Zentralbanken (EUREP) eingerichtet. Über diese vorsorglichen Repo-Linien in Euro können Zentralbanken außerhalb des Euroraums ihren Bedarf an Euro-Liquidität decken, sollte es aufgrund des Covid-19-Schocks zu Marktstörungen kommen, welche die reibungslose Transmission der Geldpolitik der EZB beeinträchtigen. Im Rahmen von EUREP wird das Eurosystem einem weit gefassten Kreis von nicht dem Eurogebiet angehörenden Zentralbanken Euro-Liquidität zur Verfügung stellen. Dies erfolgt gegen Hinterlegung ausreichender Sicherheiten in Form von auf Euro lautenden marktfähigen Schuldtiteln, die von Zentralstaaten im Euroraum und supranationalen Institutionen begeben wurden. EUREP ergänzt die bilateralen Swap- und Repo-Linien der EZB, über die sich Zentralbanken außerhalb des Euroraums mit Liquidität in Euro versorgen können. Im Berichtszeitraum wurden neue bilaterale Repo-Linien mit Rumänien, Serbien und Albanien angekündigt.

Liquiditätsbedarf

Der tagesdurchschnittliche Liquiditätsbedarf des Bankensystems – d. h. die Summe aus autonomen Faktoren (netto) und Mindestreserve-Soll – belief sich im Berichtszeitraum auf 1 934,7 Mrd € Damit war der Liquiditätsbedarf 321,3 Mrd € höher als im vorangegangenen Berichtszeitraum, der die ersten beiden Erfüllungsperioden des Jahres 2020 umfasste (siehe Tabelle A unter „Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung“). Die autonomen Faktoren (netto) nahmen um

316,6 Mrd € auf 1 794,3 Mrd € zu, während das Mindestreserve-Soll um 4,7 Mrd € auf 140,4 Mrd € anstieg.

Von allen autonomen Faktoren waren die Einlagen öffentlicher Haushalte im Berichtszeitraum mit Abstand der Posten mit dem größten liquiditätsabschöpfenden Effekt. Dieser erhöhte sich im Durchschnitt um 261,5 Mrd € auf 583 Mrd €. Die Einlagen öffentlicher Haushalte im Euroraum erreichten im Berichtszeitraum ein Rekordhoch und machten im Schnitt mehr als 9 % des Bilanzvolumens des Eurosystems aus, verglichen mit weniger als 6 % im vorangegangenen Beobachtungszeitraum. Ihr deutlich über dem Trend liegender Anstieg dürfte mit der Vorbereitung und Umsetzung der finanzpolitischen Maßnahmen zusammenhängen, die von den Regierungen des Euroraums zur Bewältigung der Coronakrise beschlossen wurden. Über den Banknotenumlauf und die sonstigen autonomen Faktoren wurden im Berichtszeitraum zudem insgesamt 77,6 Mrd € mehr an Liquidität absorbiert als im Berichtsraum zuvor, davon 58,1 Mrd € über den Banknotenumlauf und 19,5 Mrd € über die sonstigen autonomen Faktoren. Den liquiditätsabschöpfenden Faktoren standen verglichen mit dem vorherigen Berichtszeitraum liquiditätszuführende Faktoren in Höhe von 22,6 Mrd € gegenüber, die die Liquiditätsabsorption aber nur teilweise ausglich. Dabei verringerten sich die Nettoforderungen in Euro gegenüber dem vorangegangenen Berichtszeitraum um 37,9 Mrd €, während die Nettoforderungen in Fremdwährung um 60,5 Mrd € zunahmen (siehe Tabelle A unter „Aktiva“).

Insgesamt wurde im Berichtszeitraum erheblich mehr Liquidität über geldpolitische Instrumente bereitgestellt, als über die autonomen Faktoren (netto) abgeschöpft wurde.

Tabelle A

Liquiditätsbedingungen im Eurosystem

Passiva

(Durchschnittswerte; in Mrd €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 6. Mai bis 21. Juli 2020						Vorheriger Berichtszeitraum: 29. Januar bis 5. Mai 2020	
	Dritte und vierte Erfüllungsperiode		Dritte Erfüllungsperiode: 6. Mai bis 9. Juni		Vierte Erfüllungsperiode: 10. Juni bis 21. Juli		Erste und zweite Erfüllungsperiode	
Autonome Liquiditätsfaktoren	2 849,3	(+339,1)	2 741,3	(+142,5)	2 939,4	(+198,1)	2 510,3	(+130,0)
Banknotenumlauf	1 357,6	(+58,1)	1 347,9	(+26,1)	1 365,7	(+17,7)	1 299,5	(+27,7)
Einlagen öffentlicher Haushalte	583,0	(+261,5)	477,1	(+102,7)	671,2	(+194,2)	321,5	(+101,7)
Sonstige autonome Faktoren ¹	908,8	(+19,5)	916,3	(+13,8)	902,5	(-13,8)	889,3	(+0,6)
Über das Mindestreserve-Soll hinausgehende Giro Guthaben	2 033,1	(+437,5)	1 827,1	(+142,6)	2 204,7	(+377,6)	1 595,6	(+85,5)
Mindestreserve-Soll²	140,4	(+4,7)	139,4	(+3,7)	141,2	(+1,8)	135,7	(+1,4)
Einlagefazilität	330,5	(+72,3)	299,9	(+28,2)	356,0	(+56,0)	258,2	(+1,8)
Liquiditätsabschöpfende Feinsteuerungsoperationen	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Quelle: EZB.

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

1) Berechnet als Summe aus Ausgleichsposten aus Neubewertung, sonstigen Forderungen und Verbindlichkeiten Ansässiger des Euroraums sowie Kapital und Rücklagen.

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

Aktiva

(Durchschnittswerte; in Mrd €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 6. Mai bis 21. Juli 2020						Vorheriger Berichtszeitraum: 29. Januar bis 5. Mai 2020	
	Dritte und vierte Erfüllungsperiode		Dritte Erfüllungsperiode: 6. Mai bis 9. Juni		Vierte Erfüllungsperiode: 10. Juni bis 21. Juli		Erste und zweite Erfüllungsperiode	
Autonome Liquiditätsfaktoren	1 055,4	(+22,6)	1 036,7	(-3,8)	1 071,0	(+34,3)	1 032,8	(+23,7)
Nettoforderungen in Fremdwährung	907,3	(+60,5)	950,4	(+24,1)	871,3	(-79,1)	846,7	(+75,6)
Nettoforderungen in Euro	148,2	(-37,9)	86,3	(-27,9)	199,7	(+113,5)	186,1	(-52,0)
Geldpolitische Instrumente	4 291,9	(+824,7)	3 971,0	(+320,5)	4 559,3	(+588,3)	3 467,2	(+195,0)
Offenmarktgeschäfte	4 291,9	(+824,7)	3 971,0	(+320,5)	4 559,3	(+588,3)	3 467,2	(+195,0)
Tendernesschäfte	1 206,1	(+464,3)	984,1	(+117,8)	1 391,1	(+407,0)	741,8	(+97,7)
Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs)	0,6	(-0,4)	0,3	(-0,2)	0,8	(+0,5)	1,0	(-1,3)
Dreimonatige längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs)	2,2	(-0,9)	2,0	(-0,2)	2,3	(+0,3)	3,1	(-0,3)
Zweite Reihe gezielter LRGs (GLRG II)	282,8	(-188,3)	418,1	(-13,2)	170,0	(-248,2)	471,1	(-118,8)
Dritte Reihe gezielter LRGs (GLRG III)	691,9	(+541,5)	216,1	(+16,4)	1 088,4	(+872,3)	150,4	(+101,9)
Überbrückungs-LRGs	228,6	(+112,4)	347,5	(+115,1)	129,6	(-217,9)	116,2	(+116,2)
Outright-Geschäfte	3 085,8	(+360,4)	2 986,9	(+202,7)	3 168,2	(+181,3)	2 725,4	(+97,3)
Erstes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP)	0,6	(-0,5)	0,7	(-0,1)	0,5	(-0,2)	1,1	(-0,9)
Zweites Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP2)	2,9	(-0,0)	2,9	(-0,0)	2,9	(-0,0)	2,9	(-0,0)
Drittes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3)	282,3	(+9,3)	280,7	(+4,5)	283,7	(+3,1)	273,0	(+9,2)
Programm für die Wertpapiermärkte (SMP)	36,7	(-5,5)	38,5	(-2,0)	35,1	(-3,4)	42,2	(-5,6)
Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP)	30,8	(+0,9)	30,9	(-0,3)	30,7	(-0,2)	29,9	(+1,7)
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP)	2 230,2	(+79,4)	2 212,9	(+38,0)	2 244,5	(+31,6)	2 150,7	(+50,8)
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP)	217,0	(+18,0)	212,4	(+8,0)	220,9	(+8,5)	199,0	(+15,6)
Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP)	285,3	(+258,7)	207,9	(+154,7)	349,8	(+141,9)	26,6	(+26,6)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)

Quelle: EZB.

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

Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung

(Durchschnittswerte; in Mrd €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 6. Mai bis 21. Juli 2020						Vorheriger Berichtszeitraum: 29. Januar bis 5. Mai 2020	
	Dritte und vierte Erfüllungsperiode		Dritte Erfüllungsperiode: 6. Mai bis 9. Juni		Vierte Erfüllungsperiode: 10. Juni bis 21. Juli		Erste und zweite Erfüllungsperiode	
Aggregierter Liquiditätsbedarf ¹	1 934,7	(+321,3)	1 844,4	(+150,2)	2 009,9	(+165,5)	1 613,4	(+107,7)
Autonome Faktoren (netto) ²	1 794,3	(+316,6)	1 705,0	(+146,5)	1 868,8	(+163,7)	1 477,8	(+106,3)
Überschussliquidität ³	2 363,6	(+509,8)	2 127,1	(+170,8)	2 560,7	(+433,6)	1 853,8	(+87,3)

Quelle: EZB.

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

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

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

3) Berechnet als Summe aus den Einlagen auf Girokonten, die das Mindestreserve-Soll übersteigen, und der Inanspruchnahme der Einlagefazilität (abzüglich der Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität).

Zinsentwicklung

(Durchschnittswerte; in %)

	Aktueller Berichtszeitraum: 6. Mai bis 21. Juli 2020						Vorheriger Berichtszeitraum: 29. Januar bis 5. Mai 2020	
	Dritte und vierte Erfüllungsperiode		Dritte Erfüllungsperiode: 6. Mai bis 9. Juni		Vierte Erfüllungsperiode: 10. Juni bis 21. Juli		Erste und zweite Erfüllungsperiode	
HRGs	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Einlagefazilität	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
EONIA ¹	-0,460	(-0,01)	-0,457	(-0,01)	-0,463	(-0,01)	-0,451	(+0,00)
€STR	-0,546	(-0,01)	-0,542	(+0,00)	-0,548	(-0,01)	-0,536	(+0,00)

Quelle: EZB.

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

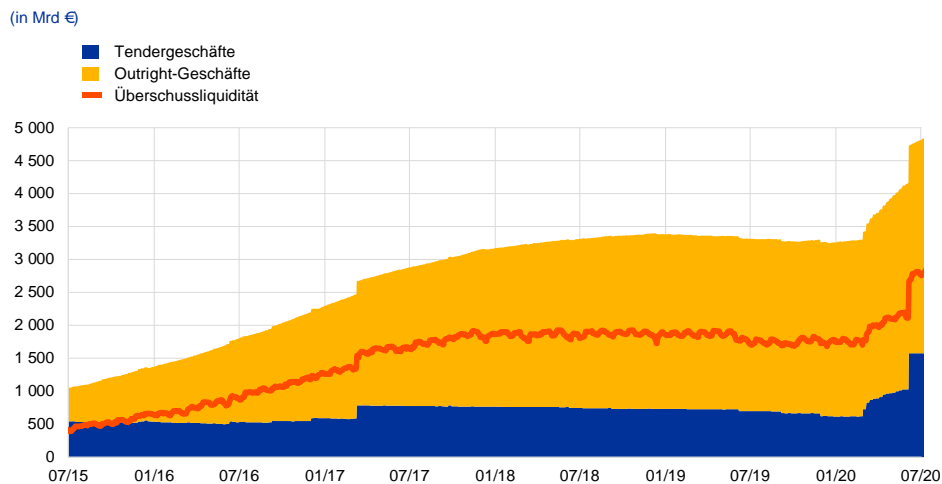
1) Ab dem 1. Oktober 2019 berechnet als Euro Short-Term Rate (€STR) zuzüglich 8,5 Basispunkten. Differenzen in den angegebenen Veränderungen des Euro Overnight Index Average (EONIA) und des €STR sind rundungsbedingt.

Liquiditätsbereitstellung über geldpolitische Instrumente

Die durchschnittliche Liquidität, die über Offenmarktgeschäfte bereitgestellt wurde, erhöhte sich um 824,7 Mrd € auf 4 291,9 Mrd € (siehe Abbildung A). Mehr als die Hälfte (56 %) dieses Anstiegs entfiel auf Tendergeschäfte, die restlichen 44 % entfielen auf Outright-Geschäfte. Über die GLRG III und das PEPP wurde mit 541,5 Mrd € bzw. 258,7 Mrd € am meisten zusätzliche Liquidität zugeteilt.

Abbildung A

Entwicklung der über Offenmarktgeschäfte bereitgestellten Liquidität und der Überschussliquidität



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 21. Juli 2020.

Die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung über Tendergeschäfte erhöhte sich im Berichtszeitraum um 464,3 Mrd €, was vor allem auf die Abwicklung des vierten Geschäfts der GLRG-III-Reihe (GLRG III.4) im Juni 2020 zurückzuführen war.

Die Liquiditätsbereitstellung über die GLRG III nahm aufgrund des GLRG III.4 im Schnitt um 541,5 Mrd € zu. Dieser Anstieg wurde durch fällige Geschäfte und freiwillige Rückzahlungen im Rahmen der GLRG-II-Reihe teilweise kompensiert. Daraus wird ersichtlich, dass viele Geschäftspartner Umschichtungen in das attraktivere GLRG III.4 vornahmen. Die Fälligkeiten und Rückzahlungen im Rahmen der GLRG-II-Reihe beliefen sich auf durchschnittlich -188,3 Mrd €. Neben den GLRG II und den GLRG III waren die neu eingeführten Überbrückungs-LRGs ein weiteres wichtiges Instrument der Liquiditätsbereitstellung. Gegenüber dem vorangegangenen Berichtszeitraum erhöhte sich ihr Zuteilungsvolumen um durchschnittlich 112,4 Mrd €. Diese LRGs wurden am 12. März 2020 als Überbrückungsinstrument eingeführt, um einen sofortigen Zugang zu Finanzmitteln zu besonders günstigen Konditionen zu ermöglichen und gleichzeitig die Umschichtung von Mitteln in die GLRG III zu erleichtern. Die neuen Überbrückungs-LRGs wurden bereits am 24. Juni 2020 fällig, also vor Ablauf des Berichtszeitraums. Noch während des Berichtszeitraums führte die EZB die ersten zwei von insgesamt sieben längerfristigen Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäften (PELTROs) durch, die im April 2020 angekündigt worden waren. Diese Geschäfte sollen eine effektive Absicherung (Backstop) für die Geldmarktsätze bieten und auf diese Weise das reibungslose Funktionieren der Geldmärkte unterstützen. Durch die PELTROs wurde zusätzliche Liquidität in Höhe von durchschnittlich 8,2 Mrd € bereitgestellt. Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) und die dreimonatigen LRGs spielten nur eine untergeordnete Rolle und verringerten die Liquiditätszuteilung im Berichtszeitraum um insgesamt 1,3 Mrd €.

Unterdessen war bei den Outright-Geschäften ein Anstieg um 360,4 Mrd € auf 3 085,8 Mrd € zu verzeichnen, da die Netto-Wertpapierankäufe im Rahmen des APP und des PEPP fortgesetzt wurden. Der Bestand des PEPP-Portfolios belief sich im Schnitt auf 285,3 Mrd € und war damit 258,7 Mrd € höher als im vorangegangenen Berichtszeitraum. Somit verzeichnete das PEPP von allen Ankaufprogrammen mit Abstand den stärksten Anstieg. An zweiter Stelle lag das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) mit einer Zunahme um 79,4 Mrd € auf 2 230,2 Mrd €. An dritter Stelle folgte das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) mit einem Zuwachs um 18,0 Mrd € auf 217,0 Mrd €.

Überschussliquidität

Die durchschnittliche Überschussliquidität erhöhte sich um 509,8 Mrd € auf 2 363,6 Mrd € (siehe Abbildung A). Die über das Mindestreserve-Soll hinausgehenden Giro Guthaben der Banken beim Eurosystem nahmen um 437,5 Mrd € auf 2 033,1 Mrd € zu. Die Überschussliquidität in der Einlagefazilität stieg unterdessen um 72,3 Mrd € auf 330,5 Mrd €. Die Regelung, dass Überschussreserven teilweise von der negativen Verzinsung zum Einlagesatz befreit werden können, gilt nur für Überschussreserven, die auf Girokonten gehalten werden. Für die Banken besteht daher ein wirtschaftlicher Anreiz, ihre Überschussliquidität auf dem Girokonto zu halten statt in der Einlagefazilität.

Zinsentwicklung

Der €STR ging im Berichtszeitraum vor dem Hintergrund der gestiegenen Überschussliquidität um 0,9 Basispunkte zurück. Im Berichtszeitraum lag er bei durchschnittlich -54,5 Basispunkten, verglichen mit durchschnittlich -53,6 Basispunkten in den zwei Erfüllungsperioden zuvor. Der EONIA, der seit Oktober 2019 als €STR zuzüglich eines fixen Zinsabstands von 8,5 Basispunkten berechnet wird, entwickelte sich im Gleichlauf mit dem €STR. Die Leitzinsen der EZB, d. h. die Zinssätze für die Einlagefazilität, für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und die Spitzenrefinanzierungsfazilität, blieben im Berichtszeitraum unverändert.

4 Die Auswirkungen der jüngsten starken Zunahme der Unsicherheit auf die Wirtschaftsentwicklung im Euro-Währungsgebiet

Arne Gieseck und Svetlana Rujin

Aufgrund der Corona-Pandemie (Covid-19) ist die Unsicherheit so stark gestiegen wie noch nie. Die Unsicherheit betrifft sämtliche Aspekte der Pandemie: Wie ansteckend und tödlich ist das Virus? Sind die Gesundheitssysteme in der Lage, mit einer steigenden Inanspruchnahme umzugehen und eine medizinische Lösung zu entwickeln? Wie lange werden die Eindämmungsmaßnahmen (wie Lockdowns und Abstandsregeln) fortgeführt, wie wirksam sind sie und welche Auswirkungen haben sie auf die Konjunktur und die Beschäftigung? Wie schnell wird sich die Wirtschaft nach der Lockerung der Corona-Maßnahmen erholen? Inwieweit wird die Pandemie den Konsum, die Investitionen und das Wachstumspotenzial dauerhaft beeinflussen?

Im vorliegenden Kasten wird dargestellt, wie sich die Unsicherheit im Euroraum entwickelt hat und welche Auswirkungen sie auf die realwirtschaftliche Aktivität haben dürfte. Die Unsicherheit lässt sich zwar nicht direkt beobachten, in der Fachliteratur wurden jedoch eine Reihe von Näherungswerten vorgeschlagen und angewandt.¹³ In diesem Kasten wird aufgezeigt, wie sich ausgewählte Messgrößen der Unsicherheit in den vergangenen Monaten entwickelt haben. Zudem werden Informationen genutzt, die in einem Maß für makroökonomische Unsicherheit enthalten sind, um deren konjunkturelle Auswirkungen beurteilen zu können. Hierfür wird ein bayesianisches Vektorautoregressionsmodell (BVAR-Modell) herangezogen, mit dem sich der dynamische Effekt eines Unsicherheitsschocks auf die entsprechende Variable schätzen lässt.

Die gewählten Messgrößen belegen, dass die Unsicherheit im Zuge der Covid-19-Ausbreitung im Eurogebiet erheblich zugenommen hat. In Abbildung A ist dargestellt, wie sich vier ausgewählte Messgrößen der Unsicherheit im Euroraum in den vergangenen 13 Jahren verändert haben. Die Analyse enthält zwei Maße für die makroökonomische und die finanzielle Unsicherheit. Sie setzen an der Schwierigkeit an, den künftigen Wirtschaftsverlauf vorherzusagen, was von der zunehmenden Fehlerhäufigkeit bei der Prognose einer breiten Palette an realwirtschaftlichen und finanziellen Variablen abhängig ist.¹⁴ Daneben liegen der Untersuchung noch folgende Messgrößen zugrunde: ein weithin verwendeter Näherungswert der Prognoseunsicherheit, der anhand der Uneinigkeit unter professionellen Prognostikern ermittelt wird,¹⁵ sowie ein Maß für die wirtschaftspolitische

¹³ Ein Überblick findet sich in: EZB, [Auswirkungen von Unsicherheit auf die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 8/2016, Dezember 2016.

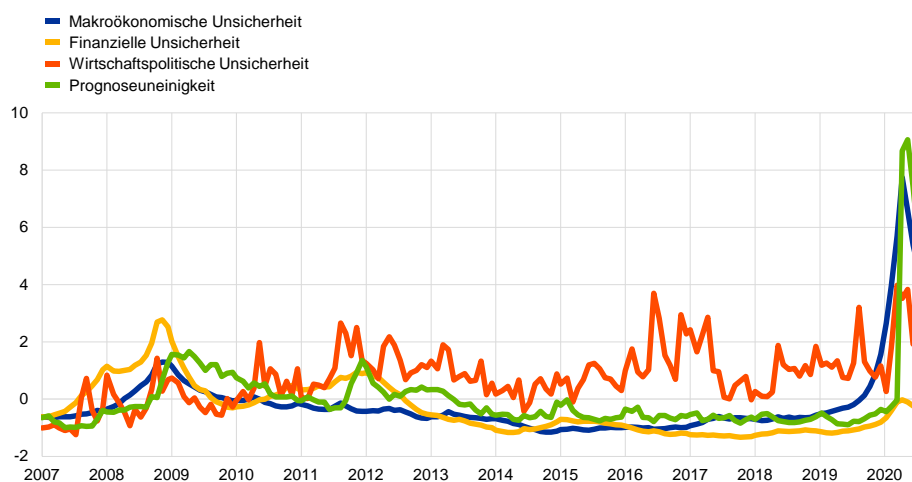
¹⁴ Siehe K. Jurado, S. C. Ludvigson und S. Ng, *Measuring Uncertainty*, *American Economic Review*, Bd. 105, Nr. 3, 2015, S. 1177-1216.

¹⁵ Siehe beispielsweise V. Zarnowitz und L. A. Lambros, *Consensus and Uncertainty in Economic Prediction*, *Journal of Political Economy*, Bd. 95, Nr. 3, 1987, S. 591-621.

Unsicherheit, das auf der Berichterstattung in Zeitungen beruht¹⁶. Die Abbildung zeigt, dass die makroökonomische Unsicherheit, die Prognoseuneinigkeit und die wirtschaftspolitische Unsicherheit seit Jahresbeginn auf ein historisch hohes Niveau geklettert sind. Die finanzielle Unsicherheit hat hingegen in geringerem Umfang zugenommen. Während der Anstieg der finanziellen Unsicherheit auf eine exogene Zunahme der Unsicherheit zurückzuführen sein dürfte, ist die recht starke Erhöhung der anderen Unsicherheitsmessgrößen wahrscheinlich zum Teil Ausdruck einer endogenen Reaktion auf Schwankungen im Konjunkturzyklus.¹⁷ In der aktuellen Situation führten die ergriffenen Lockdown-Maßnahmen zu schwer vorhersagbaren Schwankungen der makroökonomischen Variablen; die Maßnahmen sind daher zumindest teilweise für den Anstieg dieser Unsicherheitsmessgrößen verantwortlich. Insgesamt lässt sich daraus schließen, dass der beobachtete Anstieg der Unsicherheit größtenteils dem Ausbruch von Covid-19 geschuldet sein dürfte, der ab Februar dieses Jahres auch den Euroraum beeinträchtigte.

Abbildung A
Messgrößen der Unsicherheit im Euroraum

(Standardabweichung vom Mittelwert)



Quellen: Eurostat, Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Alle Messgrößen der Unsicherheit sind normiert, sodass sie einen Mittelwert von null und eine Standardabweichung von eins über den gesamten Zeithorizont ab Juni 1991 haben. Ein Wert von 2 bedeutet somit, dass die Messgröße der Unsicherheit den historischen Durchschnitt um zwei Standardabweichungen übersteigt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2020.

Es ist davon auszugehen, dass eine erhöhte Unsicherheit die Wirtschaftsentwicklung über mehrere Kanäle beeinträchtigt.¹⁸ Erstens könnte es für

Unternehmen günstiger sein, Investitions- und Beschäftigungsentscheidungen zu verschieben, bis weitere Informationen vorliegen oder die Unsicherheit hinsichtlich der künftigen wirtschaftlichen Aussichten nachgelassen hat, da es kostspielig bzw. nicht möglich sein könnte, diese Entscheidungen rückgängig zu machen. Zweitens

¹⁶ Siehe S. R. Baker, N. Bloom und S. J. Davis, Measuring Economic Policy Uncertainty, *The Quarterly Journal of Economics*, Bd. 131, Nr. 4, 2016, S. 1593-1636; EZB, [Bestimmung der Ursachen wirtschaftspolitischer Unsicherheit im Euro-Währungsgebiet mittels Machine Learning](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 5/2019, Juli 2019.

¹⁷ Siehe S. C. Ludvigson, S. Ma und S. Ng, Uncertainty and Business Cycles: Exogenous Impulse or Endogenous Response?, *American Economic Journal: Macroeconomics* (im Erscheinen).

¹⁸ Eine Übersicht hierzu findet sich in: N. Bloom, Fluctuations in Uncertainty, *Journal of Economic Perspectives*, Bd. 28, Nr. 2, 2014, S. 153-176.

kann die Konjunktur bei hoher Unsicherheit dadurch gebremst werden, dass die Risikoprämien und die Kosten für die Fremdfinanzierung steigen, da eine schlechtere Planbarkeit in der Regel mit einer höheren Risikoaversion einhergeht. Drittens könnten sich die privaten Haushalte veranlasst sehen, aus Vorsichtsgründen vermehrt zu sparen, was die laufenden privaten Konsumausgaben belasten und das BIP-Wachstum weiter dämpfen würde. Viertens könnten Phasen mit sehr hoher Unsicherheit dauerhafte Veränderungen im Verhalten der privaten Haushalte und der Unternehmen bewirken, insbesondere dann, wenn sie häufig auftreten. Und schließlich könnte eine große Unsicherheit vor dem Hintergrund der genannten Kanäle dazu führen, dass eine Volkswirtschaft weniger stark auf geld- und finanzpolitische Maßnahmen reagiert. Zugleich kann sich in einer solchen Situation die Wirtschaftspolitik als besonders effektiv erweisen, indem sie über einige der erwähnten Kanäle die Unsicherheit verringert.

Die modellgestützte Analyse lässt darauf schließen, dass Unsicherheitschocks erhebliche Auswirkungen auf die realwirtschaftliche Aktivität im Euroraum haben. Das BVAR-Modell umfasst verschiedene monetäre, reale und nominale Variablen sowie Ölpreise und einen Vertrauensindikator.¹⁹ Die oben erläuterte Messgröße der makroökonomischen Unsicherheit wird als Näherungswert für die Unsicherheit im Euroraum herangezogen. Sie wird als erste und exogenste Variable in das Modell aufgenommen. Dies bedeutet, dass der geschätzte Effekt als oberer Rand der möglichen Bandbreite betrachtet werden kann.²⁰ Das Modell wird anhand von Quartalsdaten für den Zeitraum vom zweiten Quartal 1991 bis zum zweiten Quartal 2020 mit vier Verzögerungen (Lags) geschätzt.²¹ Anschließend werden die dynamischen Effekte auf die Wirtschaft des Euroraums simuliert, die sich aus einem Unsicherheitsschock ergeben.²²

Ein negativer makroökonomischer Unsicherheitsschock übt kurzfristig einen signifikanten negativen Effekt auf das reale BIP im Eurogebiet aus (siehe Abbildung B). Erhöht sich die gesamtwirtschaftliche Unsicherheit um eine Standardabweichung, dann wird das Wachstum des realen BIP bis zu vier Quartale lang beeinträchtigt. Die größten Auswirkungen sind im ersten und zweiten Quartal nach dem Schock zu verzeichnen. In diesen beiden Quartalen verringert sich das reale BIP-Wachstum um jeweils 0,1 Prozentpunkte. Insgesamt dürfte der Schock ein Jahr nach seinem Auftreten das reale BIP um rund 0,4 % geschmälert haben. Danach verliert der Effekt an Bedeutung. Erwartungsgemäß reagieren die realen Anlageinvestitionen viel deutlicher auf eine gestiegene Unsicherheit als das reale

¹⁹ Das BVAR-Modell umfasst elf Variablen in folgender Anordnung: 1) den Näherungswert für die makroökonomische Unsicherheit, 2) den Euro-STOXX-50-Index, 3) den Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung der Europäischen Kommission, 4) den USD/EUR-Wechselkurs, 5) den langfristigen Zinssatz, 6) den Ölpreis (in €/Barrel), 7) den BIP-Deflator, 8) die Gesamtbeschäftigung, 9) die realen privaten Konsumausgaben, 10) die realen Anlageinvestitionen insgesamt und 11) das reale BIP. Diese Anordnung beruht auf der Annahme, dass sich die Finanzmarktvariablen und die monetären Variablen rasch verändern, wohingegen die realen makroökonomischen Aggregate träger reagieren.

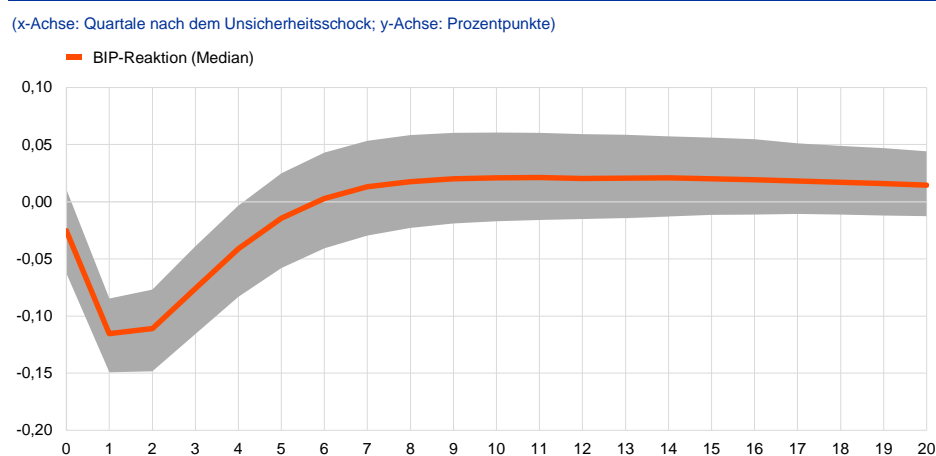
²⁰ Eine Robustheitsanalyse, bei der die Unsicherheit zum Schluss angeordnet wird und damit die endogenste Variable ist, bestätigt die dargestellten Ergebnisse weitgehend.

²¹ Die in dieser Analyse verwendete BVAR-Methodik beruht auf M. Lenza und G. E. Primiceri, [How to estimate a VAR after March 2020](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2461, 2020. Bei der Varianz-Kovarianz-Matrix der Residuen wird eine Cholesky-Zerlegung angewandt, um wieder orthogonale Schocks zu erhalten.

²² Der negative makroökonomische Unsicherheitsschock entspricht einer Zunahme um eine Standardabweichung in der entsprechenden Schockreihe.

BIP (sechs Quartale nach dem Schock liegen sie rund 0,7 % niedriger als vor dem Schock). Die realen privaten Konsumausgaben werden hingegen weniger stark beeinflusst als das BIP (-0,2 % ein Jahr nach dem Schock). Dem Modell zufolge führt ein Unsicherheitsschock zu einer unmittelbaren und deutlichen Verschlechterung der Stimmung in der Wirtschaft und beeinträchtigt die Beschäftigung nachhaltig. Letztere ist im Modell nach zwei Jahren um etwa 0,2 % gesunken.²³

Abbildung B
 Reaktion des realen BIP-Wachstums auf einen makroökonomischen Unsicherheitsschock von einer Standardabweichung



Quelle: EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Impulsantwort des realen BIP-Wachstums auf einen makroökonomischen Unsicherheitsschock von einer Standardabweichung, abgeleitet aus der Schätzung eines BVAR-Modells mit elf Variablen, wobei vierteljährliche Daten aus der Zeit vom zweiten Quartal 1991 bis zum zweiten Quartal 2020 verwendet wurden. Die durchgezogene rote Linie zeigt den Median der BIP-Reaktion, der graue Bereich zeigt die 68 %-Bandbreite des Standardfehlers (68 % standard error bands).

Der rasche Anstieg der makroökonomischen Unsicherheit dürfte maßgeblich zum Rückgang des realen BIP im Euro-Währungsgebiet im ersten Halbjahr 2020 beigetragen haben. Die meisten Messgrößen der Unsicherheit nahmen in diesem Zeitraum drastisch zu. Die geschätzten Impuls-Antwort-Funktionen lassen vermuten, dass sich ein Unsicherheitsschock kurz nach seinem Auftreten und im darauffolgenden Quartal am stärksten auswirkt. Vor diesem Hintergrund dürfte die erhöhte Unsicherheit für rund ein Fünftel des Konjunkturrückgangs im ersten Halbjahr 2020 (vor allem im zweiten Quartal) verantwortlich gewesen sein. Besonders betroffen waren dabei die Anlageinvestitionen.

Die gestiegene Unsicherheit wird vermutlich noch einige Zeit fortbestehen und könnte somit das Wachstum des realen BIP im Euroraum in den kommenden Quartalen weiterhin dämpfen. Die beobachteten Messgrößen der Unsicherheit lagen im Juli und August 2020 nach wie vor auf einem deutlich erhöhten Niveau. Sie dürften auch in naher Zukunft erhöht bleiben, zumindest bis eine wirksame medizinische Lösung für die Covid-19-Pandemie gefunden wurde. Darüber hinaus legen die in Abbildung B dargestellten Impuls-Antwort-Funktionen die Vermutung

²³ Die Impuls-Antwort-Funktionen deuten darauf hin, dass sich ein Anstieg der finanziellen Unsicherheit (die im BVAR-Modell an erster Stelle angeordnet ist) in weitgehend ähnlichem Umfang in der Wirtschaftsentwicklung niederschlägt.

nahe, dass Unsicherheitsschocks das Wachstum des realen BIP bis zu vier Quartale lang dämpfen könnten. Dies alles bedeutet angesichts einer in den nächsten Quartalen erwarteten Konjunkturerholung, dass sich das Tempo und die Dynamik der Erholung infolge der Unsicherheit auf kurze Sicht weiter verringern könnten. Das für diese Untersuchung verwendete BVAR-Modell lässt darauf schließen, dass der aktuelle Unsicherheitsschock nur allmählich nachlassen wird und die erwartete konjunkturelle Erholung bis Mitte 2021 um insgesamt 5 % dämpfen könnte.²⁴ Sollte die erhöhte Unsicherheit über einen längeren Zeitraum anhalten, so könnte dies auch das längerfristige Wachstumspotenzial negativ beeinflussen.

²⁴ Dieses Ergebnis ist weitgehend mit aktuellen Schätzungen für die Vereinigten Staaten vergleichbar. Siehe S. R. Baker, N. Bloom, S. J. Davis und S. J. Terry, COVID-Induced Economic Uncertainty, Working Paper Series des NBER, Nr. 26983, 2020.

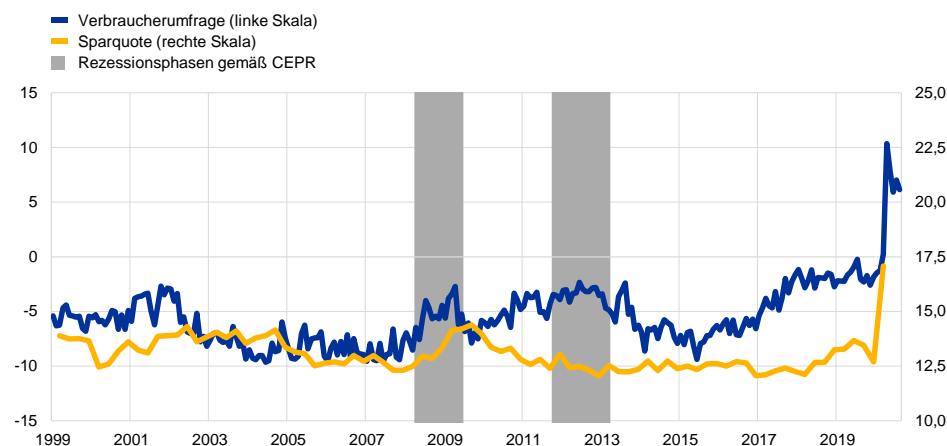
5 Höhere Ersparnisbildung der privaten Haushalte infolge von Covid-19 – aus Vorsorge oder Zwang?

Maarten Dossche und Stylianos Zlatanov

Die Sparneigung der privaten Haushalte ist aufgrund der Covid-19-Pandemie so hoch wie nie. Die aus den Sektorkonten abgeleitete Sparquote der privaten Haushalte (siehe Abbildung A) ist im ersten Quartal 2020 stark gestiegen. Da die vierteljährlichen Sektorkonten mit einer Verzögerung von etwa drei Monaten veröffentlicht werden, sind Echtzeitinformationen zur Sparquote der privaten Haushalte in der Regel kaum verfügbar. Anhand der Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission lässt sich jedoch ein qualitativer Indikator der Sparneigung erstellen, der monatliche und damit aktuellere Informationen bietet. Dieser wird berechnet als Differenz zwischen den Antworten zu den erwarteten Ersparnissen der privaten Haushalte und den Antworten im Hinblick auf deren erwartete Finanzlage. Der Indikator hat ein historisch hohes Niveau erreicht, was auf eine starke Zunahme der Ersparnisbildung der Privathaushalte im zweiten Quartal 2020 hindeutet. Dies spiegelt sich auch im Anstieg der Bankeinlagen privater Haushalte seit März 2020 wider, wie weiter unten erläutert wird.

Abbildung A
Sparneigung der privaten Haushalte

(in Prozentpunkten; in %)



Quellen: DG-ECFIN, Eurostat und Berechnungen der Autoren.

Anmerkung: Die grauen Balken stellen die Rezessionsphasen gemäß der Definition des Centre for Economic Policy Research (CEPR) dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2020 (Sparquote der privaten Haushalte) bzw. August 2020 (Messgröße auf Basis der Verbraucherumfrage). Alle Daten sind saisonbereinigt.

Der Anstieg der Ersparnisbildung der privaten Haushalte lässt sich potenziell mit zwei wichtigen Faktoren erklären. Erstens konnten die privaten Haushalte aufgrund der Lockdown-Maßnahmen, die zur Eindämmung des Coronavirus ergriffen wurden, einen Großteil ihrer üblichen Ausgaben nicht tätigen, was zu einem erzwungenen bzw. unfreiwilligen Sparen führte.²⁵ Zweitens nahm mit dem plötzlichen Pandemieausbruch die Unsicherheit in Bezug auf das künftige Einkommen und insbesondere das Risiko künftiger Arbeitslosigkeit sprunghaft zu, wodurch es zu vorsorglichem Sparen kam.²⁶ Dies wirft die Frage auf, wie der Beitrag beider Faktoren zum Anstieg der Ersparnisbildung der privaten Haushalte im ersten Halbjahr 2020 quantifiziert werden kann.

Im vorliegenden Kasten werden die Determinanten der Sparquote anhand eines einfachen Panel-Modells geschätzt. Nach Mody et al. lässt sich ein Panel-Modell für die Sparquote auf Basis vierteljährlicher Daten für die fünf größten Euro-Länder im Zeitraum von 2003 bis 2019 schätzen.²⁷ Während dieses Modell die meisten gängigen Bestimmungsfaktoren der Ersparnisse privater Haushalte berücksichtigt, werden im vorliegenden Kasten die Erwartungen der Privathaushalte hinsichtlich der künftigen Arbeitslosigkeit herangezogen, um die Auswirkungen des vorsorglichen Sparens zu schätzen.²⁸ Dies steht im Einklang mit der Fachliteratur, in der das haushaltsspezifische Risiko der Arbeitslosigkeit näherungsweise bestimmt wird, indem die Erwartungen der privaten Haushalte hinsichtlich der aggregierten Arbeitslosenquote zugrunde gelegt werden (z. B. bei Carroll et al.). Ein solches Vorgehen ist insbesondere in der aktuellen Situation sinnvoll, in der die tatsächliche Arbeitslosenquote trotz eines von den privaten Haushalten erwarteten künftigen Anstiegs der Arbeitslosigkeit (siehe Abbildung B) bislang keine wesentlichen Veränderungen aufweist.²⁹

²⁵ Hierbei spielt ggf. auch eine Rolle, dass die Verbraucher freiwillig auf bestimmte Ausgaben (z. B. Ausgaben für Gaststättenbesuche oder Reisen) verzichtet haben, um eine Infektion mit dem Coronavirus zu vermeiden, auch wenn solche Aktivitäten nicht untersagt waren.

²⁶ Evidenz zum Risiko der Arbeitslosigkeit und zu vorsorglichem Sparen findet sich in: R. Campos und I. Reggιο, Consumption in the shadow of unemployment, *European Economic Review*, Bd. 78, 2015, S. 39-54; M. Ravn und V. Sterk, Job uncertainty and deep recessions, *Journal of Monetary Economics*, Bd. 90, 2017, S. 125-141.

²⁷ Siehe A. Mody, F. Ohnsorge und D. Sandri, Precautionary savings in the Great Recession, *IMF Economic Review*, Bd. 60, 2012, S. 114-138; C. Carroll, J. Slacalek und M. Sommer, Dissecting Saving Dynamics: Measuring Wealth, Precautionary, and Credit Effects, Working Paper des National Bureau of Economic Research, Nr. 26131, 2019.

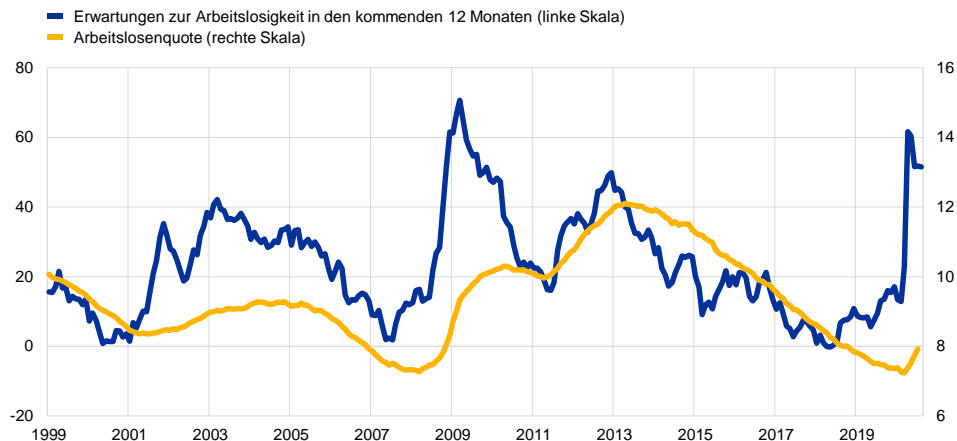
²⁸ Im Modell ist die Sparquote die abhängige Variable. Als erklärende Variablen werden die Erwartungen der privaten Haushalte in Bezug auf die Arbeitslosigkeit und den Anstieg ihres Einkommens, die verzögerte Geldvermögensquote der privaten Haushalte sowie die Kreditbedingungen für die privaten Haushalte herangezogen. Das erwartete Haushaltseinkommen wird näherungsweise anhand des im Folgequartal erzielten Einkommens ermittelt.

²⁹ Europäische Kommission, *European Economic Forecast, Summer 2020*, Institutional Paper 132, 2020.

Abbildung B

Arbeitslosenquote und Erwartungen zur Arbeitslosigkeit

(Saldo in %; in % der Erwerbspersonen)



Quellen: DG-ECFIN und Eurostat.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2020 (Erwartungen zur Arbeitslosigkeit) bzw. Juli 2020 (Arbeitslosenquote).

Anhand des geschätzten Modells lässt sich der Beitrag des vorsorglichen Sparens berechnen.

Die erwartete Arbeitslosenquote erklärt die historische Veränderung der Sparquote in weiten Teilen. In Abschwungphasen sind Vorsichtsmotive in der Regel ein wichtiger Erklärungsfaktor für den Anstieg der Ersparnisbildung der privaten Haushalte. Da Angaben zu deren Erwartungen bezüglich der künftigen Arbeitslosigkeit bis Juni 2020 vorliegen, lässt sich der Beitrag des Vorsorgesparsens im ersten Halbjahr 2020 anhand des geschätzten Modells berechnen.

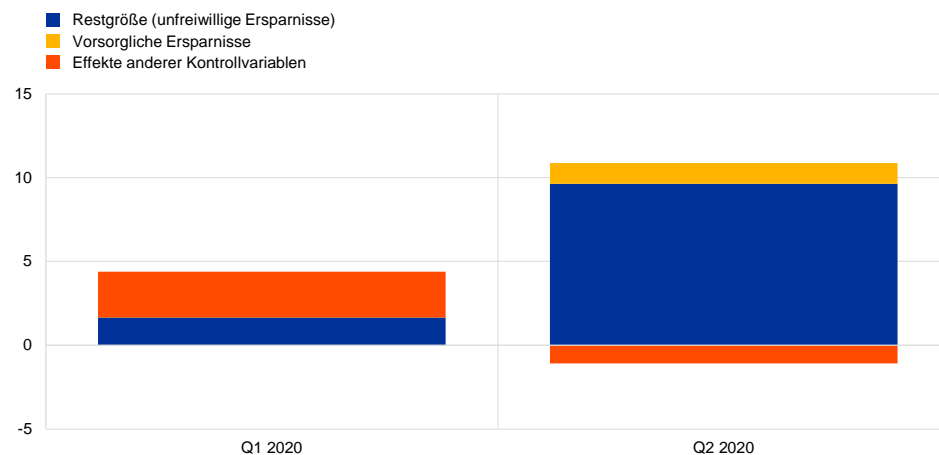
Unfreiwilliges Sparen scheint der wichtigste Faktor für die jüngste Zunahme der Ersparnisse privater Haushalte zu sein.

Wie aus Abbildung C hervorgeht, hatte der zuletzt verzeichnete Anstieg der erwarteten Arbeitslosigkeit zur Folge, dass die vorsorglichen Ersparnisse einen bedeutenden Beitrag zur höheren Sparquote im zweiten Quartal leisteten. Das Modell bildet zwar die Daten über den Schätzzeitraum hinweg recht gut ab, kann aber den jüngsten Anstieg der Sparquote zum Großteil nicht erklären. Diese unerklärte Restgröße ergibt sich offenbar weitgehend daraus, dass die Konsummöglichkeiten bei zahlreichen Waren und Dienstleistungen während der Lockdown-Phasen eingeschränkt waren. Somit stellt sie eine Schätzung der unfreiwilligen Ersparnisse dar. Auch wenn der Beitrag der vorsorglichen Ersparnisse im Vergleich zu den geschätzten unfreiwilligen Ersparnissen im zweiten Quartal sehr gering erscheint, so ist er historisch betrachtet groß.

Abbildung C

Bestimmungsfaktoren des Anstiegs der Sparquote der privaten Haushalte

(Veränderung gegenüber dem vierten Quartal 2019; in Prozentpunkten des verfügbaren Einkommens)



Quellen: Eurostat und Berechnungen der Autoren.

Anmerkung: Die Veränderung der Sparquote im ersten Quartal 2020 basiert auf der amtlichen Statistik, während es sich bei der Veränderung im zweiten Quartal 2020 um eine interne Schätzung handelt.

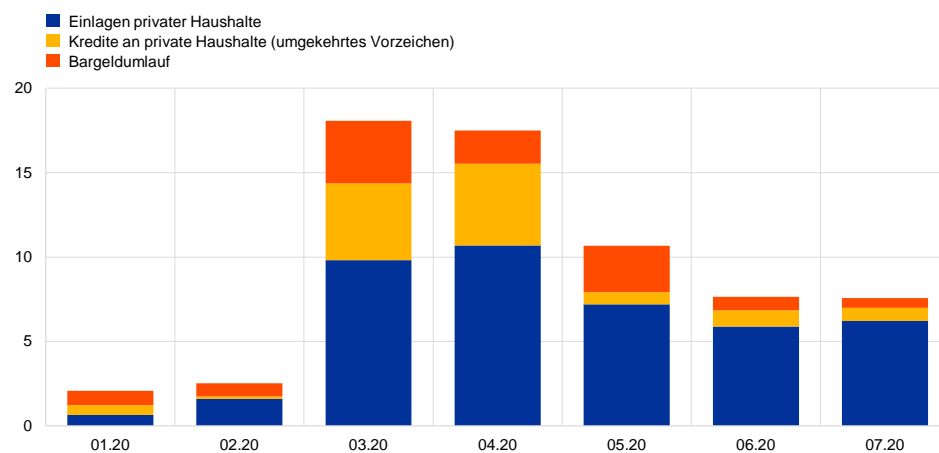
Während des Lockdowns kam es zu einem kräftigen Anstieg der Bankeinlagen privater Haushalte.

Die sprunghafte Zunahme der Ersparnisse, die in hohem Maße auf unfreiwilliges Sparen zurückzuführen ist, spiegelt sich vor allem in den höheren Bankeinlagen wider, wenngleich im März und April offenbar auch geringere Kreditströme an private Haushalte eine Rolle gespielt haben (siehe Abbildung D). Hierbei ist zu beachten, dass die rückläufige Kreditvergabe an private Haushalte in diesen Monaten möglicherweise auch durch die Lockdown-Maßnahmen bedingt war. Konsumentenkredite werden üblicherweise vom privaten Verbrauch bestimmt, während die geringere Vergabe von Hypothekarkrediten auf Schwierigkeiten bei der Durchführung von Immobilienkäufen hindeuten könnte.

Abbildung D

Einlagen und Kredite privater Haushalte sowie Bargeldumlauf

(Veränderung gegenüber Dezember 2019; in Prozentpunkten des verfügbaren Einkommens)



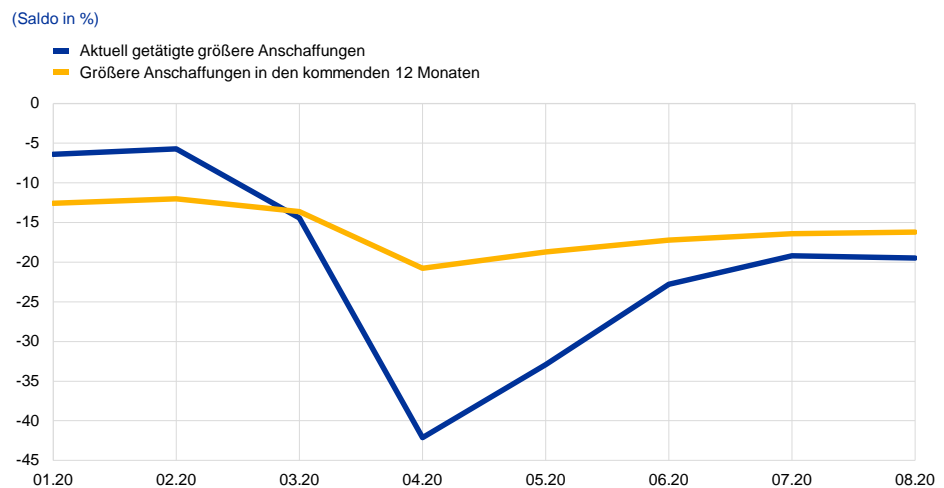
Quellen: Eurostat und EZB.

Anmerkung: Kredite an private Haushalte werden mit umgekehrtem Vorzeichen ausgewiesen. Der Beitrag der Bargeldströme ist als Obergrenze anzusehen, da eine Aufschlüsselung nach geldhaltenden Sektoren nicht vorliegt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2020.

Trotz der gebildeten Ersparnisse besteht auf kurze Sicht erhebliche Unsicherheit bezüglich des Nachfragestaus.

Als aufgestaute Nachfrage wird ein rascher Anstieg der Güternachfrage bezeichnet, der vorübergehend das vor dem Abschwung verzeichnete Nachfrageniveau übersteigt. Da die Verbraucher während einer Rezession tendenziell von Käufen Abstand nehmen, entsteht ein Nachholbedarf, der mit den ersten Anzeichen einer wirtschaftlichen Erholung freigesetzt wird. Der durch die Covid-19-Pandemie ausgelöste Abschwung ist jedoch insofern anders geartet, als der Rückgang der Ausgaben privater Haushalte zum Teil erzwungen war. Die Verringerung des privaten Konsums betraf etwa zur Hälfte Ausgabenkomponenten, die sich aufschieben ließen (z. B. Elektronik oder Pkw). In der Tat weisen die jüngsten Einzelhandelsdaten auf eine kräftige Erholung in einer Reihe von Produktkategorien hin, worin sich zum Teil ein Aufholeffekt widerspiegeln könnte. Zum jetzigen Zeitpunkt lässt sich der Aufholeffekt allerdings nur schwer von einer offenkundig pandemiebedingten Verschiebung in den Warenkörben (z. B. hin zum Erwerb von Fahrrädern oder Homeoffice-Ausstattung) unterscheiden. Die Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission für den Zeitraum bis August (siehe Abbildung E) deutet darauf hin, dass die privaten Haushalte trotz der angehäuften Ersparnisse in den kommenden zwölf Monaten voraussichtlich weniger Geld für größere Anschaffungen ausgeben werden als Anfang 2020. Damit könnte die Sparneigung der privaten Haushalte aufgrund von Vorsichtsmotiven auch im nächsten Jahr immer noch höher ausfallen als vor der Covid-19-Krise.

Abbildung E
Größere Anschaffungen



Quelle: DG-ECFIN.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2020.

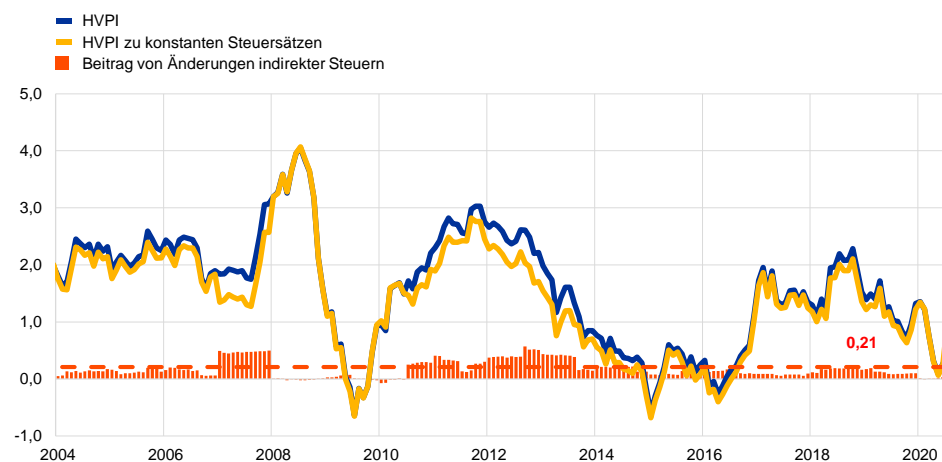
Die Bedeutung indirekter Steuern für die Inflation und die Inflationsaussichten im Euro-Währungsgebiet

Gerrit Koester, Ferdinand Dreher und Aurelian Vlad

Änderungen indirekter Steuern können sich erkennbar in den Verbraucherpreisen niederschlagen. Das genaue Ausmaß dieser Effekte ist ungewiss, da es von den Entscheidungen der Unternehmen abhängt, inwieweit sie Steuererhöhungen an die Verbraucher weitergeben können oder wollen. Seit 2004 berechnet Eurostat eine Messgröße des HVPI zu konstanten Steuersätzen. Dieser Messgröße liegt die Annahme zugrunde, dass Änderungen indirekter Steuern vollständig und unmittelbar auf die Verbraucherpreise durchwirken, wodurch die Effekte von Steueränderungen insgesamt tendenziell überzeichnet werden.³⁰ Auf Grundlage dieser Messgröße lag der Beitrag von Änderungen der indirekten Steuern zur Teuerungsrate nach dem HVPI im Euro-Währungsgebiet im Durchschnitt bei 0,2 Prozentpunkten, fiel aber in Zeiten von Steuererhöhungen, wie etwa 2007 oder im Zeitraum von 2011 bis 2014, deutlich stärker aus (siehe Abbildung A).

Abbildung A
HVPI und HVPI zu konstanten Steuersätzen

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

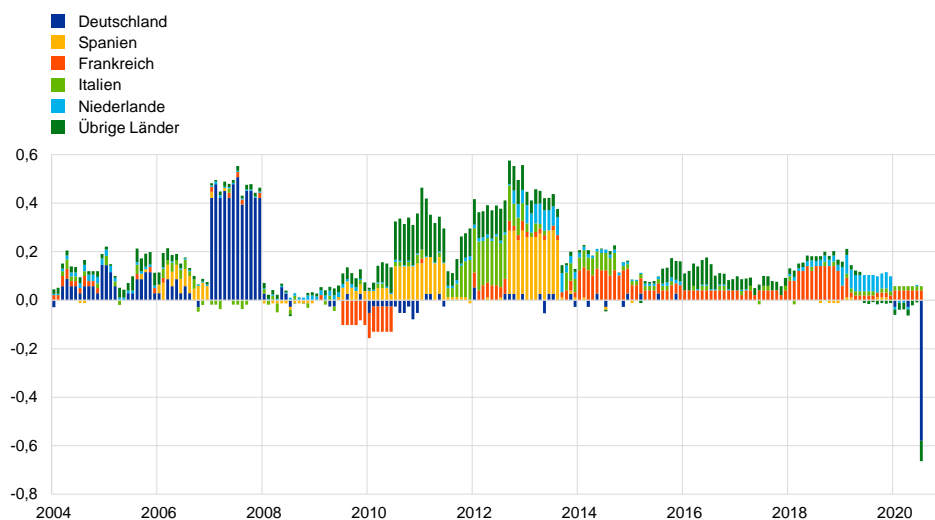
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2020. Die gestrichelte Linie stellt den seit 2004 berechneten langfristigen Durchschnitt dar.

³⁰ Siehe EZB, [Neue statistische Zeitreihen zur Messung des Einflusses indirekter Steuern auf die HVPI-Inflation](#), Kasten 5, Monatsbericht November 2009.

Die indirekten Steuern sind in den vergangenen zwei Jahrzehnten meist gestiegen; als Reaktion auf die Corona-Pandemie (Covid-19) haben einige Euro-Länder diese Steuern jedoch in einem im Euroraum nie dagewesenen Ausmaß gesenkt. Neben der in Deutschland und Irland erfolgten temporären Senkung der auf breiter Basis erhobenen Mehrwertsteuer haben viele andere Länder des Eurogebiets zuletzt gezielt indirekte Steuern herabgesetzt (siehe Abbildung B).³¹ Unter der Annahme einer vollständigen und unmittelbaren Weitergabe impliziert der von Eurostat berechnete HVPI zu konstanten Steuersätzen, dass die Mehrwertsteuersenkung in Deutschland die am HVPI gemessene Teuerungsrate für den Euroraum im Juli 2020 um rund 0,6 Prozentpunkte verringern würde. Da die temporären Steuersenkungen von Juli bis Dezember 2020 gelten, könnte sich dieser Effekt bezogen auf das Gesamtjahr auf etwa die Hälfte dieses Werts belaufen. Der mechanisch berechnete dämpfende Effekt auf die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel wäre ähnlich groß und würde um weitere 0,1 Prozentpunkte steigen, wenn auch die Nettowirkung aller anderen Änderungen indirekter Steuern in den Euro-Ländern berücksichtigt wird.³²

Abbildung B
Auswirkungen von Änderungen indirekter Steuern auf die HVPI-Inflation

(Beiträge in Prozentpunkten auf Basis der Differenz zwischen HVPI und HVPI zu konstanten Steuersätzen)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2020. Die Auswirkungen von Änderungen indirekter Steuern werden als Differenz zwischen der Teuerung nach dem HVPI und der Teuerung nach dem HVPI zu konstanten Steuersätzen berechnet. Dabei wird eine vollständige und unmittelbare Weitergabe dieser Änderungen unterstellt.

³¹ Dies gilt für einige Bereiche, die von der Pandemie besonders stark getroffen wurden, wie etwa Dienstleistungen im Reiseverkehr (z. B. in Belgien, Griechenland, Zypern und Österreich) und Mitgliedschaften in Fitnessstudios bzw. Sportkurse (in den Niederlanden und Portugal), aber auch Nahrungsmittel und Getränke (in Deutschland, Italien, Österreich und der Slowakei) und medizinische Materialien (in Belgien, Griechenland, Frankreich, Malta, den Niederlanden, Österreich, Portugal und der Slowakei).

³² Bei den großen Euro-Ländern wirken die in Frankreich und Italien Anfang des Jahres vorgenommenen Anhebungen der indirekten Steuern auf Energie und Nahrungsmittel den jüngsten pandemiebedingten Senkungen geringfügig entgegen. Weitere Erhöhungen indirekter Steuern betreffen Tabakwaren (in Estland, Frankreich, Litauen, Luxemburg, den Niederlanden und Österreich) und Energie (in Lettland, Litauen, Luxemburg und Finnland).

Die tatsächliche Wirkung der jüngsten Senkungen indirekter Steuern auf die Inflation ist mit erheblicher Unsicherheit behaftet.

Erstens gab es in der Vergangenheit kaum Beispiele für die Herabsetzung indirekter Steuern im Euroraum, die Erkenntnisse über das wahrscheinliche Ausmaß der Weitergabe liefern könnten.³³ Zweitens könnte sich die abrupte und erhebliche Verschlechterung des gesamtwirtschaftlichen Umfelds infolge der Covid-19-Pandemie anders auf die Überlegungen der Unternehmen zu ihrem Preissetzungsverhalten und ihren Gewinnmargen auswirken als bei einem normalen Konjunkturzyklus (siehe Kasten 4 im vorliegenden Wirtschaftsbericht). Drittens ist die derzeitige Senkung der indirekten Steuern zum größten Teil auf die Mehrwertsteuersenkung in Deutschland zurückzuführen, die nur vorübergehend ist (zudem kommt dies in den Euro-Ländern sehr selten vor). Dadurch könnten sich außerordentliche Antizipationseffekte ergeben. All dies deutet darauf hin, dass die in der empirischen Literatur festgestellte umfassende Weitergabe dauerhafter Erhöhungen indirekter Steuern nicht ohne Weiteres in gleicher Weise auch für die derzeitigen temporären Steuersenkungen angenommen werden kann.³⁴ Im Vereinigten Königreich wurde die Mehrwertsteuer in den Jahren 2008-2009 für einen Zeitraum von 13 Monaten herabgesetzt. Ursprünglich wurde von einer vollständigen Weitergabe ausgegangen. Da diese in einigen Fällen aber wieder zurückgenommen wurde, wirkte die Maßnahme letztlich nur teilweise durch.^{35,36}

Die jüngsten Senkungen indirekter Steuern dürften in den einzelnen Sektoren unterschiedlich durchwirken und insgesamt nur unvollständig weitergegeben werden.

Was das Beispiel Deutschlands anbelangt, so ist davon auszugehen, dass die Preise in einigen Bereichen, etwa im Energiesektor oder im Lebensmittel-einzelhandel, deutlich angepasst werden. In Sektoren, die aufgrund des Lockdowns größere Umsatzeinbußen oder höhere Preisanpassungskosten hinnehmen mussten, dürfte die Weitergabe hingegen deutlich geringer ausfallen. Dies trifft etwa auf den Dienstleistungssektor oder den Handel mit Gebrauchsgütern zu. Darüber hinaus unterliegt ein wesentlicher Teil des HVPI-Warenkorbs nicht der Mehrwertsteuer (z. B. Mieten) und ist somit nicht von der Mehrwertsteueränderung betroffen. Daher dürfte sich die jüngste Senkung der indirekten Steuern in erheblichem Maße auf die Teuerung bei Energie und Nahrungsmitteln auswirken, wohingegen der Einfluss auf

³³ Senkungen des regulären Mehrwertsteuersatzes, die üblicherweise nur in geringem Maße vorgenommen werden, erfolgten in den Niederlanden (1989 und 1992), Portugal (1992 und 2008), Lettland (2012), Italien (1980), Frankreich (2000) und Irland (1990, 1991, 2001 und 2010).

³⁴ Siehe Y. Benzarti, D. Carloni, J. Harju und T. Kosonen, *What Goes Up May Not Come Down: Asymmetric Incidence of Value-Added Taxes*, *Journal of Political Economy*, im Erscheinen, 2020. Darin werden Belege dafür geliefert, dass im Falle einer Änderung des Mehrwertsteuersatzes eine Erhöhung stärker durchschlägt als eine Senkung.

³⁵ Empirische Ergebnisse deuten darauf hin, dass die Unternehmen den niedrigeren Mehrwertsteuersatz zunächst (vollständig) weitergaben, nach rund zwei Monaten jedoch zumindest einen Teil der Senkung wieder zurücknahmen (siehe T. F. Crossley, H. W. Low und C. Sleeman, [Using a Temporary Indirect Tax Cut as a Fiscal Stimulus: Evidence from the UK](#), Working Paper des Institute for Fiscal Studies, Nr. W14/16, 2014).

³⁶ Für die Messung der Inflation sollte es unerheblich sein, ob die Unternehmen die Änderung des indirekten Steuersatzes durch Anpassung der Preise für jedes einzelne Produkt oder durch entsprechende Nachlässe an der Kasse weitergeben, sofern bei der Erhebung der Preise auch an der Kasse umgesetzte Steueränderungen berücksichtigt werden. Dies ist beispielsweise in Deutschland der Fall.

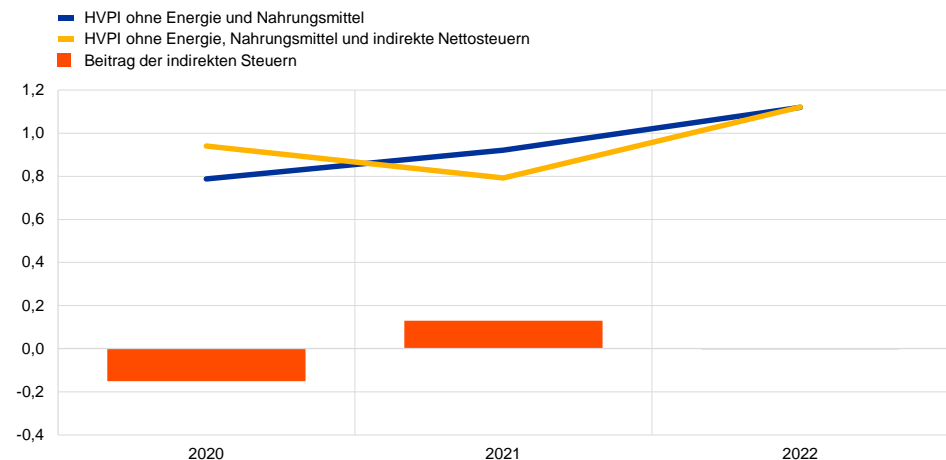
den HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel voraussichtlich weniger markant sein wird.

Die Senkung der indirekten Steuern in den Euro-Ländern prägt das Inflationsprofil für die Jahre 2020 und 2021 in den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen.

Demnach dürfte sich der HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel kontinuierlich von 0,8 % im Jahr 2020 auf 0,9 % im Jahr 2021 und anschließend auf 1,1 % im Jahr 2022 erhöhen. Ohne den geschätzten tatsächlichen Einfluss von Änderungen indirekter Steuern wird sich die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel den Projektionen zufolge jedoch von 0,9 % im Jahr 2020 auf 0,8 % im Jahr 2021³⁷ verringern, bevor sie 2022 auf 1,1 % steigt (siehe Abbildung C). In den Projektionen wird zwar nur von einem recht begrenzten Durchwirken dieser Steuersenkungen auf die Inflation ausgegangen (Annahme von rund 50 %), doch sind die Effekte groß genug, dass sich aus einem kontinuierlichen Anstieg der Inflation in den Jahren 2020 bis 2022 ein leicht V-förmiges Profil der zugrunde liegenden Inflation ergibt. Für die Kommunikation der Geldpolitik ist es wichtig zu verstehen, wie sich indirekte Steuern auf das Inflationsprofil und die Inflationsaussichten auswirken.

Abbildung C
Auswirkungen von Änderungen indirekter Steuern auf die Projektionen zur Entwicklung der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, EZB-Berechnungen sowie EZB, Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, September 2020.

Anmerkung: Die Berechnung des Beitrags von Änderungen der indirekten Steuern basiert auf Schätzungen der tatsächlichen Weitergabe.

³⁷ Die Tatsache, dass die Senkung der Mehrwertsteuer in Deutschland befristet ist und ab 2021 wieder der ursprüngliche Steuersatz gilt, dürfte sich in der zweiten Jahreshälfte 2021 erhöhend auf die am HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel gemessene Inflation auswirken. Damit lässt sich die positive Differenz zwischen dieser Teuerungsrate und der Teuerungsrate ohne indirekte Nettosteuern erklären.

7 Staatliche Kreditgarantien und Bankkreditvergabe während der Covid-19-Pandemie

Matteo Falagiarda, Algirdas Prapiestis und Elena Rancoita

Um den Zugang von Unternehmen zu Bankkrediten sicherzustellen, legten die meisten Länder des Euro-Währungsgebiets umfangreiche staatliche Kreditgarantieprogramme auf.

Die Nachfrage von Firmen nach Bankkrediten ist seit März 2020 sprunghaft angestiegen und hat Rekordwerte erreicht, denn die Unternehmen versuchen, ihre im Zuge des Coronavirus-Schocks entstandenen Liquiditätslücken zu schließen. Beflügelt wurde der Anstieg der Kreditnachfrage dadurch, dass die Unternehmen aufgrund der drastischen Umsatzeinbußen während des Lockdowns ihre laufenden Kosten immer weniger über ihren operativen Cashflow decken konnten. Die Folge war ein akuter Liquiditätsbedarf zur Finanzierung von Betriebsmitteln und notwendigen Investitionen. Angesichts der hohen Unsicherheit fragten Unternehmen auch deshalb Kredite nach, um vorsorgliche Liquiditätspolster aufzubauen oder ihr Geschäft an das neue Umfeld anzupassen. Um die Banken dabei zu unterstützen, die stark gestiegene Kreditnachfrage zu günstigen Bedingungen zu bedienen, haben die meisten Euro-Länder Programme zur Bereitstellung staatlicher Garantien für Bankkredite aufgelegt. Hierdurch wird ein Teil des Kreditrisikos und der potenziellen Kreditverluste von den Banken auf den Staat übertragen, wodurch die Kosten für die Banken sinken. Im vorliegenden Kasten werden zunächst die Merkmale dieser staatlichen Kreditgarantieprogramme und ihre Inanspruchnahme in den großen Ländern des Euroraums erörtert. Anschließend wird untersucht, wie die Aufnahme von garantierten Krediten durch die Unternehmen in den aggregierten Kreditvergabebezahlen zum Ausdruck kommt.

Die Merkmale der Kreditgarantieprogramme unterscheiden sich zwar von Land zu Land, sie müssen jedoch alle den von der Europäischen Kommission verabschiedeten Leitlinien entsprechen.³⁸ Die Garantieprogramme sollen

Unternehmen und Selbstständige unterstützen, die von der Covid-19-Krise betroffen sind, sich aber nicht schon Ende 2019 in einer wirtschaftlichen Notlage befunden hatten. Sie gelten grundsätzlich für neue Darlehen und in der Regel für mittel- und langfristige Kredite (mit einer durchschnittlichen Laufzeit von fünf Jahren).³⁹ In den meisten Fällen ist die Kreditbeantragung bis Ende 2020 befristet. Der Höchstbetrag je Kreditnehmer beträgt in der Regel 25 % von dessen Jahresumsatz 2019 oder das Doppelte der Lohnsumme des Jahres 2019. Der garantierte Anteil liegt zwischen 70 % und 90 % des Kreditbetrags. In einigen wenigen Ländern wie Italien und Deutschland gibt es allerdings auch 100 %-Garantien, insbesondere für kleinere Kredite an kleine und mittlere Unternehmen (KMUs) und Selbstständige. In einigen

³⁸ Siehe Mitteilung der Europäischen Kommission, [Befristeter Rahmen für staatliche Beihilfen zur Stützung der Wirtschaft angesichts des derzeitigen Ausbruchs von Covid-19](#), Abschnitt 3.2. In einigen Ländern haben die Regierungen lediglich bestehende Garantiesysteme ausgeweitet. Im vorliegenden Kasten werden die von den Regierungen aufgelegten Garantieprogramme behandelt. Es gibt jedoch ähnliche Programme auch auf regionaler sowie auf supranationaler Ebene, beispielsweise den [paneuropäischen Garantiefonds](#), der von der Europäischen Investitionsbank verwaltet wird.

³⁹ In manchen Ländern gelten die Garantien auch für Refinanzierungen und Kredite, die in den Monaten unmittelbar vor dem Covid-19-Ausbruch gewährt wurden.

anderen Euro-Ländern ist der garantierte Anteil geringer. Teilweise unterliegen die Unternehmen, die solche Programme in Anspruch nehmen, gewissen Bedingungen: Sie dürfen beispielsweise keine Dividenden ausschütten, die Vergütung ihrer Führungskräfte ist begrenzt, oder sie dürfen keine Arbeitskräfte entlassen.⁴⁰ In der augenscheinlich komplexen Ausgestaltung dieser Programme spiegelt sich der Zielkonflikt wider, einerseits rasch auf die Krise zu reagieren und andererseits genügend Vorsicht walten zu lassen, um ein unerwünschtes Verhalten seitens der Banken (z. B. eine übermäßige Risikobereitschaft) und seitens der Unternehmen (z. B. Entlassung von Arbeitskräften, während gleichzeitig Kredithilfen des Staates in Anspruch genommen werden) zu reduzieren.⁴¹

Die Inanspruchnahme staatlicher Kreditgarantien war von Land zu Land unterschiedlich; so wurde in Spanien und Frankreich ein höheres Volumen an garantierten Krediten aufgenommen, während in Italien und Deutschland eine geringere Aufnahme verzeichnet wurde. Seit der Einführung der Programme im April nahmen Unternehmen in Frankreich und Spanien staatlich garantierte Kredite in Höhe von rund 120 Mrd € bzw. rund 100 Mrd € auf (siehe Abbildung A, Grafik a). Gemessen an der Bruttoverschuldung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften waren die Ausleihungen in Spanien am höchsten (rund 11 % der Bruttoverschuldung) und in Frankreich am zweithöchsten (rund 5 %). Moderater war die Kreditaufnahme in Italien (etwa 55 Mrd € bzw. rund 4 % der Bruttoverschuldung) und in Deutschland (etwa 45 Mrd € bzw. rund 2 % der Bruttoverschuldung). In Spanien lässt sich die stärkere Aufnahme garantierter Kredite zum Teil damit erklären, dass es weniger alternative fiskalische Entlastungen für Unternehmen gab (wie etwa Schuldenmoratorien oder direkte staatliche Beihilfen). In Frankreich spiegeln die höheren Ausleihungen bei derartigen Darlehen die sehr günstigen Kreditkonditionen insbesondere im ersten Jahr der Laufzeit wider. Die recht begrenzte Nutzung in Deutschland hat im Wesentlichen folgende Gründe: Erstens war der Finanzierungsbedarf der Unternehmen geringer als in anderen Ländern, da die Lockdown-Maßnahmen weniger strikt waren und Firmen eher eine Kombination anderer politischer Maßnahmen nutzten (z. B. direkte Beihilfen, Steueraufschübe und Kurzarbeitergeld). Zweitens waren die Bedingungen der Programme weniger günstig (z. B. in Bezug auf die Preisgestaltung der Kredite, das Verbot der Ausschüttung von Dividenden und die Begrenzung der Vergütung von Führungskräften). Und drittens gab es einige angebotsseitige Engpässe im Zusammenhang mit der für Großkredite erforderlichen Risikobeurteilung. In Italien spiegelt die bisher geringe Inanspruchnahme vor allem operative Engpässe wider, die zu Beginn auf der Angebotsseite bestanden. Nachdem sich diese nach und nach auflösten, wurden in Italien im Juli und August mehr garantierte Kredite aufgenommen als in den anderen Ländern (siehe Abbildung A, Grafik b).

⁴⁰ Üblicherweise sind die Bedingungen für garantierte Kredite an große Unternehmen strenger und können auch Auflagen in Bezug auf Pläne für Unternehmensinvestitionen, die Unternehmensführung, Wettbewerb und Transparenz enthalten. Dies liegt daran, dass die Garantien häufig Bestandteil umfassender Hilfspläne sind, zu denen auch eine Rekapitalisierung durch den Staat gehören kann.

⁴¹ Weitere Einzelheiten zu den wichtigsten Parametern der Programme und den Kanälen, über die sie wirken, finden sich in: EZB, [Potential impact of government loan guarantee schemes on bank losses](#), Kasten 4, Financial Stability Review, Mai 2020.

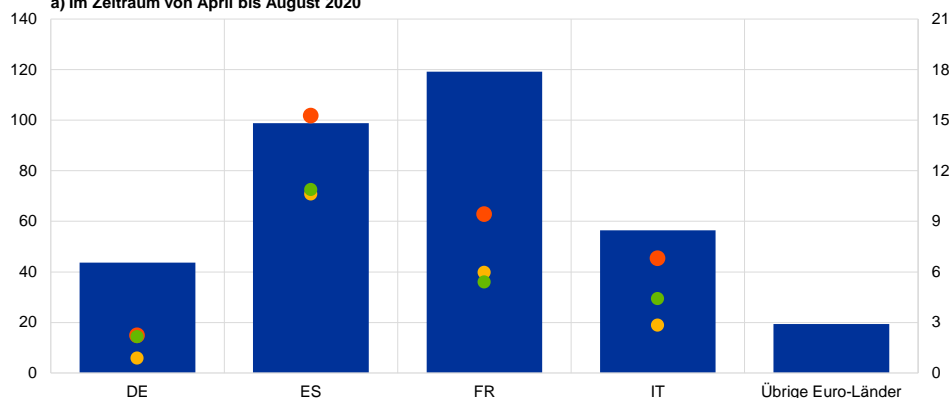
Abbildung A

Aufnahme von Krediten im Rahmen staatlicher Garantieprogramme

(linke Skala: in Mrd €, in %; rechte Skala: in %)

- Kreditaufnahme, absoluter Betrag
- Kreditaufnahme in % des gesamten Garantievolumens
- Kreditaufnahme in % der Bruttowertschöpfung 2019 (rechte Skala)
- Kreditaufnahme in % der Bruttoverschuldung 2019 (rechte Skala)

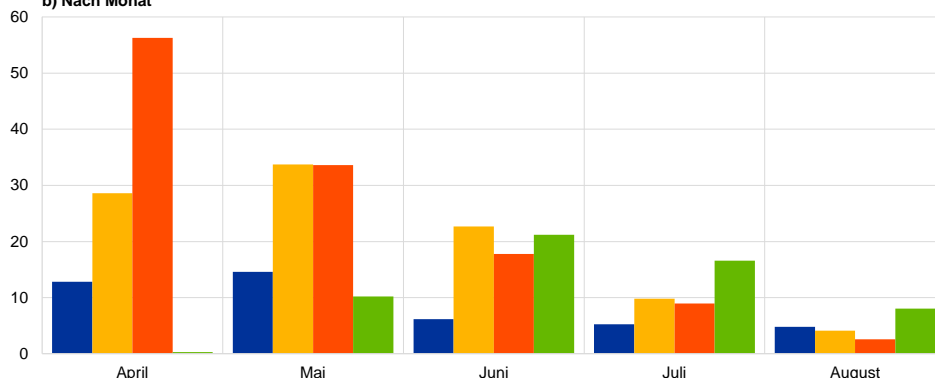
a) Im Zeitraum von April bis August 2020



(in Mrd €)

- Deutschland
- Spanien
- Frankreich
- Italien

b) Nach Monat



Quellen: Kreditanstalt für Wiederaufbau (Deutschland), Instituto de Crédito Oficial (Spanien), Ministère de l'Économie et des Finances (Frankreich), Ministero dell'Economia e delle Finanze und Banca d'Italia (Italien), verschiedene nationale Behörden (übrige Euro-Länder), Nachrichtenquellen, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben zur Kreditaufnahme beziehen sich auf die zugesagten Beträge staatlich garantierter Kredite. Da garantierte Kredite auch als revolvingende Kreditlinien bereitgestellt werden können, ist der zugesagte Betrag höher als der tatsächlich ausgezahlte Betrag. Der Gesamtbetrag der Programme beläuft sich auf 757 Mrd € in Deutschland, 140 Mrd € in Spanien, 300 Mrd € in Frankreich und 300 Mrd € in Italien.

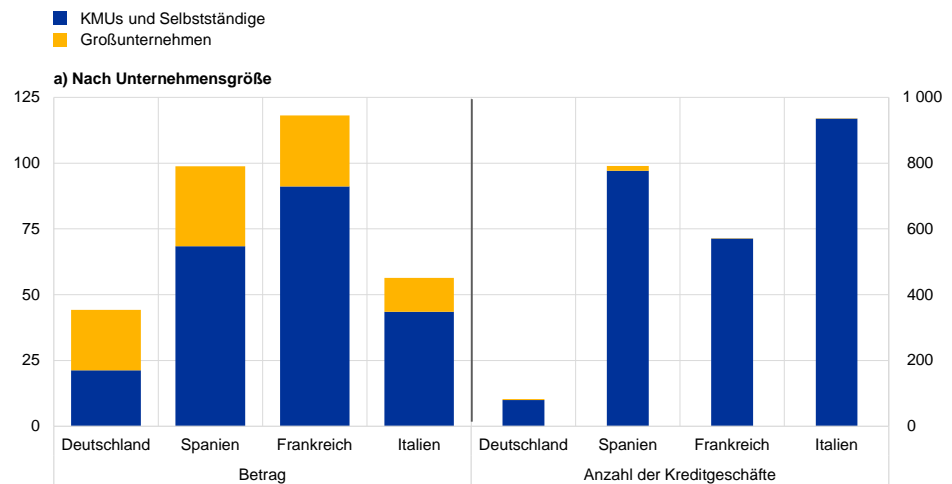
KMUs aus den von der Krise am stärksten betroffenen Wirtschaftszweigen (z. B. Handel, Tourismus und Verkehr) scheinen am meisten von den staatlichen Kreditgarantieprogrammen profitiert zu haben.

Mit Ausnahme von Deutschland haben KMUs und Selbstständige erheblich mehr staatlich garantierte Darlehen aufgenommen als Großunternehmen (siehe Abbildung B, Grafik a). Die höhere Kreditaufnahme durch KMUs lässt sich dadurch erklären, dass diese einen verhältnismäßig größeren Bedarf an Notfall-Liquidität haben und stärker von der Finanzierung durch Banken abhängig sind. Zudem gibt es bei den Banken weniger Engpässe, was die Vergabe kleinerer staatlich garantierter Kredite betrifft. So ist beispielsweise in Italien der in Anspruch genommene Betrag zwar recht gering, aber

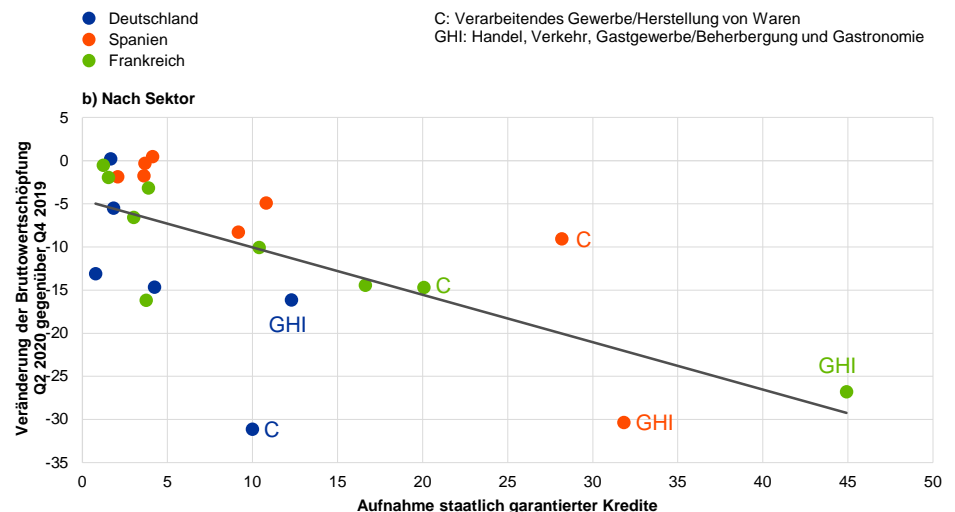
dort wurde die höchste Anzahl an garantierten Krediten gewährt. Darin spiegelt sich wider, dass in Italien sehr kleine Kredite überwiegen. Was die einzelnen Sektoren betrifft, war die Aufnahme staatlich garantierter Kredite in jenen Branchen am höchsten, die am stärksten von Covid-19-Bedenken in Bezug auf physische Kontakte und den damit einhergehenden Lockdown-Maßnahmen betroffen waren und in denen die Bruttowertschöpfung im ersten Halbjahr 2020 dadurch drastisch einbrach. Die höchste Kreditaufnahme war bei Handel, Verkehr und Gastronomie zu verzeichnen, gefolgt vom Bereich verarbeitendes Gewerbe/Herstellung von Waren (siehe Abbildung B, Grafik b).

Abbildung B
Kreditaufnahme im Rahmen staatlicher Garantieprogramme

(linke Skala: in Mrd €; rechte Skala: in Tsd)



(in Mrd €)



Quellen: Kreditanstalt für Wiederaufbau (Deutschland), Instituto de Crédito Oficial (Spanien), Ministère de l'Économie et des Finances (Frankreich), Ministero dell'Economia e delle Finanze und Banca d'Italia (Italien), Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Angaben zur Aufnahme staatlich garantierter Kredite beziehen sich auf den Zeitraum von April bis August 2020. In Ermangelung einer Aufschlüsselung nach Unternehmensgröße für Italien werden die garantierten Kredite an KMUs mit den über den Fondo di Garanzia gewährten Krediten gleichgesetzt und die garantierten Kredite an große Unternehmen mit den über die SACE (die italienische Exportversicherungsagentur) bereitgestellten Krediten. Die Branchengliederung in Grafik b entspricht der Wirtschaftszweigsystematik NACE Rev. 2.

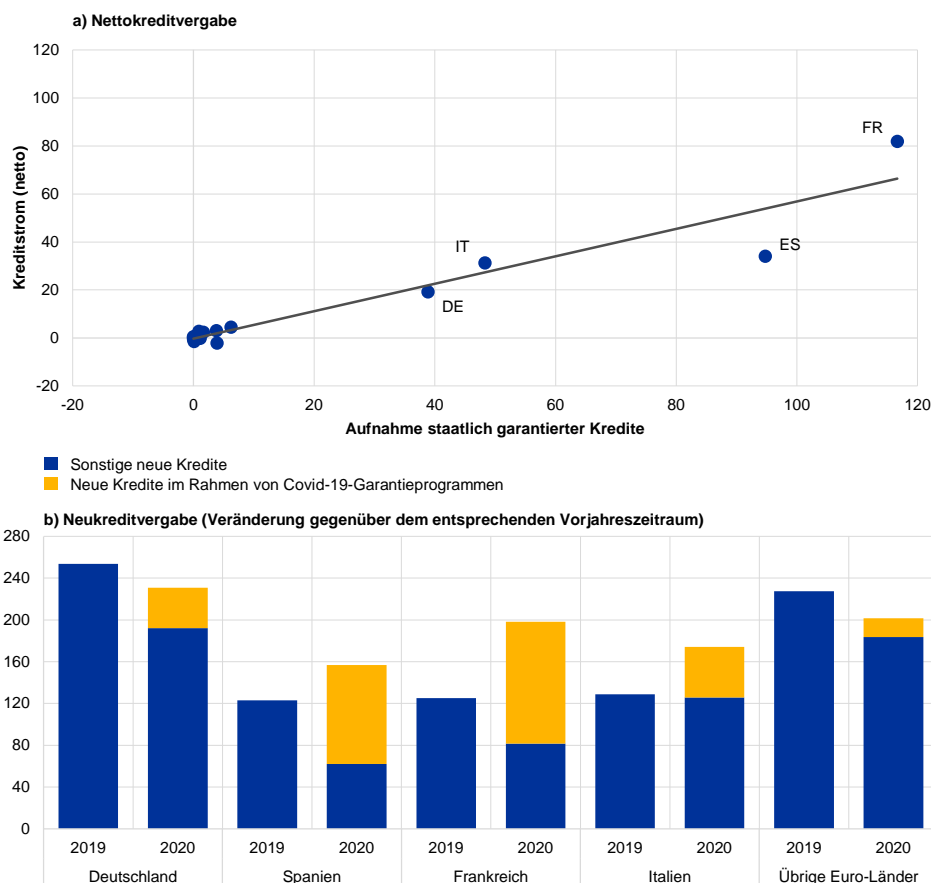
Staatliche Kreditgarantieprogramme spielen seit April eine wichtige Rolle bei der Stützung der Unternehmenskreditvergabe, insbesondere in Spanien und Frankreich. Seit dem Ausbruch der Covid-19-Pandemie in Europa ist die Vergabe von Bankdarlehen an Unternehmen im Eurogebiet wegen des akuten Bedarfs an Notfall-Liquidität während des Lockdowns sprunghaft angestiegen. Im März 2020 erfolgte dies teils noch über die Inanspruchnahme zuvor vereinbarter Kreditlinien, doch in den darauffolgenden Monaten spiegelten die beträchtlichen Kreditströme hauptsächlich die Aufnahme staatlich garantierter Kredite wider. Von April bis Juli waren die Bruttoströme an garantierten Krediten in allen großen Ländern des Euroraums höher als die gesamte Nettokreditvergabe; dies bedeutet, dass sich die Darlehensaufnahme von nicht garantierten zu garantierten Krediten verlagert hat (siehe Abbildung C, Grafik a). Zudem war in den Ländern, in denen mehr garantierte Darlehen aufgenommen wurden, eine verhältnismäßig stärkere Kreditdynamik zu beobachten.⁴² Betrachtet man die Bruttokreditvergabe im Neugeschäft, so wurden in Spanien und Frankreich, wo die finanzpolitische Unterstützung im Wesentlichen über Garantieprogramme erfolgte, von April bis Juli rund 65 % bzw. 70 % des jeweiligen Neugeschäftsvolumens als garantierte Kredite gewährt (siehe Abbildung C, Grafik b). In Deutschland und Italien machten garantierte Kredite unterdessen etwa 20 % des Neugeschäftsvolumens aus. In anderen Ländern des Euro-Währungsgebiets war ihr Anteil an der Neukreditvergabe vernachlässigbar.

⁴² Eine Darstellung der jüngsten Entwicklung des Wachstums der Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen findet sich in Abbildung 22 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Abbildung C

Aufnahme staatlich garantierter Kredite und Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Selbstständige von April bis Juli 2020

(in Mrd €)



Quellen: Kreditanstalt für Wiederaufbau (Deutschland), Instituto de Crédito Oficial (Spanien), Ministère de l'Économie et des Finances (Frankreich), Ministero dell'Economia e delle Finanze und Banca d'Italia (Italien), verschiedene nationale Behörden (übrige Euro-Länder), Nachrichtenquellen, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Nettokreditvergabe bezieht sich auf die Kreditgewährung abzüglich Tilgungen gemäß der MFI-Bilanzstatistik. Die Neukreditvergabe bezieht sich auf reine Neukredite gemäß der MFI-Zinsstatistik. Die Nettokreditvergabe und die Neukreditvergabe sind nicht saisonbereinigt. Der Kreditstrom (netto) ist um Verkäufe, Verbriefungen und Kreditübertragungen bereinigt.

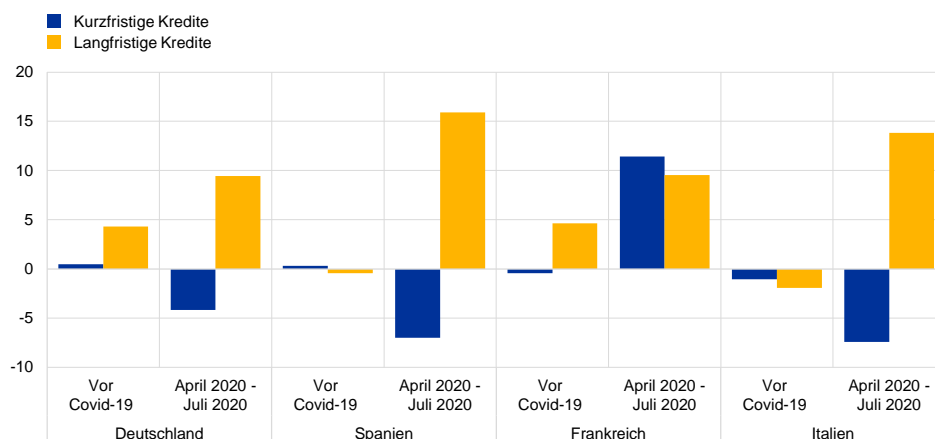
Die Kreditgarantieprogramme machen sich auch in der Laufzeit und der Darlehenshöhe kürzlich vergebener Bankkredite, den positiven Strömen nicht in Anspruch genommener Kreditlinien und der Beibehaltung günstiger Kreditkonditionen bemerkbar. Erstens ist festzustellen, dass die Ströme an kurzfristigen Krediten während der Covid-19-Pandemie im Allgemeinen negativ waren, wohingegen die Ströme an mittel- und langfristigen Krediten – also jene Laufzeiten, die üblicherweise unter die staatlichen Garantien fallen – spürbar zugenommen haben (siehe Abbildung D). Dies steht im Gegensatz zu den historischen Gesetzmäßigkeiten, denn ein akuter Liquiditätsbedarf für Betriebsmittel ist in der Regel mit einer höheren Nachfrage nach kurzfristigen Krediten verbunden, während langfristige Kredite zur Finanzierung von Anlageinvestitionen verwendet

werden.⁴³ Zweitens war insbesondere in Spanien, Frankreich und Italien eine beträchtliche Neukreditvergabe bei Kleinkrediten (unter 1 Mio €) zu verzeichnen. Dies steht im Einklang mit einer stärkeren Aufnahme staatlich garantierter Darlehen durch KMUs in den genannten Ländern. Drittens gibt es Hinweise auf ein erhöhtes Volumen an nicht in Anspruch genommenen Krediten im zweiten Quartal 2020, was darauf schließen lässt, dass nur ein Teil der gewährten staatlich garantierten Kredite tatsächlich ausgezahlt wurde. Wahrscheinlich ist dies darauf zurückzuführen, dass Unternehmen vorsorglich Liquiditätspolster aufgebaut haben und ihnen weiterhin genügend Mittel zur Verfügung stehen, um ihren Finanzierungsbedarf auf kurze Sicht zu decken. Viertens haben die staatlichen Kreditgarantien auch dazu beigetragen, dass die günstigen Finanzierungsbedingungen beibehalten werden konnten. Zum Ausdruck kommt dies im noch immer historisch niedrigen Niveau der Kreditzinsen (insbesondere bei den Kreditarten, die üblicherweise unter die Garantieprogramme fallen)⁴⁴ und in den weitgehend unveränderten Kreditrichtlinien (siehe hierzu die Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet für das zweite Quartal 2020).

Abbildung D

Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Selbstständige nach Laufzeit

(monatliche Durchschnittswerte in Mrd €)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Nicht saisonbereinigte sowie nicht um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte Ströme. Die kurzfristigen Kredite beziehen sich auf Kredite mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr, die langfristigen Kredite auf Kredite mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr. Der Zeitraum „Vor Covid-19“ bezieht sich auf März 2019 bis Februar 2020.

⁴³ Weitere Einzelheiten zu den Bestimmungsfaktoren der Kreditnachfrage während der Covid-19-Pandemie finden sich in: EZB, [Veränderung der Kreditnachfrage von Unternehmen im Euro-Währungsgebiet im Zuge der Covid-19-Pandemie und ihre Bestimmungsfaktoren](#), Kasten 8, Wirtschaftsbericht 5/2020, Juli 2020.

⁴⁴ Siehe Abbildung 24 im vorliegenden Wirtschaftsbericht. So sind die Kreditzinsen der Banken in Frankreich seit April deutlich gesunken. Dieser Rückgang war durch kleine Kredite bedingt. Er spiegelt die massive Nachfrage der KMUs nach staatlich garantierten Krediten wider, die die Banken in Frankreich zu Zinssätzen von nur knapp über 0 % gewähren.

Das Auslaufen der staatlichen Kreditgarantieprogramme muss in den kommenden Monaten sorgfältig gegen den Finanzierungsbedarf der Unternehmen abgewogen werden; zugleich müssen ihre potenziellen Nebenwirkungen beobachtet werden.

Die Kreditgarantieprogramme waren von entscheidender Bedeutung, um die Unternehmen zu Beginn der Covid-19-Pandemie bei der Deckung ihres Finanzierungsbedarfs zu unterstützen. Sie trugen gemeinsam mit anderen entschlossenen politischen Maßnahmen dazu bei, zu verhindern, dass überlebensfähige Firmen zahlungsunfähig wurden. Eine vorzeitige und zu plötzliche Einstellung dieser Programme könnte zu erheblichen Liquiditätsverknappungen bei den Unternehmen und zu Insolvenzen führen, was wiederum das Eigenkapital der Banken schwächen würde. Dies würde möglicherweise die Kreditvergabe einbrechen lassen und die Kreditbedingungen verschärfen, wodurch es zu weiteren Insolvenzen käme. Zudem könnte sich dies auch ungünstig auf die Finanzierung auswirken, die die überlebenden Firmen benötigen, um ihre Geschäftstätigkeit an eine „neue Normalität“ anzupassen. Würde die in der aktuellen Krise geleistete politische Unterstützung indes dazu führen, dass der Staat seine Rolle bei der Steuerung der Wirtschaftstätigkeit dauerhaft und umfassend ausweitet, so könnte dies die Allokationseffizienz beeinträchtigen und die Produktionskapazitäten im Euroraum über einen längeren Zeitraum verringern, da Firmen künstlich liquide gehalten würden, die nicht überlebensfähig oder nicht ausreichend profitabel sind. Darüber hinaus können sich auch aus der konkreten Ausgestaltung und Kalibrierung der Garantieprogramme Nebenwirkungen ergeben, etwa in Form von Anreizen für eine übermäßige Verschuldung und eine unvorsichtige Risikoallokation. Diese möglichen Konsequenzen bedürfen in den kommenden Monaten einer genauen Beobachtung. Sobald die wirtschaftlichen und finanziellen Auswirkungen der Covid-19-Krise nachlassen, muss ferner eine sorgfältige und gut geplante Ausstiegsstrategie verfolgt werden.

8 Die Auswirkungen des Aufbauplans der EU auf die öffentlichen Finanzen

Alessandro Giovannini, Sebastian Hauptmeier, Nadine Leiner-Killinger und Vilém Valenta

Der Aufbauplan der EU ist ein wichtiger Meilenstein der wirtschaftspolitischen Integration in Europa. Am 21. Juli 2020 verständigte sich der Europäische Rat auf ein außergewöhnliches temporäres Aufbauprogramm namens Next Generation EU (NGEU). Im Verbund mit dem regulären Mehrjährigen Finanzrahmen (MFR) wird das NGEU eine koordinierte finanzpolitische Reaktion Europas auf die wirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie (Covid-19) ermöglichen. Während das Europäische Konjunkturprogramm 2008⁴⁵ lediglich darauf ausgerichtet war, die nationalen, von den jeweiligen Mitgliedstaaten über ihren Staatshaushalt zu finanzierenden Konjunkturprogramme zu koordinieren, sieht das NGEU eine gemeinschaftliche Bereitstellung von Finanzmitteln vor, um die Ausgabenseite der öffentlichen Haushalte zu stärken und Reformen in der EU zu unterstützen.

Zur Finanzierung des NGEU wurde die Europäische Kommission ermächtigt, an den Kapitalmärkten im Namen der Europäischen Union bis zu 750 Mrd € aufzunehmen. Mit diesen Mitteln können Kredite mit einem Gesamtvolumen von 360 Mrd € ausgereicht werden. Für Zuschüsse stehen insgesamt bis zu 390 Mrd € zur Verfügung. Die aufgenommenen Mittel werden bis Ende 2026 ausgezahlt und spätestens zum 31. Dezember 2058 wieder getilgt. Durch die NGEU-Emission wird das Volumen ausstehender Schuldtitel der Europäischen Union um rund das 15-Fache steigen. Somit handelt es sich um die bislang umfangreichste supranationale Emission in Euro. Die Kredite werden von den begünstigten Mitgliedstaaten zurückgezahlt. Zur Tilgung der für die Zuschüsse aufgenommenen EU-Schulden hat der Europäische Rat indes vereinbart, das Eigenmittelsystem zu reformieren und die am Bruttonationaleinkommen bemessenen Beiträge der Mitgliedstaaten sowie neue Eigenmittel der EU zu verwenden.

Zentraler Bestandteil des NGEU ist die Aufbau- und Resilienzfazilität (RRF). Sie umfasst unter anderem das gesamte Kreditportfolio und 80 % der Zuschüsse. Die RRF soll Investitionen und Reformprozesse in den Mitgliedstaaten unterstützen und so die Bedingungen für eine nachhaltige und robuste Erholung schaffen. Zugleich sollen Fortschritte bei den Prioritäten der Union im Hinblick auf die ökologische und digitale Wende erzielt werden. Mit den verbleibenden Mitteln des NGEU werden in erster Linie die EU-Ausgabenprogramme innerhalb des MFR aufgestockt.

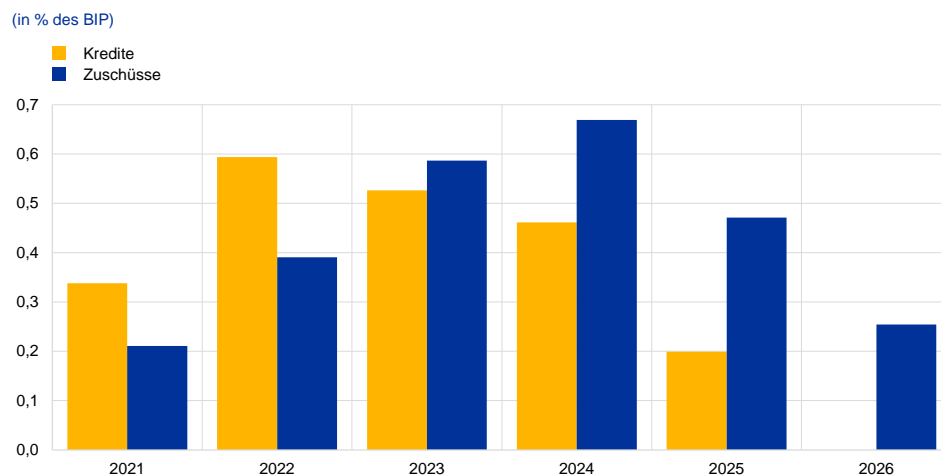
Um die finanzielle Unterstützung aus der RRF zu erhalten, müssen die EU-Mitgliedstaaten nationale Aufbau- und Resilienzpläne mit einer Reform- und Investitionsagenda für die Jahre 2021 bis 2023 aufstellen. Die Pläne müssen die Reform- und Investitionsvorhaben als kohärentes Gesamtpaket enthalten und auf die Herausforderungen eingehen, die im Zuge des Europäischen Semesters festgestellt wurden. Des Weiteren sollen sie das Wachstumspotenzial,

⁴⁵ Siehe Europäische Kommission, [Europäisches Konjunkturprogramm](#), KOM(2008) 800 endgültig, 26. November 2008.

die Schaffung von Arbeitsplätzen und die wirtschaftliche und soziale Resilienz des betreffenden Mitgliedstaats stärken. Das Erreichen der in den Plänen festgelegten Etappenziele und Zielwerte ist die Bedingung für die schrittweise Auszahlung der finanziellen Unterstützung.

Mit insgesamt knapp 5 % des euroraumweiten BIP wird die im Rahmen des NGEU vorgesehene finanzielle Unterstützung ein gesamtwirtschaftlich relevantes Volumen haben. Die Hilfskredite und Zuschüsse sollen bis Ende 2023 zugesagt und größtenteils im Zeitraum 2021-2024 ausgezahlt werden (siehe Abbildung A).⁴⁶ Den bislang verfügbaren Angaben zufolge werden die Zuschüsse – anders als die Kredite – eher im späteren Verlauf des genannten Zeitraums ausgezahlt. Die Auswirkungen auf die nationalen Staatshaushalte lassen sich noch nicht sicher quantifizieren. Gleichwohl ist für das Eurogebiet davon auszugehen, dass das NGEU im Schnitt eine schuldenfinanzierte Ausweitung des gesamtstaatlichen Defizits von rund 1 % des BIP im Zeitraum 2021-2024 mit sich bringt. Dies gilt unter der Annahme, dass die Mitgliedstaaten die finanzielle Unterstützung auf nationaler Ebene zur Finanzierung zusätzlicher Ausgaben nutzen. Sofern die NGEU-Mittel für produktive Ausgaben eingesetzt und von wachstumsfördernden Reformen flankiert werden, kann der Aufbauplan nicht nur den Aufschwung stützen, sondern perspektivisch auch die Widerstandskraft und das Wachstumspotenzial der nationalen Volkswirtschaften erhöhen.

Abbildung A
NGEU – erwartete Mittelauszahlungen an die Länder des Euroraums



Quellen: Schlussfolgerungen des Europäischen Rates vom 21. Juli 2020, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen. Anmerkung: Es wird unterstellt, dass die Zuteilung der Zuschüsse an die Euro-Länder nach den vereinbarten Verteilungsschlüsseln erfolgt. Des Weiteren wird angenommen, dass nur jene Staaten, deren Kreditfinanzierungskosten über dem für die NGEU-Kredite erwarteten Zinssatz liegen, Kredite bis zur Höchstgrenze von 6,8 % des Bruttonationaleinkommens aufnehmen. Der zeitliche Ablauf entspricht den Schätzungen der Europäischen Kommission in ihrem Vorschlag zur Einrichtung des NGEU.

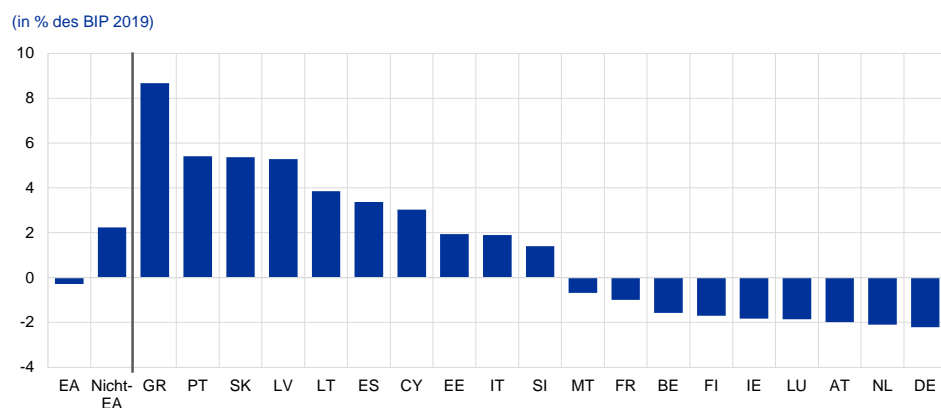
⁴⁶ Der Europäische Rat kam überein, 70 % der im Rahmen der RRF zu leistenden Zuschüsse in den Jahren 2021 und 2022 zuzusagen. Die übrigen 30 % sollen bis zum Jahresende 2023 vollständig zugesagt sein. Zu beachten ist hier ein wesentliches Merkmal des EU-Haushalts: Beschlüsse über Zusagen und über Zahlungen werden separat gefasst, sodass Zusagen und Zahlungen zu unterschiedlichen Zeitpunkten erfolgen. Der beschriebene Zahlungszeitplan basiert auf den Schätzungen der Europäischen Kommission im [Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Einrichtung einer Aufbau- und Resilienzfazilität](#) sowie auf den Schlussfolgerungen des Europäischen Rates vom 21. Juli 2020.

Der Verteilungsschlüssel der RRF gewährleistet eine stärkere makro-ökonomische Stützung der anfälligeren Länder.

Im Zeitraum 2021-2022 werden die Mittel auf Grundlage des Pro-Kopf-Einkommens und der historischen Entwicklung der Arbeitslosenquote zugeteilt. Letztere dient im Jahr 2023 nicht mehr als Bezugsgröße, sondern wird durch den festgestellten Rückgang des realen BIP im Zeitraum 2020-2021 ersetzt. Diese Vereinbarung bewirkt, dass unter dem Strich umfangreiche Finanzhilfen an jene Euro-Länder fließen, die im Gefolge der Pandemie vor den größten wirtschaftlichen und fiskalischen Herausforderungen stehen (siehe Abbildung B)⁴⁷. In Relation zum BIP ist Griechenland der größte Nettoempfänger. Doch auch Spanien und Italien erhalten in beträchtlichem Umfang finanzielle Unterstützung, zählen sie doch zu den Ländern, die besonders viele Covid-19-Todesopfer zu beklagen hatten und am stärksten unter den ökonomischen Folgen der Pandemie leiden dürften.

Abbildung B

RRF – Verteilung der Zuschüsse abzüglich erwarteter Rückzahlungen



Quellen: Schlussfolgerungen des Europäischen Rates vom 21. Juli 2020, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: 70 % der Mittel sollen im Zeitraum 2021-2022 auf Basis des Kommissionsvorschlags zum Verteilungsschlüssel zugeteilt werden (unter Berücksichtigung der Bevölkerungszahl, des inversen Pro-Kopf-BIP und der durchschnittlichen Arbeitslosenquote im Zeitraum 2015-2019). Bei der Restzuteilung von 30 % im Jahr 2023 wird nicht mehr die Arbeitslosenquote zugrunde gelegt, sondern (zu jeweils 15 %) der aktuell von der Kommission ermittelte Rückgang des BIP im Jahr 2020 und der über den Zeitraum 2020-2021 kumulierte BIP-Rückgang. Die angenommenen Rückzahlungen richten sich nach dem Anteil der Länder am EU-weiten Bruttonationaleinkommen.

Europa muss mit einer koordinierten Politik auf die Covid-19-Pandemie reagieren, um einerseits eine ungleichmäßige Erholung und eine Fragmentierung der Wirtschaft zu vermeiden und andererseits die Volkswirtschaften der Mitgliedstaaten widerstandsfähiger zu machen.

Im regulären MFR werden während der nächsten sieben Jahre rund 1 Billion € und über die drei im April 2020 vereinbarten europäischen Sicherheitsnetze insgesamt 540 Mrd € bereitgestellt.⁴⁸ Durch die NGEU-Mittel erhöht sich diese Summe nochmals. Somit ist die Reaktion Europas auf die Coronakrise engagiert und den Herausforderungen angemessen. Des Weiteren kommt es in der aktuellen Situation

⁴⁷ Siehe Tabelle 1 in: Europäische Kommission, [Identifying Europe's recovery needs](#), Staff Working Document, Mai 2020. Demnach würden den Ländern mit einem unterdurchschnittlichen Pro-Kopf-BIP und einer hohen Schuldenquote (vor allem Zypern, Griechenland, Spanien, Italien und Portugal) 50 % der Mittel zugeteilt (auf Grundlage des Verteilungsschlüssels der Kommission für 2021 und 2022). Indes bezieht sich der Anteil dieser Länder am EU-weiten BIP, der als Näherungsgröße für die Berechnung der Beitragszahlungen zum EU-Haushalt angesetzt wird, auf rund 25 %.

⁴⁸ Siehe EZB, [Die Covid-19-Krise und ihre Auswirkungen auf die Finanzpolitik](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 4/2020, Juni 2020.

darauf an, dass sich Geld- und Finanzpolitik gegenseitig verstärken, auch wenn sie unabhängig voneinander durchgeführt werden.

Es gilt nun vor allem sicherzustellen, dass die über das NGEU gewährte finanzielle Unterstützung nicht konterkariert wird, indem Finanzhilfen auf nationaler Ebene vorzeitig wieder eingestellt werden. Angesichts des Ausmaßes des pandemiebedingten Schocks und der damit einhergehenden Unsicherheit wurde im März 2020 die allgemeine Ausweichklausel des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) aktiviert. Es ist damit zu rechnen, dass sie auch 2021 noch angewandt wird. Nach Maßgabe dieser Klausel dürfen die Regierungen von den unter normalen Bedingungen geltenden Anforderungen des SWP abweichen, um notwendige Pandemiebekämpfungsmaßnahmen zu ergreifen. Dabei darf jedoch die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen nicht gefährdet werden.

Die gesamtwirtschaftliche Stabilisierung hat zwar weiterhin Vorrang. Gleichwohl muss auch in der Zeit des wirtschaftlichen Wiederaufbaus die fiskalische Tragfähigkeit gewährleistet sein. Die anhaltende Krise hat deutlich gezeigt, dass sehr hohe öffentliche Schuldenstände zu Anfälligkeiten und fiskalischen Engpässen führen können, wenn ein Land von einem starken wirtschaftlichen Schock betroffen ist. Deshalb ist es von entscheidender Bedeutung, dass die finanzpolitische Unterstützung so eingesetzt wird, dass sich Potenzialwachstum und Widerstandsfähigkeit erhöhen, was wiederum die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen verbessert. Die EU-Mittel sollten im Einklang mit den länderspezifischen Erfordernissen und den auf europäischer Ebene vereinbarten Reformschwerpunkten verwendet werden.

Die bisherige Reaktion der EU auf die Coronakrise hat Auswirkungen auf die künftige Ausgestaltung und Umsetzung des europäischen Steuerungsrahmens. Erstens müssen die künftigen Fiskalregeln bewirken, dass die hohen öffentlichen Schuldenstände in Zeiten einer guten wirtschaftlichen Entwicklung abgebaut werden, wengleich eine expansive Finanzpolitik notwendig ist, um die Erholung aufrechtzuerhalten. Zweitens wird mit dem NGEU ein neues und innovatives Element in das finanzpolitische Regelwerk der EU eingeführt. Im Rahmen des NGEU werden in den nächsten Jahren beträchtliche Volumina an supranationalen Schuldtiteln emittiert. Dadurch wird signalisiert, dass die Politik bereit ist, ein gemeinsames Fiskalinstrument zu schaffen, wenn dieses erforderlich ist. Das innovative Instrument NGEU stellt freilich eine Einmalmaßnahme dar, liefert aber möglicherweise wichtige Erkenntnisse für die Weiterentwicklung der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion. Letzterer fehlt es nach wie vor an einer dauerhaften supranationalen Fiskalkapazität zur makroökonomischen Stabilisierung in akuten Krisenphasen. Die Überprüfung des finanz- und wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens,⁴⁹ die von der Europäischen Kommission im Februar 2020 angestoßen worden war und aufgrund der Pandemie verschoben werden musste, bietet eine gute Gelegenheit, diese wichtigen Überlegungen einfließen zu lassen.

⁴⁹ Siehe hierzu https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/economic-governance-review_en.

Aufsätze

1 Chinas Weg zurück zur Normalität nach der Covid-19-Pandemie

Alexander Al-Haschimi, Apostolos Apostolou und Martino Ricci

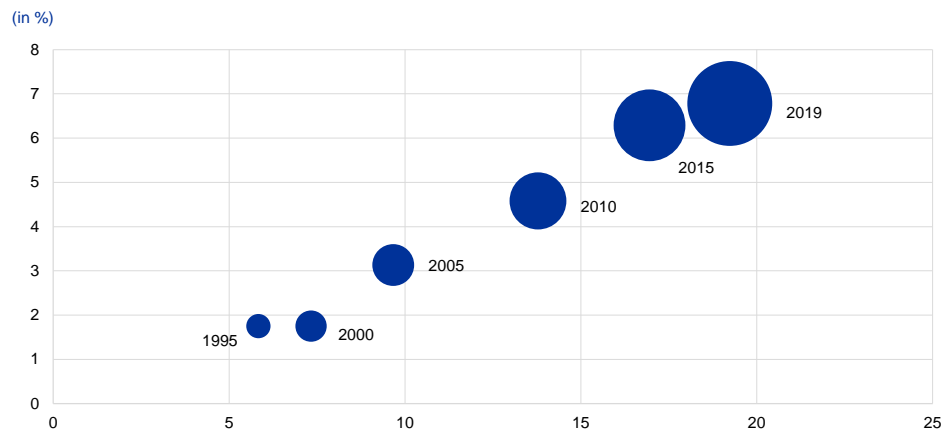
Der vorliegende Aufsatz befasst sich mit dem Abschwung und der anschließenden Erholung der chinesischen Wirtschaft nach dem Ausbruch des Coronavirus (Covid-19). Anhand hochfrequenter Daten wird dabei untersucht, wie rasch sich die Aktivität in verschiedenen Wirtschaftssektoren normalisiert, nachdem Geschäfte und Betriebe ihre Geschäftstätigkeit wieder aufnehmen durften. Ein besonderer Fokus liegt auf der Differenzierung zwischen der Industrie und dem Dienstleistungssektor, die von unterschiedlichen Gesundheits- und Sicherheitsmaßnahmen betroffen sind. Der Aufsatz kommt zu dem Schluss, dass Chinas Wirtschaftsleistung innerhalb von lediglich drei Monaten von einem Tiefstand von 20 % des normalen Niveaus im Februar 2020 wieder auf einen Wert von 90 % gestiegen ist. Während sich die Produktionskapazitäten zügig erholten, ging die Normalisierung der Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor, der von den Covid-19-Eindämmungsmaßnahmen weiterhin stark beeinträchtigt wurde, schleppender voran. Verantwortlich für die Erholung waren hauptsächlich die private Inlandsnachfrage und die Maßnahmen der Politik, da zeitgleich zur Normalisierung in China viele Handelspartner Lockdown-Maßnahmen ergriffen, wodurch die Auslandsnachfrage zurückging. Was die weitere Entwicklung betrifft, so bleiben die Unsicherheit und die Risiken, mit denen die Erholung behaftet ist, außergewöhnlich hoch. Dies ist vor allem der Ungewissheit darüber geschuldet, wie sich die Covid-19-Pandemie weiterentwickeln und ob und wann eine medizinische Lösung gefunden wird.

1 Einleitung

Seit Mitte der 1990er-Jahre ist in China ein rasches Wirtschaftswachstum zu beobachten, was zu einer stärkeren globalen Verflechtung des Landes geführt hat. In Verbindung mit einem allmählichen Reformprozess und einer schrittweisen Öffnung wurde China damit zu einer der weltweit größten Volkswirtschaften und zu einer Handelsmacht. In den vergangenen fünf Jahren hat die Wirtschaft des Landes im Schnitt um 6,7 % zugelegt und war für rund ein Drittel des globalen Wachstums verantwortlich. Zugleich hat die Nachfrage Chinas nach Waren und Dienstleistungen aus vielen anderen Volkswirtschaften, einschließlich des Euroraums, erheblich zugenommen. So erhöhte sich der Anteil der Volksrepublik an der Auslandsnachfrage nach Gütern des Eurogebiets von 1995 bis 2019 von 2 % auf rund 7 % (siehe Abbildung 1). Diese Entwicklung unterstreicht, dass das Ausmaß, in dem sich China von der Covid-19-Pandemie erholt, nicht nur für die Volksrepublik selbst, sondern auch für andere Länder von entscheidender Bedeutung ist.

Abbildung 1

Chinas Anteil am weltweiten BIP und an der Auslandsnachfrage nach Gütern des Euroraums



Quellen: Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, April 2020 (BIP), und EZB (Anteil Chinas an der Auslandsnachfrage nach Gütern des Euroraums).

Anmerkung: Die x-Achse zeigt das chinesische BIP als prozentualen Anteil des gesamten weltweiten BIP und die y-Achse Chinas prozentualen Anteil an der Auslandsnachfrage nach Gütern des Euroraums. Die Größe der Kreise gibt das chinesische BIP anhand von Kaufkraftparitäten in nominalen internationalen Dollar wieder.

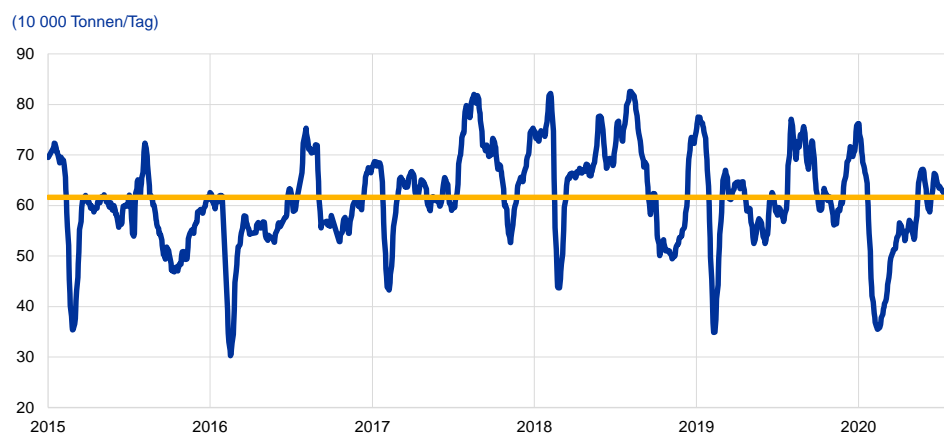
Die Covid-19-Pandemie traf China früher als andere Volkswirtschaften. Den offiziellen Statistiken zufolge stieg die Zahl der bestätigten Covid-19-Fälle von weniger als 1 000 Ende Januar 2020 auf mehr als 80 000 Anfang März. Um die Epidemie rasch in den Griff zu bekommen, wurden strenge Lockdown-Maßnahmen verhängt. Die Eindämmungsmaßnahmen machten es erforderlich, die Wirtschaft für geraume Zeit herunterzufahren. Dies führte dazu, dass die Wirtschaftstätigkeit kurzfristig einbrach. Während der Ausbruch des Coronavirus in China weitgehend unter Kontrolle gebracht wurde, breitete sich das Virus weltweit rasch aus: Mitte März war die Anzahl der bestätigten Fälle in anderen Ländern höher als in China. Bis Anfang August wurden weltweit mehr als 19 Millionen Infektionen verzeichnet.

Der Konjunkturrückgang während der Covid-19-Pandemie unterscheidet sich in seiner Art deutlich von anderen Abschwüngen. In der aktuellen Phase wurden durch die Schließung von Geschäften und Betrieben sowie durch Mobilitätsbeschränkungen sowohl das Angebot als auch die Nachfrage gedrückt. Daher ist der Verlauf der wirtschaftlichen Erholung mit größerer Unsicherheit behaftet als gewöhnlich. Dies liegt nicht zuletzt an Befürchtungen, dass ein erneuter Anstieg der Fallzahlen den Aufschwung gefährden könnte. Zudem ist nach wie vor unklar, wie lange es dauern wird, eine medizinische Lösung zu entwickeln und umzusetzen. Offen ist auch, wie sich die anhaltenden Eindämmungsmaßnahmen mittelfristig auf den Arbeitsmarkt auswirken werden. Vor diesem Hintergrund kann die Erholung in China, die früher einsetzte als in der übrigen Welt, aufschlussreich für andere Volkswirtschaften sein, die ihre Eindämmungsmaßnahmen derzeit lockern.

2 Der Ausbruch von Covid-19 in China und dessen wirtschaftliche Folgen

Die rapide Ausbreitung des Coronavirus in China fiel weitgehend mit dem Beginn der chinesischen Neujahrsferien zusammen. Beim chinesischen Neujahrsfest handelt es sich um sieben gesetzliche Feiertage, die zwischen Ende Januar und Mitte Februar beginnen und an denen praktisch alle Betriebe für längere Zeit schließen. Dann kehren Wanderarbeiter traditionell zu ihren Familien zurück. Die Feiertage sind eine Hauptreisezeit, in der jedes Jahr mehrere hundert Millionen Menschen durch die Volksrepublik reisen. Gegen Ende Januar 2020 wurde die chinesische Wirtschaft heruntergefahren. Dies lässt sich beispielsweise am Kohleverbrauch wichtiger Stromerzeuger ablesen (siehe Abbildung 2). Verglichen mit früheren chinesischen Neujahrsfesten ging der Kohleverbrauch im Januar 2020 nicht ungewöhnlich stark zurück. Die Ferien wurden jedoch wegen des Covid-19-Ausbruchs verlängert, und die Wiederaufnahme der Geschäftstätigkeit verzögerte sich dadurch erheblich. Aus einem Vergleich verschiedener hochfrequenter Indikatoren der Wirtschaftstätigkeit mit ihrem jeweiligen Vorjahresniveau geht hervor, dass mehrere Indikatoren (z. B. der Kohleverbrauch, die Immobilienverkäufe und die Verkehrsdichte) erst nach mehr als drei Monaten wieder ihren Stand von 2019 erreichten (siehe Abbildung 3).

Abbildung 2
Kohleverbrauch wichtiger Stromkraftwerke

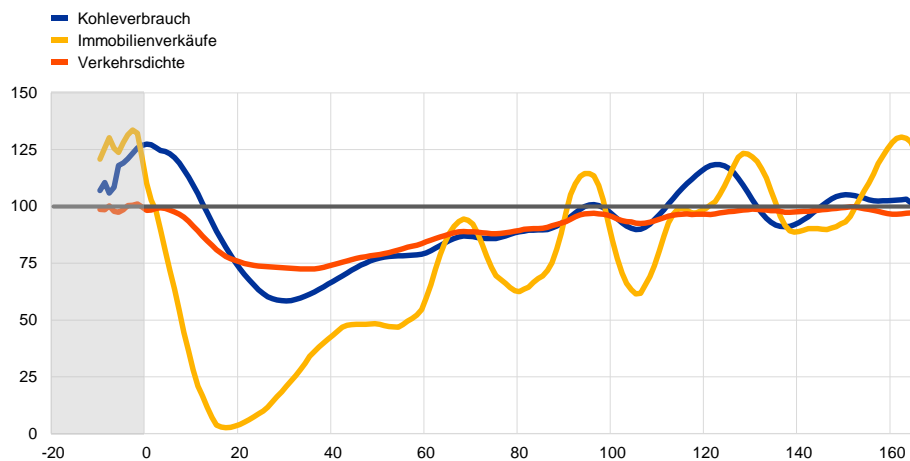


Quellen: Beijing China Coal Times Technology Development Co., Ltd., aufbereitet von Haver Analytics.
Anmerkung: Die Abbildung zeigt den täglichen Kohleverbrauch von sechs wichtigen Stromkraftwerken in China (gleitender Siebentagesdurchschnitt). Die gelbe Linie stellt den Fünfjahresdurchschnitt dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 27. Juli 2020. Danach wurde die Zeitreihe eingestellt.

Abbildung 3

Hochfrequente Indikatoren der Wirtschaftstätigkeit

(in % des Niveaus zum vergleichbaren Zeitpunkt 2019)



Quellen: Wind Economic Database und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Kohleverbrauch gibt den entsprechenden Verbrauch wichtiger Energieerzeuger an, die Immobilienverkäufe das Volumen der Immobilientransaktionen in 30 Großstädten und die Verkehrsdichte das durchschnittliche Verkehrsaufkommen in 100 chinesischen Städten. Bei den Daten handelt es sich um die Abweichung des Siebtagesdurchschnitts von dem Niveau, das zum vergleichbaren Zeitpunkt nach Beginn des chinesischen neuen Jahres 2019 verzeichnet wurde. Auf der x-Achse werden die Tage seit Beginn des chinesischen neuen Jahres angezeigt. Der schattierte Bereich markiert die Tage im Jahr 2020, die der Ferienzeit zum chinesischen Neujahrsfest vorausgingen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 8. Juli 2020.

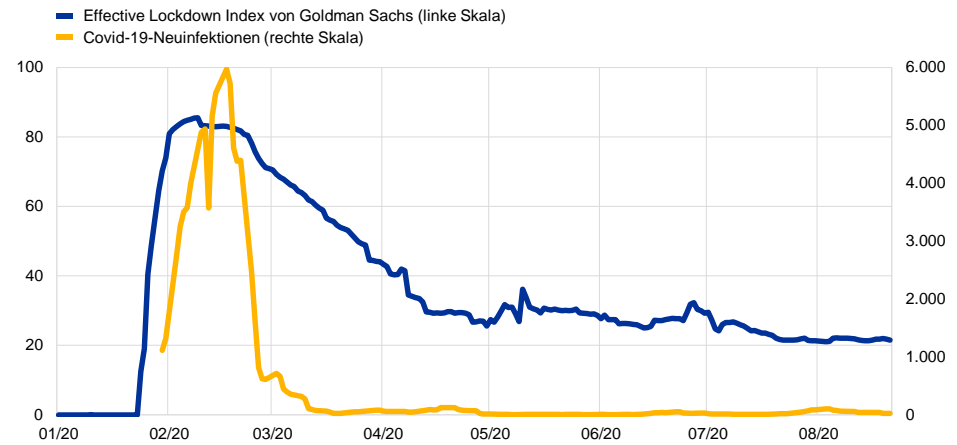
Der Ausbruch des Coronavirus veranlasste die Behörden dazu, strenge und umfassende Eindämmungsmaßnahmen zu ergreifen. Die Stadt Wuhan, in der die Pandemie ihren Ursprung hatte, wurde kurz vor den Feiertagen zum Neujahrsfest abgeriegelt. Transporte in die und aus der Stadt wurden eingestellt und Geschäfte und Betriebe mit wenigen Ausnahmen geschlossen. Nur wenige Tage später durften die Einwohner ihre Wohnungen nur noch für Einkäufe des täglichen Bedarfs verlassen, und die Quarantänemaßnahmen wurden strikt durchgesetzt. Die Vorkehrungen zur Eindämmung von Covid-19 wurden auf die Provinz Hubei, in der Wuhan liegt, und auf das übrige Land ausgeweitet. Zugleich wurde landesweit die höchste Notstandsstufe für die öffentlichen Gesundheitsschutzmaßnahmen ausgerufen. Die Ferienzeit wurde offiziell verlängert und der Reiseverkehr sowohl national als auch international beschränkt. Im Februar und März wurde auf Ebene der einzelnen Provinzen entschieden, Geschäfte des nicht täglichen Bedarfs je nach lokaler Entwicklung der Corona-Fälle wiederzueröffnen.

Die Eindämmungsmaßnahmen wirkten der Ausbreitung von Covid-19 entgegen. Die Zahl der Neuinfektionen pro Tag stieg in einem Zeitraum von ungefähr drei Wochen exponentiell an, bevor sie ab etwa Mitte Februar wieder rasch zurückging. Die Ende Januar zeitnah eingeführten Lockdown-Maßnahmen (siehe den Effective Lockdown Index von Goldman Sachs in Abbildung 4) wurden mit der sinkenden Zahl an Covid-19-Neuinfektionen schrittweise wieder gelockert. Die offizielle Gesamtzahl der Infektionen stabilisierte sich bei rund 85 000. Nationale Daten lassen darauf schließen, dass die strengen Lockdown-Maßnahmen die Ausbreitung des Virus in China stark eindämmten. Offiziellen Angaben zufolge wurden rund 80 % der in der Volksrepublik verzeichneten Covid-19-Erkrankungen und mehr als 95 % der entsprechenden Todesfälle in der Provinz Hubei registriert

(siehe Abbildung 5 und 6). Da in dieser Provinz lediglich 4 % der chinesischen Bevölkerung leben, würde dies bedeuten, dass im übrigen Land außergewöhnlich wenige Fälle auftraten.

Abbildung 4
Eindämmungsmaßnahmen und Covid-19-Neuinfektionen pro Tag

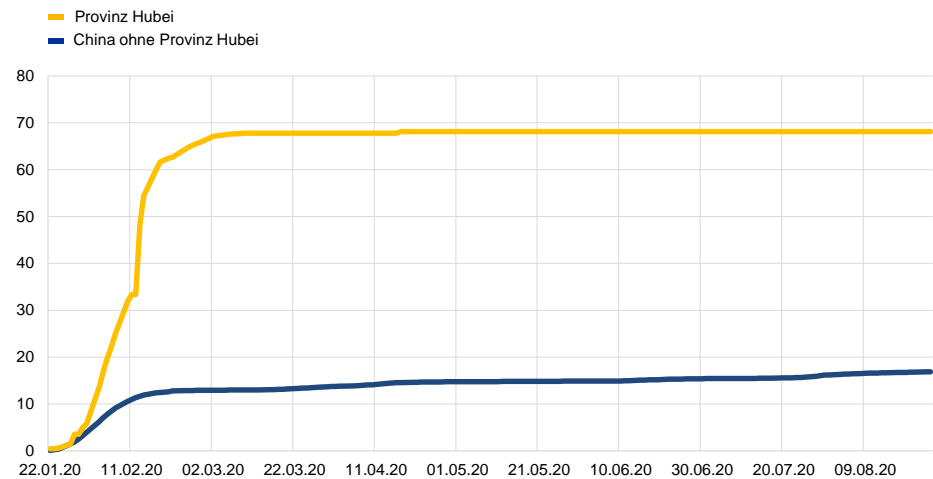
(linke Skala: Index; rechte Skala: Covid-19-Neuinfektionen pro Tag)



Quellen: Johns-Hopkins-Universität, Goldman Sachs und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Der Effective Lockdown Index von Goldman Sachs kombiniert behördliche Einschränkungen mit Mobilitätsdaten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 21. August 2020.

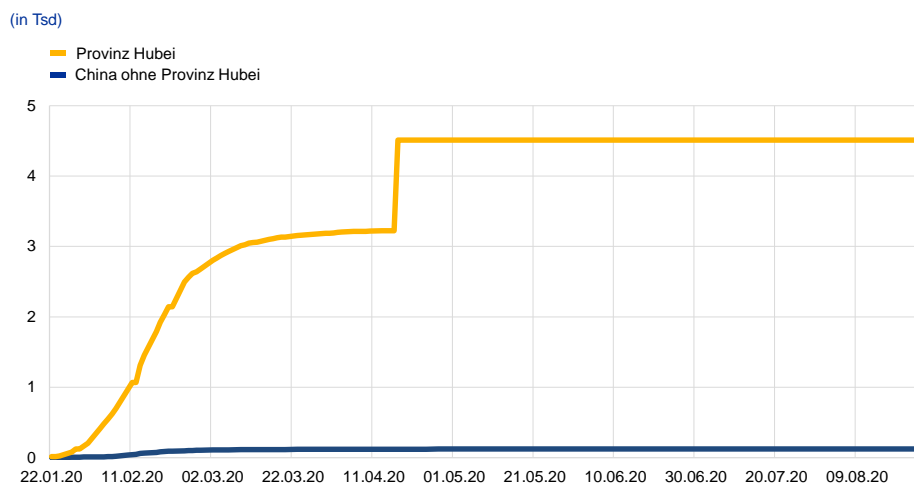
Abbildung 5
Bestätigte Covid-19-Fälle

(in Tsd)



Quellen: Johns-Hopkins-Universität und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 25. August 2020.

Abbildung 6
Bestätigte Covid-19-Todesfälle



Quellen: Johns-Hopkins-Universität und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Am 17. April korrigierte China die offiziellen Angaben zu den Covid-19-Todesfällen um 1 290 nach oben; diese wurden allesamt in Wuhan registriert. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 25. August 2020.

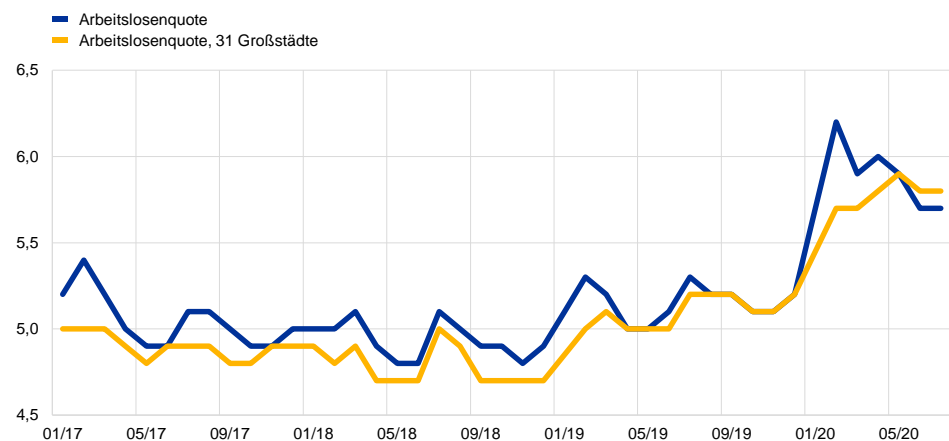
Durch die Eindämmungsmaßnahmen wurde die Ausbreitung des Virus zwar erfolgreich verlangsamt, aber sie belasteten die chinesische Wirtschaft schwer. Im ersten Quartal 2020 schrumpfte das reale BIP um 10,0 % gegenüber dem Vorquartal und um 6,8 % gegenüber dem Vorjahr. Im Vorjahresvergleich stellte der schwache Konsum den größten Hemmschuh für das BIP dar (-4,4 %), gefolgt von den Investitionen mit -1,5 % und vom Außenhandel mit -1 %. Die Konjunktur brach rasch ein, und das BIP war erstmals seit Jahrzehnten rückläufig. Der Caixin-Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe in China (Caixin China General Manufacturing Output Purchasing Managers' Index) sank im Februar auf 28,6 Punkte und damit weit unter das Niveau, das er während der globalen Finanzkrise verzeichnet hatte. Auch der Caixin-EMI für die Geschäftstätigkeit im chinesischen Dienstleistungssektor (Caixin China General Services Business Activity PMI) ging erheblich zurück, und zwar von 51,8 Zählern im Januar auf 26,5 Zähler im Februar. Der Rückgang dieser Indizes war jedoch nur von kurzer Dauer, denn im März stieg der EMI für das verarbeitende Gewerbe bereits wieder auf über 50 Punkte, was darauf hindeutete, dass die konjunkturelle Talsohle im Februar erreicht worden war. Gleichwohl signalisierten die EMI-Gesamtergebnisse, dass sich die chinesische Wirtschaft angesichts länger anhaltender Produktionsdrosselungen drastisch abgeschwächt hatte. Der ausgeprägte Konjunkturabschwung im Januar und Februar spiegelte sich auch in einer deutlichen Abnahme der Industrieproduktion (-13,5 %), der Anlageinvestitionen (-24,4 %) und der Einzelhandelsumsätze (-20,5 %) gegenüber dem Vorjahr wider. Im gesamten ersten Jahresviertel sank die Industrieproduktion im Vorjahresvergleich um 9,3 %, und die Einzelhandelsumsätze verringerten sich um rund 19 %.

Die Arbeitsmarktlage hat sich seit dem Ausbruch der Pandemie verschlechtert. Offiziellen Zahlen zufolge ist die Arbeitslosenquote seit dem Ausbruch recht moderat von 5 % auf knapp 6 % gestiegen (siehe Abbildung 7). Dies könnte damit zusammenhängen, dass die Behörden viele Unternehmen davon zu überzeugen

versuchten, ihre Angestellten nicht zu entlassen. Die Arbeitslosigkeit könnte jedoch höher ausfallen, wenn Arbeitnehmer aus ländlichen Gebieten berücksichtigt werden. Dies könnte die künftige wirtschaftliche Erholung bremsen. Tatsächlich zeichnen Umfragen zur erwarteten Beschäftigungsquote ein uneinheitliches Bild: Die Unternehmen gehen von einer raschen Erholung aus, während die Verbraucher die Aussichten weiterhin pessimistischer einschätzen (siehe Abbildung 8).

Abbildung 7
Arbeitslosenquote

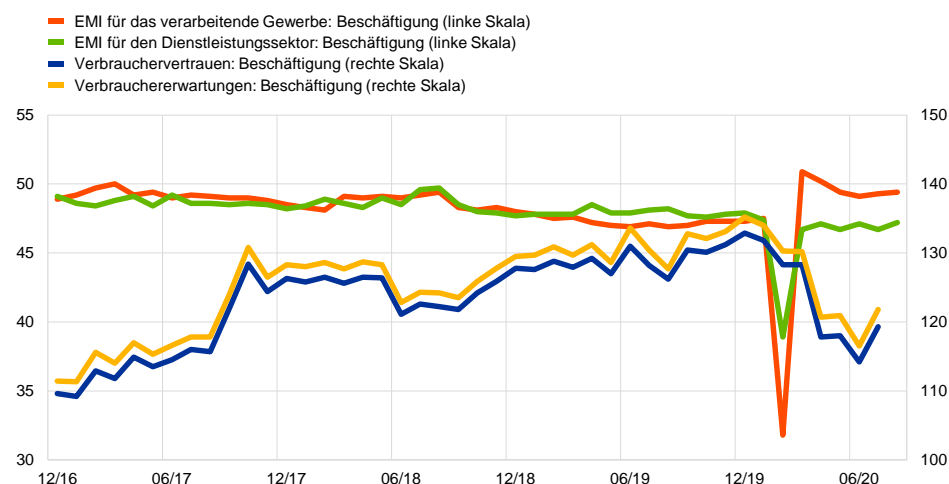
(in %)



Quellen: National Bureau of Statistics of China, aufbereitet von Haver Analytics.
Anmerkung: „Arbeitslosenquote“ bezieht sich auf die städtische Arbeitslosigkeit und „Arbeitslosenquote, 31 Großstädte“ auf die städtische Arbeitslosigkeit in 31 Großstädten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2020.

Abbildung 8
Umfragen zu den Beschäftigungserwartungen

(linke Skala: Diffusionsindex; rechte Skala: Index)



Quellen: National Bureau of Statistics of China, CEIC Data, Caixin und IHS Markit.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2020 (EMIs) bzw. Juli 2020 (Verbraucherumfragen).

3 Allmähliche Normalisierung der Wirtschaft nach Eindämmung des Ausbruchs

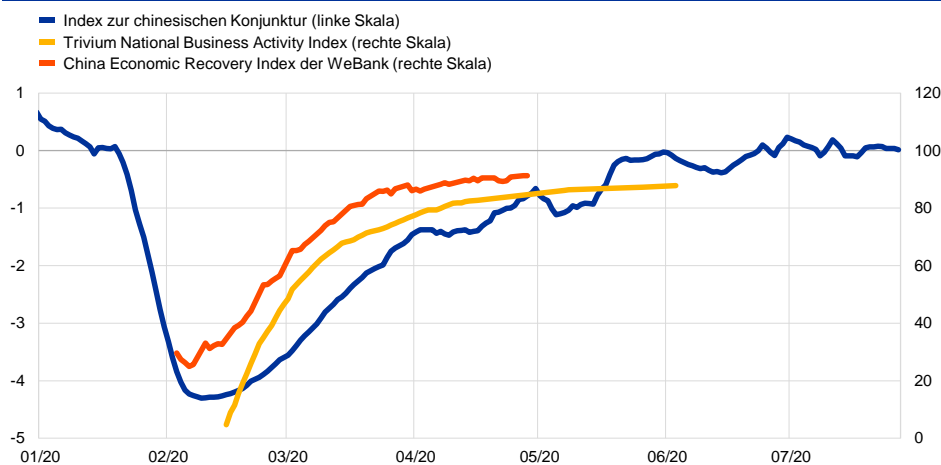
Nachdem das Auftreten von Covid-19-Neuinfektionen eingedämmt worden war, hoben die chinesischen Behörden die Schutzmaßnahmen nach und nach auf.

Die Lockerung der Restriktionen hing davon ab, wie sich die Zuwachsraten der Covid-19-Fälle lokal entwickelten. In den meisten Provinzen wurde die Ferienzeit zum chinesischen Neujahrsfest um mindestens eine Woche im Februar 2020 verlängert, in der Provinz Hubei sogar bis zum 10. März. Zunächst durften Geschäfte und Betriebe ihre Tätigkeit wieder aufnehmen, während die Reisebeschränkungen anfänglich bestehen blieben. Die Wiedereröffnung der Geschäfte und Betriebe stellte eine logistische Herausforderung dar, da zum Teil die Lieferketten unterbrochen waren. Die Reisebeschränkungen hatten wiederum zur Folge, dass Arbeitskräfte noch immer über das ganze Land verstreut waren.

Nach dem Konjunkturerinbruch im ersten Quartal erholte sich die chinesische Wirtschaft recht schnell wieder. Im zweiten Quartal erhöhte sich das chinesische BIP um 11,5 % gegenüber dem Vorquartal und um 3,2 % gegenüber dem Vorjahr. Verantwortlich hierfür waren im Wesentlichen die Investitionen, wohingegen das Konsumwachstum im Vorjahresvergleich negativ blieb. Zahlreiche Indikatoren lassen darauf schließen, dass die Wirtschaftsleistung Chinas innerhalb von drei Monaten von ihrem Tiefstand wieder auf 90 % des normalen Niveaus gestiegen ist. Ein neu entwickelter Indikator der täglichen Aktivität¹, der den Kohleverbrauch von Stromerzeugern, die Geschäftstätigkeit am Immobilienmarkt, Daten über die Verkehrsdichte und Veränderungen der Schadstoffbelastung erfasst, zeigt, dass die Wirtschaftsleistung in der ersten Februarhälfte die Talsohle erreichte und Mitte Mai bereits wieder annähernd zu ihrem langfristigen Mittel zurückgekehrt war. Andere Indikatoren wie der [Trivium National Business Activity Index](#), der die Kapazitätsauslastung der chinesischen Wirtschaft schätzte, und der China Economic Recovery Index der WeBank, der die Anzahl der wiedereröffneten Geschäfte und Betriebe erfasste, weisen ebenfalls auf eine Wiederaufnahmequote der Geschäftstätigkeit von rund 90 % bis Anfang Mai hin (siehe Abbildung 9).

¹ Der hochfrequente Index zur chinesischen Konjunktur ist eine interne EZB-Messgröße. Er verknüpft die Daten der oben genannten Indikatoren mithilfe einer Hauptkomponentenanalyse.

Abbildung 9
Indikatoren der Wirtschaftstätigkeit



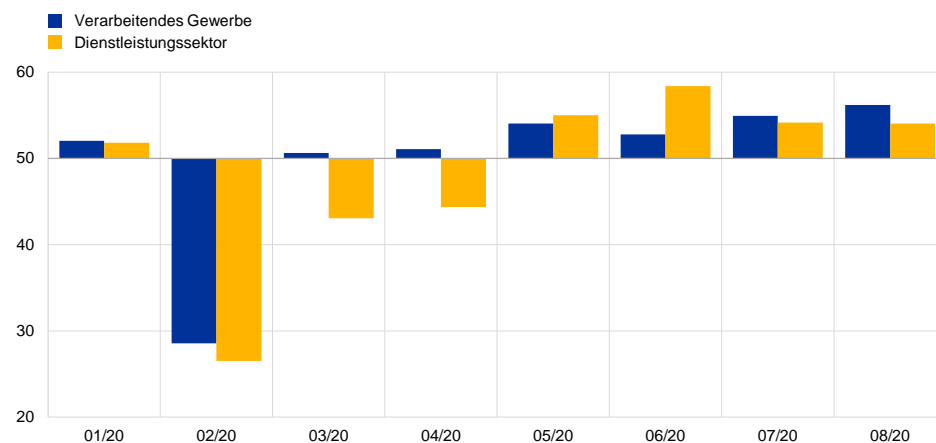
Quellen: Trivium China, WeBank und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Der Wert 100 stellt das normale Niveau der Wirtschaftstätigkeit dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 27. Juli (Index zur chinesischen Konjunktur, der als Standardabweichung gemessen wird), den 3. Juni (Trivium National Business Activity Index) bzw. den 28. April (China Economic Recovery Index der WeBank). Die beiden letztgenannten Indizes wurden eingestellt, nachdem die Wiederaufnahmequote der Geschäftstätigkeit die Marke von 90 % überschritten hatte.

Umfragedaten deuten auf eine uneinheitliche Erholung hin, bei der sich das verarbeitende Gewerbe früher belebte als der Dienstleistungssektor. Zwar ist angesichts der erhöhten Unsicherheit eine gewisse Vorsicht bei der Interpretation der Einkaufsmanagerindizes geboten, doch kehrte der EMI für das verarbeitende Gewerbe bereits im März in den expansiven Bereich zurück. Dagegen signalisierte der EMI für den Dienstleistungssektor bis Mai weiterhin eine Abschwächung der Aktivität, bevor er dann die neutrale Schwelle überschritt (siehe Abbildung 10). Auch wenn der EMI für den Dienstleistungssektor im Juli einen Stand von 58,4 Punkten erreichte, legt seine Entwicklung von Februar bis April nahe, dass der Rückgang in diesem Sektor stärker ausgeprägt war als im verarbeitenden Gewerbe. Insgesamt waren die Kapazitäten des verarbeitenden Gewerbes und des Baugewerbes im Verlauf des Monats Mai wieder nahezu voll ausgelastet. Dagegen blieb der Dienstleistungssektor mit einer Aktivität zwischen 20 % und 80 % des normalen Niveaus tendenziell deutlich hinter der Kapazitätsauslastung zurück, die er noch vor Ausbruch der Coronakrise verzeichnet hatte. Dies betraf vor allem Bereiche mit engen physischen Kontakten, wie etwa den Tourismus, Geschäftsreisen sowie Kultur- und Sportveranstaltungen.

Abbildung 10

Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe und für den Dienstleistungssektor

(Diffusionsindex)



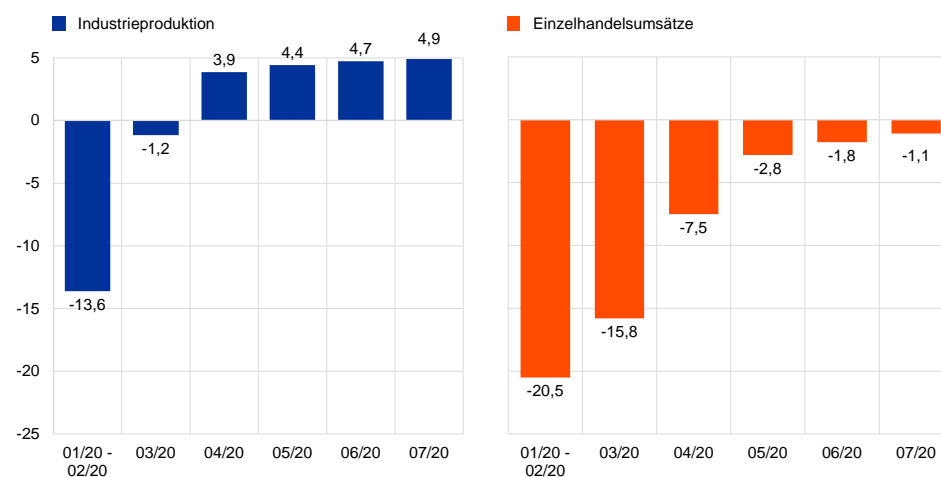
Quellen: Caixin und IHS Markit.

Anmerkung: „Verarbeitendes Gewerbe“ bezieht sich auf den Caixin-Einkaufsmanagerindex für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe in China und „Dienstleistungssektor“ auf den Caixin-Einkaufsmanagerindex für die Geschäftstätigkeit im chinesischen Dienstleistungssektor.

Das unterschiedliche Tempo der Erholung zeigt sich auch in den Produktions- und Umsatzzahlen. Nach einem schwachen ersten Quartal kehrte sich die Jahreswachstumsrate der Industrieproduktion im April wieder ins Positive und nahm im Mai weiter zu. Die Umsätze im Einzelhandel gingen indes auch noch in den beiden genannten Monaten im Vorjahresvergleich zurück. Nach dem Tiefstand im Januar und Februar verbesserte sich das Umsatzwachstum zwar deutlich, jedoch konnten bislang noch keine positiven Zuwachsraten verbucht werden (siehe Abbildung 11). Die langsamere Erholung im Dienstleistungssektor lässt sich auf mehrere Faktoren zurückführen. Durch die weiterhin bestehenden Abstandsregeln und Kontaktbeschränkungen sind die Kapazitäten der Geschäfte und Unternehmen in einigen Branchen begrenzt. Dies gilt zum Beispiel für die Gastronomie, die Unterhaltungsbranche, den Tourismus sowie für Kulturdienstleistungen. Des Weiteren lastet die Unsicherheit bezüglich des erneuten Anstiegs der Covid-19-Fallzahlen auf der Nachfrage nach Dienstleistungen, bei denen die Abstandsregeln nur schwer einzuhalten sind (z. B. Beförderung), zumal es noch keine medizinische Lösung gibt. Schließlich führen die gestiegene Arbeitslosigkeit und die wirtschaftliche Unsicherheit zu einer sinkenden Inlandsnachfrage nach nicht unbedingt erforderlichen Anschaffungen. Davon ist der Dienstleistungssektor überproportional betroffen. Die schleppende Erholung der Dienstleistungen fällt für die chinesische Wirtschaft stark ins Gewicht, da dieser Sektor mittlerweile mehr als 50 % zum Wachstum des realen BIP in China beiträgt.

Abbildung 11
Industrieproduktion und Einzelhandelsumsätze

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: National Bureau of Statistics of China, aufbereitet von Haver Analytics, und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die Einzelhandelsumsätze sind nicht saisonbereinigt. Für Januar und Februar 2020 stehen keine gesonderten monatlichen Daten zur Verfügung. Daher wird das Gesamtergebnis für diese beiden Monate mit dem Gesamtergebnis für Januar und Februar 2019 verglichen.

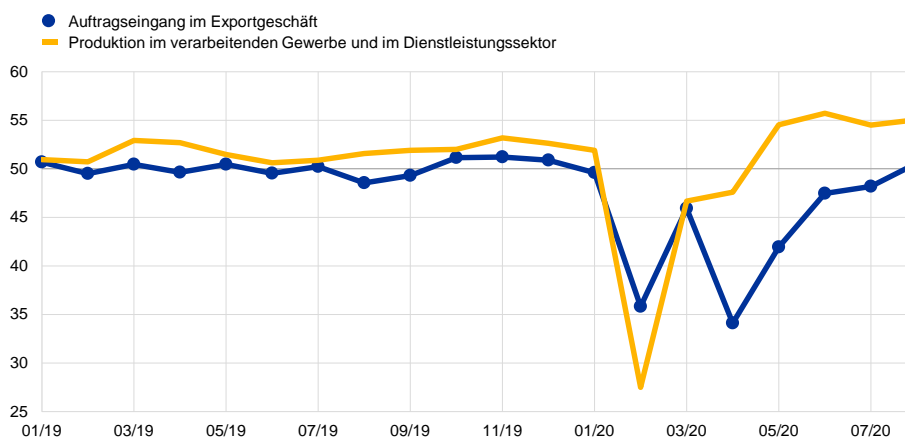
Gleichzeitig hemmt die schwache Auslandsnachfrage die Erholung in China.

Da die Covid-19-Pandemie zuerst in China ausbrach, bevor sie sich weltweit ausbreitete, fiel die Erholung der Volksrepublik zeitlich mit der Umsetzung strenger Eindämmungsmaßnahmen unter ihren Handelspartnern zusammen. Die Lockdown-Maßnahmen in Europa, den Vereinigten Staaten und anderen asiatischen Ländern hatten einen starken Rückgang der Nachfrage nach chinesischen Exporten zur Folge, was sich am Caixin-EMI für den Auftragseingang im chinesischen Exportgeschäft (Caixin China Composite New Export Orders PMI) ablesen lässt. Im Februar führte ein Angebotsschock zu einer Verringerung der Ausfuhren, da Produzenten und Frachthäfen ihre Kapazitäten auf einen Bruchteil ihres Normalbetriebs herunterfuhren. Nach einer aufkeimenden Erholung im März brachen die Auftragseingänge im Exportgeschäft im April erneut ein. Grund hierfür war die drastisch sinkende Auslandsnachfrage während des Lockdowns in den Handelspartnerländern. Aus den Daten für Mai bis August geht hervor, dass die Nachfrage des Auslands nach chinesischen Waren wieder zunimmt. Sie zeigen jedoch auch, dass sich das allgemeine Wirtschaftswachstum – gemessen am Caixin-EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor in China (Caixin China Composite Output PMI) – im Zuge der Ausbreitung der Covid-19-Pandemie von den Auftragseingängen im Exportgeschäft abgekoppelt hat (siehe Abbildung 12). Erst im August überschritt der EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft wieder die neutrale Schwelle von 50 Zählern. Somit ist die bisherige Erholung in China vor allem auf binnenwirtschaftliche Faktoren zurückzuführen.

Abbildung 12

Einkaufsmanagerindizes für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor sowie für den Auftragseingang im Exportgeschäft

(Diffusionsindex)



Quellen: Caixin und IHS Markit.

Anmerkung: „Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor“ steht für den Caixin-Einkaufsmanagerindex für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor in China (Caixin China Composite Output PMI) und „Auftragseingang im Exportgeschäft“ für den Caixin-Einkaufsmanagerindex für den Auftragseingang im chinesischen Exportgeschäft (Caixin China Composite New Export Orders PMI). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2020.

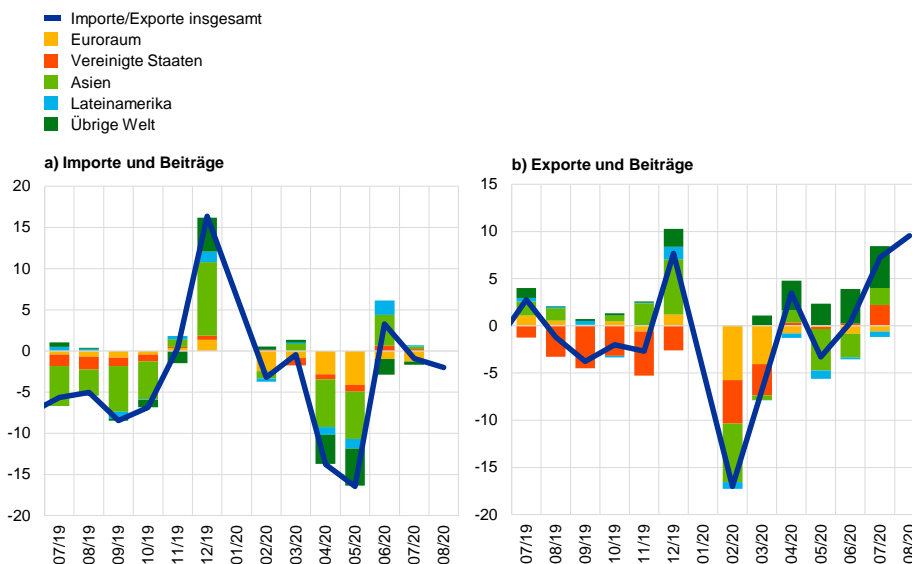
Die kurzfristigen Aussichten der chinesischen Wirtschaft hängen auch von der globalen Entwicklung ab.

Als China die Lockdown-Maßnahmen sowie die damit verbundenen Beschränkungen für seine Unternehmen und seine Bevölkerung aufhob, ergriffen wichtige Handelspartner wie Europa und die Vereinigten Staaten ihrerseits Eindämmungsmaßnahmen. Dadurch wurde die Auslandsnachfrage in China zu einem Zeitpunkt beeinträchtigt, als auch dessen binnenwirtschaftliche Erholung immer noch recht fragil war. Der Handel brach in den ersten Monaten des Jahres ein. Der drastische Exportrückgang lässt auf einen negativen Wachstumsbeitrag des Außenhandels schließen (siehe Abbildung 13). Im April wurde wieder ein positives Wachstum der Warenausfuhren verzeichnet. Allerdings kam es bereits im Folgemonat erneut zu einem Rückschlag, als die wichtigsten Handelspartner Chinas Eindämmungsmaßnahmen umsetzten. Seit Juni nimmt das Jahreswachstum der Ausfuhren nun wieder zu. Auch das Importgeschäft entwickelte sich aufgrund der geringeren Inlandsnachfrage und der niedrigeren Ölpreise nach wie vor sehr verhalten. Hinzu kommt, dass die Dynamik der Exporte und die Dynamik der Importe der Volksrepublik miteinander verflochten sind: Da China eine bedeutende Position in den globalen Wertschöpfungsketten einnimmt, fließt ein beträchtlicher Teil der Einfuhren letztlich in die Ausfuhren. Die Debatte, die aktuell in einigen Ländern über den Zugang zu medizinischen Geräten und Medikamenten geführt wird, könnte sich auch längerfristig auf die weltweiten Lieferketten auswirken. Es könnte beschlossen werden, in einer Reihe von Sektoren – etwa jenen, die als kritisch für die öffentliche Gesundheit oder die nationale Sicherheit gelten – bestimmte Fertigungsstufen wieder ins Inland zu verlagern, um so mehr Kontrolle über die Produktion zu erhalten. De facto würden damit die Lieferketten durchtrennt. Dies wiederum könnte das Wirtschaftswachstum jener Länder beeinträchtigen, die eng in die betreffenden globalen Wertschöpfungsketten eingebunden sind.

Abbildung 13

Importe und Exporte nach Handelspartnern

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

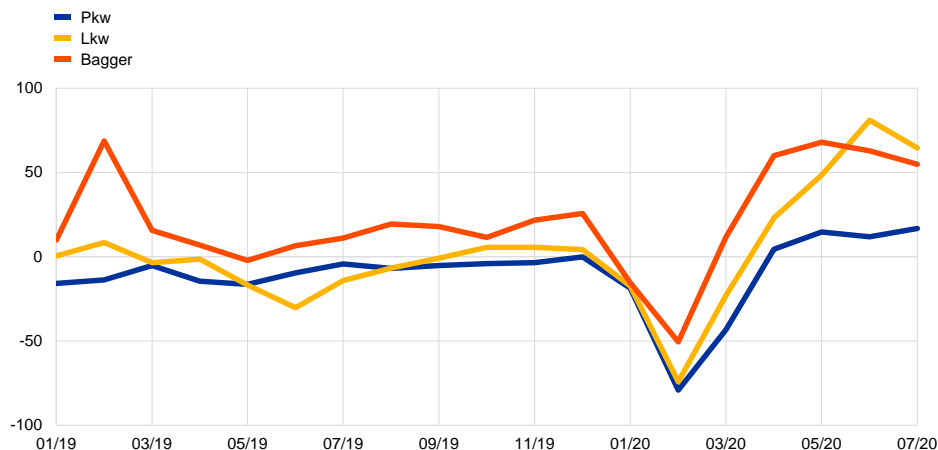


Quellen: General Administration of Customs of the People's Republic of China, CEIC Data und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Angaben für Januar und Februar 2020 sind aggregiert, da keine gesonderten Monatsdaten vorliegen.

Unterdessen zeichnet sich bei einigen Komponenten der Inlandsnachfrage eine Belebung ab. So kehrte sich der Pkw-Absatz im April erstmals seit Mitte 2018 ins Positive (siehe Abbildung 14). Darin spiegelt sich unter anderem ein Nachfragestau im Inland nach einer Phase sehr geringer Pkw-Verkäufe wider. Möglicherweise spielt dabei auch eine Abkehr von öffentlichen Verkehrsmitteln eine Rolle. Zudem haben steigende Infrastrukturausgaben zu einem besonders starken Absatzwachstum bei Nutzfahrzeugen wie Lkw und Baufahrzeugen geführt. Die Immobilienverkäufe haben sich ebenfalls erholt und wieder ihren Stand von 2019 erreicht. Dies lässt auf eine breiter angelegte Erholung der Binnennachfrage schließen. Demgegenüber waren die Einnahmen in der Gastronomie Mitte Juni nach wie vor rückläufig und lagen bei rund 34 % ihres entsprechenden Vorjahresniveaus.

Abbildung 14 Automobilabsatz in China

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: China Association of Automobile Manufacturers und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2020.

Die chinesischen Behörden haben umfangreiche fiskalische und geldpolitische Impulse gesetzt, um den wirtschaftlichen Schock abzufedern.

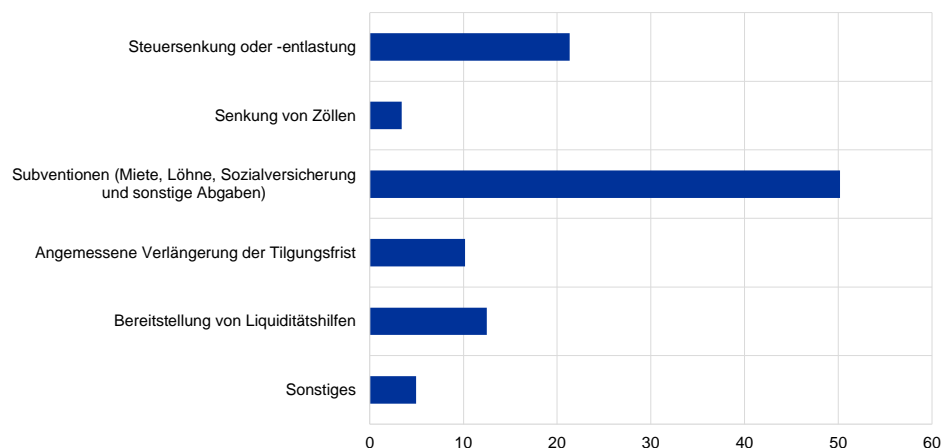
Mithilfe der Finanzpolitik sollen die Beschäftigung und das Wirtschaftswachstum stabilisiert werden; hierzu wurden die Arbeitslosenversicherung, Investitionen und Steuerentlastungen ausgeweitet. Angekündigt wurden diskretionäre finanzpolitische Maßnahmen im Umfang von rund 4 % des BIP, doch dürfte das Gesamtpaket größer ausfallen (siehe Abbildung 15). Insbesondere kleine und mittlere Unternehmen (KMUs) scheinen laut einer Umfrage der Tsinghua-Universität und der Universität Peking mit erheblichen zusätzlichen Staatshilfen zu rechnen – unter anderem in Form von Steuerentlastungen und Subventionen.² Die Behörden planen, Infrastrukturausgaben vorzuziehen, die Steuerlast für die Exportwirtschaft zu senken und die Anschaffung von Gebrauchsgütern zu subventionieren.

² Siehe Y. Huang et al., [Saving China from the coronavirus and economic meltdown: Experiences and lessons](#), VoxEU, März 2020, auf der Grundlage von W. Zhu et al., [COVID-19 and Impacts on SMEs: Survey Evidences](#), CEIBS Business Review, 2020.

Abbildung 15

Erwartete staatliche Unterstützung angesichts der Covid-19-Schocks

(in %)

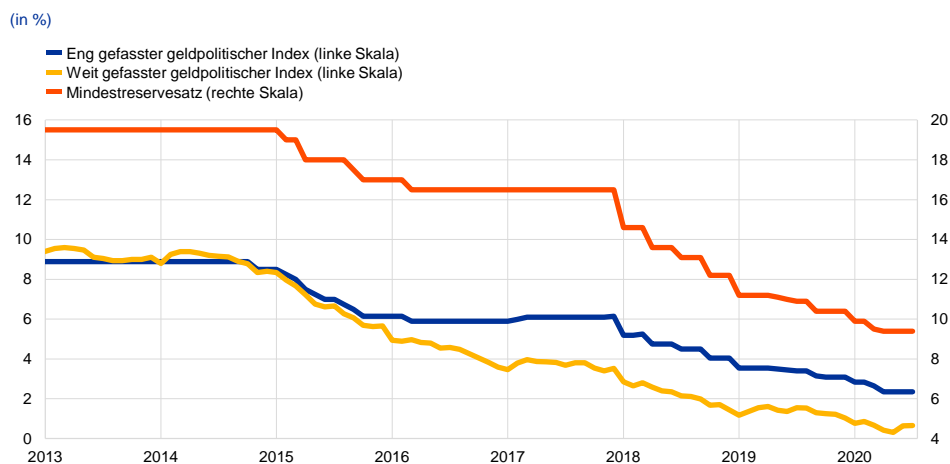


Quelle: Y. Huang et al., *Saving China from the coronavirus and economic meltdown: Experiences and lessons*, VoxEU, März 2020, auf der Grundlage von W. Zhu et al., *COVID-19 and Impacts on SMEs: Survey Evidences*, CEIBS Business Review, 2020.
Anmerkung: Die x-Achse zeigt den prozentualen Anteil der Umfrageteilnehmer, die damit rechnen, dass die jeweiligen Unterstützungsmaßnahmen umgesetzt werden.

Die Finanzpolitik wird von geldpolitischen Maßnahmen flankiert, die sicherstellen, dass das Bankensystem über ausreichend Liquidität verfügt. Die People's Bank of China hat die Leitzinsen und das Mindestreserve-Soll gesenkt. Summarischen Messgrößen der monetären Bedingungen zufolge ist die Geldpolitik seit Anfang 2020 weiter gelockert worden, um die Konjunktur zu stützen (siehe Abbildung 16). Des Weiteren wies die chinesische Notenbank Kreditinstitute an, den Unternehmen bei Zahlungsrückständen entgegenzukommen. Im Gegenzug gewährte die Bankenaufsicht den Kreditinstituten regulatorische Erleichterungen. Hierdurch konnte ein stärkerer Anstieg der Insolvenzen und der Arbeitslosigkeit verhindert werden.

Abbildung 16

Geldpolitischer Index und Mindestreservesatz



Quellen: D. Lodge und M. Soudan, *Credit, financial conditions and the business cycle in China*, Working Paper Series der EZB, Nr. 2244, 2019, sowie EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der geldpolitische Index (Monetary Policy Index) ist eine summarische Messgröße der EZB für verschiedene geldpolitische Instrumente der People's Bank of China (wie etwa Zinsen und mengenbasierte Instrumente), die um ihre relative Bedeutung im Zeitverlauf bereinigt werden.

4 Aussichten und Risiken für die Erholung

Chinas Wirtschaftsaussichten sind trotz der allmählichen Erholung nach wie vor äußerst ungewiss. Auf kurze Sicht hängt der Ausblick davon ab, wie widerstandsfähig sich die Binnennachfrage angesichts einer erhöhten Unsicherheit erweist und wie sich das außenwirtschaftliche Umfeld entwickelt. Ausschlaggebend wird unter anderem auch sein, inwieweit die Folgen von Covid-19 die Strukturen und Verhaltensmuster der Wirtschaft dauerhaft verändern. Auf dem letzten Nationalen Volkskongress im Mai 2020 gaben die Behörden erstmals seit 20 Jahren kein offizielles Wachstumsziel für das laufende Jahr bekannt. Dies unterstreicht die Unsicherheit, mit der die chinesische Wirtschaftsleistung derzeit behaftet ist. Zugleich zeigt dies auch, wie schwierig es ist, ein Wachstum zu erzielen, das auch nur annähernd an die vor der aktuellen Krise erwartete Rate herankommt. Des Weiteren können Pandemien aufgrund von höherem Vorsichtssparen und geringeren Investitionsmöglichkeiten langfristige Folgen haben. Diese potenziellen Auswirkungen bergen zusätzliche Risiken für die mittelfristigen Aussichten Chinas und verringern die Wahrscheinlichkeit einer raschen Annäherung an die noch vor dem ersten Covid-19-Ausbruch erwarteten Einkommensniveaus.

Solange es noch keine medizinische Lösung für Covid-19 gibt, werden die Abstandsregeln das Wirtschaftswachstum weiterhin dämpfen. Die Restriktionen werden wohl so lange weiterbestehen, bis eine medizinische Lösung entwickelt und in großem Umfang verfügbar ist. Das Abstandsgebot ist zwar von entscheidender Bedeutung, um die Pandemie in Schach zu halten, doch es wird die Wirtschaft auch in Zukunft in vielerlei Hinsicht beeinträchtigen. In einigen Branchen werden die Kapazitäten durch die Abstandsregeln und Kontaktbeschränkungen unmittelbar verringert. Dies gilt beispielsweise für Restaurants und andere Veranstaltungsorte,

wo sich viele Besucherinnen und Besucher einfinden. Ganz allgemein bremsen die Gesundheitsrisiken die Nachfrage nach Dienstleistungen mit einem erhöhten Kunden- und Personalaufkommen. Einige Wirtschaftssektoren könnten zudem dauerhaft Nachfrageeinbußen erleiden. So könnten die zunehmenden Erfahrungen mit mobilem Arbeiten zur Folge haben, dass die Nachfrage nach Geschäftsreisen und damit verbundenen Dienstleistungen nachhaltig sinkt. Es wird eine Weile dauern, bis die Beschäftigten dieser Sektoren, die ihren Arbeitsplatz verloren haben, in anderen Wirtschaftsbereichen untergekommen sind. Durch die Arbeitsplatzverluste verringert sich wiederum das verfügbare Einkommen, was den Konsum womöglich weiter schmälert.

Chinas Erholung ist verschiedenen Risiken ausgesetzt und könnte durch eine zweite Infektionswelle im weiteren Jahresverlauf in Gefahr geraten. Wann es eine medizinische Lösung für Covid-19 geben wird, ist nach wie vor sehr unsicher. Daher kann angesichts der Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen und Abstandsregeln nicht ausgeschlossen werden, dass eine zweite Infektionswelle die Regierung gegebenenfalls zwingen wird, erneut Kontaktbeschränkungen zu verhängen. Bleibt die Auslandsnachfrage infolge des Pandemieverlaufs in der übrigen Welt über längere Zeit verhalten, könnte dies den Aufschwung in China ebenfalls belasten. So könnten längerfristige Auswirkungen auf die Handelspartner der Volksrepublik, Verzögerungen bei der weltweiten Eindämmung der Pandemie oder das Auftreten einer zweiten Welle den chinesischen Exportsektor in Mitleidenschaft ziehen. Weitere Risiken für die Erholung ergeben sich aus einer möglichen erneuten Zuspitzung des Handelskonflikts zwischen China und den Vereinigten Staaten. Wengleich diese Spannungen durch das am Jahresanfang geschlossene Phase-1-Handelsabkommen nachgelassen haben, ist aufgrund der Pandemie und deren wirtschaftlichen Folgen das Risiko gestiegen, dass die vereinbarten Ziele verfehlt werden. Eine neuerliche Eskalation des Handelskonflikts zwischen den beiden Ländern und die daraus resultierenden negativen Übertragungseffekte könnten die Erholung in China weiter beeinträchtigen. Eine anhaltend hohe Verschuldung und andere finanzielle Ungleichgewichte deuten nach wie vor auf Risiken für die Finanzstabilität hin. Zwar ist es den chinesischen Behörden in den letzten Jahren gelungen, dem Kreditwachstum Einhalt zu gebieten, aber die Verschuldung – sowohl der privaten Haushalte als auch der Unternehmen – ist immer noch recht hoch. Darüber hinaus gibt es nach wie vor einen großen Schattenbankensektor, obwohl dessen Wachstum mithilfe makroprudenzieller Maßnahmen gebremst wurde. So könnten weite Teile des Schattenbankensystems aufgrund ihrer kurzfristigen Refinanzierungsstruktur empfindlich auf plötzliche Veränderungen der Risikobereitschaft der Anleger reagieren und somit Liquiditäts- und Anschlussfinanzierungsrisiken ausgesetzt sein.

5 Schlussbemerkungen

Im vorliegenden Aufsatz wurde anhand herkömmlicher Daten wie auch unkonventioneller Hochfrequenzindikatoren untersucht, wie zügig sich die Wirtschaft in China erholt hat. Nach einem Abschwung, der sich Anfang 2020 mit beispielloser Geschwindigkeit vollzog, erholte sich die Wirtschaftstätigkeit und erreichte innerhalb von nur drei Monaten wieder nahezu das vor dem Covid-19-Ausbruch verzeichnete Niveau. Diese vergleichsweise rasche Belebung ist darauf zurückzuführen, dass der Abschwung durch einen Angebotschock bedingt war. So konnten die Produktionskapazitäten in relativ kurzer Zeit wieder hochgefahren werden. Es wird jedoch länger dauern, bis sich die Nachfrage vollständig von ihrem Rückgang erholt hat. Denn die weiterhin notwendigen Abstandsregeln und Kontaktbeschränkungen beeinträchtigen Aktivitäten, bei denen Menschen normalerweise enger zusammenkommen.

Die wirtschaftlichen Aussichten Chinas hängen von mehreren Unsicherheitsfaktoren ab. Erster und wichtigster Faktor ist die Zeit, die zur Entwicklung und Umsetzung einer medizinischen Lösung für die Pandemie benötigt wird. Der zweite Faktor ist die Möglichkeit, dass es zu einem erneuten Aufflammen und zu einer zweiten Welle von Covid-19 kommt, bevor eine medizinische Lösung verfügbar ist. Der dritte Faktor ist die Geschwindigkeit, mit der sich Chinas Handelspartner erholen. Und schließlich wird der künftige Wachstumspfad Chinas auch durch verschiedene strukturelle und geopolitische Faktoren beeinflusst. Dazu zählen das Ausmaß einer möglichen Abkopplung von den globalen Wertschöpfungsketten sowie die zukünftigen Handelsbeziehungen mit wichtigen Handelspartnern, vor allem mit den Vereinigten Staaten. Zwar erscheint eine Normalisierung der Wirtschaftstätigkeit im Jahresverlauf 2021 am wahrscheinlichsten, doch könnten die genannten Faktoren zu erheblichen Abweichungen von diesem Basisszenario führen. China spielt für das globale Wachstum eine immer größere Rolle. Aus diesem Grund sind die Unsicherheitsfaktoren im Zusammenhang mit Chinas Erholung für die weltwirtschaftlichen Aussichten von entscheidender Bedeutung.

2 Die viralen Effekte des Außenhandels und der Liefernetzwerke im Euro-Währungsgebiet

Virginia Di Nino und Bruno Veltri

Negative Schocks, die durch die Maßnahmen zur Eindämmung des Coronavirus (Covid-19) verursacht wurden, sind nicht auf die jeweiligen Ursprungsländer beschränkt. Dabei ist der Außenhandel zwar nicht der einzige Verbreitungsmechanismus, er trägt aber zur länderübergreifenden Transmission dieser Schocks bei. Im Euroraum wird dieser Effekt durch die starke Einbindung der Unternehmen in regionale Lieferketten sowie durch enge Nachfrageverflechtungen verstärkt. Der vorliegende Aufsatz versucht, die Ausbreitung von im Euroraum entstandenen negativen Schocks und die entsprechenden Auswirkungen auf das BIP, den Außenhandel und die Handelsbilanzen des Euroraums quantitativ zu bemessen. Als Schlussfolgerung ergibt sich, dass Schocks, die in einem der fünf größten Mitgliedstaaten entstehen, in einem Umfang von 15 % bis 28 % des ursprünglichen Schocks auf das restliche Eurogebiet übertragen werden. Dabei sind offene Volkswirtschaften und die Länder, die besonders eng in regionale Produktionsnetzwerke eingebunden sind, am stärksten von negativen Spillover-Effekten betroffen.

1 Einleitung

Zur Begrenzung der Covid-19-Pandemie wurden in allen Ländern des Eurogebiets Lockdown- und Eindämmungsmaßnahmen ergriffen, die sowohl Angebots- als auch Nachfrageschocks hervorriefen. Dadurch wurden die Volkswirtschaften zusätzlich zu den wirtschaftlichen Folgen der Krankheit an sich in Mitleidenschaft gezogen. Im Zuge der globalen Ausbreitung der Pandemie wurden weltweit ähnliche Maßnahmen beschlossen, durch die der Euroraum noch weiter unter Druck geriet: Handel und Geschäftsaktivitäten wurden ausgesetzt, die Bewegungsfreiheit auf das unbedingt Erforderliche begrenzt und Reisen auf notwendige Geschäftsreisen und Fälle höherer Gewalt beschränkt. Die zunächst auf nationaler Ebene spürbaren gravierenden Auswirkungen für den Ausgaben-spielraum, den Konsum und die Investitionspräferenzen der Wirtschaftsakteure zeigen sich inzwischen rund um den Globus; die Intensität dieser Auswirkungen hängt vom Grad der wirtschaftlichen und industriellen Verflechtungen ab.

In diesem Aufsatz werden multiregionale Input-Output-Tabellen herangezogen, um zu untersuchen, wie sich die negativen Schocks, die durch die Lockdown- und Eindämmungsmaßnahmen in den Ländern des Euroraums entstanden sind, über den Außenhandel ausbreiten.¹ Dieser Ansatz bietet mehrere Vorteile. Durch die vollständige Darstellung der Produktions- und Nachfrageverflechtungen nach Ländern und Sektoren lassen sich die Spillover- und Spillback-Effekte sämtlicher idiosynkratischer Schocks auf die Produktion, die Wertschöpfung sowie den Binnen- und Außenhandel aller anderen Länder und Sektoren innerhalb eines einheitlichen übergeordneten Analyserahmens beurteilen. Anhand dieser Methode kann der Schocktransmissionsmechanismus aufgeschlüsselt werden, um einerseits die direkten Auswirkungen auf die Handelspartner und andererseits die Spillover-Effekte auf Drittländer über Handelspartner sowie auf die verschiedenen Branchen zu ermitteln. Letztere werden nur indirekt beeinträchtigt, nämlich über die Auswirkungen auf die Vorleistungen des unmittelbar von den Eindämmungsmaßnahmen betroffenen Sektors. Der Ansatz eignet sich zur Analyse verschiedenartiger – nationaler und multinationaler, sektorspezifischer und außenhandelspezifischer – Schocks. Für den vorliegenden Aufsatz, der sich schwerpunktmäßig mit Schocks beschäftigt, die ihren Ursprung im Euroraum haben, ist dies angesichts der engen Verflechtungen zwischen den Volkswirtschaften des Euroraums besonders relevant. Analysen anhand von Methoden, die die Verflechtungen innerhalb des Eurogebiets nicht berücksichtigen, dürften den tatsächlichen Effekt des Covid-19-Schocks unterschätzen.

Der weitere Aufsatz ist wie folgt gegliedert: In Abschnitt 2 werden der methodische Rahmen, die zugrunde gelegten Szenarien und die damit verbundenen Annahmen beschrieben. Abschnitt 3 geht auf die Transmissionskanäle ein. Abschnitt 4 beschäftigt sich mit den Auswirkungen der Lockdown- und Eindämmungsmaßnahmen, die in den fünf größten Euro-Ländern ergriffen wurden, auf die Gesamtwirtschaft des Euroraums. Außerdem wird dargelegt, welcher mildernde Effekt von den politischen Maßnahmen zu erwarten ist, die von staatlicher Seite zur Stützung des Einkommens der Bevölkerung und der Geschäftstätigkeit im Verlauf der Pandemie ergriffen wurden. Abschnitt 5 liefert eine Zusammenfassung der wichtigsten Erkenntnisse der Analyse und erörtert, welche strukturellen wirtschaftlichen Veränderungen durch Covid-19 ausgelöst worden sein könnten.

¹ Die Literatur zu den gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der Corona-Pandemie nimmt rasch zu. Aktuelle Veröffentlichungen beschäftigen sich unter anderem mit dem Effekt der Lockdown- und Eindämmungsmaßnahmen auf das BIP und den Handel von Partnerländern. Siehe J.-N. Barrot, B. Grassi und J. Sauvagnat, [Sectoral Effects of Social Distancing](#), HEC Paris Research Paper, Nr. FIN-2020-1371, 2. April 2020; G. B. Navaretti, G. Calzolari, A. Dossena, A. Lanza und A. F. Pozzolo, In and out of lockdowns: Identifying the centrality of economic activities, Covid Economics, Vetted and Real-Time Papers, Nr. 17, Centre for Economic Policy Research, 13. Mai 2020; B. Bonadio, Z. Huo, A. A. Levchenko und N. Pandalai-Nayar, [Global Supply Chains in the Pandemic](#), Working Paper des NBER, Nr. 27224, Mai 2020; M. Bodenstein, G. Corsetti und L. Guerrieri, [Social Distancing and Supply Disruptions in a Pandemic](#), Finance and Economics Discussion Series des Board of Governors of the Federal Reserve System, Nr. 2020-031, 16. April 2020; D. Baqaee und E. Farhi, [Nonlinear Production Networks with an Application to the Covid-19 Crisis](#), Working Paper des NBER, Nr. 27281, Mai 2020.

2 Daten und Methodik

Die Analyse basiert auf Daten aus der Multi-Regional Input-Output Database (MRIO-Datenbank) der Asian Development Bank (ADB), die die nationalen und internationalen Handelsströme zwischen Land-Sektor-Paaren sowie die sektorale Endnachfrage rekonstruiert. Die Datenbank umfasst alle Volkswirtschaften des Euroraums sowie eine Vielzahl anderer Länder. Außerdem enthält sie Daten bis 2018 und liefert somit aktuellere Informationen als alternative Datenquellen (eine detaillierte Beschreibung der Datenbank und der in diesem Aufsatz verwendeten Methodik findet sich in Kasten 1).²

In der Analyse werden anhand einer statischen Darstellung der wirtschaftlichen Verflechtungen zwischen Sektoren und Ländern die wirtschaftlichen Auswirkungen der politischen Eindämmungsmaßnahmen auf einzelne Branchen untersucht. Die verschiedenen Sektoren sind unterschiedlich stark von Angebotsstörungen und Lockdown-Maßnahmen betroffen. So wurde das gesamte verarbeitende Gewerbe mit Ausnahme der Sektoren Nahrungsmittel, Getränke, Tabakwaren und pharmazeutische Erzeugnisse von den Maßnahmen zur Eindämmung der Covid-19-Pandemie schwer in Mitleidenschaft gezogen. Weniger hart getroffen wurden die Landwirtschaft und die Aquakultur sowie bestimmte ortsunabhängige Dienstleistungsbereiche wie beispielsweise der Telekommunikationssektor (der durch das geänderte Verhalten der Wirtschaftssubjekte während der Pandemie sogar Auftrieb erhalten haben könnte). Diesen Unterschieden wird durch eine sorgfältige Differenzierung der Produktionsschocks Rechnung getragen (siehe Abschnitt 4). Demgegenüber dürften Branchen wie Transport, Tourismus und Beherbergung am stärksten beeinträchtigt worden sein.

Kasten 1

Die länderübergreifenden Input-Output-Tabellen als Hilfsinstrument

In diesem Kasten wird erläutert, wie die länderübergreifenden Input-Output-Tabellen aufgebaut sind und wie mit ihnen unterschiedliche Arten von Schocks durchgespielt werden können. Die Tabellen (hier beispielhaft dargestellt in Tabelle A) bestehen im Wesentlichen aus zwei Hauptmatrizen: dem internationalen Markt für Vorleistungsgüter (Z) und dem internationalen Markt für Endprodukte (Y). Die Zeilen von Z enthalten die produzierenden Land-Sektor-Paare, die Spalten von Z die konsumierenden Land-Sektor-Paare. Die Spalten von Y enthalten Paare von Ländern und Endnachfragesektoren (z. B. privater Konsum und Investitionen), von denen in der nachstehenden vereinfachten Abbildung allerdings nur eines dargestellt ist. Sowohl Y als auch Z bestehen aus GxG

² Die Ergebnisse der empirischen Untersuchung wurden anhand der globalen Input-Output-Tabellen (WIOT) der World Input-Output Database (WIOD) gegengeprüft. Diese alternativen Daten zu länderübergreifenden sektoralen Verflechtungen umfassen 45 Länder und 56 Sektoren, enthalten jedoch veraltete Informationen (die jüngsten Daten stammen aus dem Jahr 2014). Die WIOD ist ein von der Europäischen Kommission finanziertes Projekt. Sie wurde von einem Konsortium aus Universitäten und Forschungseinrichtungen entwickelt und deckt den Zeitraum von 2000 bis 2014 ab. Die MRIO-Datenbank stellt in zweifacher Hinsicht eine Erweiterung der WIOD dar: Zum einen wurden die Tabellen um aktuellere Daten (bis 2018) ergänzt, zum anderen wurden einige weitere asiatische Volkswirtschaften aufgenommen. Allerdings enthält sie eine begrenzte Anzahl von Sektoren (35 statt 56 in der WIOD), da die Dienstleistungen nicht so fein aufgliedert sind. Die MRIO-Datenbank wird in der Literatur intensiv genutzt.

Submatrizen, die die bilateralen sektoralen Lieferverflechtungen zwischen allen Länderpaaren aufzeigen.

Tabelle A

Struktur einer länderübergreifenden Input-Output-Tabelle mit G Ländern und N Sektoren

		Ausbringung (Output)				Endnachfrage				Gesamte Brutto- produktion
		1	2	...	G	1	2	...	G	
Einsatz (Input)	1	Z11	Z12	...	Z1G	Y11	Y12	...	Y1G	X1
	2	Z21		...	Z2G	Y21		...	Y2G	X2

	G	ZG1	ZG2	...	ZGG	YG1	YG2	...	YGG	XG
Wertschöpfung		VA1	VA2	...	VAG					
Gesamte Brutto- produktion		(X1)'	(X2)'	...	(XG)'					

Anmerkung: Z_{ij} ist die $N \times N$ -Matrix der Vorleistungen, die in Land $i \in \{1, \dots, G\}$ produziert und in Land $j \in \{1, \dots, G\}$ verwendet werden. VA_i ist der $1 \times N$ -Vektor der Wertschöpfung in Land $i \in \{1, \dots, G\}$. X_i ist der $N \times 1$ -Vektor der in Land $i \in \{1, \dots, G\}$ generierten Bruttoproduktion, und Y_{ij} ist der $N \times 1$ -Vektor der Endprodukte und Dienstleistungen, die in Land i fertiggestellt und in Land $j \in \{1, \dots, G\}$ absorbiert wurden.

Aus den länderübergreifenden Input-Output-Tabellen lassen sich verschiedene aggregierte sowie stärker granulare deskriptive Statistiken ableiten. Dies wird nachfolgend anhand einiger Beispiele veranschaulicht. Dabei sind $z_{ijst}, y_{ijs}, x_{is}, va_{is}$ die Elemente der jeweiligen Matrizen, wobei $s, t \in \{1, \dots, N\}$ den exportierenden bzw. den importierenden Sektor bezeichnen. Die sektorale Wertschöpfung von Land 1 wird für jeden Sektor als gesamte Bruttoproduktion abzüglich der Vorleistungen berechnet:

$$(1) \quad va_{1\sigma} = x_{1\sigma} - \sum_{i=1}^G \sum_{s=1}^N z_{i1s\sigma} = \sum_{j=1}^G \sum_{t=1}^N z_{1jt\sigma} + \sum_{j=1}^G y_{1j\sigma} - \sum_{i=1}^G \sum_{s=1}^N z_{i1s\sigma} \quad \forall \sigma \in \{1, \dots, N\}.$$

Die sektoralen Exporte von Land 1 entsprechen der gesamten sektoralen Bruttoproduktion abzüglich des Teils, der am inländischen Vorleistungs- und Endproduktmarkt verwendet wird:

$$(2) \quad exp_{1\sigma} = \sum_{j=1}^G \sum_{t=1}^N z_{1jt\sigma} + \sum_{j=1}^G y_{1j\sigma} - \sum_{t=1}^N z_{11t\sigma} - y_{11\sigma} \quad \forall \sigma \in \{1, \dots, N\} \quad \forall \sigma \in \{1, \dots, N\}.$$

Die sektoralen Importe entsprechen indessen den gesamten verwendeten Vorleistungen zuzüglich der vom betreffenden Sektor generierten Endnachfrage abzüglich der Verwendung von Vorleistungsgütern und Endprodukten, die aus der inländischen sektoralen Produktion stammen:

$$(3) \quad imp_{1\sigma} = \sum_{i=1}^G \sum_{t=1}^N z_{i1t\sigma} + \sum_{i=1}^G y_{i1\sigma} - \sum_{t=1}^N z_{11t\sigma} - y_{11\sigma} \quad \forall \sigma \in \{1, \dots, N\}.$$

Die sektorübergreifenden Summen von (1), (2) und (3) ergeben das BIP, den Wert der Gesamtexporte bzw. den Wert der Gesamtimporte von Land 1.

In der vorliegenden Analyse werden sektorale Angebotsschocks auf die Tabellenzeilen und Nachfrageschocks auf die Spalten angewendet. Kalibriert werden die Schocks anhand von internen und externen Analysen der Auswirkungen der von den Ländern ergriffenen Eindämmungsmaßnahmen.³ In Tabelle A markiert die rote durchgezogene Umrandung die von einem Produktionsschock in einem einzelnen Land betroffenen Matrizen. Die von einem Schock auf die Vorleistungsnachfrage betroffenen Matrizen sind grün gestrichelt umrandet, und die von einem

³ Dabei werden die Auswirkungen der finanz- und geldpolitischen Maßnahmen auf die Wirtschaftsaktivität der Sektoren und das BIP der Länder beurteilt. Somit sind die Effekte politischer Maßnahmen nicht explizit Gegenstand der vorliegenden Untersuchung, fließen aber doch indirekt über die Schockkalibrierung in die Betrachtung ein.

Schock auf die Endnachfrage betroffenen Matrizen sind durch die blaue gestrichelte Umrandung gekennzeichnet. Je nach Szenario kann sich ein Schock (s) auf ein einziges Land oder mehrere Länder beziehen und entweder Produktionsstörungen oder Endnachfrageschocks darstellen. Die länderübergreifende Input-Output-Tabelle ($Z^* Y^*$), die den Produktionsschock beinhaltet, ergibt sich durch Multiplikation der Zeilen der betroffenen Matrizen mit dem $N \times 1$ -Schockvektor \mathbf{s} ($Z_{ij}^* = Z_{ij} \otimes s1'$, wobei \otimes das Hadamard-Produkt ist), und die länderübergreifende Input-Output-Tabelle, die den Nachfrageschock abbildet, durch Multiplikation der Spalten der betroffenen Matrizen mit dem transponierten Schockvektor ($Z_{ij}^* = Z_{ij} \otimes 1s'$). Der Effekt des Schocks auf die Wirtschaftsaktivität und den Außenhandel des Euroraums entspricht der Differenz zwischen den Werten, die sich aus den betreffenden Tabellen vor bzw. nach Anwendung des Schocks ergeben.⁴ In einem zweiten Schritt werden indirekte Schocks aufgesetzt, um die Reaktion der Lieferketten auf den im ersten Schritt erfolgten Schock abzubilden. Die Kalibrierung dieser indirekten Schocks erfolgt als Funktion des ursprünglichen Schocks, der Struktur der globalen Input-Output-Tabellen der WIOT und der Annahme zur Elastizität des Outputs in Bezug auf Vorleistungen, die im Folgenden erläutert wird. Der wirtschaftliche Mechanismus wird in Abschnitt 3 erklärt.

Bei diesem Ansatz ist jedoch Vorsicht im Hinblick auf den Umgang mit Überschneidungen der Schockvektoren geboten. Beispielsweise könnte bei einem nationalen Schock auf die Wirtschaft des Landes c , der alle Sektoren unterschiedlich stark trifft, die Verknüpfung $Z_{cc}(1,2)$ – d. h. die Vorleistungsgüter, die Sektor 1 des Landes c an Sektor 2 des Landes c liefert – entweder durch den Produktionsschock in Sektor 1 oder durch den Schock auf die Nachfrage nach Vorleistungen in Sektor 2 beeinträchtigt werden. In solchen Fällen wird unterstellt, dass das Gleichgewicht durch das Angebot bestimmt wird, d. h., die Produktionsschocks werden als die ursprünglichen Auslöser betrachtet, und ihnen werden weitere Beeinträchtigungen der Wirtschaftsaktivität in Sektor 1 durch die geringere Vorleistungsnachfrage aus Sektor 2 nicht zugerechnet.⁵

Als wichtige vereinfachende Annahme wird unterstellt, dass ein Produktionsschock in einem Land-Sektor-Paar einen gleichwertigen Schock der Vorleistungsnachfrage auslöst und umgekehrt. Mit dieser strikten

Proportionalitätsannahme wird also davon ausgegangen, dass die Basisreproduktionszahl (r_0) gleich eins und im Zeitverlauf konstant ist, sodass jeder zusätzliche Schock immer einen ähnlichen Effekt auf die Wirtschaft hat.⁶ Hierbei handelt es sich allerdings um eine Vereinfachung, denn in der gegenwärtigen, sich rasch verändernden Situation verbreiten sich Schocks über den Außenhandel ähnlich dynamisch wie ein Virus. Dadurch steigt die Ansteckungsrate in den frühen Phasen der „Wirtschaftsepidemie“, in denen erst wenige Sektoren und Volkswirtschaften infiziert sind, rapide an. Auf sehr kurze Sicht kann ein plötzlicher

⁴ Werte von Wirtschaftsdaten vor und nach dem Schock wurden über das in Stata integrierte Tool *icio* gewonnen; siehe F. Belotti, A. Borin und M. Mancini, [icio: Economic Analysis with Inter-Country Input-Output Tables in Stata](#), Policy Research Working Paper Series der Weltbank, Nr. 9156, Februar 2020.

⁵ Folglich entspricht der Produktionsschock nicht exakt dem Wertschöpfungsschock. Nach den Berechnungen der Autoren liegen die Abweichungen größtenteils im Bereich der zweiten Nachkommastelle. Außerdem betrifft dies sektorale Spillover-Effekte an inländischen Märkten, während der Fokus dieses Aufsatzes auf der internationalen Übertragung idiosynkratischer Schocks liegt, die davon nicht berührt wird.

⁶ Im Extremszenario, bei dem im Produktionsprozess keine Substitution von Vorleistungen, Ursprungsländern oder letzten Bestimmungsländern möglich ist, wird das gesamte Liefernetz bereits durch den ersten Schock gestört; dabei geht r_0 gegen unendlich, fällt dann aber bei etwaigen nachfolgenden Schocks schnell gegen null.

Engpass bei der Lieferung von Schlüsselkomponenten und essentiellen Dienstleistungen ganze Produktionsketten lahmlegen. Die Ansteckungsdynamik verläuft jedoch zunehmend flacher und langsamer, sobald der Schock nach und nach auf immer mehr Volkswirtschaften übergreift.

Im hier verwendeten Analyserahmen sind die endgültigen Effekte eines Schocks proportional zum ursprünglichen Schock, solange die relative Größenordnung sektoraler Innovationen bestehen bleibt. Aufgrund der Linearität des Modells können auf makroökonomische Variablen einwirkende Schockeffekte nach oben oder unten skaliert werden, sofern die sektorale Verteilung (bei einem nationalen Schock) oder die länderübergreifende relative Verteilung (bei einem mehrere Länder treffenden Schock) gleich bleibt. So lässt sich die Analyse anpassen, um die Auswirkungen milderer oder schwerwiegenderer Verlaufsmuster der Pandemie zu untersuchen. Sektorale Schocks werden als prozentualer Anteil des größten Schocks angegeben. Die Branche, die den stärksten Produktionseinbruch verzeichnet, erhält den Wert 100. Schocks in den übrigen Sektoren werden auf diesen Wert indexiert. Die Kalibrierung der Schocks erfolgt anhand von verfügbaren sektoralen Informationen zu den Auswirkungen der Eindämmungsmaßnahmen, Analysen interner Experten sowie externen Quellen. Beispielsweise entspricht der Schock auf die gewichtete gesamtwirtschaftliche Aktivität der einzelnen Länder dem in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Juni 2020 projizierten BIP-Rückgang.

Die Analysen beruhen auf einigen wesentlichen Annahmen und unterliegen gewissen Einschränkungen:

- Die Preiseffekte der ergriffenen politischen Maßnahmen bleiben unberücksichtigt.
- Sie liefern keine Informationen über die Implikationen von und Wechselwirkungen mit bedeutenden geldpolitischen Maßnahmen, obwohl die Effekte der umgesetzten finanz- und geldpolitischen Maßnahmen insoweit indirekt die Analyse beeinflussen, als sich dadurch die Prognosen der gesamtwirtschaftlichen Produktionsentwicklung für das Jahr 2020 verändern.
- Da es sich um statische Analysen handelt, werden zudem mögliche dauerhafte Veränderungen der Wirtschaftsstrukturen nicht erfasst, die sich z. B. aus einer Rückführung oder Diversifizierung wesentlicher Produktionsprozesse sowie durch Veränderungen des Lebensstils, der Zeitallokation für verschiedene Aktivitäten, der Konsumpräferenzen und des täglichen Bedarfs ergeben können.

Potenzielle handelsumlenkende Effekte werden nicht berücksichtigt, da sie möglicherweise verzögert auftreten und sich die Analyse auf das Jahr 2020 konzentriert. Es wird die starke Annahme zugrunde gelegt, dass Angebot und Nachfrage über Herkunfts- und Zielländer hinweg nicht substituierbar sind (dass also geringere Exporte eines Landes nicht durch Exporte anderer Länder ersetzt

werden);⁷ dies basiert auf der Idee, dass wie bei Viren auch die Immunisierung gegen Schocks, welche die globalen Wertschöpfungsketten betreffen, ihre Zeit braucht. Dazu kann es beispielsweise nötig sein, neue Produktionslinien einzuführen oder die Nachfrage auf andere Anbieter zu verlagern, die sich aufgrund begrenzter Angebotskapazitäten oder anderer Faktoren als suboptimaler Ersatz erweisen können.

3 Transmissionskanäle

In der Fachliteratur sind einige Beiträge zu globalen Wertschöpfungsketten zu finden, aus denen hervorgeht, dass sich idiosynkratische Schocks über Produktionsnetzwerke verbreiten und dass diese Netzwerke gesamtwirtschaftliche Schwankungen auslösen können.⁸ Im vorliegenden Abschnitt werden die verschiedenen Kanäle beleuchtet, die in diesem Fall zum Tragen kommen. Zudem wird erörtert, wie Schocks in Land-Sektor-Paaren entstehen und sich dann – verstärkt durch den Außenhandel – auf die übrige Welt ausbreiten.

Die auf die länderübergreifenden Input-Output-Tabellen angewendeten inländischen Produktionsschocks werden auf vor- und nachgelagerte Handelspartner übertragen und dann über die Export- und Importkanäle weiter in beiden Richtungen entlang der Lieferkette zu den Partnern der Handelspartner. Intuitiv ist anzunehmen, dass Lockdown-Maßnahmen durch eine Unterbrechung der inländischen Produktion zu Engpässen bei im Inland produzierten Vorleistungsgütern beitragen, die dann über Handelspartner in ausländische Produktionsprozesse einfließen (auch als Exportkanal bezeichnet). Diese Engpässe lösen negative Angebotsschocks bei Unternehmen aus, die sich auf nachgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette befinden. Gleichzeitig verringert sich dadurch die Nachfrage nach ausländischen Vorleistungsgütern, die in die inländischen Produktionsprozesse eingehen (auch als Importkanal bezeichnet). Durch Lockdowns von Unternehmen kommt es auch zu negativen Nachfrageschocks bei Firmen, die im Vergleich zu den eigentlich vom Lockdown betroffenen Unternehmen im Produktionsprozess auf einer vorgelagerten Stufe zu finden sind. Wenn sich Vorleistungen nicht substituieren lassen, wird die gesamte Produktionslinie im Ausland beeinträchtigt. In der Folge verringern sich proportional auch die Käufe dieser Güter in anderen Ländern. Über den Exportkanal werden anfängliche Angebotsschocks weiter die Wertschöpfungskette entlang verbreitet. Ebenso dämpft die niedrigere Importnachfrage nach ausländischen Vorleistungsgütern nicht nur die entsprechende Produktion in den Volkswirtschaften der Handelspartner, sondern auch in anderen Ländern, die Vorleistungen für eben diese Prozesse liefern. Der Importkanal hat somit indirekte Auswirkungen auf alle im Produktionsprozess

⁷ Diese Annahme scheint für einige hochspezialisierte Dienstleistungs- und Produktionsbereiche, in denen sich – gerade in Zeiten globaler Schocks – nur schwer alternative Lieferanten für spezielle Teile und Komponenten finden lassen, auf kurze bis mittlere Sicht angemessen zu sein.

⁸ Siehe D. Acemoglu, U. Akcigit und W. Kerr, [Networks and the Macroeconomy: An Empirical Exploration](#), NBER Macroeconomics Annual 2015, Bd. 30, National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press, Juni 2016, S. 273-335; D. Acemoglu, V. M. Carvalho, A. Ozdaglar und A. Tahbaz-Salehi, [The Network Origins of Aggregate Fluctuations](#), *Econometrica*, Bd. 80, Nr. 5, September 2012, S. 1977-2016; X. Gabaix, [The Granular Origins of Aggregate Fluctuations](#), *Econometrica*, Bd. 79, Nr. 3, Mai 2011, S. 733-772.

vorgelagerten Unternehmen. Lockdown-Maßnahmen wirken sich aber nicht nur über Verflechtungen in der Vorleistungsproduktion aus, sie beeinträchtigen auch die Ausfuhr von Endprodukten, wodurch es zu einer Beschränkung der Konsummöglichkeiten und möglicherweise einer unbeabsichtigten und vorübergehenden zusätzlichen Ersparnisbildung kommt.

Schocks auf die Endnachfrage in den länderübergreifenden Input-Output-Tabellen werden lediglich auf vorgelagerte Positionen der Wertschöpfungskette übertragen und haben daher weniger direkte Auswirkungen auf das Ausland.

Negative Nachfrageschocks zeitigen direkte negative Effekte auf die Einfuhren, was zu einer Verminderung der Produktion in anderen Ländern führt, wenn die Firmen dies nicht durch Ausfuhren in weitere Staaten ausgleichen können. Dies hat wiederum einen Rückgang der Nachfrage nach Vorleistungsgütern vonseiten dieser Firmen zur Folge. Der Prozess kann sich mehrmals entlang der Wertschöpfungskette wiederholen. Im vorliegenden Aufsatz werden allerdings nur die ersten beiden Schritte modelliert, nämlich die Verringerung der Einfuhren und der Produktion im Ausland sowie der ausländische Nachfrageschock auf Vorleistungsgüter. Hierdurch soll der zeitlichen Verzögerung Rechnung getragen werden, mit der die Produktionsanpassung erfolgt, sowie der Tatsache, dass das Ausmaß der indirekten Effekte mit jeder Iteration geringer wird.

Um den Transmissionsmechanismus zu veranschaulichen, wird hier ein Lockdown in einem Betrieb angenommen, konkret die Schließung einer Bar.

Geht man hypothetisch davon aus, dass die Produktionsleistung von Gastronomie- und Unterhaltungsdienstleistungen um 10 % sinkt und diese Dienstleistungen einen Anteil von 10 % am BIP haben, hätte dies – intuitiv – einen direkten negativen Effekt von 1 % auf das BIP. Die Bar kauft allerdings auch weniger Bier ein, was sich auf die Einnahmen der Bierproduzenten auswirkt, und zwar entsprechend dem jeweiligen Anteil an den Gesamtkosten von Bars. Angenommen, dies sind 20 %, dann würde das eine weitere Kontraktion des BIP um 0,2 % nach sich ziehen. Auf den vorgelagerten Stufen des Bierherstellungsprozesses schlägt sich ein geringerer Bierabsatz in einem Rückgang der Bestellungen und des Erwerbs von Hopfen durch die Bierproduzenten nieder. Dies geschieht proportional zum Anteil des Hopfens an den gesamten Kosten. Macht diese Zutat 25 % der Produktionskosten von Bier aus, so schrumpft das BIP um weitere 0,05 %. Der Gesamteffekt auf das BIP des betroffenen Landes entspricht in diesem Fall -1,25 %, wenn sich die Produktionskette vollständig im Inland befindet. Sind Unternehmen im Ausland Teil der Lieferkette, gibt es auch international negative Auswirkungen. Die hier gezeigte Analyse der Spillover-Effekte endet mit dem Hopfen, wenngleich sie tatsächlich alle wirtschaftlichen Verflechtungen, die die Bar und die Bierproduzenten mit anderen Sektoren und Volkswirtschaften unterhalten, umfasst.

4 Euroraumweite Auswirkungen der Eindämmungsmaßnahmen in den fünf größten Volkswirtschaften

Die Covid-19-Epidemie breitete sich von China ausgehend im Euro-Währungsgebiet aus, bevor sie auch die übrige westliche Hemisphäre erreichte; daher wurden die ersten Eindämmungsmaßnahmen außerhalb Chinas in Europa ergriffen.⁹ Anhand der zuvor erläuterten Transmissionskanäle werden die Übertragungseffekte der Lockdowns, der zeitweisen Schließungen, der Ausgangsbeschränkungen sowie der anderen Eindämmungsmaßnahmen beurteilt, die seit Anfang März 2020 von den fünf größten Volkswirtschaften im Eurogebiet (Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien und die Niederlande) ergriffen wurden.

Die sektorale Verteilung der Produktionsschocks spiegelt die erwarteten unterschiedlichen Auswirkungen der Eindämmungsmaßnahmen auf die einzelnen Branchen wider. In Tabelle 1 ist die Verteilung anhand der wichtigsten NACE-Kategorien¹⁰ dargestellt. Erwartungsgemäß gehören Handel, Verkehr, Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie in allen Ländern zu den am stärksten in Mitleidenschaft gezogenen Branchen. In anderen Sektoren, insbesondere im verarbeitenden Gewerbe, sind hingegen deutliche Unterschiede zu verzeichnen. Die anfänglichen im Jahr 2020 auf die fünf größten Euro-Länder wirkenden aggregierten BIP-Schocks entsprechen den Projektionen für das Euro-Währungsgebiet laut den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Juni 2020.¹¹ Wie jedoch bereits erläutert, ist das gesamte Ausmaß des Schocks für die Berechnung der Schocktransmission in dieser Analyse nicht ausschlaggebend, da die Ergebnisse skalierbar sind.

⁹ Covid-19 betraf zunächst China, verbreitete sich dann in Europa und schließlich weltweit und wurde dadurch zu einer echten Pandemie. In diesem Aufsatz werden die Auswirkungen auf das Eurogebiet untersucht, d. h., der Schwerpunkt liegt auf dem Zeitraum, als sich das Virus vor allem in Europa ausbreitete. Seit jedoch rund um den Globus Eindämmungsmaßnahmen ergriffen wurden, sind auch weitere Analysen vorgenommen worden, um deren Wirkung auf die Wirtschaft im Euroraum beziffern zu können. Dabei zeigt sich, dass es zu einer Kontraktion des BIP im Eurogebiet um 2 % käme, wenn die BIP-gewichtete gesamtwirtschaftliche Nachfrage in der übrigen Welt um 9,7 % zurückginge. Die direkten Auswirkungen auf die Volkswirtschaften im Euroraum ergeben sich aus den niedrigeren Ausfuhren von Endprodukten in die übrige Welt. Die Produktion der Euro-Länder passt sich an die geringeren Ausfuhren an. Auch die Nachfrage der Produzenten im Eurogebiet nach Vorleistungsgütern von innerhalb und außerhalb des Euroraums sinkt. Somit kommt der eigentliche Mechanismus der Transmission über die Lieferkette erst in einem zweiten Schritt zum Tragen. Zur Ausbreitung des Schocks auf die Auslandsnachfrage im Euro-Währungsgebiet trägt er etwa ein Viertel bei (0,5 Prozentpunkte).

¹⁰ NACE bezeichnet die „Statistische Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft“ (vom französischen „Nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne“).

¹¹ Siehe: EZB, [Alternative Szenarien zu den Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf die Wirtschaftstätigkeit im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 3/2020, Mai 2020.

Tabelle 1

Schockkalibrierung: Indizes der durch Eindämmungsmaßnahmen bedingten sektoralen Produktionsschocks nach den wichtigsten Wirtschaftssektoren

Sektor	Deutschland	Frankreich	Italien	Spanien	Niederlande
Landwirtschaft	25,0	6,2	25,0	15,0	25,0
Industrie (ohne verarbeitendes Gewerbe und Baugewerbe/Bau)	75,0	9,9	75,0	15,0	75,0
Verarbeitendes Gewerbe	75,0	35,8	75,0	31,3	75,0
Baugewerbe/Bau	75,0	100,0	75,0	73,1	75,0
Einzelhandel, Verkehr, Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie	100,0	64,2	100,0	98,5	100,0
Private Dienstleistungen	47,5	22,1	25,0	41,5	51,6
Öffentliche Verwaltung	25,0	18,5	25,0	-3,0	25,0
Kunst, Unterhaltung, Erholung und sonstige Dienstleistungen	75,0	70,4	75,0	100,0	75,0

Quelle: EZB-Berechnungen.

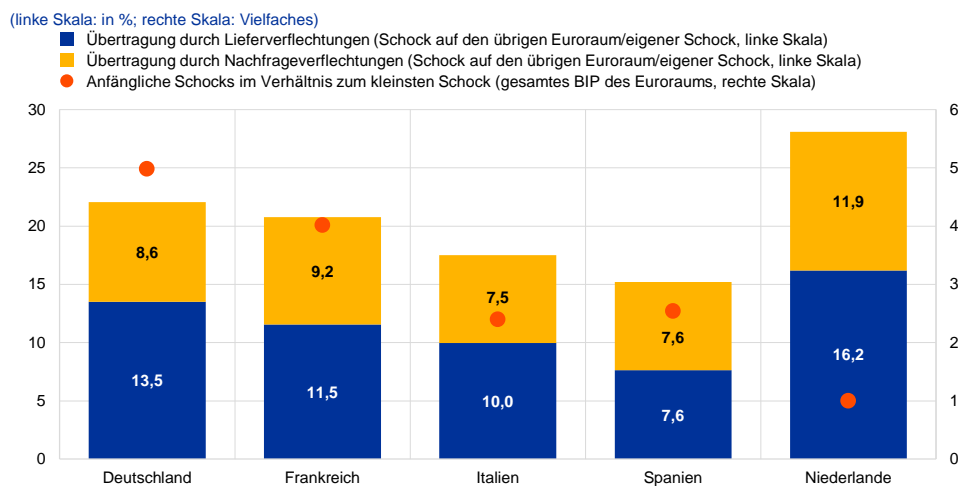
Anmerkung: Der von den Eindämmungsmaßnahmen ausgehende Schock auf den am stärksten betroffenen Sektor wird auf 100 indiziert; die Schocks in den anderen Sektoren werden als prozentualer Anteil davon ausgedrückt. Zu den privaten Dienstleistungen gehören Information und Kommunikation, Erbringung von Finanz- und Versicherungsdienstleistungen, Grundstücks- und Wohnungswesen sowie Erbringung von freiberuflichen, wissenschaftlichen, administrativen und technischen Dienstleistungen.

Inländische Schocks in den fünf größten Volkswirtschaften des Eurogebiets werden in ganz erheblichem Umfang auf die gesamtwirtschaftliche Aktivität in den anderen Euro-Ländern übertragen.

Die aggregierten Ergebnisse sind in Abbildung 1 dargestellt. Ausgehend von der aktuellen Struktur der Euro-Länder und ihren wechselseitigen Verflechtungen, den hier getroffenen Annahmen und der oben aufgeführten sektoralen Kalibrierung würden die Auswirkungen eines mit den Maßnahmen zur Eindämmung von Covid-19 vergleichbaren Schocks, der auf die fünf größten Volkswirtschaften im Euroraum wirkt, um 15 % bis 28 % verstärkt. Dies geschieht in zwei Schritten. Als Erstes hat im vorliegenden Szenario ein BIP-Verlust in Höhe von 100 € in Deutschland über Lieferverflechtungen einen Verlust von 13,50 € in den übrigen Euro-Ländern zur Folge (siehe die blauen Balkenabschnitte in Abbildung 1). Produktionsverluste führen zu einem Rückgang der Einkommen, wenn dem ursprünglichen Schock keine politischen Maßnahmen entgegengesetzt werden. Der Einkommensschock löst anschließend einen identischen Nachfrageschock aus, der sich homogen über die Ausgabenkomponenten sowie die heimische und die ausländische Produktion verteilt und eine Kontraktion des euroraumweiten BIP um weitere 8,60 € zur Folge hat (siehe die gelben Balkenabschnitte in Abbildung 1). Das wichtigste Ergebnis dieser Analyse ist, dass der Grad der wechselseitigen Verflechtungen die Verbreitung der anfänglichen Schocks beeinflusst.

Abbildung 1

Übertragung von nationalen Schocks, die auf die fünf größten Volkswirtschaften des Euroraums wirken, auf den übrigen Euroraum durch Liefer- und Nachfrageverflechtungen



Quelle: WIOD, MRIO-Datenbank der Asiatischen Entwicklungsbank, EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Schocks sind auf den kleinsten Schock bezogen auf das BIP des Euroraums indiziert, nämlich auf den Schock in den Niederlanden, der den Wert 1 erhält; die anderen gesamtwirtschaftlichen Schocks werden als Vielfaches dieses Wertes ausgedrückt. So erhält der anfängliche auf Deutschland wirkende Schock den Wert fünf, weil das Land einen fünfmal größeren Anteil am BIP des Eurogebiets hat.

Der Außenhandel des Euro-Währungsgebiets geht durch die Eindämmungsmaßnahmen noch stärker zurück als die gesamtwirtschaftliche Aktivität, und die globalen Wertschöpfungsketten schrumpfen. Im EZB-Wirtschaftsbericht vom Mai dieses Jahres wird in Kasten 2 („Rückgang der Aktivität im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor des Euro-Währungsgebiets: Gegenüberstellung außen- und binnenwirtschaftlicher Schocks“) das regionale Produktionsnetzwerk des Euroraums erörtert. Dabei wird besonders darauf eingegangen, wie sich dieses seit der globalen Finanzkrise verändert hat.

Die durch Covid-19 ausgelösten Schocks haben zu einer Verschlechterung der Außenhandelspositionen der Euro-Länder geführt. Der Außenhandel ist in allen der fünf größten Länder des Eurogebiets zurückgegangen; dies trug erheblich zur Übertragung des anfänglichen heimischen Schocks auf das BIP bei. Eine Erkenntnis der hier vorgenommenen Analyse ist, dass die Verschlechterung in den Volkswirtschaften mit dem höchsten Offenheitsgrad, den Ländern mit hohen Handelsbilanzüberschüssen sowie den Ländern am stärksten ausfiel, die die engsten Verflechtungen mit den von den Schocks betroffenen Ländern (die Niederlande und Deutschland) aufwiesen. Die monatlichen Handelsdaten für April und Mai liefern einige Hinweise auf Veränderungen in der Handelsbilanz des Euroraums im zweiten Quartal 2020, die die Schlussfolgerung untermauern, dass sich die Außenhandelsposition des Eurogebiets verschlechtert hat.

Tabelle 2

Am stärksten betroffene Länder und Sektoren im Euroraum

Vom Schock betroffenes Land	Produktionsschock: am stärksten betroffene Länder und Effekte im Verhältnis zum durchschnittlichen Effekt im übrigen Euroraum	Endnachfrageschock: am stärksten betroffene Länder und Effekte im Verhältnis zum durchschnittlichen Effekt im übrigen Euroraum	Produktions- schock: am stärksten betroffene Sektoren und Effekte im Verhältnis zum durchschnittlichen Effekt im Euroraum	Endnachfrage- schock: am stärksten betroffene Sektoren und Effekte im Verhältnis zum durchschnittlichen Effekt im Euroraum
Deutschland	NL (5,5), LU (4,1), BE (3,3)	LU (4,7), NL (3,6), SK (3,2)	Kokerei, Mineralöl, Brennstoffe (2,8), Fahrzeugbau (2,4), Elektrische und optische Ausrüstung (2,2)	Kokerei, Mineralöl, Brennstoffe (2,4), Holzwaren (1,0), Nichtmetallische Mineralvorkommen (1,0)
Frankreich	BE (3,4), LU (3,3), NL (1,9)	LU (2,9), BE (2,8), NL (1,7)	Baugewerbe/Bau (3,5), Luftfahrt (2,8), Einzelhandel (2,0)	Kokerei, Mineralöl, Brennstoffe (1,5), Baugewerbe/Bau (1,1), Nahrungsmittel und Getränke, Tabak (1,1)
Italien	SI (5,0), LU (4,0), MT (3,9)	LU (4,8), MT (3,7), SI (3,0)	Lederwaren und Schuhe (4,3), Textilien (3,7), Private Haushalte mit Hauspersonal (3,4)	Private Haushalte mit Hauspersonal (2,7), Kokerei, Mineralöl, Brennstoffe (1,8), Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden (1,3)
Spanien	PT (4,9), FR (1,8), NL (1,1)	PT (3,4), LU (1,6), IE (1,3)	Hotels und Restaurants (5,2), Private Haushalte mit Hauspersonal (4,0), Luftfahrt (3,1)	Kokerei, Mineralöl, Brennstoffe (2,4), Private Haushalte mit Hauspersonal (2,0), Hotels und Restaurants (1,9)
Niederlande	BE (7,3), IE (6,7), LU (6,5)	BE (3,9), LU (3,5), IE (2,5)	Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden (4,6) Kokerei, Mineralöl, Brennstoffe (3,7), Großhandel (2,8)	Gesundheits- und Sozialwesen (1,0), Kokerei, Mineralöl, Brennstoffe (1,0), Finanzintermediation (0,8)

Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Zahlen in Klammern geben das Vielfache des durchschnittlichen Effekts an, d. h., um wie viel stärker der auf das jeweilige Land bzw. den jeweiligen Sektor wirkende Effekt war als der durchschnittliche Effekt auf den Euroraum ohne das vom Schock betroffene Land (bei Betrachtung der Länder) bzw. auf die Gesamtwirtschaft des Euroraums (bei Betrachtung der Sektoren).

Kasten 2

Das regionale Produktionsnetzwerk des Euro-Währungsgebiets

Das Euro-Währungsgebiet ist ein herausragendes Beispiel eines regionalen Produktionsnetzwerks. Die Verflechtungen über Wertschöpfungsketten in der Region spiegeln ein komplexes Liefernetz mit mehreren Drehscheiben wider, das Produktions-, Logistik- und Finanzzentren umfasst. Vorleistungsgüter, die innerhalb solcher Netzwerke verschiedene Grenzen überschreiten, machen den Großteil des Handels im Euroraum aus. Innerhalb der Region können Störungen dabei auf zwei Wegen übertragen werden: entweder über Vorwärtsverflechtungen, weil Vorleistungen aus einem anderen Staat des Euro-Währungsgebiets nicht mehr verfügbar sind, oder über Rückwärtsverflechtungen, weil die Auslandsnachfrage nach inländischen Vorleistungen aufgrund

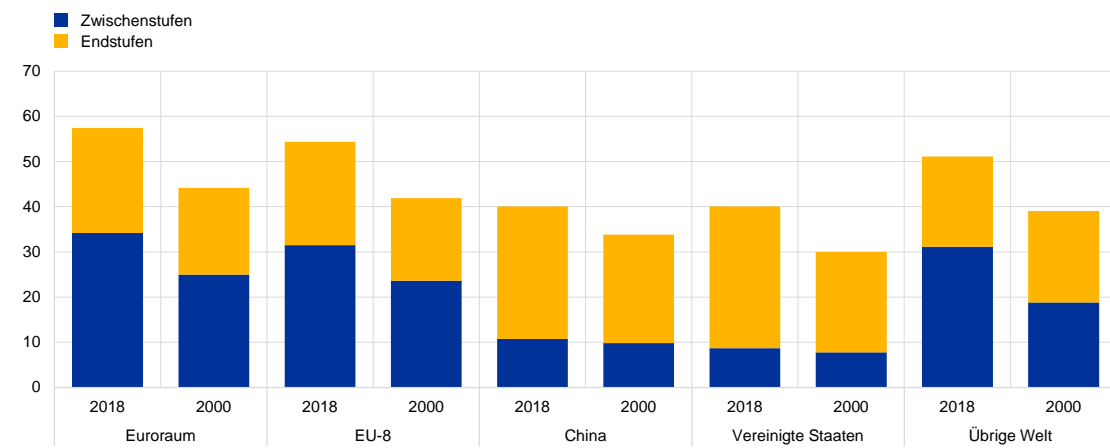
eines Rückgangs der Produktion von Unternehmen in den anderen Euro-Ländern zurückgeht. In diesem Kontext vermischen sich Nachfrage- und Angebotsschocks und verstärken sich gegenseitig, wenn sie sich über die Mitgliedstaaten ausbreiten.

Im vorliegenden Kasten werden das Produktionsnetzwerk des Euroraums und seine Veränderungen dargestellt, wobei insbesondere der Zeitraum nach der globalen Finanzkrise im Vordergrund steht. Der Handel über grenzüberschreitende Wertschöpfungsketten innerhalb des Euroraums wird mit dem Handel mit anderen wichtigen Handelspartnern/Regionen verglichen (und zwar mit den acht Volkswirtschaften in der Europäischen Union außerhalb des Eurogebiets sowie mit China, den Vereinigten Staaten und der übrigen Welt). Die Analyse basiert dabei auf einer verfeinerten Abgrenzung des Handels über globale Wertschöpfungsketten, die zwischen schwachen und starken Verflechtungen unterscheidet. In der Literatur wird der Handel über globale Wertschöpfungsketten insbesondere als der Anteil der Exporte und Importe definiert, die mindestens zwei Grenzen überschreiten (sodass mindestens drei Volkswirtschaften involviert sind), bevor sie das Endziel erreichen.¹² In diesem Kasten wird darüber hinaus nach starken und schwachen Verflechtungen des Handels über globale Wertschöpfungsketten differenziert. Dabei bezeichnen starke Verflechtungen den Export und Import von Vorleistungen, die im einführenden und ausführenden Land in Zwischenstufen der Produktion eingehen (blaue Balkenabschnitte in Abbildung A), während von einer schwachen Handelsverflechtung ausgegangen wird, wenn die in einem globalen Netzwerk produzierten Waren und Dienstleistungen direkt mit dem Partnerland gehandelt werden, das diese endgültig absorbiert (gelbe Balkenabschnitte in Abbildung A). Diese Unterscheidung ist von zentraler Bedeutung, wenn der Handel innerhalb eines Produktionsnetzwerks vom Handel über globale Wertschöpfungsketten mit anderen Produktionsnetzwerken abgegrenzt werden soll.

Abbildung A

Exporte über globale Wertschöpfungsketten, betrachtet nach den wichtigsten Handelspartnern des Euroraums/Regionen

(in % der gesamten bilateralen Exporte)



Quelle: WIOD, MRIO-Datenbank der Asiatischen Entwicklungsbank, EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Summe der blauen und gelben Balkenabschnitte stellt die Exporte über globale Wertschöpfungsketten dar, d. h. den Anteil der Gesamtexporte, die mindestens zwei Grenzen überschreiten, bevor sie das endgültige Ziel erreichen. Die Abbildung untergliedert den gesamten Handel über globale Wertschöpfungsketten in schwache Verflechtungen, d. h. den Anteil, der die endgültige verarbeitende Wirtschaft erreicht (gelbe Balkenabschnitte), und starke Verflechtungen über globale Wertschöpfungsketten, bei denen Vorleistungen verarbeitet und anschließend zur Weiterverarbeitung wieder ausgeführt werden (blaue Balkenabschnitte).

¹² A. Borin und M. Mancini, [Measuring What Matters in Global Value Chains and Value-Added Trade](#), Policy Research Working Paper der Weltbank, Nr. 8804, World Development Report 2020, 4. April 2019.

Das europäische Produktionsnetz ist nach wie vor der Motor der gesamtwirtschaftlichen Aktivität im Euroraum. Im Jahr 2018 waren drei Viertel der von den Euro-Ländern innerhalb der Europäischen Union exportierten Vorleistungen für die Verarbeitung und den Wiederexport bestimmt; zwei Drittel erreichten einen anderen Mitgliedstaat des Euroraums. Der Anteil des Handels über globale Wertschöpfungsketten mit Vorleistungen, die auf Produktionszwischenstufen exportiert werden, am Gesamthandel innerhalb des Euroraums ist dreimal so groß wie beim Handel mit China (33 % gegenüber 11 %, siehe die blauen Balkenabschnitte in Abbildung A) und viermal so groß wie beim Handel mit den Vereinigten Staaten (8 %). Der Großteil des über globale Wertschöpfungsketten erfolgenden Handels mit anderen Regionen findet auf den Endstufen der Produktion statt, d. h. mit Vorleistungen, die direkt in Endprodukte integriert werden (siehe die gelben Balkenabschnitte in Abbildung A).

Die Lieferketten im Euroraum haben sich trotz eines bereits seit der Zeit vor der weltweiten Finanzkrise zu beobachtenden Rückgangs des Anteils globaler Wertschöpfungsketten an den weltweiten Gesamtexporten weiterentwickelt. Auch wenn die Abschwächung des internationalen Handels den Handel im Euroraum nicht unberührt ließ, hat sich dessen führende Position im Bereich der grenzüberschreitenden Wertschöpfungsketten seit der globalen Finanzkrise im Vergleich zu anderen Regionen weiter verstärkt. Erzeugnisse, die über mehrere Grenzen hinweg weiterverarbeitet werden, machen mehr als die Hälfte der gesamten Exporte aus. Dieser Anteil ist deutlich größer als in China oder den Vereinigten Staaten (mit jeweils rund 30 %).

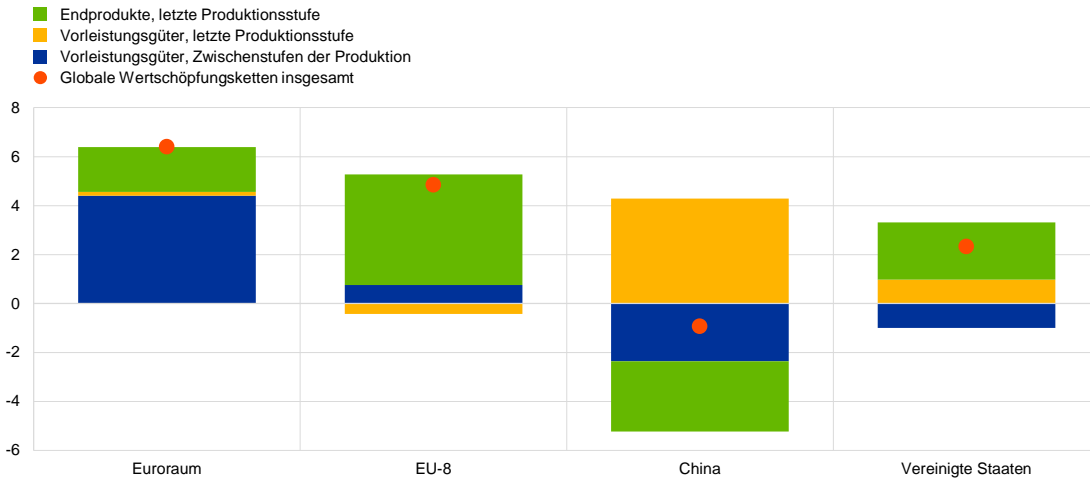
Seit der globalen Finanzkrise hat das Euro-Währungsgebiet sein internes Produktionsnetzwerk neu strukturiert und dabei seinen regionalen Kern weiter ausgebaut und den Einfluss auf die übrige EU ausgeweitet.¹³ In Abbildung B werden die Veränderungen der Exporte über globale Wertschöpfungsketten aufgeschlüsselt, die sich zwischen 2008 und 2018 innerhalb des Euroraums und mit seinen wichtigsten ausländischen Handelspartnern (den Vereinigten Staaten, China und den nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörenden Volkswirtschaften in der EU) ergeben haben. Dabei werden schwache Exportverflechtungen (grüne und gelbe Balkenabschnitte) und starke Exportverflechtungen (blaue Balkenabschnitte) über globale Wertschöpfungsketten hervorgehoben. Aus Sicht des Euroraums wurde die globale Reduzierung der Wertschöpfungsketten durch eine tiefere Verflechtung innerhalb des regionalen Netzwerks im Euroraum und mit den übrigen EU-Ländern ausgeglichen (mit einer Zunahme von 6 bzw. fast 5 Prozentpunkten, siehe die roten Punkte in Abbildung B). Diese Weiterentwicklung kontrastiert mit dem Rückgang gegenüber China und der deutlichen Abschwächung gegenüber den Vereinigten Staaten. Darüber hinaus hat sich der Kern der Lieferketten im Eurogebiet weiter verstärkt (blaue Balkenabschnitte in Abbildung B), während der Handel über globale Wertschöpfungsketten mit anderen Regionen weitgehend durch schwache Verflechtungen (grüne oder gelbe Balkenabschnitte) gekennzeichnet war.

¹³ Zur übrigen EU gehören Bulgarien, die Tschechische Republik, Dänemark, Kroatien, Ungarn, Polen, Rumänien und Schweden.

Abbildung B

Veränderung der Exporte des Euroraums über globale Wertschöpfungsketten, schwache und starke Verflechtungen (2018-2008)

(in % der bilateralen Gesamtexporte)



Quelle: WIOD, MRIO-Datenbank der Asiatischen Entwicklungsbank, EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung untergliedert die Gesamtveränderung der Exporte über globale Wertschöpfungsketten (d. h. des Anteils des Handels, der mindestens zwei Grenzen überschreitet, bevor das endgültige Ziel erreicht wird; rote Punkte) zwischen 2008 und 2018 in drei Hauptkomponenten: den Anteil, der aus Vorleistungen besteht, die in Fertigerzeugnisse eingebettet werden (gelbe Balkenabschnitte), den Anteil der Exporte von Endprodukten, die in einer Lieferkette hergestellt werden (grüne Balkenabschnitte) und den Anteil von Vorleistungen, die vom Importeur verarbeitet und anschließend zur Weiterverarbeitung wieder exportiert werden (blaue Balkenabschnitte).

Die Verflechtungen innerhalb des Euroraums bündeln sich um einige wenige Volkswirtschaften (insbesondere Deutschland und die Niederlande). Ausgehend von den bilateralen Handelsströmen von Vorleistungen, die mindestens zwei Grenzen überqueren, zeigt sich, dass die engsten Verflechtungen der fünf größten Volkswirtschaften des Euroraums jeweils mit den Niederlanden bestehen, die für das Eurogebiet als Ausgangs- und Eingangspunkt für Exporte und Importe aus der übrigen Welt fungieren. Deutschland ist die Drehscheibe des verarbeitenden Gewerbes, aber auch Italien scheint im Vergleich zu Frankreich und Spanien eine zentralere Position innezuhaben. Andere Mitgliedstaaten der Europäischen Union verfügen gemeinsam über eine dichte Matrix des bilateralen Handels über globale Wertschöpfungsketten mit dem Euroraum, insbesondere mit Deutschland, Österreich und Italien.

Die Osterweiterung des Euro-Währungsgebiets und Verbesserungen in angeschlagenen Ländern erklären die erfolgreiche Entwicklung der regionalen Lieferketten nach der globalen Finanzkrise. Die hier vorgenommene Analyse zeigt, dass die Liefernetze im Euroraum trotz ungünstigerer weltweiter Bedingungen, zunehmender protektionistischer Maßnahmen und einer Neuausrichtung der Globalisierung in anderen Regionen durch die stärkere Vernetzung neuer Mitglieder (Litauen, Slowakei und Estland) mit den zentralen Mitgliedstaaten gestärkt wurden.¹⁴ Diese neuen Länder haben nicht nur ihre Position im regionalen Netzwerk sowohl als Ausgangs- wie auch als Zielpunkt von Teilen und Komponenten verbessert. Einige von ihnen zogen zudem einen immer größeren Anteil der Produktion aus anderen Regionen (wie den Vereinigten Staaten und China) an, den sie in

¹⁴ Für Lettland ist die empirische Evidenz weniger ausgeprägt; die Bedeutung des Landes als Hersteller von Vorleistungsgütern ist gestiegen, was jedoch nicht dazu geführt hat, dass mehr Exporte aus globalen Wertschöpfungsketten angezogen wurden.

ihre Prozesse integrierten.¹⁵ Einen merklichen Beitrag leisten auch Länder wie Spanien, Portugal und Griechenland, die ihre regionale Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten im Vergleich zu den Werten vor der weltweiten Finanzkrise ausgebaut haben.¹⁶

Seit 2008 haben sich die Einfuhren von Vorleistungen aus der übrigen Welt, die im Euroraum weiterverarbeitet werden, deutlich ausgeweitet, da andere Schwellenländer einen stärkeren Zugang zu den globalen Wertschöpfungsketten fanden.¹⁷ Auch wenn es noch zu früh ist, um daraus eine Schlussfolgerung zu ziehen, so ist doch festzuhalten, dass die Beteiligung der heterogenen Ländergruppe, welche die „übrige Welt“ bildet und sowohl Rohstoffexporteure als auch Vietnam, die Türkei und die Philippinen umfasst, an globalen Wertschöpfungsketten stetig wächst. Eine positive Interpretation dieses Befunds aus globaler Sicht ist, dass sich die globalen Wertschöpfungsketten möglicherweise nicht im Niedergang befinden, sondern sich lediglich verändern, um einem breit gefächerten Kreis von Akteuren gerecht zu werden, was zu einem weniger konzentrierten globalen Produktionsnetzwerk führt.

5 Schlussbemerkungen

In diesem Aufsatz wurde untersucht, wie die durch Eindämmungsmaßnahmen verursachten negativen inländischen Schocks innerhalb des Euroraums übertragen und verstärkt werden. Die internationalen Verflechtungen zwischen Ländern und Sektoren sowie der Offenheitsgrad bestimmen, wie stark sich Schocks über den Außenhandel verbreiten. Die Analyse hat jedoch auch gezeigt, dass die Verstärkungseffekte und die Transmissionskanäle je nach Art des Schocks variieren.

¹⁵ Die Verflechtung des Euroraums mit den Vereinigten Staaten blieb nach der globalen Finanzkrise weitgehend stabil. Allerdings verschleiern die aggregierten Daten die Tatsache, dass Deutschland als Zielort an Bedeutung verloren hat. Dies wurde durch einen Anstieg des Handels mit Teilen und Komponenten aus den Vereinigten Staaten in den neuen Mitgliedstaaten ausgeglichen.

¹⁶ Die Verflechtung des Eurogebiets mit anderen Regionen über globale Wertschöpfungsketten ist nach wie vor schwach. 60 % der Exporte nach China und in die Vereinigten Staaten bestehen aus inländischen Erzeugnissen zur direkten Endverwertung, verglichen mit knapp 40 % an inländischen Erzeugnissen, die von einem Mitgliedstaat direkt in einen anderen Mitgliedstaat des Euroraums zur Endverwertung exportiert werden. Ebenso werden fast 50 % der nach Asien und Amerika exportierten Vorleistungsgüter direkt an den endgültigen Bestimmungsort geliefert. Dort erfolgt lediglich die Umwandlung in Endprodukte, die im Land selbst verwertet werden. Werden Vorleistungsgüter aus dem Euroraum von asiatischen und amerikanischen Unternehmen weiter gehandelt, so werden sie überwiegend innerhalb der Region reexportiert. Siehe auch: X. Li, B. Meng und Z. Wang, Recent patterns of global production and GVC participation, Global Value Chain Development Report 2019: Technological Innovation, Supply Chain Trade, and Workers in a Globalized World, Welthandelsorganisation, 13. April 2017, S. 9-43.

¹⁷ Die Ausweitung der Lieferketten innerhalb des Eurogebiets führte nicht zu einer rückläufigen Handelsvernetzung mit der übrigen Welt. Die Ausfuhren und Einfuhren aus der übrigen Welt gingen zwar zunächst zurück, entwickelten sich dann aber nach der globalen Finanzkrise in etwa im Gleichlauf mit der Weltkonjunktur. Die Handelsvernetzung mit China hat sich neu ausgerichtet, da die Nachfrage nach Erzeugnissen aus dem Euroraum kontinuierlich zugenommen hat, was China zu einem der wichtigsten Ziele für die Produktion europäischer Unternehmen macht. So nahm der Anteil der aus inländischer Produktion stammenden Exporte des Eurogebiets nach China nach der globalen Finanzkrise zu; bei Vorleistungen, Teilen und Komponenten mit anderen Zielen war hingegen ein Rückgang zu verzeichnen. Eine mögliche Interpretation hiervon ist, dass die Unternehmen im Euroraum allmählich zu einer lokalen Produktion übergegangen sind, d. h., der Handel wurde durch ausländische Direktinvestitionen ersetzt. Dennoch ging der Anteil der aus chinesischer Produktion stammenden Importe der Euro-Länder nicht zurück, sondern blieb stabil.

Schocks übertragen sich im Euroraum in hohem Maße, weil die Region ein typisches Beispiel eines regionalen Produktionsnetzwerks ist, in dem auch die Endnachfrageverflechtungen eine sehr wichtige Rolle spielen. Die Intensität der Übertragung eines Schocks in einem der fünf größten Mitgliedstaaten auf den übrigen Euroraum reicht von 15 % bis 28 %, wenn Angebots- und Nachfragekanäle einbezogen werden. Eine gemeinsame oder koordinierte Reaktion durch gezielte fiskalpolitische Maßnahmen kann solchen Verstärkungseffekten entgegenwirken. Darüber hinaus müssen diese Effekte bei der Beurteilung der Auswirkungen auf das reale BIP und die Inflation sowie bei der Entscheidung über die angemessene geldpolitische Reaktion berücksichtigt werden.

Die komplexe Kettenstruktur des Produktionsmodells kann verbessert werden. Im Hinblick auf die Vermeidung von Lieferengpässen bei essentiellen Produkten wie Medikamenten oder medizinischen Geräten könnte die internationale Kooperation gestärkt werden, indem die übermäßige Konzentration der Produktion wichtiger Komponenten in einzelnen Produktionsstätten verringert und eine stärkere geografische Diversifizierung ermöglicht wird. Auch wenn Skaleneffekte weiterhin eine Konzentration der Produktion begünstigen, ist das Kosten-Nutzen-Verhältnis über die rein kurzfristigen Aussichten und die wirtschaftliche Bequemlichkeit hinaus zu betrachten. Wie die Covid-19-Krise gezeigt hat, sind in Bezug auf kritische Situationen auch nichtwirtschaftliche Überlegungen zur berücksichtigen.

Zugleich können Produktionsnetzwerke in Krisenzeiten ein Sicherheitsnetz für die beteiligten Unternehmen darstellen. In einer Krise können die schwächsten Glieder des Netzwerks gerettet, zusammengeführt oder übernommen werden; zudem kann über die Finanzbestände großer Konzerne Liquidität bereitgestellt werden, um eine Kreditklemme zu vermeiden. Finanzierungsschwierigkeiten kann auch dadurch entgegengewirkt werden, dass die am Netzwerk beteiligten Lieferanten vorübergehend günstigere Zahlungsbedingungen gewähren. Schließlich dürften Unternehmen innerhalb des Netzwerks im Fall von Produktionskürzungen gegenüber Unternehmen außerhalb des Netzwerks bevorzugt behandelt werden, sodass sie von Engpässen bei der Versorgung mit Vorleistungsgütern als letzte betroffen sind. Das Sicherheitsnetz hilft jedoch vor allem, temporäre Einbrüche zu überstehen. Mittelfristig wird es unter Druck geratene Unternehmen aber nicht schützen. Es bleibt daher die Aufgabe der Regierungen, langfristige Negativeffekte der Pandemie zu verhindern.

Die Analyse lieferte einen kurzen Einblick in neue Trends, wie Menschen und Volkswirtschaften in der Zukunft interagieren werden. Die Covid-19-Pandemie hat Transformationen beschleunigt, die bereits im Gange waren: Telearbeit, Telekonferenzen, weniger Treffen in der Öffentlichkeit oder am Arbeitsplatz, eine geringere Nutzung öffentlicher Verkehrsmittel, ein stärker kontrollierter Tourismus und eine Verringerung von Mobilität und Reisen. All dies dürfte für längere Zeit prägend bleiben. Zugleich verändern sich unsere Lebensgewohnheiten und die Art und Weise, wie wir arbeiten und unsere Freizeit verbringen, deutlich. Dies wird sich wohl nachhaltig auf die Struktur von Volkswirtschaften und ihrer Produktionssysteme auswirken.

3 Die automatischen Stabilisatoren im Euro-Währungsgebiet und die Covid-19-Krise

Othman Bouabdallah, Cristina Checherita-Westphal, Maximilian Freier, Carolin Nerlich und Kamila Stawińska

1 Einleitung

Zur Eindämmung der wirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie (Covid-19) wurden im Euro-Währungsgebiet außergewöhnliche politische Maßnahmen ergriffen. So verpflichtete sich die EZB, im Rahmen ihres Mandats das Potenzial ihres verfügbaren geldpolitischen Instrumentariums voll auszuschöpfen. Hinzu kamen umfangreiche finanzpolitische Pakete der nationalen Regierungen, die vornehmlich diskretionäre fiskalpolitische Stimulierungsmaßnahmen umfassten. Ende Mai 2020 beliefen sich allein diese diskretionären Maßnahmen auf rund 3, 25 % des euroraumweiten BIP.¹ Des Weiteren verständigten sich die europäischen Staats- und Regierungschefs auf einen umfassenden, im EU-Haushalt verankerten Aufbauplan. Infolge seiner Umsetzung wird sich der EU-Haushalt vorübergehend nahezu verdoppeln und rund 2 % des BIP betragen.²

Bei der Abfederung des pandemiebedingten Schocks für die Volkswirtschaften der Euro-Länder spielen neben diesen diskretionären Maßnahmen auch die automatischen Stabilisatoren in den Staatshaushalten eine wichtige Rolle. Sie sind ein fester Bestandteil der Staatseinnahmen und -ausgaben und dienen dazu, die Schwankungen im Konjunkturzyklus zu glätten, ohne dass der Staat diskretionäre Maßnahmen einleiten muss. Im Verbund mit dem diskretionären Handeln der Finanzpolitik kommen die automatischen Stabilisatoren vor allem in einer Währungsunion wie der WWU (dritte Stufe) zum Tragen, denn hier bedarf es neben der einheitlichen Geldpolitik auch eines Instrumentariums zur Bewältigung idiosynkratischer, länderspezifischer Schocks. Die automatischen Stabilisatoren zeichnen sich grundsätzlich dadurch aus, dass sie den Konjunkturzyklus zeitnah, zielgerichtet und zeitlich befristet glätten. Ferner haben sie einige Vorteile gegenüber diskretionären Maßnahmen, die eine Messung des Konjunkturzyklus erfordern oder mit Verzögerung umgesetzt werden.

Der vorliegende Beitrag untersucht die automatischen Stabilisatoren im Euroraum mit Blick auf ihre Fähigkeit, während der Covid-19-Krise die wirtschaftliche Entwicklung zu stabilisieren.³ Obschon die automatischen Stabilisatoren als makroökonomisches Konzept etabliert sind, wird der Begriff in der Literatur zuweilen uneinheitlich und in unterschiedlichen Bedeutungen verwendet. Auf diese wird in Abschnitt 2 eingegangen. Den in Abschnitt 3 vorgestellten

¹ Siehe EZB, [Die Covid-19-Krise und ihre Auswirkungen auf die Finanzpolitik](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 4/2020, Juni 2020.

² Siehe [Außerordentliche Tagung des Europäischen Rates – Schlussfolgerungen](#), 17. -21. Juli 2020.

³ Der Aufsatz stützt sich auch auf die Arbeit der NZBen und der EZB in der Working Group on Public Finance, einem Unterausschuss des Geldpolitischen Ausschusses.

Schätzungen des ESZB zufolge sind die automatischen Stabilisatoren im Allgemeinen sehr umfangreich, unterscheiden sich in den einzelnen Euro-Ländern aber deutlich. Diese Beobachtung wird in Kasten 1 mithilfe weiterer vergleichbarer Schätzungen untermauert. Auch wenn ein Zusammenhang zwischen dem Umfang der automatischen Stabilisatoren und ihrer Wirksamkeit hinsichtlich der Verringerung konjunktureller Schwankungen besteht, sollten diese beiden Aspekte getrennt voneinander betrachtet werden. Während der Coronakrise wurde die automatische Stabilisierungswirkung auf die Gesamtwirtschaft möglicherweise durch eine Reihe von Faktoren beeinträchtigt (siehe Abschnitt 4). Kasten 2 enthält hierzu eine modellgestützte Quantifizierung der Wirksamkeit der automatischen Stabilisatoren auf Euroraumebene. Dabei werden wirtschaftlich normale Bedingungen und mit der Lockdown-Phase der Covid-19-Krise vergleichbare Bedingungen untersucht. Insgesamt spricht angesichts der Tiefe wie auch der Beschaffenheit der Coronakrise sehr viel für zusätzliche finanzpolitische Maßnahmen, wie sie auf nationaler wie auch auf europäischer Ebene beschlossen und durchgeführt wurden. Vor diesem Hintergrund erörtert der vorliegende Aufsatz Politikvorschläge zur Einrichtung quasiautomatischer Fiskalinstrumente, die zusätzlich eine zeitnahe, zielgerichtete und zeitlich befristete makroökonomische Stabilisierung im Euroraum bewirken könnten. Dabei wird in Abschnitt 5 auch auf wichtige Aspekte der Effizienz im Konjunkturverlauf sowie auf das Erfordernis, in Zeiten einer guten wirtschaftlichen Entwicklung Finanzpolster aufzubauen. Abschnitt 6 enthält allgemeine Schlussbemerkungen.

2 Elemente der automatischen Stabilisierung im öffentlichen Finanzierungssaldo

Kommt es aufgrund einer Rezession zu einem Schock, stehen den Staaten unterschiedliche Möglichkeiten zur Verfügung, um die Wirtschaft zu stützen.

Besondere Beachtung finden hierbei diskretionäre finanzpolitische Maßnahmen, die von den Regierungen beschlossen werden. Sie zielen typischerweise darauf ab, das Vertrauen der privaten Haushalte und der Unternehmen zu stärken, und sollen diesen Akteuren zusätzliche Möglichkeiten bieten, ihren Verbrauch bzw. ihre Investitionstätigkeit zu erhöhen. Neben zahlreichen anderen Maßnahmen kommen auch Steuersenkungen, die Anhebung von Steuerfreibeträgen, die Einführung einer Abwrackprämie für Pkw und die Unterstützung privater Investitionsprogramme infrage. Darüber hinaus kann der Staat Garantien oder anderweitige implizite oder explizite Eventualverbindlichkeiten übernehmen, um beispielsweise Liquiditätshilfen für die Wirtschaft bereitzustellen oder um Verwerfungen auf der Angebotsseite und vom Finanzsystem ausgehende Ansteckungseffekte zu verhindern. Nicht ganz so offensichtlich sind hingegen Anpassungen primär auf der Einnahmen- und teilweise auch auf der Ausgabenseite der öffentlichen Haushalte, die sich automatisch in Abhängigkeit vom Konjunkturzyklus vollziehen, ohne dass es eines aktiven Zutuns des Staates bedarf. Noch weniger fällt ins Auge, dass der Staat indirekt dazu beiträgt, die Wirkungen eines negativen makroökonomischen Schocks abzufedern, indem er seine Ausgaben während einer Rezession weitgehend wie geplant tätigt und nicht kürzt.

Als automatische Stabilisatoren werden jene Elemente des öffentlichen Haushalts bezeichnet, die dazu dienen, Schwankungen im Konjunkturzyklus zu glätten, ohne dass diskretionäre Maßnahmen eingeleitet werden müssen.

Als erste Quelle der automatischen Stabilisierung sind die konjunktur reagiblen Elemente des Staatshaushalts zu nennen. Diese Komponenten des Finanzierungssaldos werden im Folgenden als konjunktur bedingte Elemente der automatischen Stabilisierung bezeichnet. Die zweite Quelle sind die konjunktur unabhängigen Komponenten des öffentlichen Finanzierungssaldos (vor allem in Form öffentlicher Ausgaben), die eine relativ hohe Trägheit aufweisen. Ihnen lässt sich ebenfalls eine automatische Stabilisierungswirkung zuschreiben. Diese Komponenten des öffentlichen Finanzierungssaldos werden als konjunktur unabhängige, implizite Elemente der automatischen Stabilisierung bezeichnet.⁴ Im vorliegenden Aufsatz geht es zwar hauptsächlich um rezessive Schocks wie im Fall der aktuellen Covid-19-Krise, doch die automatischen Stabilisatoren wirken grundsätzlich in beide Richtungen. Sie dämpfen die makroökonomischen Auswirkungen eines Schocks, der sowohl abwärtsgerichtet (aufgrund einer Rezession) als auch aufwärtsgerichtet (aufgrund einer konjunkturellen Überhitzung) sein kann. Die beiden Quellen der automatischen Stabilisatoren werden im Folgenden eingehender betrachtet.

- **Erstens wirken die konjunktur reagiblen Haushaltspositionen als Elemente der automatischen Stabilisierung im öffentlichen Finanzierungssaldo.**

Diese Positionen weisen eine hohe Korrelation zu ihrer makroökonomischen Bezugsgröße auf, d. h. der gesamtwirtschaftlichen Kennzahl, die sich auf die öffentlichen Einnahmen und Ausgaben auswirkt (z. B. die Arbeitslosenzahl als Bezugsgröße für die Ausgaben für Arbeitslosenunterstützung), und reagieren unmittelbar auf Schocks. Was die Quellen der automatischen Stabilisierung auf der Einnahmenseite betrifft, so richtet sich der Blick der Fachleute zumeist auf den Rückgang der Steuern und Sozialbeiträge bei gleichzeitigem Anstieg der Transferleistungen an private Haushalte. Die Verringerung der Steuereinnahmen wiederum erfolgt auf zwei Wegen: a) Die Einnahmen gehen proportional zum BIP zurück, da die Steuern und Sozialbeiträge der privaten Haushalte und Unternehmen in Abhängigkeit von ihrem Einkommen sinken. Dadurch lassen sich Konjunkturschwankungen – anders als beispielsweise in einem kontrafaktischen Szenario mit einer Kopf- oder Pauschalsteuer⁵ – dämpfen. b) Die Steuerprogression führt in der Regel dazu, dass die Einnahmen stärker sinken als das BIP, etwa weil die privaten Haushalte bei der Einkommensbesteuerung in eine niedrigere Progressionsstufe absteigen. Der Steuerprogression wird eine wichtige stabilisierende Wirkung auf die Nachfrage bei einem negativen Einkommensschock zugeschrieben, da die Einkommenssteuer wesentlich dazu beiträgt, die Schwankungen des verfügbaren

⁴ In der Literatur ist hier häufig von der Größe des Staatssektors und der Trägheit der Ausgaben die Rede.

⁵ Eine Kopfsteuer wird als Festbetrag von Einzelpersonen, privaten Haushalten oder sonstigen Steuersubjekten erhoben.

Einkommens⁶ zu mindern. Der wichtigste konjunkturreaktive automatische Stabilisator auf der Ausgabenseite ist die Arbeitslosenunterstützung⁷.

- **Zweitens tragen auch nicht konjunkturreaktive Haushaltspositionen, insbesondere der Ausgabenseite, implizit zur Stabilisierung des öffentlichen Finanzierungssaldos bei.** Während eines temporären Konjunkturabschwungs nimmt der Staat in der Regel keine wesentliche Kürzung der eigentlichen Ausgabenbeträge vor. Unter anderem dieser Trägheit der öffentlichen Ausgaben ist es zu verdanken, dass sich die Gesamtproduktion in Abschwungphasen stabilisiert, da der überwiegende Teil der bereits genehmigten Posten, wie z. B. die Löhne im öffentlichen Sektor, Transferleistungen oder Ausgaben für Vorleistungen, nicht auf den Produktionsrückgang reagiert. Kontrafaktisch würde der Staat als Reaktion auf eine konjunkturelle Abschwächung seine Ausgaben reduzieren, damit der Finanzierungssaldo unverändert bleibt. Hieraus ergäbe sich keinerlei Stabilisierung. Die Größe des Staatssektors eines Landes bietet deshalb häufig einen guten Näherungswert für den Umfang der automatischen Stabilisatoren in den öffentlichen Haushalten. Sie trägt im Übrigen auch dazu bei, eine konjunkturelle Überhitzung zu begrenzen, denn während eines wirtschaftlichen Aufschwungs werden die bereits budgetierten öffentlichen Ausgaben nicht sofort erhöht. Untersuchungen zufolge besteht in den OECD-Volkswirtschaften eine negative Korrelation zwischen der Größe des Staatssektors und den Schwankungen im Konjunkturverlauf.⁸

Die beschriebenen stabilisierenden Elemente des öffentlichen Finanzierungssaldos werden in Abbildung 1 dargestellt. Die finanzpolitische Unterstützung der Wirtschaft durch den Staat wird größtenteils ex post als Veränderung des am BIP gemessenen gesamtstaatlichen Finanzierungssaldos erfasst. Die Unterstützung über die öffentlichen Haushalte lässt sich grob in zwei Kategorien unterteilen – in die diskretionäre und die konjunkturelle Komponente des öffentlichen

⁶ Eine Stichprobe von OECD-Ländern zeigt, dass das Ausmaß der Einkommensteuerprogression negativ mit der Produktionsvolatilität korreliert. Dieser Effekt ergibt sich zusätzlich zur stabilisierenden Wirkung der Größe des Staatssektors. Siehe M. Rieth, C. Checherita-Westphal und M. Attinasi, Personal income tax progressivity and output volatility: Evidence from OECD countries, *Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'économie*, Bd. 49, Nr. 3, 2016, S. 968-996.

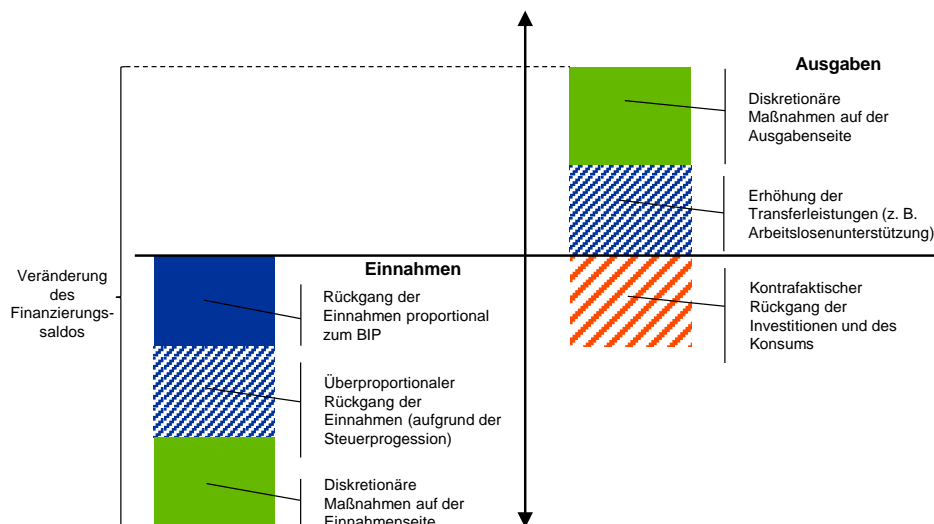
⁷ Einige Autoren vertreten die Auffassung, dass auch die Sozialausgaben für die Altersversorgung und das Gesundheitswesen konjunkturreaktiv sind und somit stabilisierend wirken. Dies sei zum Beispiel darauf zurückzuführen, dass ältere Beschäftigte in einem konjunkturellen Abschwung eher dazu neigen, Vorruhestandsregelungen in Anspruch zu nehmen. Siehe hierzu J. Darby und J. Melitz, *Social Spending and Automatic Stabilizers in the OECD*, *Economic Policy*, Bd. 23, Nr. 56, Oxford University Press, 2008, S. 715-756.

⁸ Siehe beispielsweise J. Gali, Government size and macroeconomic stability, *European Economic Review*, Bd. 38, Nr. 1, 1994, S. 117-132; A. Fatás und I. Mihov, Government size and automatic stabilizers: international and intranational evidence, *Journal of International Economics*, Bd. 55, Nr. 1, 2001, S. 3-28.

Finanzierungssaldos (grüner bzw. blauer Balken).⁹ Die konjunkturunabhängigen Elemente der automatischen Stabilisatoren, die gegenüber einem kontrafaktischen Rückgang der staatlichen Investitions- und Konsumausgaben stabilisierend wirken (roter Balken), tragen nicht zur Veränderung des Finanzierungssaldos bei.

Abbildung 1

Elemente der Stabilisierung des öffentlichen Finanzierungssaldos als Reaktion auf einen negativen makroökonomischen Schock



Quelle: Eigene Darstellung.

Anmerkung: Die grünen Balken stellen zusammengefasst die diskretionären finanzpolitischen Maßnahmen dar und die blauen Balken die konjunkturbedingten Elemente der automatischen Stabilisierung. Der rote Balken gibt ein kontrafaktisches Szenario wieder, in dem der Staat die Investitions- und Konsumausgaben während eines Abschwungs kürzt. Die Größe der Balken dient ausschließlich der Veranschaulichung.

Den automatischen Stabilisatoren wird eine besonders hohe Wirksamkeit bei der Abmilderung länderspezifischer Schocks zugeschrieben.

Die Erfahrungen während der Covid-19-Pandemie haben gezeigt, dass diskretionäre finanzpolitische Maßnahmen in einer Krise zeitnah Unterstützung bieten können und so zur Stabilisierung der Erwartungen beitragen. Allerdings werden sie, insbesondere wenn größtmögliche positive Langzeitwirkungen erzielt werden sollen (wie bei produktiven Staatsinvestitionen), erst mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung umgesetzt. Ferner könnte es sich für den Staat schwierig gestalten, die Ausgabenerhöhungen nach dem Abklingen der Krise rückgängig zu machen. Die automatischen Stabilisatoren in den öffentlichen Haushalten bieten den Vorteil, dass die Unterstützung a) geleistet wird, sobald ein Abschwung einsetzt, d. h. ohne Verzögerung (Aspekt der Zeitnähe), b) jenen Akteuren zugutekommt, die sie am

⁹ Genauer gesagt wird die diskretionäre Veränderung des Finanzierungssaldos durch den konjunkturberinigten (oder strukturellen) Primärsaldo bzw. den fiskalischen Kurs erfasst, der sich aus diskretionären finanzpolitischen Maßnahmen sowie einer Reihe politikunabhängiger Faktoren zusammensetzt. Die Konjunkturkomponente des Finanzierungssaldos spiegelt dessen Veränderung aufgrund des Konjunkturverlaufs wider. Neben der diskretionären und der konjunkturellen Komponente des Finanzierungssaldos kommt noch ein weiteres (teilweise exogen auf den Haushalt wirkendes) Element zum Tragen, nämlich die Veränderung der Zinsausgaben, die einen Geldstrom zwischen dem Sektor Staat und anderen inländischen oder ausländischen Wirtschaftssektoren darstellt. Siehe A. van Riet (Hrsg.), [Euro area fiscal policies and the crisis](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 109, April 2010.

dringendsten benötigen (Aspekt der Zielorientierung) und c) nur so lange wie nötig gewährt wird (Aspekt der zeitlichen Befristung).

Der Nutzen der automatischen Stabilisatoren besteht in der gesamtwirtschaftlichen Stabilisierung; auf der Kostenseite schlagen jedoch Effizienzverluste zu Buche. Wie zuvor beschrieben gehen umfangreiche automatische Stabilisatoren mit im Verhältnis zum BIP hohen Staatseinnahmen

und -ausgaben sowie mit einem progressiven Steuersystem einher. Der Literatur ist zu entnehmen, dass ein sehr großer Staatssektor – insbesondere im Verbund mit einer hohen öffentlichen Schuldenquote – das Wachstum bzw. Potenzialwachstum bremsen kann, da Steuern im Allgemeinen die Entscheidungen der Wirtschaftsakteure verzerren. Hinsichtlich der Frage, wie sich die Steuerstruktur auf die Volatilität des Produktionsniveaus auswirkt, lässt sich belegen, dass weitere Steuererhöhungen einen destabilisierenden Effekt auf die Wirtschaft haben können, wenn das Gesamtsteueraufkommen im Verhältnis zum BIP bereits hoch ist.¹⁰ Darüber hinaus können die automatischen Stabilisatoren zwar temporäre Schocks abfedern, ihre Wirksamkeit bei der Bekämpfung von lang anhaltenden oder dauerhaften Schocks ist jedoch begrenzt.¹¹ Im letztgenannten Fall können die automatischen Stabilisatoren die Staatsverschuldung ansteigen lassen und Risiken für die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen bergen. Zur Bewältigung langfristiger oder dauerhafter Schocks bedarf es daher andersartiger Maßnahmen und Politikentscheidungen – insbesondere Strukturreformen (auch auf Haushaltsebene).

3 Schätzung des Umfangs der automatischen Stabilisatoren in den Ländern des Euro-Währungsgebiets

Der Umfang der automatischen Stabilisatoren lässt sich mithilfe eines mikroökonomischen, makroökonomischen oder statistischen Ansatzes schätzen.¹² Bei der mikroökonomischen Methode wird auf Grundlage von Mikrodaten zum Steuer- und Transfersystem geschätzt, inwieweit sich ein auf das Haushaltseinkommen wirkender Schock im verfügbaren Einkommen niederschlägt. Der makroökonomische Ansatz berücksichtigt darüber hinaus auch Rückkopplungseffekte und die Verhaltensreaktionen der Wirtschaftssubjekte. Er quantifiziert die stabilisierende Wirkung der Finanzpolitik auf das Gesamteinkommen. Bei der statistischen Methode wird die Wirksamkeit der automatischen Stabilisatoren des Finanzierungssaldos anhand von Veränderungen der

¹⁰ Was die Auswirkungen auf das Wachstum betrifft, so deuten unter anderem mehrere OECD-Studien darauf hin, dass ein im Hinblick auf die Steuereinnahmen wie auch die Ausgabenseite zu großer Sektor Staat tendenziell das Wachstum beeinträchtigt, sofern er nicht in hohem Maße effektiv funktioniert. Siehe beispielsweise A. Johansson, *Public Finance, Economic Growth and Inequality: A Survey of the Evidence*, Working Papers des OECD Economics Department, Nr. 1346, 2016. Neben den Auswirkungen auf das Wachstum werden in einigen der Studien nichtlineare Effekte der Staatsgröße auf die Produktionsvolatilität nachgewiesen. Dies bedeutet, dass sich die gesamtwirtschaftliche Stabilisierung bei einem sehr großen Staatssektor verringert oder sogar vollständig aufgehoben wird. Siehe beispielsweise J. Crespo Cuaresma, G. Reitschuler und M. Silgoner, *On the effectiveness and limits of fiscal stabilizers*, *Applied Economics*, Bd. 43, Nr. 9, 2009, S. 1079-1086.

¹¹ Siehe auch die Erörterung bei J. in 't Veld, M. Larch und M. Vandeweyer, *Automatic Fiscal Stabilizers: What they are and what they do*, *Economic Papers der Europäischen Kommission*, Bd. 452, 2012.

¹² Siehe P. Mohl, G. Mourre und K. Stovicek, *Automatic fiscal stabilizers in the EU: size and effectiveness*, *Economic Brief 045*, Europäische Kommission, Mai 2019.

Wirtschaftstätigkeit bewertet. Hierbei werden nicht nur stabilisierende Faktoren im Hinblick auf die Größe des Staatssektors betrachtet, z. B. die Ausgabenquote, sondern auch die von den privaten Haushalten entrichteten direkten Steuern sowie indirekte Steuern und Transferleistungen. Der statistische Ansatz erfasst die Konjunkturkomponente des Finanzierungssaldos (gemessen am BIP) und ist die gängigste Methode der institutionellen Haushaltsüberwachung.

Den Ausführungen in diesem Abschnitt liegt der statistische Ansatz zugrunde, daher wird der Umfang der automatischen Stabilisatoren als der Teil des Finanzierungssaldos geschätzt, der sich automatisch an den Konjunkturzyklus anpasst.¹³ Der statistische Ansatz kann die beiden in Abschnitt 2 genannten

Elemente der automatischen Stabilisierung abdecken. Wird die Elastizität der Einnahmen und der konjunkturbedingten Ausgaben in Bezug auf die Produktionslücke betrachtet, lässt sich der Umfang der automatischen Stabilisatoren als Veränderung der konjunktur reagiblen Haushaltspositionen schätzen.¹⁴ Wird hingegen die Elastizität der Einnahmen- und Ausgabenquoten herangezogen (Semi-Elastizitäten)¹⁵, liefert der statistische Ansatz eine Schätzung, in der hauptsächlich auf den stabilisierenden Effekt der mit einer gewissen Trägheit reagierenden öffentlichen Ausgaben abgestellt wird und weniger auf die übrigen Komponenten des Finanzierungssaldos. Diese verhalten sich nicht proportional zum Konjunkturzyklus; beispielsweise führt die Progressivität der Einkommensteuer dazu, dass die Steuereinnahmen schneller steigen als das BIP.

Das ESZB schätzt die Konjunkturkomponente anhand von Semi-Elastizitäten; gemessen wird die Reaktion des Finanzierungssaldos in Relation zum BIP auf die Konjunktur.¹⁶ Gemäß diesem Ansatz wird die Semi-Elastizität des

Finanzierungssaldos als Differenz der Semi-Elastizität der Einnahmen- und der Ausgabenpositionen ermittelt. Bei der Schätzung der Semi-Elastizitäten der einzelnen Kategorien von Haushaltsposition werden deren Reaktion auf die makroökonomische Bezugsgröße und die Reaktion der Bezugsgröße auf die Produktionslücke berücksichtigt.¹⁷ Neu an der ESZB-Methode ist unter anderem, dass sie der verzögerten Reaktion des Staatshaushalts auf gesamtwirtschaftliche Schocks Rechnung trägt. Die potenziell verzögerte Einnahmenerhebung und der zeitliche Nachlauf der makroökonomischen Bezugsgrößen (z. B. der Löhne)

¹³ Die automatische Reaktion des Finanzierungssaldos lässt sich entweder mit dem aggregierten oder dem disaggregierten Ansatz schätzen. Im aggregierten Ansatz liegt allen Haushaltspositionen eine einzige synthetische Kennzahl des Konjunkturzyklus zugrunde, nämlich die Produktionslücke. Im disaggregierten Ansatz wird für jede Komponente des Finanzierungssaldos ein eigenes konjunkturelles Verlaufsmuster verwendet. Die aggregierte Methode wird derzeit von allen wichtigen internationalen Institutionen, so auch vom ESZB, zur Schätzung der Konjunkturkomponente des Finanzierungssaldos genutzt.

¹⁴ Die konjunkturbedingten Einnahmen steigen in Zeiten eines Aufschwungs und gehen während eines Abschwungs zurück. Umgekehrt verhält es sich mit den konjunkturbedingten Ausgaben.

¹⁵ Mit Semi-Elastizitäten wird die Veränderung des Finanzierungssaldos im Verhältnis zum BIP gemessen, die sich aus einer Veränderung der Produktionslücke um 1 % ergibt.

¹⁶ O. Bouabdallah, R. Morris und L. Reiss (Hrsg.), Gauging the typical influence of the economic cycle on government finances: New (Eurosystem) methodology, Working Paper Series der EZB, im Erscheinen.

¹⁷ Die makroökonomische Bezugsgröße bestimmt die Höhe der Staatseinnahmen und -ausgaben. Beispielsweise ergibt sich aus allen steuerpflichtigen Waren und Dienstleistungen die steuerliche Bemessungsgrundlage. Da steuerliche Bemessungsgrundlagen schwer mess- und prognostizierbar sind, werden Näherungswerte als makroökonomische Bezugsgrößen herangezogen. So dienen z. B. die Konsumausgaben der privaten Haushalte als Näherungswert für die Einnahmen aus der Mehrwertsteuer.

gegenüber dem Konjunkturzyklus führen nicht nur zu einer zeitgleichen konjunkturbedingten Veränderung des Finanzierungssaldos, sondern tragen auch zu weiteren Anpassungen in den Folgejahren bei.

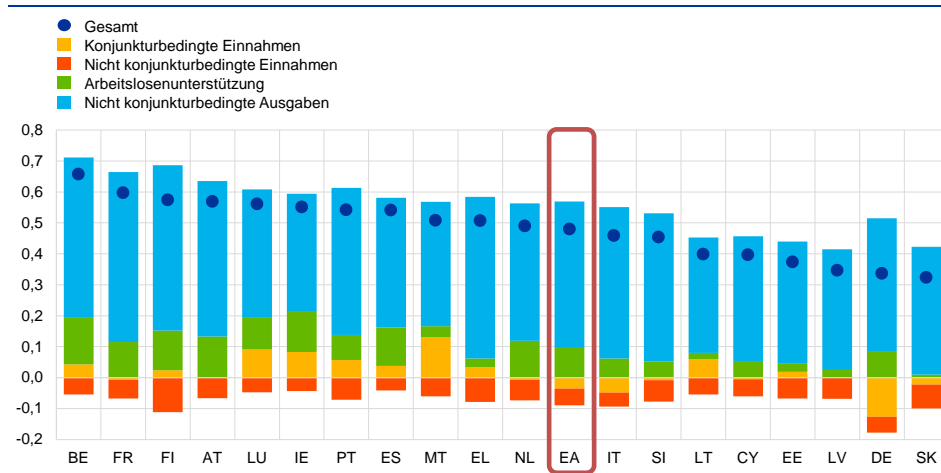
Gemäß den Schätzungen des ESZB beläuft sich der standardisierte kumulierte Umfang der automatischen Stabilisatoren im Euroraum auf 0,48, wobei erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern bestehen (siehe Abbildung 2).^{18,19} Im Allgemeinen ergibt sich der Großteil der automatischen Stabilisierung in den Mitgliedstaaten aus den nicht konjunkturbedingten Ausgaben, d. h. aus der Ausgabenträgheit. In den westeuropäischen Ländern (z. B. Belgien oder Frankreich) lässt sich eine wesentlich höhere automatische Stabilisierung beobachten als in den mittel- und osteuropäischen Staaten (z. B. Slowakei oder Lettland). Drei Faktoren sind dafür verantwortlich, dass der Umfang der automatischen Stabilisatoren in den öffentlichen Haushalten westeuropäischer und in gewissem Maße auch südeuropäischer Staaten höher ist: a) der größere Staatssektor, b) die weitreichendere Absicherung durch das Sozialsystem und c) die stärkere Progression der direkten Steuern. Die länderspezifischen Unterschiede des Beitrags dieser Ausgabenposition zur Semi-Elastizität insgesamt lassen sich teilweise durch die großzügige Ausgestaltung der Leistungen bei Arbeitslosigkeit erklären; in den mittel- und osteuropäischen Ländern ist dieser Beitrag geringfügig, in Belgien ist er am höchsten. Weitere Elemente der automatischen Stabilisierung sind die Steuerprogression und die Konjunkturabhängigkeit der Sozialbeiträge. Beispielsweise sind auch bei einem in etwa gleichen Progressionsniveau der nationalen Steuersysteme unterschiedliche Stabilisierungswirkungen der Einkommensbesteuerung in den einzelnen Ländern denkbar, denn durch Tarifverhandlungen könnte sich die Lohnrigidität verstärken. Die relative Stabilität von Löhnen und Beschäftigung sowie die Tendenz der privaten Haushalte, ihren Verbrauch über den Konjunkturzyklus hinweg zu glätten, bieten teilweise eine Erklärung für die beispielsweise in Deutschland oder Italien beobachtete negative Wirkung der konjunkturbedingten Einnahmen.

¹⁸ Im Allgemeinen wird der Umfang der automatischen Stabilisatoren als Produkt der Semi-Elastizität und der Produktionslücke geschätzt. Deshalb verhält sich der Umfang der automatischen Stabilisatoren proportional zum Umfang einer Produktionslücke. Um eine höhere Vergleichbarkeit der Ergebnisse zu erzielen, wird angenommen, dass die Produktionslücke in allen Ländern 1 % des Produktionspotenzials entspricht.

¹⁹ Zur Vereinfachung der Analyse und zur Gewährleistung der Vergleichbarkeit der Ergebnisse wird in diesem Aufsatz der kumulierte Umfang der automatischen Stabilisatoren betrachtet.

Abbildung 2

Umfang der automatischen Stabilisatoren in den Ländern des Euroraums



Quelle: ESZB.

Anmerkung: Der Umfang der automatischen Stabilisatoren wird als Produkt der Semi-Elastizität und einer standardisierten Produktionslücke von 1 % des Produktionspotenzials geschätzt. Da die ESZB-Methode die verzögerte Reaktion des Staatshaushalts auf makroökonomische Schocks und den verzögerten Effekt der Steuererhebungen berücksichtigt, sind die dargestellten automatischen Stabilisatoren über drei Jahre kumuliert (T bis T+2). Der Durchschnitt des Euroraums wird indikativ als gewichteter Durchschnitt der einzelnen Semi-Elastizitäten für alle Euro-Länder berechnet, wobei das nominale BIP im Jahr 2019 zugrunde gelegt wurde.

Im Euroraum dürften die automatischen Stabilisatoren während der Coronakrise einen beträchtlichen Umfang erreicht haben, was mit der Schwere des Schocks zusammenhängt. Prognosen zufolge werden die automatischen Stabilisatoren im laufenden Jahr etwa ein Drittel des hohen Haushaltsdefizits, nämlich 2,8 % der Defizitquote von 8,5 %, ausmachen. Im Zeitraum bis 2021 wird sich der kumulierte Beitrag auf 5,2 % des BIP erhöhen (siehe Abbildung 3).²⁰ Die Trägheit der nicht konjunkturbedingten öffentlichen Ausgaben werden den größten Beitrag zur automatischen Stabilisierung leisten, während die Einnahmen die Gesamtwirkung mindern. Teilweise hängt dies damit zusammen, dass die Elastizität der Sozialbeiträge hinsichtlich der Produktion in den meisten Ländern des Euroraums unter eins liegt und somit den Stabilisierungseffekt der Steuerprogression mehr als aufhebt.

²⁰ Als Näherungswert für den Umfang der automatischen Stabilisatoren wird in der Literatur auch die jährliche Veränderung der Konjunkturkomponente verwendet. Siehe beispielsweise Europäische Kommission, [The 2020 Stability & Convergence Programmes: An Overview, with an Assessment of the Euro Area Fiscal Stance](#), Institutional Paper 131, European Economy, 2020.

Abbildung 3

Erwarteter Umfang der automatischen Stabilisatoren im Euroraum während der Covid-19-Krise



Quelle: EZB, Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, Juni 2020.
Anmerkung: Die ESZB-Methode zur Schätzung von Semi-Elastizitäten trägt der verzögerten Reaktion des Staatshaushalts auf makroökonomische Schocks und dem Effekt der verzögerten Steuererhebung Rechnung. Deshalb kann die projizierte Produktionslücke nicht aus den in Abbildung 2 und 3 dargestellten Werten abgeleitet werden.

Im Gefolge eines schwerwiegenden Wirtschaftsabschwungs ist das Schätzergebnis zum Umfang der automatischen Stabilisatoren im Hinblick auf seine Genauigkeit mit Vorsicht zu beurteilen. Erstens beruht die Schätzung der Konjunkturkomponente auf einer einzigen synthetischen Messgröße des Konjunkturzyklus, nämlich der Produktionslücke, deren Echtzeitwerte mit besonderer Unsicherheit behaftet sind.²¹ Zweitens kann die Beschaffenheit des Ausgangsschocks bewirken, dass die wichtigsten makroökonomischen Bezugsgrößen der Einnahmen sehr unterschiedlich reagieren. Drittens werden die Semi-Elastizitäten anhand historischer Daten geschätzt, welche die typische Reaktion eines staatlichen Gesamthaushalts auf konjunkturelle Schwankungen widerspiegeln. In der aktuellen Krise sind die Schätzungen des Umfangs der automatischen Stabilisatoren wegen der Außergewöhnlichkeit des Ausgangsschocks, seiner Größe und seiner Auswirkungen auf die verschiedenen makroökonomischen Variablen indes mit Vorsicht zu betrachten.

Kasten 1

Schätzungen der automatischen Stabilisatoren im Vergleich

Carolin Nerlich und Kamila Sławińska

Für das Euro-Währungsgebiet finden sich in der Literatur recht unterschiedliche Schätzungen zum Umfang der automatischen Stabilisatoren. Im vorliegenden Kasten werden die Schätzungen des ESZB für den Euroraum insgesamt und für die einzelnen Länder mit jenen aus anderen Studien verglichen. Anschließend werden diese Erkenntnisse zu den Schätzungen für die Vereinigten

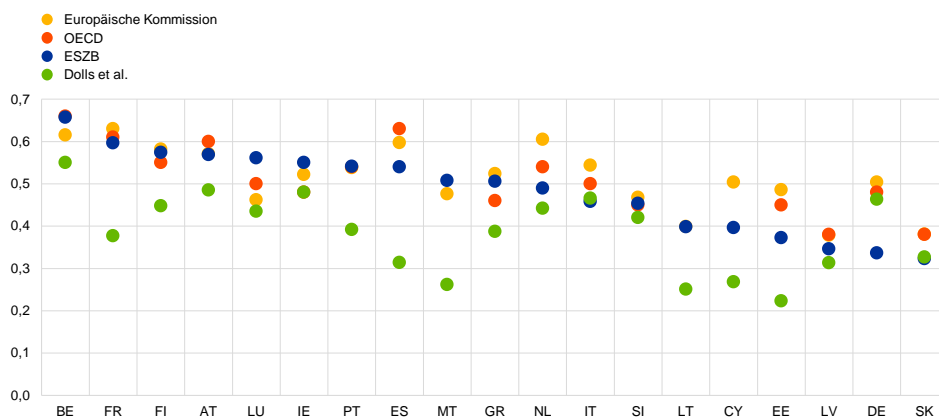
²¹ Siehe beispielsweise F. Grigori, A. Herman, A. Swiston und G. Di Bella, Output gap uncertainty and real-time monetary policy, Russian Journal of Economics, Bd. 1, Nr. 4, 2015.

Staaten in Relation gesetzt. Dabei wird auch kurz auf die unterschiedlichen institutionellen Rahmenbedingungen eingegangen.

Die Studien gelangen jeweils zu unterschiedlichen Schätzungen zu den automatischen Stabilisatoren für den Euroraum insgesamt. Dies hängt mit a) dem verwendeten Schätzverfahren, b) der Quelle der automatischen Stabilisatoren (siehe hierzu Abschnitt 2) und c) dem jeweiligen Betrachtungszeitraum zusammen. Die Schätzung der Europäischen Kommission für das Euro-Währungsgebiet liegt mit 0,56²² über der Schätzung des ESZB und der OECD (0,48 bzw. 0,54).²³ Alle drei Institutionen verwenden Semi-Elastizitäten als Messkonzept. Die Ergebnisse sind jedoch möglicherweise nicht vollständig vergleichbar, da nur in der ESZB-Methode die verzögerten Reaktionen berücksichtigt werden. Demgegenüber schätzen Dolls et al. den Umfang der automatischen Stabilisatoren mithilfe eines Mikrosimulationsansatzes und ermitteln einen niedrigeren Wert.²⁴ Der Umfang der automatischen Stabilisatoren wird in dieser Studie anhand der Reaktion des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte auf einen Markteinkommenschock und einen Arbeitslosigkeitsschock geschätzt. Für den Euroraum beträgt der Koeffizient für die Einkommensstabilisierung 0,38 bzw. 0,42.

Abbildung A

Umfang der automatischen Stabilisatoren in den Ländern des Euroraums



Quellen: ESZB, Europäische Kommission, OECD und Dolls et al.

Anmerkung: Gezeigt wird der Umfang der automatischen Stabilisatoren unter Annahme einer Produktionslücke von 1 % des Produktionspotenzials (je nach zugrunde liegender Methode). Bei Dolls et al. wird ein Einkommenschock von 5 % unterstellt; dargestellt sind hier nur die Ergebnisse für das Einkommenschockszenario. In den ESZB-Schätzungen ist die verzögerte Wirkung berücksichtigt. Die Länder sind nach der Höhe der mit der ESZB-Methode ermittelten Schätzwerte angeordnet.

Eine Betrachtung der Länder des Eurogebiets zeigt, dass sich die Schätzungen zu den automatischen Stabilisatoren je nach Land und Studie deutlich voneinander unterscheiden. So bewegen sich die Schätzungen des ESZB zwischen 0,66 für Belgien und rund 0,35 für die Slowakei (siehe Abbildung A). Die Schätzungen der Europäischen Kommission sind im Vergleich dazu für die meisten Länder höher. Dies gilt insbesondere für Deutschland, Estland, Zypern und die

²² Siehe G. Mourre, A. Poissonnier und M. Lausegger, [The Semi-Elasticities Underlying the Cyclically-Adjusted Budget Balance: An Update & Further Analysis](#), European Economy Discussion Papers der Europäischen Kommission, Nr. 098, 2019. Die Schätzung für den Euroraum ist die gewichtete Summe der Länderschätzungen.

²³ Siehe R. Price, T. Dang und Y. Guillemette, [New Tax and Expenditure Elasticity Estimates for EU Budget Surveillance](#), Working Papers des OECD Economics Department, Nr. 1174, 2014. Die Schätzung für den Euroraum insgesamt entspricht dem gewichteten Durchschnitt, bereinigt um die fehlenden Werte für Zypern, Litauen und Malta.

²⁴ Siehe M. Dolls, C. Fuest, A. Peichl und C. Wittneben, [Fiscal Consolidation and Automatic Stabilization: New Results](#), CESifo Working Papers, Nr. 8021, 2019.

Niederlande. Für Luxemburg sind sie hingegen deutlich niedriger. Auch die Schätzungen der OECD liegen größtenteils über jenen des EZSB. Dies trifft insbesondere auf Deutschland, Estland und Spanien zu.

Verglichen mit den Schätzungen zu den automatischen Stabilisatoren für die Euro-Länder scheinen die entsprechenden Schätzungen für die Vereinigten Staaten deutlich geringer auszufallen. Sie liegen größtenteils bei etwa 0,3 bis 0,4.²⁵ Der im Vergleich zum Euroraum geringere Umfang der automatischen Stabilisatoren in den Vereinigten Staaten ergibt sich insbesondere aus dem kleineren Staatssektor, der geringeren Einkommensteuerprogression und dem weniger großzügigen Transfersystem. Folglich wird der Einkommensstabilisierungseffekt – beispielsweise nach einem Arbeitslosigkeitsschock – in den Vereinigten Staaten deutlich niedriger geschätzt als im Euroraum.²⁶ Die Wirkung der automatischen Stabilisatoren in den USA könnte auch deshalb geringer sein, weil in den meisten Bundesstaaten strikte finanzpolitische Regelwerke (etwa im Hinblick auf einen ausgeglichenen Haushalt) gelten.²⁷ Tatsächlich ließ sich feststellen, dass die Regeln zur Gewährleistung eines ausgeglichenen Haushalts prozyklisch wirkten und den stabilisierenden Effekt auf Bundesebene weitgehend aufzehren.²⁸

4 Die Wirksamkeit der automatischen Stabilisatoren für die makroökonomische Stabilisierung

Normalerweise federn die automatischen Stabilisatoren Konjunkturschwankungen wirksam ab, indem sie die gesamtwirtschaftliche Nachfrage glätten. Ausschlaggebend für diese Nachfragewirkung ist das Verhalten der Wirtschaftsakteure. Eine wichtige Rolle kommt hier der Konsumneigung der privaten Haushalte zu. Inwieweit Privatpersonen die Konsumausgaben an Schwankungen ihres verfügbaren Einkommens anpassen, hängt davon ab, wie hoch der Anteil liquiditäts- und kreditbeschränkter privater Haushalte ist. Nur Privathaushalte, deren Zugang zu Krediten begrenzt ist, drosseln ihre Ausgaben als Reaktion auf temporäre Einkommenseinbußen im Verhältnis eins zu eins. Dagegen hat ein Einkommensschock keine Auswirkung auf das Konsumverhalten von privaten Haushalten ohne Liquiditätsbeschränkungen.

²⁵ Der vom Congressional Budget Office geschätzte Umfang der automatischen Stabilisatoren für die Vereinigten Staaten liegt seit 1970 im Durchschnitt bei 0,3 % des Produktionspotenzials. Siehe F. Russek und K. Kowalewski, [How CBO Estimates Automatic Stabilizers](#), Working Paper Series des Congressional Budget Office, Nr. 7, 2015. Ähnliche Ergebnisse zur Einkommensschockstabilisierung in den Vereinigten Staaten liefern die Untersuchungen von Dolls et al. Siehe M. Dolls, C. Fuest, J. Kock, A. Peichl, N. Wehrhöffer und C. Wittneben, Automatic stabilizers in the Eurozone: analysis of their effectiveness at the member states and euro area level and in international comparison, Abschlussbericht zu Forschungsvorhaben fe 5/14, ZEW, 2014; M. Dolls, C. Fuest, J. Kock und A. Peichl, Automatic stabilizers and economic crisis: US vs Europe, *Journal of Public Economics*, 96, 2012. Im Gegensatz zu den meisten Schätzungen für die Vereinigten Staaten enthält die jüngste OECD-Schätzung (siehe Price et al., a. a. O.) eine Aufwärtskorrektur auf 0,5 % des BIP.

²⁶ Siehe Dolls et al., a. a. O.

²⁷ Ein Vergleich der finanzpolitischen Regelwerke auf nachgeordneter staatlicher Ebene findet sich in: EZB, [Fiskalregeln im Euro-Währungsgebiet: Erkenntnisse aus anderen Währungsräumen](#), Wirtschaftsbericht 3/2019, April 2019.

²⁸ Siehe V. Lee und L. Sheiner, [What are automatic stabilisers?](#), The Hutchins Center Explains, Brookings Institution, 2019.

In Modellsimulationen für das Eurogebiet können die automatischen Stabilisatoren rund 10 % bis 30 % eines standardisierten BIP-Schocks abfedern (siehe Kasten 2). Anders ausgedrückt, wird durch den für den Euroraum insgesamt ermittelten automatischen Stabilisator von 0,48 ein standardisierter Schock für die Wirtschaft zu 10 % bis 30 % aufgefangen. Die Ober- und Untergrenze dieser Schätzungsbandbreite hängen primär davon ab, welche Elemente einer automatischen Stabilisierung der öffentlichen Haushalte in die Analyse einfließen. Werden lediglich die konjunkturbedingten Elemente einbezogen, ergibt sich eine signifikant niedrigere makroökonomische Stabilisierung als bei einer Mitberücksichtigung der (umfangreicheren) konjunkturunabhängigen Komponente der automatischen Stabilisierung. Eine weitere Modellierungsunsicherheit entsteht durch die Zustandsabhängigkeit der ökonomischen Größen. So variiert der Anteil liquiditätsbeschränkter Privathaushalte auch je nach Wirtschaftslage und kann sich während einer Krise erhöhen.

Die meisten Schätzungen des produktionsglättenden Effekts der automatischen Stabilisatoren in Industrieländern führen zu Ergebnissen innerhalb der hier genannten Bandbreiten. Die Schätzwerte hängen von der Quelle (z. B. außenwirtschaftliche oder inländische Nachfrage) des Ausgangsschocks ab. Im Allgemeinen ist ein exportbasierter Schock in den meisten Modellen weniger steuerintensiv und wird daher in geringerem Maße durch den Staatshaushalt stabilisiert. Die automatischen Stabilisatoren absorbieren einen Schock beim privaten Verbrauch meist weitaus stärker als einen Schock, der auf die privaten Investitionen und die Exporte wirkt.²⁹ Die Schätzwerte sind darüber hinaus von den modellspezifischen Budgetelastizitäten (d. h. der Reaktion der Haushaltskomponenten auf die makroökonomischen Bezugsgrößen) sowie den zugrunde liegenden Fiskalmultiplikatoren (d. h. der Reaktion der Produktion auf einen Fiskalschock) abhängig.³⁰ Aber auch die verwendete Definition der automatischen Stabilisatoren kommt zum Tragen (was für das kontrafaktische Szenario ohne Stabilisatoren entscheidend ist). Bei den zyklischen Elementen der automatischen Stabilisatoren geht die Stabilisierung von den Steuern und den Transferleistungen an private Haushalte aus. Hier ergibt sich nach dem Schock eine Produktionsglättung von rund 9 % bis 17 %. Auf die Größe des Staatssektors abstellend und unter der

Quelle (z. B. außenwirtschaftliche oder inländische Nachfrage) des Ausgangsschocks ab. Im Allgemeinen ist ein exportbasierter Schock in den meisten Modellen weniger steuerintensiv und wird daher in geringerem Maße durch den Staatshaushalt stabilisiert. Die automatischen Stabilisatoren absorbieren einen Schock beim privaten Verbrauch meist weitaus stärker als einen Schock, der auf die privaten Investitionen und die Exporte wirkt.²⁹ Die Schätzwerte sind darüber hinaus von den modellspezifischen Budgetelastizitäten (d. h. der Reaktion der Haushaltskomponenten auf die makroökonomischen Bezugsgrößen) sowie den zugrunde liegenden Fiskalmultiplikatoren (d. h. der Reaktion der Produktion auf einen Fiskalschock) abhängig.³⁰ Aber auch die verwendete Definition der automatischen Stabilisatoren kommt zum Tragen (was für das kontrafaktische Szenario ohne Stabilisatoren entscheidend ist). Bei den zyklischen Elementen der automatischen Stabilisatoren geht die Stabilisierung von den Steuern und den Transferleistungen an private Haushalte aus. Hier ergibt sich nach dem Schock eine Produktionsglättung von rund 9 % bis 17 %. Auf die Größe des Staatssektors abstellend und unter der

²⁹ Siehe beispielsweise K.-H. Tödter und M. Scharnagl, [How effective are automatic stabilisers? Theory and empirical results for Germany and other OECD countries](#), Discussion Paper Series 1: Economic Studies, Nr. 21/2004, Deutsche Bundesbank. Anhand des BbKM-Modells der Deutschen Bundesbank kommen die Verfasser zu dem Ergebnis, dass die maximale Glättungswirkung der automatischen Stabilisatoren bei einem Schock für die privaten Konsumausgaben 26 %, bei einem Investitionsschock 15 % und bei einem Exportschock 13 % beträgt. Bei gleichen Annahmen erhalten sie auf Basis des QUEST-Modells eine maximale Glättungswirkung von 24 %, 13 % bzw. 14 %.

³⁰ Fiskalmultiplikatoren sind im Zusammenhang mit diskretionären Maßnahmen von unmittelbarer Relevanz. Die meisten modellgestützten Schätzungen eines einjährigen, vorübergehenden Fiskalschocks ohne geldpolitische Akkommodierung ergeben für Ausgabenpositionen wie Konsum- und Investitionsausgaben des Staates einen Fiskalmultiplikator, der sich um 1 bewegt. Bei den Transfers und den direkten wie auch indirekten Steuern liegt der Wert mit 0,2 bis 0,4 deutlich niedriger.

Annahme, dass vornehmlich über die Ausgabenseite des Haushalts stabilisiert wird, beträgt die Produktionsglättung 25 % bis 27 %.³¹

Die Beschaffenheit des wirtschaftlichen Schocks schlägt sich in der Wirksamkeit der automatischen Stabilisatoren nieder. Im Vergleich zu der Weltfinanzkrise ist der Wachstumseinbruch während der Coronakrise nicht nur rascher und stärker – er ist auch anders geartet. Ein Blick zurück zeigt, dass Rezessionen ihren Ursprung üblicherweise in wirtschaftlichen und finanziellen Ungleichgewichten haben. Werden diese korrigiert, kommt es aufgrund von Preis- und Einkommensanpassungen sowie wirtschaftlicher Unsicherheit zu einem Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage. Dieser kann abgefedert werden, wenn insbesondere das Steuer- und Transfersystem zur Stützung der Haushaltseinkommen genutzt wird. Die Covid-19-Krise hingegen ist ein weitgehend exogener Schock, der neben der Nachfrage auch das gesamtwirtschaftliche Angebot erfasst. In der ersten Krisenphase verfügten die Regierungen empfindliche Beschränkungen gesellschaftlicher und wirtschaftlicher Aktivitäten, um die Ausbreitung des Coronavirus einzudämmen. Die Folge waren Verknappungen auf der Angebotsseite, da z. B. die geschlossenen Grenzen eine Unterbrechung der globalen Lieferketten bewirkten, Lagerbestände aufgrund von Fabrikschließungen vollständig abgebaut wurden und der innerstädtische Einzelhandel durch den Lockdown Einbußen erlitt. Im Ergebnis hat sich die Einkommensstabilisierung, zu der sowohl die automatischen Stabilisatoren als auch diskretionäre Maßnahmen des Staates beitragen, nicht in gleichem Maße in einer Stützung der Konsum- und Investitionsausgaben niedergeschlagen, wie dies in vorherigen Abschwungphasen zu beobachten war. Vielmehr hat sie zu einer vorübergehenden Erhöhung der Sparquote des privaten Sektors geführt. Da selbst liquiditätsbeschränkte Privathaushalte gezwungen waren, ihr Konsumverhalten zu ändern und ihre Sparquote zu erhöhen, wurde in diesem Sektor die Konsumstabilisierung zeitweilig gehemmt. Zugleich mussten die öffentlichen Investitionen in einigen Staaten ausgesetzt werden, da unter anderem der Personenverkehr eingeschränkt wurde.

Mit der Aufhebung des Lockdowns in den meisten Euro-Ländern dürften die automatischen Stabilisatoren wieder ihre normale Wirkung entfalten. Einerseits kann nach dem Wegfall eines Großteils der angebotsseitigen und Lockdownbedingten Beschränkungen davon ausgegangen werden, dass die privaten Haushalte den Teil ihres verfügbaren Einkommens, den sie während des Lockdowns gezwungenermaßen gespart hatten, wieder für den Verbrauch einsetzen. Auch dürfte die während der Lockdown-Phase gedrosselte private und öffentliche Investitionstätigkeit wieder aufgenommen werden. Andererseits könnte das Vorsichtssparen aufgrund der krisenbedingten Unsicherheit noch über einen längeren Zeitraum fortgesetzt werden. Freilich sollte dieser Effekt durch die

³¹ In zwei auf dem QUEST-Modell basierenden Analysen der Jahre 2002 und 2017 wird die Produktionsglättung für das Eurogebiet in diesen unterschiedlichen Betrachtungsweisen auf 13 % bis 17 % bzw. 26 % bis 27 % geschätzt. Die Abschwächung konjunktureller Schwankungen durch die Trägheit diskretionärer Staatsausgaben überwiegt demzufolge bei Weitem den Glättungseffekt des Steueraufkommens. Siehe J. in 't Veld et al., a. a. O.; Europäische Kommission, Automatic stabilisers in the euro area: a model-based assessment, European Economic Forecast – Autumn 2017, S. 65-68.

automatischen Stabilisatoren (und die staatlichen Stützungsmaßnahmen) abgefedert werden.

Dennoch könnte die Coronakrise den Umfang der fiskalischen Stabilisatoren dauerhaft beeinflussen. So haben sich möglicherweise die steuerlichen Bemessungsgrundlagen und die Ausgabenprofile mit der Struktur der Volkswirtschaft oder des Sozialversicherungssystems verschoben. Beispielsweise beschleunigt die Coronakrise in vielen Ländern unter Umständen den digitalen Wandel, was wiederum Auswirkungen auf die Beschäftigungsstruktur der Volkswirtschaft haben könnte. Einige staatliche Maßnahmen wie das Kurzarbeitergeld könnten auch nach der Krise noch in Kraft bleiben. Dies hätte einen dauerhaft positiven Einfluss auf die wirtschaftliche Stützwirkung der automatischen Stabilisatoren.

Kasten 2

Simulation der Wirksamkeit der automatischen Stabilisatoren im Euro-Währungsgebiet

Cristina Checherita-Westphal, Philip Muggenthaler und Georg Müller

Im vorliegenden Kasten wird anhand makroökonomischer Modelle die Wirksamkeit der automatischen Stabilisatoren bei der Produktionsglättung untersucht. Hierzu werden Simulationen auf Basis von zwei Ansätzen durchgeführt, die auch bei der Erstellung der Projektionen des Eurosystems regelmäßig zum Einsatz kommen. Es handelt sich um das neue Mehrländermodell der EZB (New Multi-Country Model – NMCM)³² und die Basismodellelastizitäten (Basic Model Elasticities – BMEs) – ein auf makroökonomischen Modellen der NZBen basierender Ansatz. Mithilfe der stilisierten Simulationen lässt sich zeigen, wie die in Abschnitt 3 geschätzten automatischen Stabilisatoren zur Glättung des realen BIP auf Ebene des Euroraums beitragen. Ferner sollen jene Eigenschaften der Covid-19-Krise nachgebildet werden, die mit den Auswirkungen der Lockdown-Maßnahmen im Zusammenhang stehen und die automatische Stabilisierung beeinträchtigen könnten.

Für die Simulationen werden die in Abschnitt 3 angeführten Semi-Elastizitäten verwendet. Bei einem standardisierten negativen BIP-Schock (Ausweitung der Produktionslücke um 1 Prozentpunkt im Jahr T) würde also der am BIP gemessene Finanzierungssaldo im Euro-Währungsgebiet der Schätzung zufolge im Dreijahreszeitraum T bis T+2 (siehe Abbildung 2) kumuliert um 0,48 Prozentpunkte sinken, wobei 0,35 Prozentpunkte auf das Schockjahr T entfielen. Da die Stabilisatoren zeitlich befristet wirken, werden in der Simulation die Effekte der Produktionsglättung zum Zeitpunkt T betrachtet, wenn sie am größten sind.³³ Was den Modellierungsansatz betrifft, so werden auf Basis der Semi-Elastizitäten fiskalische Schocks konstruiert, einschließlich ihrer Zerlegung in die einzelnen unmittelbar nachfragewirksamen Komponenten. Diese fließen dann zur Messung des Produktionseffekts in die makroökonomischen Modelle ein.

Wie in anderen modellbasierten Studien wird der Umfang der automatischen Stabilisierung jeweils in Relation zu einem Referenzszenario ohne automatische Stabilisatoren gesetzt. Abbildung A zeigt die Ergebnisse für zwei Szenarios, welche die beiden wichtigsten in der Literatur genannten

³² Siehe A. Dieppe, A. Gonzalez Pandiella, S. Hall und A. Willman, Limited information minimal state variable learning in a medium-scale multi-country model, *Economic Modelling*, Bd. 33, Ausgabe C, 2013, S. 808-825.

³³ Auf der Einnahmenseite wird auch die verzögerte Wirkung in den Zeiträumen T+1 und T+2 berücksichtigt.

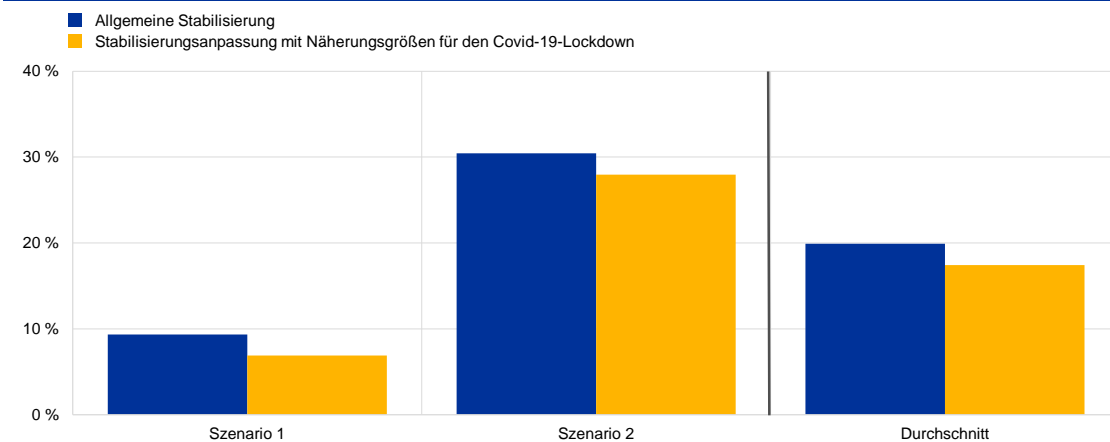
Elemente der automatischen Stabilisierung (siehe Abschnitt 2) widerspiegeln. Zudem wird der Durchschnitt aus beiden Szenarios angegeben. Er dient als Gesamtnäherungsgröße für die Produktionsglättung.

- Szenario 1 spiegelt den antizyklischen Aspekt der automatischen Stabilisatoren wider (*absolute* Veränderung des öffentlichen Finanzierungssaldos). Dabei werden die auf die Konjunktur reagierenden Budgetkomponenten – wie etwa Änderungen der Steuereinnahmen und der Arbeitslosenunterstützung – berücksichtigt. In diesem Szenario erfolgt eine Zuordnung der Fiskalinstrumente zu Schocks, die auf den Steuersatz für das Arbeitseinkommen, den Mehrwertsteuersatz und die Transferzahlungen des Staates an private Haushalte wirken.³⁴
- Szenario 2 spiegelt den Aspekt der automatischen Stabilisatoren wider, der mit der Größe des Staatssektors bzw. der Trägheit der Ausgaben zusammenhängt (*relative* Veränderung des öffentlichen Finanzierungssaldos gemessen am BIP). In diesem Szenario werden die Schocks als Veränderung der Konsum- und Investitionsausgaben des Staates sowie der staatlichen Transferleistungen (ohne Arbeitslosenunterstützung) in Abhängigkeit von ihrem Anteil am Finanzierungssaldo konstruiert.

Der Beitrag der automatischen Stabilisatoren zur Abfederung von Produktionsschwankungen entspricht dem berechneten Effekt auf das reale BIP in diesen beiden Szenarios im Vergleich zum standardisierten Ausgangsschock.³⁵

Abbildung A

Produktionsglättung durch die automatischen Stabilisatoren im Euroraum



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Das Ausmaß der Produktionsglättung errechnet sich aus der im ersten Jahr verzeichneten durchschnittlichen prozentualen Abweichung des BIP in einem Szenario mit Reaktion der automatischen Stabilisatoren, die zur prozentualen Abweichung des BIP in einem Szenario ohne automatische Stabilisierung (kontrafaktisches Szenario) ins Verhältnis gesetzt wird. In Szenario 1 ist ein kontrafaktisches Szenario vorgesehen, in dem keinerlei fiskalische Stabilisierung erfolgt und die Einnahmen und Ausgaben des Staates festgelegt sind (Antizyklizität der automatischen Stabilisatoren). Im kontrafaktischen Szenario von Szenario 2 werden die Einnahmen und Ausgaben gemessen am BIP konstant gehalten (vor allem Trägheit der Ausgaben). Preiseffekte bleiben bei der Modellierung der standardisierten Schocks mit Wirkung der automatischen Stabilisatoren in allen Szenarios (standardisiert oder mit Krisenanpassung) unberücksichtigt. Die Ergebnisse aus Szenario 1 und Szenario 2 entsprechen dem Durchschnitt der Produktionsglättung, der sich aus den beiden Simulationen (anhand der BMEs und des NMCM) ergibt. In den Szenarios mit Näherungsgrößen für die Covid-19-Beschränkungen werden durch eine Verringerung der modellimpliziten Konsumneigung höhere Sparquoten simuliert. Die auf Basis der BMEs durchgeführten Simulationen einer höheren Sparquote lassen die allgemeinen Gleichgewichtseffekte außer Acht und berücksichtigen nur den direkten Effekt geringerer Konsumausgaben auf das Wachstum des realen BIP.

³⁴ Werden die in Abschnitt 3 ermittelten Semi-Elastizitäten so angepasst, dass die Elastizität der absoluten Einnahmen und Ausgaben und nicht ihre Elastizitäten im Verhältnis zum BIP gemessen wird, so wird die Verschlechterung des Finanzierungssaldos im Jahr T auf 0,33 Prozentpunkte geschätzt.

³⁵ Dies entspricht weitgehend einem anderen kontrafaktischen Szenario, in dem zuerst der Ex-ante-Fiskalschock bestimmt würde, der erforderlich ist, um die Wirkung der automatischen Stabilisatoren auf den Finanzierungssaldo auszugleichen. Anschließend würde der Effekt eines solchen Schocks auf das reale BIP geschätzt werden. Die Differenz zwischen dieser Wirkung und dem Ausgangsschock ergäbe die Produktionsglättung der automatischen Stabilisatoren.

Im Falle der Coronakrise besteht eine extrem hohe Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Schock und seinen makroökonomischen (Relation von Angebot und Nachfrage) und fiskalischen Auswirkungen. Daher wurden veranschaulichende Anpassungen vorgenommen, um die Krisenbedingungen nachzustellen und die potenziellen Auswirkungen in Form der automatischen Stabilisierung zu messen. Um den Effekt der historisch einzigartigen Lockdown-Maßnahmen zur Eindämmung von Covid-19 abzubilden, wird ein Anstieg der Ersparnisse (aus Vorsicht oder Notwendigkeit) gemäß den Schätzungen zu Beginn der Krise angenommen. Für die Analyse dieses Alternativszenarios wird die modellimplizite Konsumneigung entsprechend dem Anstieg der Sparquote verringert. Infolgedessen wirken sich Fiskalinstrumente, die das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte stützen, weniger stark auf die Konsumententwicklung aus. Außerdem werden im kontrafaktischen Szenario marginale Anpassungen auf der Ausgabenseite vorgenommen, und zwar bei den Investitionen des Staates, die wohl am stärksten von den Lockdown-Maßnahmen betroffen sein dürften.³⁶ Insgesamt ergibt sich somit ein geringerer Beitrag der automatischen Stabilisatoren (siehe Abbildung A). Der aus den unterschiedlichen Modellen und Szenarios ermittelte Durchschnitt der Produktionsglättung durch die automatischen Stabilisatoren sinkt im Jahr T von rund 20 % auf 17 %. In Szenario 1 ist der Effekt größer. Hier verringert sich die Wirkung der automatischen Stabilisatoren um nahezu 25 %, da in erster Linie Transferleistungen und Steuereinnahmen betrachtet werden, die von der höheren Sparquote besonders betroffen sind.³⁷

Diese Schätzungen sind mit hoher Unsicherheit behaftet. Erstens gibt es eine modellbezogene Unsicherheit, die die Fiskalmultiplikatoren betrifft. So finden sich in der Literatur einerseits Hinweise, dass Fiskalmultiplikatoren sowohl in Rezessionsphasen als auch in einem Niedrigzinsumfeld größer sind. Andererseits gibt es Belege, dass sie besonders in hoch verschuldeten Ländern geringer sind. Zudem können ricardianische Effekte und die Antizipierung des künftigen Konsolidierungsbedarfs die Wirksamkeit der automatischen Stabilisatoren reduzieren. Zweitens besteht Unsicherheit bezüglich des Konjunkturbereinigungsverfahrens (siehe Abschnitt 3). Drittens hat es im Euroraum bislang noch keine Krise gegeben, die mit der Corona-Pandemie vergleichbar wäre, sodass die Schätzungen zum Umfang und zur Wirksamkeit der automatischen Stabilisatoren derzeit mit besonders großer Unsicherheit behaftet sind. Dieser Aspekt ist wohl auch der wichtigste. Außerdem beruht die Kalibrierung der Modelle auf Näherungsgrößen, und die Modellanalysen spiegeln nur zum Teil die potenziellen Kanäle wider, über die sich die Wirksamkeit der fiskalischen Stabilisierung während der Covid-19-Krise verändern könnte (siehe Abschnitt 4).

³⁶ Siehe EZB, [Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), Juni 2020, sowie [Sektorkonten für das Euro-Währungsgebiet für das erste Quartal 2020](#). Beide Beiträge weisen auf einen Ersparnisanstieg bei den privaten Haushalten hin. Die Sektorkonten für das Euro-Währungsgebiet für das erste Quartal 2020 zeigen auch eine Wachstumsverlangsamung der staatlichen Investitionsausgaben.

³⁷ Dabei ist zu beachten, dass ein länger anhaltender Schock mit größeren Auswirkungen auf das Produktionspotenzial als derzeit angenommen sowohl den Umfang als auch die Wirksamkeit der automatischen Stabilisatoren verringern würde.

5 Auf dem Weg zu einer neuen Generation automatischer Stabilisatoren

Die Covid-19-Krise gibt Anlass, die Rolle der Finanzpolitik in einem schwerwiegenden Wirtschaftsabschwung zu überdenken. Einerseits bleibt die Geldpolitik in der Nähe der effektiven Zinsuntergrenze, sodass einiges für eine starke Rolle der Finanzpolitik spricht.³⁸ Andererseits könnte der Umfang der herkömmlichen automatischen Stabilisatoren zu gering sein, um bei einem solchen Wachstumseinbruch ein Gegengewicht zu bilden. Zudem könnten sie weniger effektiv als in Zeiten eines normalen Konjunkturverlaufs sein. Ferner unterscheiden sich die automatischen Stabilisatoren in den einzelnen Euro-Ländern nach Umfang und Zusammensetzung recht deutlich voneinander. Zugleich könnten diskretionäre finanzpolitische Maßnahmen nicht rasch genug eingeleitet werden, um einen starken Wachstumseinbruch, wie er infolge der Pandemie zu beobachten ist, ausreichend abzufedern und Hysterese-Effekte zu verhindern. Vor dem Hintergrund dieser Überlegungen gibt es nun Vorschläge, die quasiautomatischen Fiskalinstrumente zu stärken.³⁹

Automatische Stabilisatoren der neuen Generation könnten zu einer zeitnäheren, gezielteren und umfassenderen politischen Reaktion beitragen.

Die herkömmlichen automatischen Stabilisatoren sind zumeist ein Nebenprodukt der Struktur und Höhe der Staatseinnahmen und -ausgaben. Bei der neuen Generation automatischer Stabilisatoren hingegen handelt es sich um eigens für die makroökonomische Stabilisierung konzipierte und eingesetzte Fiskalinstrumente. Sie werden auch als asymmetrische oder quasiautomatische fiskalische Stabilisatoren bezeichnet und fungieren als Programme, die erst aktiviert werden, wenn die Wirtschaft in eine tiefe Rezession abgleitet. Sobald bestimmte Indikatoren wieder auf ihrem Vorkrisenniveau liegen, kehren auch die Stabilisatoren automatisch auf das Normalniveau zurück. Sie sind insofern automatisch, als ihre Aktivierung auf Regeln anstelle eines Regierungsbeschlusses beruht. Anders als die herkömmlichen automatischen Stabilisatoren weisen sie eine Asymmetrie auf, da sie nur im Falle eines schwerwiegenden Wirtschaftsabschwungs aktiviert werden.⁴⁰

Es lassen sich zwei Arten asymmetrischer automatischer Stabilisatoren unterscheiden – entweder wirken sie über die Staatsausgaben oder über die Staatseinnahmen. Zur ersten Art: Eine asymmetrische automatische Stabilisierung auf der Ausgabenseite kann vor allem dazu beitragen, die Ausgaben der privaten Haushalte zu glätten, indem beispielsweise ab einem festgelegten Schwellenwert

³⁸ Üblicherweise steigen die Fiskalmultiplikatoren an, wenn die Geldpolitik die Zinsuntergrenze erreicht. Siehe hierzu beispielsweise L. Christiano, M. Eichenbaum und S. Rebelo, *When is the Government Spending Multiplier Large?*, *Journal of Political Economy*, Bd. 119, Nr. 1, 2011, S. 78–121; G. Coenen et al., *Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models*, Working Paper des IWF, Bd. 10, Nr. 73, 2010.

³⁹ Zu einer Erörterung der neuen Generation von Stabilisatoren siehe M. Eichenbaum, *Rethinking fiscal policy in an era of low interest rates*, mimeo, 2019; O. Blanchard und L. Summers, *Automatic stabilisers in a low-rate environment*, Policy Brief des Peterson Institute of International Economics, Nr. 20-2, 2020; H. Boushey, R. Nunn und J. Shambaugh, *Recession Ready: Fiscal policies to stabilize the American economy*, Brookings Report, 2019. Der Gedanke asymmetrischer Stabilisatoren kam bereits vor einiger Zeit auf. Siehe beispielsweise T. Baunggaard und S. Symansky, *Automatic fiscal stabilisers*, Staff Position Note des IWF, Nr. 09/23, 2009.

⁴⁰ Die herkömmlichen automatischen Stabilisatoren glätten konjunkturelle Schwankungen dagegen in beide Richtungen, sodass sie auch die Gefahr einer Überhitzung der Wirtschaft mindern.

der Bezug der individuellen Arbeitslosenunterstützung oder Sozialhilfe erhöht oder verlängert wird.⁴¹ Dies ist vor allem bei Kurzarbeitsregelungen der Fall, die in einer tiefen Rezession greifen. Über eine Erhöhung der Staatsausgaben etwa für Infrastrukturinvestitionen lässt sich auch unmittelbar eine asymmetrische automatische Stabilisierung erreichen.⁴² Zur zweiten Art: Einnahmenseitig wirkende asymmetrische Stabilisatoren können durch die intertemporalen Substitutionseffekte den Zeitpunkt von Ausgaben der privaten Haushalte beeinflussen. Beispielsweise ist dies bei befristeten Steuerstundungen oder -gutschriften der Fall – etwa bei einer zeitweiligen Mehrwertsteuersenkung zur kurzfristigen Ankurbelung des Konsums.⁴³

Die Wirksamkeit quasiautomatischer fiskalischer Stabilisatoren hängt von deren Ausgestaltung ab. Entscheidend ist die Wahl der ökonomischen Indikatoren und des Schwellenwerts für die Aktivierung des Programms. Die Konzipierung der Ausgabenprogramme oder temporären Steuersenkungen spielt ebenfalls eine Rolle. Für asymmetrische Stabilisatoren, die über die Arbeitslosenunterstützung wirken, schlagen Blanchard und Summers vor, den Schwellenwert an der Arbeitslosenquote anstelle der Produktionsentwicklung auszurichten. Der Grund hierfür ist, dass letztere auch durch Schocks im Zusammenhang mit dem Produktionspotenzial beeinflusst werden könnte.⁴⁴

Asymmetrische automatische Stabilisatoren können, sofern sie gut konzipiert sind, ein leistungsstarkes Instrument zur Abfederung eines schwerwiegenden Wirtschaftsabschwungs darstellen. Sie dürften effektiver als herkömmliche Stabilisatoren sein, da sie eigens für eine makroökonomische Stabilisierung während eines Konjunkturabschwungs geschaffen werden. Asymmetrische automatische Stabilisatoren reagieren zwar gewöhnlich nicht auf den normalen Verlauf des Konjunkturzyklus. Werden sie aber einmal aktiviert, sind sie umso umfangreicher. Daher führen sie per se nicht zu einer weiteren, dauerhaften Vergrößerung des Staatssektors. Anhand einer stilisierten kontrafaktischen Analyse zeigen Blanchard und Summers, dass asymmetrische automatische Stabilisatoren dazu beitragen können, die Effekte einer Rezession zu begrenzen. Freilich hängen die Ergebnisse davon ab, inwieweit diskretionäre Maßnahmen zum Tragen kommen und wie lange die automatische Stimulierung andauert.⁴⁵ Der IWF zeigt auf, dass Länder mit einem verhältnismäßig kleinen Steuer- und Leistungssystem von der Einführung asymmetrischer automatischer Stabilisatoren profitieren könnten.⁴⁶

⁴¹ Ein Vorschlag lautet beispielsweise, Pauschalzahlungen an Privatpersonen automatisiert zu leisten, sobald der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Arbeitslosenquote seinen Tiefstand des vorangegangenen Zwölfmonatszeitraums um mindestens 0,5 Prozentpunkte übersteigt. Siehe C. Sahm, Direct stimulus payments to individuals, in: H. Boushey et al., a. a. O.

⁴² Auerbach (2009) bezweifelt jedoch, dass es sinnvoll ist, hierzu baureife Infrastrukturprojekte vorzuhalten. Diese würden nämlich erst realisiert, wenn die Wirtschaft in eine Rezession abzugleiten drohe, und wirtschaftlich gesehen sei die Zurückhaltung notwendiger öffentlicher Investitionen nicht optimal. Siehe A. Auerbach, [Fiscal Policy](#), Conference Paper, Peterson Institute of International Economics, 2017.

⁴³ Siehe Baunggaard und Symansky, a. a. O.

⁴⁴ Siehe Blanchard und Summers, a. a. O.

⁴⁵ Siehe Blanchard und Summers, a. a. O.

⁴⁶ Siehe IWF, [Fiscal Monitor](#), April 2020.

Gleichwohl unterliegen auch asymmetrische automatische Stabilisatoren gewissen Beschränkungen.

Hierfür gibt es mindestens drei Gründe: a) Sie könnten die Anreize mindern, notwendige wirtschaftliche Anpassungen vorzunehmen – vor allem in Krisen, die aus dem Aufbau wirtschaftlicher und finanzieller Ungleichgewichte resultieren, wie es bei der Finanzkrise der Fall war; b) aufgrund ihrer Asymmetrie tragen diese Instrumente in Zeiten einer guten wirtschaftlichen Entwicklung nicht automatisch zur Haushaltskonsolidierung bei, wenn die Schuldenquote eines Landes während des Abschwungs rapide auf hohe Stände gestiegen ist – zur Minderung von Tragfähigkeitsrisiken sollten die Länder in Zeiten einer guten Konjunktur nämlich Finanzpolster aufbauen; c) angesichts ihres konzeptionell großen Umfangs könnten diese Instrumente hoch verschuldeten Ländern mit erschwertem Zugang zu den Finanzmärkten de facto nicht zur Verfügung stehen.

Bis vor Kurzem kamen asymmetrische fiskalische Stabilisatoren in der Praxis nur sehr vereinzelt vor.

So verlängert sich in den Vereinigten Staaten der Bezug der Arbeitslosenunterstützung automatisch, sobald die Arbeitslosenquote einen bestimmten Schwellenwert übersteigt. Auch soziale Sachleistungen wie die Ausgabe von Lebensmittelmarken erhöhen sich ab einem bestimmten Schwellenwert automatisch.

Während der Coronakrise haben die meisten Euro-Länder großenteils auf quasiautomatische diskretionäre Fiskalinstrumente gesetzt, die starke Ähnlichkeiten mit den asymmetrischen automatischen Stabilisatoren aufweisen.

Besonders weit verbreitet sind Kurzarbeitsregelungen sowie zeitweilige Steuerstundungen und -gutschriften.⁴⁷ Die Kurzarbeitsregelungen beinhalten Ausgleichszahlungen an Unternehmen in Form von Subventionen oder Zuschüssen unter der Bedingung, dass Arbeitskräfte, die krisenbedingt vorübergehend nicht benötigt werden, nicht entlassen werden. Ziel hierbei ist es, die Einkommens- einbußen der privaten Haushalte und die Lohnkosten der Unternehmen zu begrenzen. In einigen Ländern wie in Deutschland, Frankreich und Belgien gab es bereits vor der Corona-Pandemie Kurzarbeitsregelungen. Allerdings war auch dort ein Rechtsakt nötig, um diese zu aktivieren und auszuweiten.⁴⁸ In anderen Ländern hingegen wurde im Zuge der Covid-19-Krise erstmals die Möglichkeit der Kurzarbeit geschaffen. Daneben haben die meisten Staaten auch Steuerstundungen und vorübergehende Mehrwertsteuersenkungen eingeführt.

⁴⁷ Schätzungen zu den fünf größten Euro-Ländern zufolge ist ein erheblicher Anteil der Beschäftigten von Kurzarbeit oder vorübergehender Freistellung betroffen. Dieser beträgt 21 % (Niederlande) bis 45 % (Frankreich) aller Arbeitnehmer. Siehe EZB, [Kurzarbeitsregelungen: Auswirkungen auf Löhne und verfügbares Einkommen](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 4/2020, Juni 2020; EZB, [Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet – eine vorläufige Einschätzung](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 5/2020, Juli 2020.

⁴⁸ Die Kurzarbeitsregelungen der Länder (mit Ausnahme Deutschlands) fließen nicht in die Schätzungen des ESZB zu den automatischen Stabilisatoren ein.

6 Schlussbemerkungen

In Zeiten eines normalen Konjunkturverlaufs sind die automatischen Stabilisatoren im Euro-Währungsgebiet von großer Bedeutung für die gesamtwirtschaftliche Stabilisierung. Schätzungen des ESZB zufolge sind diese Stabilisatoren im Euroraum generell sehr umfangreich, wenngleich es deutliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern gibt. In einigen westeuropäischen Ländern, die üblicherweise ein eher großzügig bemessenes Transfersystem und einen größeren Staatssektor haben, ist ihr Umfang besonders groß. Im normalen Konjunkturzyklus dürften die automatischen Stabilisatoren ausreichen, um 10 % bis 30 % eines wirtschaftlichen Schocks abzufedern.

In der Covid-19-Krise und hier insbesondere während des Lockdowns zeigt sich eine geringere Wirksamkeit der automatischen Stabilisatoren bei der Abfederung von Konjunkturschwankungen. Der starke Konjunkturabschwung im Eurogebiet im Verbund mit der Tatsache, dass sich die Geldpolitik bereits nahe an der effektiven Zinsuntergrenze bewegt, geben Anlass, die Rolle der Finanzpolitik zu überdenken. Die neue Generation der automatischen Stabilisatoren könnte durch eine zeitnähere, gezieltere und umfassendere politische Reaktion dazu beitragen, das Potenzialwachstum zu erhalten und Hysterese-Effekte zu vermeiden. Um das Produktionspotenzial zu schützen, haben die meisten Euro-Länder während der Coronakrise Maßnahmen zur Aufrechterhaltung derjenigen Wirtschaftsstrukturen ergriffen, die auch nach der Krise noch tragfähig sein dürften. So wurden in einigen Ländern Kurzarbeitsregelungen eingeführt, um Beschäftigungsverhältnisse aufrechtzuerhalten, und Unternehmen erhielten Liquiditätshilfen, die ihren Fortbestand sichern sollen.

Perspektivisch gibt es gute Gründe, einer neuen Generation effizienter automatischer Stabilisatoren größere Bedeutung einzuräumen. Die Institutionalisierung asymmetrischer automatischer Stabilisatoren – zum Beispiel in Form gesetzlicher Kurzarbeitsregelungen – könnte die gesamtwirtschaftliche Stabilität erhöhen, ohne den Staatssektor über Gebühr zu belasten. Freilich müssten derartige Instrumente mit Blick auf die Anreizstrukturen gut konzipiert werden. Um dabei die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen nicht zu gefährden, ist es ferner wichtig, dass alle Länder des Euro-Währungsgebiets in Zeiten einer guten wirtschaftlichen Entwicklung Finanzpolster aufbauen.

Statistik

Statistik

Inhaltsverzeichnis

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

Zusätzliche Informationen

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

Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

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

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 ¹⁾		
	Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex						Globaler Einkaufsmanagerindex ²⁾			Global	Industrieländer	Schwellenländer
	Global ²⁾	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungen	Auftrags-eingänge im Exportgeschäft			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,9	3,1	7,7
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,8	4,3	3,0	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	51,6	48,5	1,2	1,6	0,9
Q4	51,3	51,9	49,5	49,2	52,6	50,7	51,3	51,3	49,5	-0,8	-2,9	0,6
2020 Q1	46,1	47,9	47,4	44,4	42,0	44,2	46,7	45,9	46,0	-2,7	-3,1	-2,4
Q2	37,9	37,3	30,5	31,5	52,6	31,3	40,6	36,9	35,0	-10,6	-11,1	-10,2
2020 März	41,0	40,9	36,0	36,2	46,7	29,7	46,2	39,2	44,0	-2,7	-3,1	-2,4
April	28,7	27,0	13,8	25,8	47,6	13,6	35,1	26,5	28,6	-5,4	-6,2	-4,9
Mai	37,2	37,0	30,0	27,8	54,5	31,9	39,8	36,2	32,9	-8,8	-9,3	-8,5
Juni	47,7	47,9	47,7	40,8	55,7	48,5	47,0	48,0	43,6	-10,6	-11,1	-10,2
Juli	50,2	50,3	57,0	44,9	54,5	54,9	51,4	49,7	46,3	.	.	.
Aug.	52,6	54,6	59,1	45,2	55,1	51,9	53,2	52,3	49,5	.	.	.

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

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

2) Ohne Euroraum.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum ¹⁾						Vereinigte Staaten	Japan
	Euro Short-Term Rate (€STR) ²⁾	Tagesgeld (EONIA)	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmontatsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7	8
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
2020 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
Juli	-0,55	-0,46	-0,51	-0,44	-0,35	-0,28	0,27	-0,05
Aug.	-0,55	-0,47	-0,52	-0,48	-0,43	-0,36	0,25	-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 ^{1), 2)}					Euroraum ^{1), 2)}	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euroraum ^{1), 2)}			
	3 Monate	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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
2020 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
Juli	-0,58	-0,65	-0,71	-0,72	-0,49	0,16	0,42	0,07	-0,73	-0,80	-0,57	-0,04
Aug.	-0,58	-0,62	-0,66	-0,63	-0,37	0,25	0,58	0,30	-0,68	-0,71	-0,43	0,15

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	Verbrauchernähe Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen	13	14
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
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
2020 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
Juli	362,0	3 316,3	773,2	271,5	666,9	226,7	125,9	617,5	681,3	358,0	262,7	877,5	3 207,6	22 529,5
Aug.	361,8	3 297,7	785,5	278,3	666,1	225,5	123,8	641,3	677,3	355,8	253,6	841,5	3 391,7	22 874,2

Quelle: Refinitiv.

2 Finanzielle Entwicklungen

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

	Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehung- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite				Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten	
	Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz ³⁾	Mit anfänglicher Zinsbindung				Effek- tiver Jahres- zinssatz ³⁾			
			Bis zu 2 Jah- ren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr	Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren		Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren	Mehr als 10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2019 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	5,62	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	5,58	5,45	5,91	2,06	1,39	1,54	1,35	1,35	1,64	1,39
April	0,02	0,36	0,22	0,73	5,39	16,06	3,71	5,50	5,58	1,99	1,30	1,54	1,36	1,44	1,67	1,44
Mai	0,02	0,36	0,23	0,70	5,27	16,06	4,22	5,30	5,67	1,83	1,47	1,58	1,40	1,41	1,70	1,42
Juni	0,02	0,35	0,23	0,72	5,29	16,01	4,52	5,14	5,59	1,87	1,44	1,64	1,38	1,39	1,68	1,42
Juli ⁴⁾	0,02	0,35	0,22	0,71	5,17	15,92	4,86	5,26	5,72	2,00	1,43	1,58	1,34	1,38	1,67	1,40

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

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

	Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- 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 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	2,31	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	1,14	1,10	1,18	1,46
April	0,00	-0,06	0,31	1,99	2,00	1,17	1,70	1,61	0,93	1,48	1,22	1,12	1,26	1,47
Mai	0,00	-0,10	0,39	1,91	1,87	1,22	1,62	1,54	0,87	1,56	1,23	1,07	1,31	1,46
Juni	0,00	-0,12	0,33	1,96	1,87	1,51	1,79	1,55	1,15	1,50	1,23	1,17	1,42	1,49
Juli ⁴⁾	0,00	-0,18	0,27	1,87	1,96	1,84	1,87	1,60	1,31	1,51	1,23	1,17	1,38	1,51

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

2 Finanzielle Entwicklungen

2.6 Von Ansässigen im Euroraum begebene Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen und Ursprungslaufzeiten

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

	Umlauf							Bruttoabsatz ¹⁾						
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte			
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte		
													FMKGs	FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Kurzfristig														
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
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	1 477	527	185	.	117	537	111	552	150	88	.	65	171	78
Mai	1 593	521	183	.	129	617	144	544	162	81	.	60	159	81
Juni	1 668	535	187	.	119	673	153	505	191	78	.	46	139	50
Langfristig														
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	16 312	3 818	3 397	.	1 321	7 151	626	247	69	74	.	20	78	7
2020 Jan.	16 400	3 855	3 408	.	1 325	7 188	625	322	118	68	.	16	110	10
Febr.	16 487	3 866	3 408	.	1 338	7 244	630	265	72	60	.	22	101	10
März	16 514	3 845	3 422	.	1 335	7 276	636	250	58	67	.	16	91	19
April	16 706	3 942	3 417	.	1 373	7 326	648	459	135	69	.	54	180	20
Mai	16 875	3 944	3 413	.	1 406	7 449	663	341	58	50	.	50	164	19
Juni	17 096	3 967	3 445	.	1 435	7 575	675	414	96	86	.	38	176	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	FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
Umlauf												
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	16 962,1	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	17 595,1	4 368,1	3 578,0	.	1 405,3	7 557,2	686,5	8 595,6	546,0	1 410,7	6 638,8	
2020 Jan.	17 768,8	4 452,4	3 585,3	.	1 424,0	7 609,8	697,4	8 478,3	525,3	1 391,5	6 561,6	
Febr.	17 857,9	4 466,9	3 586,4	.	1 441,8	7 659,1	703,7	7 754,9	488,4	1 238,7	6 027,8	
März	17 881,8	4 391,5	3 603,8	.	1 438,7	7 725,9	721,9	6 448,6	333,9	975,0	5 139,7	
April	18 182,4	4 469,0	3 601,2	.	1 489,9	7 863,6	758,7	6 971,3	343,3	1 081,6	5 546,4	
Mai	18 468,8	4 465,1	3 595,3	.	1 534,9	8 066,2	807,3	7 278,3	362,9	1 115,6	5 799,7	
Juni	18 763,5	4 501,3	3 632,2	.	1 553,5	8 248,1	828,4	7 515,4	392,0	1 170,8	5 952,6	
Wachstumsraten												
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	0,0	0,0	
2020 Jan.	3,1	4,1	4,7	.	5,7	1,4	2,0	0,0	0,5	0,0	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	1,7	4,2	.	4,2	2,1	3,6	0,0	0,1	0,0	0,0	
April	4,4	3,4	4,5	.	6,9	4,2	7,7	0,0	0,1	0,0	0,0	
Mai	5,8	3,1	4,0	.	10,2	6,5	16,3	0,0	0,0	0,1	0,0	
Juni	7,2	4,3	4,3	.	11,8	8,3	20,1	0,1	-0,2	0,1	0,1	

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

(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	92,5
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	92,7	.	.	.	118,1	93,4
2020 März	99,0	93,1	92,8	-	-	-	117,8	93,1
April	98,2	92,7	92,4	-	-	-	117,5	93,1
Mai	98,4	92,8	92,1	-	-	-	117,6	93,0
Juni	99,8	94,0	93,6	-	-	-	119,1	94,1
Juli	100,5	94,6	94,1	-	-	-	120,3	94,9
Aug.	101,6	95,0	95,0	-	-	-	122,4	96,0
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>								
2020 Aug.	1,1	0,5	1,0	-	-	-	1,7	1,1
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2020 Aug.	2,7	1,2	2,6	-	-	-	5,3	3,2

Quelle: EZB.

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

2.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chine- sischer Renminbi ¥uan 1	Kroatische Kuna 2	Tschechi- sche Krone 3	Dänische Krone 4	Ungarischer Forint 5	Japani- scher Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumäni- scher Leu 9	Schwedische Krone 10	Schweizer Franken 11	US-Dollar 12
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2019 Q3	7,800	7,394	25,734	7,463	328,099	119,323	4,318	0,902	4,7314	10,662	1,096	1,112
Q4	7,801	7,439	25,577	7,471	331,933	120,323	4,287	0,861	4,7666	10,652	1,096	1,107
2020 Q1	7,696	7,490	25,631	7,472	339,137	120,097	4,324	0,862	4,7973	10,669	1,067	1,103
Q2	7,808	7,578	27,058	7,458	351,582	118,410	4,503	0,887	4,8378	10,651	1,061	1,101
2020 März	7,768	7,571	26,575	7,470	345,682	118,897	4,441	0,895	4,8282	10,875	1,059	1,106
April	7,686	7,593	27,262	7,462	356,688	116,970	4,544	0,875	4,8371	10,884	1,054	1,086
Mai	7,748	7,575	27,269	7,458	350,762	116,867	4,525	0,887	4,8371	10,597	1,057	1,090
Juni	7,973	7,568	26,681	7,455	347,686	121,120	4,445	0,899	4,8392	10,487	1,071	1,125
Juli	8,035	7,530	26,514	7,447	351,163	122,380	4,449	0,905	4,8383	10,354	1,071	1,146
Aug.	8,195	7,508	26,167	7,446	348,928	125,404	4,400	0,901	4,8376	10,309	1,077	1,183
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>												
2020 Aug.	2,0	-0,3	-1,3	0,0	-0,6	2,5	-1,1	-0,4	0,0	-0,4	0,5	3,2
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2020 Aug.	4,3	1,6	1,4	-0,2	6,7	6,1	1,2	-1,6	2,3	-4,0	-1,1	6,3

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 ¹⁾			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bestände (Auslandsvermögensstatus)												
2019 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
Bestände in % des BIP												
2020 Q1	228,7	229,9	-1,2	93,0	78,2	74,8	92,9	-0,6	54,3	58,8	7,3	128,7
Transaktionen												
2019 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	-
Q2	199,3	149,5	49,8	115,5	158,5	364,6	195,9	28,9	-312,9	-204,9	3,3	-
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	111,8	118,3	-6,5	-6,1	6,6	161,4	10,2	4,0	-49,1	101,5	1,7	-
Mai	152,1	144,0	8,1	131,8	151,4	99,1	70,8	3,5	-83,9	-78,2	1,7	-
Juni	-64,6	-112,8	48,2	-10,3	0,5	104,1	114,9	21,5	-179,9	-228,3	-0,1	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen												
2020 Juni	983,5	720,0	263,4	172,2	197,8	513,9	438,8	69,8	223,2	83,4	4,3	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP												
2020 Juni	8,5	6,2	2,3	1,5	1,7	4,5	3,8	0,6	1,9	0,7	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 ¹⁾		
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorrats- verände- rungen ²⁾	Zusam- men	Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	
					Bau- investi- tionen	Ausrüstungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</i>												
2017	11 221,4	10 733,1	6 043,2	2 301,2	2 313,8	1 100,8	716,5	490,0	75,0	488,2	5 300,8	4 812,6
2018	11 583,7	11 110,1	6 221,8	2 368,4	2 430,7	1 176,4	748,9	498,7	89,2	473,6	5 569,2	5 095,7
2019	11 934,2	11 488,8	6 378,4	2 452,8	2 626,2	1 258,1	775,8	585,0	31,3	445,4	5 751,7	5 306,3
2019 Q3	2 994,8	2 861,2	1 600,6	616,5	641,1	316,5	194,8	128,0	3,1	133,6	1 446,9	1 313,3
Q4	3 014,2	2 905,2	1 607,2	620,8	678,9	317,4	193,9	165,8	-1,7	109,0	1 449,6	1 340,6
2020 Q1	2 918,0	2 819,2	1 539,5	624,4	649,4	312,0	175,1	160,4	5,9	98,8	1 387,1	1 288,3
Q2	2 598,7	2 515,9	1 348,9	621,8	542,4	273,7	141,0	125,8	2,9	82,8	1 108,5	1 025,7
<i>In % des BIP</i>												
2019	100,0	96,3	53,4	20,6	22,0	10,5	6,5	4,9	0,3	3,7	-	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2019 Q3	0,3	-1,0	0,4	0,6	-5,1	0,7	-0,6	-21,3	-	-	0,6	-2,3
Q4	0,1	1,1	0,1	0,3	5,7	-0,3	-0,5	29,6	-	-	0,0	2,2
2020 Q1	-3,7	-3,4	-4,5	-0,7	-5,2	-2,3	-10,0	-4,9	-	-	-3,9	-3,2
Q2	-11,8	-11,2	-12,4	-2,6	-17,0	-12,5	-19,6	-23,1	-	-	-18,8	-18,0
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2017	2,6	2,3	1,8	1,1	3,8	3,4	5,2	2,6	-	-	5,5	5,1
2018	1,8	1,8	1,5	1,1	3,1	3,5	3,8	1,0	-	-	3,6	3,6
2019	1,3	1,9	1,3	1,8	5,7	3,4	2,2	16,3	-	-	2,5	4,0
2019 Q3	1,4	1,4	1,5	2,1	3,3	3,4	1,7	5,4	-	-	2,8	2,9
Q4	1,0	1,4	1,2	1,9	5,0	2,0	0,6	17,1	-	-	1,8	2,7
2020 Q1	-3,2	-1,7	-3,8	0,6	1,2	-2,3	-10,4	27,7	-	-	-3,1	0,2
Q2	-14,7	-14,1	-15,9	-2,5	-21,1	-14,2	-28,5	-25,5	-	-	-21,5	-20,7
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2019 Q3	0,3	-1,0	0,2	0,1	-1,1	0,1	0,0	-1,2	-0,2	1,3	-	-
Q4	0,1	1,0	0,1	0,1	1,2	0,0	0,0	1,3	-0,3	-1,0	-	-
2020 Q1	-3,7	-3,3	-2,4	-0,1	-1,2	-0,2	-0,6	-0,3	0,5	-0,5	-	-
Q2	-11,8	-10,8	-6,6	-0,6	-3,8	-1,3	-1,2	-1,3	0,1	-0,9	-	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2017	2,6	2,2	1,0	0,2	0,8	0,3	0,3	0,1	0,3	0,4	-	-
2018	1,8	1,7	0,8	0,2	0,6	0,3	0,2	0,0	0,0	0,2	-	-
2019	1,3	1,8	0,7	0,4	1,2	0,3	0,1	0,7	-0,5	-0,5	-	-
2019 Q3	1,4	1,3	0,8	0,4	0,7	0,3	0,1	0,2	-0,6	0,1	-	-
Q4	1,0	1,4	0,7	0,4	1,1	0,2	0,0	0,8	-0,8	-0,4	-	-
2020 Q1	-3,2	-1,6	-2,0	0,1	0,3	-0,2	-0,7	1,2	0,0	-1,6	-	-
Q2	-14,7	-13,7	-8,5	-0,5	-4,8	-1,5	-1,9	-1,4	0,1	-1,0	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

3 Konjunktorentwicklung

3.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
2017	10 060,3	176,1	2 003,9	501,7	1 909,5	470,0	464,6	1 135,8	1 147,9	1 899,8	350,9	1 161,1
2018	10 380,0	175,2	2 050,4	532,0	1 967,9	498,1	471,5	1 170,1	1 201,5	1 957,4	355,8	1 203,7
2019	10 692,5	178,4	2 061,7	574,7	2 030,4	526,7	479,7	1 208,1	1 246,9	2 020,1	365,8	1 241,7
2019 Q3	2 683,1	44,7	516,1	144,9	509,6	132,7	120,5	302,7	313,1	506,8	91,9	311,7
Q4	2 701,1	45,1	518,3	146,4	511,8	134,0	120,9	306,1	314,9	511,3	92,4	313,1
2020 Q1	2 624,9	45,0	497,7	143,1	480,2	132,1	121,4	304,3	304,0	510,6	86,5	293,1
Q2	2 343,2	44,7	429,0	126,5	382,0	126,5	117,3	299,6	256,5	493,3	67,6	255,5
In % der Wertschöpfung												
2019	100,0	1,7	19,3	5,4	19,0	4,9	4,5	11,3	11,7	18,9	3,4	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2019 Q3	0,3	0,2	0,1	0,5	0,3	0,3	0,5	0,3	0,2	0,2	0,5	0,7
Q4	0,0	0,8	-0,7	0,0	0,0	0,4	0,2	0,5	0,2	0,3	-0,3	0,2
2020 Q1	-3,4	-1,4	-4,1	-3,1	-6,4	-1,3	-0,7	-0,8	-3,6	-2,1	-6,8	-6,4
Q2	-11,9	-2,4	-14,3	-12,8	-20,8	-4,4	-1,8	-2,2	-16,3	-7,2	-22,0	-11,0
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2017	2,6	0,4	3,4	2,6	2,8	6,4	1,3	0,9	5,1	1,1	1,7	2,4
2018	1,9	-0,5	1,6	2,8	2,1	6,0	0,8	1,3	3,2	1,0	0,7	1,4
2019	1,2	0,2	-1,0	3,1	1,8	4,3	2,1	1,4	1,6	1,1	1,8	1,6
2019 Q3	1,3	0,6	-0,8	3,2	1,9	4,5	2,3	1,4	1,8	1,2	2,3	2,0
Q4	0,9	0,5	-1,4	1,6	1,5	4,0	2,3	1,6	0,8	1,1	1,5	1,8
2020 Q1	-3,0	-0,8	-5,1	-2,8	-6,1	1,6	0,9	0,3	-3,0	-1,4	-6,2	-5,4
Q2	-14,6	-2,7	-18,3	-15,1	-25,6	-5,0	-1,8	-2,2	-19,1	-8,6	-27,1	-16,0
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2019 Q3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Q4	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2020 Q1	-3,4	0,0	-0,8	-0,2	-1,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,4	-0,2	-
Q2	-11,9	0,0	-2,7	-0,7	-3,8	-0,2	-0,1	-0,3	-1,9	-1,4	-0,7	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2017	2,6	0,0	0,7	0,1	0,5	0,3	0,1	0,1	0,6	0,2	0,1	-
2018	1,9	0,0	0,3	0,1	0,4	0,3	0,0	0,1	0,4	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 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	0,1	-
2020 Q1	-3,0	0,0	-1,0	-0,2	-1,2	0,1	0,0	0,0	-0,4	-0,3	-0,2	-
Q2	-14,6	0,0	-3,5	-0,8	-4,9	-0,2	-0,1	-0,2	-2,2	-1,6	-0,9	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

3 Konjunktorentwicklung

3.3 Beschäftigung¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Zahl der Erwerbstätigen													
<i>Gewichte in %</i>													
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	-0,6	-0,5	1,1	1,5	1,8	3,4	-1,5	1,8	3,7	1,1	1,1
2018	1,5	1,8	-0,1	-0,4	1,5	2,4	1,4	3,6	-1,0	1,8	2,8	1,2	0,4
2019	1,2	1,5	-0,1	-1,8	0,8	2,4	1,3	3,7	-0,4	1,1	1,4	1,5	0,7
2019 Q3	1,2	1,4	-0,4	-1,9	0,7	2,1	1,1	3,5	-0,3	0,7	1,3	1,5	0,9
Q4	1,1	1,3	-0,6	-1,7	0,3	1,6	1,3	2,8	0,2	0,0	1,2	1,4	0,9
2020 Q1	0,4	0,7	-1,3	-3,6	-0,3	1,5	0,3	2,4	0,0	-0,4	0,3	1,3	-0,2
Q2	-2,9	-3,0	-2,3	-4,7	-2,2	-0,8	-5,9	-0,1	-1,8	-2,1	-4,0	0,3	-5,5
Geleistete Arbeitsstunden													
<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	6,2
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	1,1	1,6	-1,0	-1,0	0,7	1,3	1,2	3,2	-2,0	1,5	3,5	0,5	0,5
2018	1,4	1,8	-0,2	0,4	1,2	2,8	1,1	3,3	-1,1	2,5	2,8	1,3	0,4
2019	1,1	1,4	-0,4	-1,4	0,4	2,0	1,0	2,8	-0,1	1,0	1,3	1,8	0,7
2019 Q3	1,0	1,4	-0,8	-1,8	0,4	1,5	0,8	2,7	0,2	1,2	1,1	2,0	0,8
Q4	0,8	1,2	-0,6	-0,9	-0,4	0,6	1,0	2,0	0,3	0,9	1,1	1,6	1,1
2020 Q1	-3,7	-2,8	-7,5	-4,0	-4,2	-4,3	-5,8	0,5	-2,5	-5,1	-2,4	-0,9	-8,0
Q2	-16,2	-15,1	-21,0	-7,3	-15,8	-17,7	-27,1	-5,2	-4,9	-11,1	-16,5	-5,4	-24,4
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2017	-0,5	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-0,2	-0,6	-0,2	-0,6	-0,3	-0,2	-0,7	-0,6
2018	-0,1	0,0	-0,1	0,8	-0,3	0,4	-0,3	-0,3	-0,2	0,7	0,0	0,0	0,0
2019	-0,1	0,0	-0,2	0,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,9	0,3	-0,2	-0,1	0,3	0,0
2019 Q3	-0,1	0,0	-0,4	0,1	-0,3	-0,6	-0,3	-0,8	0,4	0,5	-0,2	0,4	0,0
Q4	-0,2	-0,2	0,0	0,8	-0,7	-1,0	-0,3	-0,8	0,1	1,0	-0,1	0,2	0,2
2020 Q1	-4,1	-3,5	-6,3	-0,4	-3,9	-5,7	-6,1	-1,9	-2,4	-4,7	-2,7	-2,1	-7,8
Q2	-13,7	-12,5	-19,1	-2,7	-14,0	-17,0	-22,5	-5,1	-3,1	-9,2	-13,0	-5,7	-20,0

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

3 Konjunktorentwicklung

3.4 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen (soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Erwerbs- personen in Mio.	Unter- beschäftigung in % der Erwerbs- personen	Arbeitslosigkeit ¹⁾											Vakanz- quote ³⁾
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ²⁾	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio.	In % der Er- werbs- per- sonen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2019)			100,0			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 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
Q2	.	.	12,167	7,5	.	9,902	6,7	2,265	16,8	6,327	7,3	5,840	7,8	.
2020 Febr.	-	-	11,955	7,3	-	9,753	6,5	2,202	15,3	6,059	6,9	5,896	7,7	-
März	-	-	11,835	7,2	-	9,669	6,5	2,166	15,4	6,050	6,9	5,784	7,6	-
April	-	-	11,942	7,4	-	9,693	6,5	2,249	16,4	6,230	7,2	5,712	7,6	-
Mai	-	-	12,110	7,5	-	9,874	6,7	2,236	16,7	6,286	7,3	5,824	7,8	-
Juni	-	-	12,449	7,7	-	10,140	6,9	2,309	17,2	6,465	7,5	5,984	8,0	-
Juli	-	-	12,793	7,9	-	10,455	7,1	2,338	17,3	6,601	7,6	6,192	8,3	-

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- stungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2017	3,0	3,2	3,4	3,9	1,4	1,1	3,1	7,9	2,5	1,6	3,5	0,8	5,6
2018	0,7	0,9	0,6	1,1	1,4	-1,5	1,7	2,7	1,6	1,3	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	0,9	3,6	0,8	1,8
2019 Q3	-1,6	-1,5	-3,2	-1,1	0,4	-1,9	1,2	-4,7	2,7	0,9	4,2	1,3	0,6
Q4	-2,0	-2,1	-3,8	-2,8	2,0	-2,5	0,0	-5,8	2,0	0,6	3,5	-0,7	12,5
2020 Q1	-6,1	-6,1	-5,4	-10,2	-0,7	-5,6	-3,6	-6,5	-1,3	4,8	-4,7	-10,1	-27,3
Q2	-20,3	-21,5	-19,7	-28,2	-13,6	-10,5	-13,6	-26,6	-6,8	3,0	-11,3	-29,4	-50,8
2020 Febr.	-2,1	-1,9	-0,8	-4,3	1,0	-3,0	-0,1	-1,4	2,6	4,0	2,2	-2,0	-6,3
März	-13,5	-14,3	-12,6	-22,6	-3,8	-6,3	-16,4	-16,6	-8,1	9,1	-18,7	-27,2	-60,3
April	-28,6	-30,2	-26,7	-41,1	-18,6	-13,3	-31,0	-37,2	-19,3	2,1	-32,2	-47,8	-79,6
Mai	-20,4	-21,6	-19,6	-28,0	-14,7	-10,3	-10,5	-28,4	-2,6	5,9	-5,9	-27,0	-48,6
Juni	-12,3	-12,9	-13,1	-15,9	-7,7	-7,6	-5,9	-13,9	1,3	1,1	3,7	-14,2	-27,9
Juli	.	.	.	.	.	.	.	.	0,4	1,5	0,5	-10,8	.
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2020 Febr.	-0,1	0,0	0,8	-2,2	0,4	0,2	-0,8	-1,3	0,7	2,5	-0,3	-1,4	1,3
März	-11,8	-12,8	-11,7	-18,0	-5,7	-3,3	-15,0	-14,7	-10,4	5,3	-20,0	-26,3	-57,4
April	-18,0	-19,5	-16,8	-26,3	-13,1	-5,9	-18,2	-24,2	-12,0	-5,8	-16,6	-28,6	-45,7
Mai	12,3	13,4	9,7	26,0	6,1	3,0	29,4	11,9	20,6	2,8	38,6	38,2	139,9
Juni	9,1	10,0	6,7	14,2	5,6	2,6	4,0	20,1	5,3	-3,2	11,8	19,3	41,0
Juli	.	.	.	.	.	.	.	.	-1,3	0,0	-2,9	4,3	.

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	100,0	-8,1	74,6	-8,8	3,4	-3,0	6,6	88,0	47,2	45,1	43,9	44,2
Q2	69,4	-27,2	70,2	-18,5	-14,9	-26,4	-39,2	85,6	40,1	34,2	30,3	31,3
2020 März	94,1	-11,2	-	-11,6	-1,0	-8,6	-2,3	-	44,5	38,5	26,4	29,7
April	64,9	-32,5	68,3	-22,0	-16,1	-30,1	-38,6	85,7	33,4	18,1	12,0	13,6
Mai	67,5	-27,5	-	-18,8	-17,5	-29,8	-43,6	-	39,4	35,6	30,5	31,9
Juni	75,8	-21,6	-	-14,7	-11,3	-19,4	-35,5	-	47,4	48,9	48,3	48,5
Juli	82,4	-16,2	72,1	-15,0	-11,4	-15,1	-26,2	85,6	51,8	55,3	54,7	54,9
Aug.	87,7	-12,7	-	-14,7	-11,8	-10,5	-17,2	-	51,7	55,6	50,5	51,9

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

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto)	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen ²⁾	Immobilienvermögen	Gewinnquote ³⁾	Sparquote (netto)	Schuldenquote ⁴⁾	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens ¹⁾		Veränderung gegen Vorjahr in %					In % der Nettowertschöpfung	In % des BIP	Veränderung gegen Vorjahr in %			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2017	12,1	93,9	1,5	2,3	5,1	4,7	4,7	34,1	7,3	77,5	4,6	8,7	3,1
2018	12,5	93,5	1,8	2,0	6,8	2,5	4,5	34,3	6,0	77,5	2,2	6,9	1,5
2019	13,2	93,8	1,9	2,6	4,8	5,4	3,6	33,6	6,3	77,5	2,2	4,0	1,7
2019 Q2	13,1	93,3	2,4	2,4	4,7	4,0	3,9	33,9	6,1	78,2	1,5	18,6	1,2
Q3	13,3	93,4	2,4	2,5	4,1	4,5	3,6	33,7	6,2	79,0	1,7	-0,8	1,3
Q4	13,2	93,8	0,8	2,6	3,1	5,4	3,6	33,6	6,3	77,5	2,2	-6,9	1,7
2020 Q1	14,1	93,6	0,6	2,7	-1,7	2,8	4,0	32,6	5,2	79,0	2,1	1,7	1,8

Quellen: EZB und Eurostat.

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

3 Konjunktorentwicklung

3.8 Zahlungsbilanz des Euroraums – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz ¹⁾	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019 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
Q2	860,7	814,9	45,9	473,3	414,0	194,0	181,4	166,2	151,9	27,3	67,6	10,7	8,7
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	275,8	261,8	13,9	144,9	131,4	63,1	58,9	58,2	50,3	9,5	21,3	4,0	3,6
Mai	283,8	272,5	11,3	157,0	136,4	64,6	60,5	53,8	49,0	8,4	26,6	3,4	2,3
Juni	301,2	280,5	20,7	171,4	146,2	66,3	62,0	54,1	52,6	9,4	19,7	3,3	2,8
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2020 Juni	4 089,0	3 822,2	266,8	2 272,5	1 951,5	939,8	909,2	762,5	697,7	114,1	263,7	47,7	46,0
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2020 Juni	35,5	33,2	2,3	19,7	16,9	8,2	7,9	6,6	6,1	1,0	2,3	0,4	0,4

1) Nicht saisonbereinigt.

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

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)						
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Zusammen			Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:				
			Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
<i>Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>														
2019 Q3	3,3	0,5	586,5	279,3	117,9	177,9	489,1	531,7	298,3	88,0	137,3	388,2	60,2	
Q4	2,2	-2,1	591,9	276,5	125,1	179,0	496,6	525,7	291,3	86,4	138,5	385,2	60,7	
2020 Q1	-1,7	-4,2	577,3	275,1	115,3	175,5	480,4	506,8	283,4	82,3	133,5	369,7	56,7	
Q2	-23,5	-21,7	447,9	.	.	.	369,4	421,3	.	.	.	317,8	.	
2020 Jan.	0,2	-0,6	196,8	93,5	39,0	60,1	164,7	177,7	100,1	28,7	46,1	129,0	22,3	
Febr.	1,2	-1,7	198,2	93,1	41,0	61,0	166,3	172,8	97,1	27,0	46,1	126,8	20,0	
März	-6,0	-10,2	182,3	88,5	35,3	54,4	149,4	156,3	86,3	26,5	41,3	113,9	14,4	
April	-30,0	-25,4	136,1	69,4	26,3	37,4	109,6	135,1	72,1	24,6	36,0	99,5	7,8	
Mai	-29,9	-26,8	147,7	71,7	28,6	44,3	123,3	139,1	71,6	25,2	39,7	106,8	7,8	
Juni	-10,0	-12,3	164,2	.	.	.	136,5	147,0	.	.	.	111,5	.	
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>														
2019 Q3	1,0	1,5	106,9	109,4	103,4	106,3	106,2	109,9	108,5	111,4	113,2	112,0	96,7	
Q4	0,0	-1,8	107,2	108,4	108,3	105,8	107,1	107,4	105,5	105,6	112,9	109,9	96,4	
2020 Q1	-4,1	-5,0	103,6	106,7	100,0	102,3	102,3	103,7	103,4	99,7	108,4	104,7	98,9	
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2019 Dez.	2,1	-0,9	106,3	107,7	106,6	104,1	105,6	105,7	104,2	101,1	111,2	107,7	99,2	
2020 Jan.	-2,8	-3,6	105,5	107,7	101,3	105,2	105,0	107,1	106,2	105,4	111,4	109,3	102,0	
Febr.	-1,3	-2,1	106,9	108,1	107,3	106,9	106,6	106,8	106,3	100,2	113,4	109,2	101,1	
März	-7,8	-9,1	98,5	104,2	91,3	94,8	95,3	97,3	97,7	93,5	100,4	95,7	93,6	
April	-30,0	-20,3	74,5	82,4	67,6	67,0	70,4	88,2	88,4	87,9	88,4	84,6	82,9	
Mai	-29,5	-21,3	81,1	85,4	75,5	78,9	79,4	91,6	88,7	92,5	97,2	91,6	79,6	

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 Verbraucherpreisindex¹⁾

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) ²⁾							Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt			Waren	Dienst- leistungen	Insgesamt	Ver- arbeitete Nahrungs- mittel	Unver- arbeitete Nahrungs- mittel	Industrie- erzeugnis- se ohne Energie	Energie (nicht saison- bereinigt)	Dienst- leistungen	HVPI insgesamt ohne ad- ministrierte Preise	Adminis- trierte Preise
		Insgesamt ohne Energie und Nahrungs- mittel												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
Gewichte in % (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	0,2	0,5	1,7	0,2	-1,5	0,4	0,9	1,6	
Q4	105,3	1,0	1,2	0,4	1,7	0,3	0,4	0,0	0,1	0,2	0,4	1,0	1,2	
2020 Q1	104,7	1,1	1,1	0,8	1,5	0,1	0,6	1,2	0,1	-1,3	0,1	1,2	0,8	
Q2	105,5	0,2	0,9	-0,6	1,2	-0,4	0,8	3,6	-0,1	-7,9	0,3	0,2	0,5	
2020 März	105,1	0,7	1,0	0,3	1,3	-0,3	0,3	-0,1	0,0	-3,3	0,0	0,8	0,7	
April	105,4	0,3	0,9	-0,4	1,2	-0,2	0,3	3,7	-0,1	-4,8	0,2	0,3	0,6	
Mai	105,3	0,1	0,9	-0,9	1,3	-0,1	0,2	-0,3	0,0	-1,7	0,1	0,0	0,6	
Juni	105,7	0,3	0,8	-0,5	1,2	0,2	0,1	-0,2	0,0	1,7	0,1	0,2	0,4	
Juli	105,3	0,4	1,2	-0,1	0,9	0,2	-0,4	-1,9	1,5	0,5	-0,2	0,4	0,4	
Aug. ³⁾	104,9	-0,2	0,4	.	0,7	-0,4	0,1	0,2	-1,6	0,0	0,0	.	.	

	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	2,3	6,7	-2,7	0,2	-10,3	1,4	1,3	1,1	0,1	1,2	1,5
2020 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	3,2	2,3	6,0	-2,4	0,2	-9,3	1,4	1,3	1,1	0,3	1,2	1,5
Juli	2,0	1,6	3,1	-1,2	1,6	-8,4	1,3	1,2	0,2	-0,6	0,9	1,5
Aug. ³⁾	1,7	1,6	2,3	.	-0,1	-7,8	.	.	.	.	.	.

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 ¹⁾										Bauge- werbe ²⁾	Preise für Wohn- immobilien ³⁾	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien ³⁾
	Insge- samt (Index: 2015 = 100)	Insgesamt		Industrie ohne Baugewerbe und Energie						Energie			
		Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorlei- stungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter							
						Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nahr- ungs- mittel					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,9	0,2	5,6	2,0	4,4	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 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	-1,5	0,0	0,4	-1,4	1,2	2,3	3,4	0,6	-7,3	1,4	4,9	.
Q2	100,2	-4,4	-3,0	-0,4	-2,6	1,0	1,1	1,5	0,6	-15,5	.	.	.
2020 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	1,1	2,3	3,5	0,6	-11,1	-	-	-
April	100,4	-4,5	-3,1	-0,3	-2,6	1,1	1,7	2,5	0,6	-16,5	-	-	-
Mai	99,8	-5,0	-3,5	-0,6	-2,9	0,9	1,0	1,3	0,5	-17,2	-	-	-
Juni	100,5	-3,7	-2,3	-0,5	-2,5	1,1	0,7	0,8	0,6	-12,8	-	-	-
Juli	101,1	-3,3	-2,1	-0,4	-2,0	0,9	0,6	0,5	0,7	-11,6	-	-	-

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

1) Nur Inlandsabsatz.

2) Baukostenindex für Wohngebäude.

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

4.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

	BIP-Deflatoren						Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)							
	Insge- samt (saison- berei- nigt; Index: 2015 = 100)	Insge- samt	Inländische Verwendung					Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	Importgewichtet ²⁾			Nach Verwendung gewichtet ²⁾		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Ins- gesamt	Nahr- ungs- mittel	Ohne Nahr- ungs- mittel	Ins- gesamt	Nahr- ungs- mittel	Ohne Nahr- ungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2017	102,0	1,1	1,5	1,3	1,6	1,7	1,9	2,8	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	103,4	1,4	1,7	1,5	1,8	1,9	1,4	2,2	60,4	-0,7	-5,8	4,3	-0,1	-5,3	5,7
2019	105,2	1,7	1,5	1,2	1,7	2,2	0,7	0,2	57,2	1,6	3,7	-0,1	2,6	7,5	-2,3
2019 Q3	105,3	1,8	1,3	1,0	1,7	2,2	0,2	-1,0	55,7	1,8	3,7	0,2	1,7	6,5	-3,1
Q4	106,0	1,8	1,2	1,1	1,6	1,7	0,4	-0,8	56,5	3,7	8,6	-0,6	5,1	13,7	-3,6
2020 Q1	106,6	1,9	1,4	1,2	2,6	2,1	0,0	-1,3	45,9	1,9	7,6	-3,1	1,4	7,5	-4,9
Q2	107,6	2,4	1,4	0,7	4,5	1,7	-1,8	-4,4	28,5	-2,6	3,7	-8,1	-4,8	-0,9	-9,2
2020 März	-	-	-	-	-	-	-	-	29,7	-3,2	3,9	-9,4	-4,3	1,4	-10,4
April	-	-	-	-	-	-	-	-	21,5	-4,5	4,2	-12,1	-7,3	-2,0	-13,0
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	28,4	-1,4	5,5	-7,5	-3,5	1,3	-8,7
Juni	-	-	-	-	-	-	-	-	35,5	-1,8	1,3	-4,6	-3,7	-2,0	-5,7
Juli	-	-	-	-	-	-	-	-	37,3	-2,3	-1,4	-3,2	-5,0	-5,7	-4,2
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	37,4	.	.	.	.	.	.

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	3,9	13,3	45,6	54,7	48,0	49,7
Q2	-6,8	-3,7	-7,5	-11,7	11,0	44,2	48,1	46,1	43,3
2020 März	-0,3	3,9	2,8	-1,1	10,6	44,2	49,7	47,2	45,3
April	-7,5	-8,0	-9,9	-12,9	5,9	44,6	44,5	45,8	40,2
Mai	-8,6	-3,1	-8,8	-11,3	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
Juli	-1,1	-0,6	-0,1	-9,9	12,7	47,5	52,5	49,0	47,8
Aug.	-2,1	0,7	-1,2	-7,7	13,9	50,1	53,4	49,4	48,2

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

4.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2016 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste ¹⁾
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2018)	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
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 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
Q2	.	.	.	.	.	.	1,7

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

4 Preise und Kosten

4.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

	Insgesamt (Index: 2015=100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen									
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und Versorgungswirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaft- liche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Lohnstückkosten												
2017	106,3	0,7	0,1	-0,7	0,6	0,6	-0,9	-1,7	4,2	1,3	1,9	1,1
2018	108,3	1,9	1,5	1,8	1,5	1,4	0,3	0,4	4,7	2,4	2,3	2,6
2019	110,3	1,9	-0,8	3,4	1,0	1,6	1,1	-0,5	2,5	1,1	2,5	1,7
2019 Q3	110,6	1,7	-1,8	3,6	0,7	1,5	0,9	-0,9	2,3	0,9	2,4	0,9
Q4	110,9	1,6	-0,2	2,5	1,3	1,4	0,2	-0,6	-0,2	1,5	2,7	1,9
2020 Q1	114,1	4,4	-2,1	4,5	2,5	5,7	2,7	-1,3	1,9	4,7	5,2	6,9
Q2	119,6	8,6	-0,6	10,2	7,0	13,3	2,8	-1,0	-3,9	11,2	10,8	21,0
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2017	111,4	1,7	1,1	1,6	1,6	1,5	2,0	1,1	3,3	2,6	1,9	1,7
2018	113,8	2,2	1,4	1,9	1,8	2,1	2,6	2,2	4,2	2,8	2,0	3,0
2019	116,0	1,9	1,3	1,5	1,8	2,1	1,7	2,0	2,8	1,3	2,2	2,7
2019 Q3	116,6	2,0	0,7	2,0	1,7	2,3	1,8	1,7	3,0	1,3	2,1	2,3
Q4	116,7	1,6	2,0	0,8	1,2	1,6	1,3	1,5	1,4	1,1	2,3	2,5
2020 Q1	115,9	0,6	0,8	-0,5	-1,9	-1,0	1,9	-0,4	2,5	1,2	2,4	0,4
Q2	110,4	-4,6	1,5	-8,0	-8,4	-10,4	-2,2	-0,9	-4,0	-6,3	1,0	-6,7
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2017	104,8	1,0	0,9	2,3	1,0	0,9	2,9	2,8	-0,9	1,4	0,0	0,6
2018	105,1	0,3	-0,1	0,1	0,3	0,7	2,4	1,8	-0,5	0,4	-0,2	0,3
2019	105,1	0,0	2,0	-1,8	0,7	0,5	0,6	2,4	0,3	0,2	-0,4	1,1
2019 Q3	105,4	0,3	2,6	-1,5	1,0	0,8	0,9	2,6	0,7	0,5	-0,3	1,4
Q4	105,2	-0,1	2,2	-1,7	-0,1	0,2	1,1	2,1	1,6	-0,4	-0,4	0,6
2020 Q1	101,6	-3,6	2,9	-4,8	-4,2	-6,3	-0,8	1,0	0,7	-3,3	-2,6	-6,1
Q2	92,3	-12,2	2,1	-16,5	-14,4	-20,9	-4,9	0,1	-0,1	-15,7	-8,9	-22,9
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2017	113,4	2,1	1,3	1,9	1,7	1,9	2,1	1,8	3,3	2,6	2,5	2,3
2018	115,9	2,2	0,9	2,0	1,2	2,2	2,8	2,4	3,4	2,8	2,0	2,7
2019	118,1	1,9	0,8	2,0	2,2	2,2	2,5	1,5	2,8	1,3	1,7	2,8
2019 Q3	118,2	2,0	0,9	2,4	2,3	2,3	2,5	0,9	2,4	1,3	1,5	2,4
Q4	118,6	1,8	1,3	1,6	2,3	1,8	2,4	1,2	0,7	1,1	2,1	2,5
2020 Q1	121,7	4,2	3,0	3,2	2,9	4,3	3,7	1,8	5,7	3,4	4,5	8,1
Q2	128,1	9,0	5,4	6,2	7,4	12,7	4,5	4,4	6,3	6,1	6,5	15,0
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2017	107,2	1,5	1,5	2,7	1,2	1,5	3,1	3,4	-0,6	1,6	0,6	1,2
2018	107,6	0,4	-0,9	0,3	0,0	1,0	2,7	2,0	-1,2	0,4	-0,3	0,3
2019	107,7	0,2	1,6	-1,4	1,1	0,8	1,5	2,2	0,5	0,3	-0,7	1,0
2019 Q3	107,6	0,4	2,4	-1,2	1,6	1,1	1,8	2,1	0,2	0,7	-0,8	1,5
Q4	107,6	0,2	1,4	-1,0	0,9	0,5	2,0	2,0	0,6	-0,3	-0,5	0,4
2020 Q1	108,0	0,5	3,3	-0,9	1,6	-0,3	1,1	3,5	5,6	-0,7	-0,5	1,9
Q2	109,3	1,7	5,0	-2,9	3,1	2,0	0,2	3,3	10,0	-3,1	-3,4	-3,6

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

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

	M3											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	7	8	9	10	11	12
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte								Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren
1	2	3	4	5	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	1 220,0	7 724,2	8 944,2	1 069,5	2 363,8	3 433,4	12 377,5	78,5	531,6	7,9	618,0	12 995,6
2019 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	1 220,0	7 724,2	8 944,2	1 069,5	2 363,8	3 433,4	12 377,5	78,5	531,6	7,9	618,0	12 995,6
2020 Q1	1 261,8	8 075,3	9 337,1	1 077,5	2 361,4	3 439,0	12 776,1	109,9	533,5	56,5	700,0	13 476,0
Q2	1 304,5	8 401,0	9 705,5	1 076,0	2 403,1	3 479,1	13 184,5	96,4	584,6	16,7	697,7	13 882,3
2020 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	26,0	662,2	13 149,8
März	1 261,8	8 075,3	9 337,1	1 077,5	2 361,4	3 439,0	12 776,1	109,9	533,5	56,5	700,0	13 476,0
April	1 276,8	8 229,6	9 506,5	1 071,0	2 376,7	3 447,7	12 954,2	94,9	546,6	37,7	679,3	13 633,4
Mai	1 296,5	8 334,7	9 631,3	1 095,1	2 389,1	3 484,2	13 115,4	96,6	556,9	26,8	680,2	13 795,6
Juni	1 304,5	8 401,0	9 705,5	1 076,0	2 403,1	3 479,1	13 184,5	96,4	584,6	16,7	697,7	13 882,3
Juli ^(a)	1 311,1	8 473,0	9 784,1	1 082,7	2 409,4	3 492,0	13 276,1	109,5	607,5	10,3	727,3	14 003,4
	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	56,7	603,1	659,8	-60,0	62,8	2,7	662,5	4,1	-1,8	-57,6	-55,3	607,2
2019 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	15,9	122,8	138,8	-38,0	8,1	-29,9	108,8	4,5	-16,0	-9,5	-21,1	87,8
2020 Q1	41,8	346,6	388,3	6,1	-2,5	3,7	392,0	31,1	2,0	46,7	79,8	471,7
Q2	42,7	322,7	365,4	0,4	42,1	42,5	407,8	-12,9	51,1	-40,7	-2,4	405,4
2020 Febr.	7,9	81,9	89,8	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	12,8	1,7	14,5	289,5	25,0	-17,6	28,7	36,1	325,6
April	15,1	151,4	166,5	-7,8	15,2	7,4	173,9	-15,4	13,2	-18,5	-20,7	153,2
Mai	19,7	103,3	123,0	26,7	12,8	39,5	162,5	2,4	10,3	-11,7	1,0	163,5
Juni	7,9	67,9	75,9	-18,5	14,0	-4,4	71,4	0,1	27,7	-10,4	17,4	88,8
Juli ^(a)	6,6	151,5	158,1	11,7	6,5	18,1	176,2	14,1	22,9	-4,3	32,8	209,0
	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	4,9	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-86,7	-8,2	4,9
2019 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	4,9	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	-3,7	1,8	0,0	7,4	47,5	2,0	51,5	9,8	7,5
Q2	9,7	13,1	12,6	-3,3	2,7	0,8	9,2	29,4	11,1	-54,1	9,2	9,2
2020 Febr.	5,4	8,6	8,1	-5,6	2,0	-0,4	5,6	17,6	6,0	-47,4	2,5	5,5
März	7,0	10,9	10,4	-3,7	1,8	0,0	7,4	47,5	2,0	51,5	9,8	7,5
April	8,0	12,5	11,9	-5,2	2,1	-0,3	8,3	28,2	3,8	2,0	6,2	8,2
Mai	9,3	13,0	12,5	-2,5	2,3	0,7	9,1	35,9	5,8	-34,2	6,3	9,0
Juni	9,7	13,1	12,6	-3,3	2,7	0,8	9,2	29,4	11,1	-54,1	9,2	9,2
Juli ^(a)	9,8	14,1	13,5	-1,5	2,7	1,4	10,1	46,2	13,4	-64,3	12,8	10,2

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.2 In M3 enthaltene Einlagen¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ²⁾	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte ⁴⁾
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte				11	12	13
Bestände													
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 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	1 151,7	226,4	475,3
Q2	2 867,6	2 392,7	320,1	148,6	6,2	7 349,8	4 681,9	462,7	2 204,3	0,9	1 067,8	225,3	466,0
2020 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	1 151,7	226,4	475,3
April	2 715,5	2 277,9	284,8	146,5	6,3	7 242,1	4 596,8	467,1	2 177,4	0,8	1 120,1	229,8	464,8
Mai	2 824,5	2 355,8	316,8	147,2	4,7	7 299,7	4 642,9	464,8	2 191,1	1,0	1 100,8	231,1	459,4
Juni	2 867,6	2 392,7	320,1	148,6	6,2	7 349,8	4 681,9	462,7	2 204,3	0,9	1 067,8	225,3	466,0
Juli ^(a)	2 919,1	2 433,7	333,1	147,1	5,2	7 400,2	4 729,7	456,1	2 213,3	1,1	1 037,8	243,5	473,8
Transaktionsbedingte Veränderungen													
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	1,7	-0,5	394,5	358,4	-25,7	62,4	-0,5	29,1	10,2	30,1
2019 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	76,8	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	112,1	11,7	7,4
Q2	260,4	203,1	57,7	1,1	-1,5	190,4	152,7	-9,0	46,5	0,3	-88,7	-0,6	-9,2
2020 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	9,6	-2,7	2,3	74,9	77,8	-10,4	7,7	-0,2	100,6	11,1	-0,4
April	104,6	86,0	21,0	-1,0	-1,4	80,2	66,0	-5,1	19,1	0,2	-34,4	3,5	-10,5
Mai	112,3	80,2	33,0	0,7	-1,5	59,1	46,7	-1,9	14,2	0,1	-22,4	1,6	-5,4
Juni	43,5	36,9	3,7	1,4	1,5	51,1	40,0	-2,0	13,2	-0,1	-32,0	-5,7	6,7
Juli ^(a)	59,2	46,3	15,2	-1,5	-0,8	53,1	49,6	-5,8	9,1	0,2	44,5	19,0	7,9
Wachstumsraten													
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 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	16,8	5,9	2,9
Q2	19,1	20,5	21,2	-1,7	-13,5	7,4	11,2	-9,3	3,7	-48,3	4,5	3,7	0,9
2020 Febr.	6,5	9,0	-7,6	1,1	-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	16,8	5,9	2,9
April	13,7	16,1	5,5	-2,2	-11,6	6,7	10,6	-9,1	2,9	-48,2	12,2	8,0	1,0
Mai	17,7	19,2	18,3	-2,0	-31,8	7,0	10,9	-9,2	3,2	-37,5	9,6	7,1	-0,2
Juni	19,1	20,5	21,2	-1,7	-13,5	7,4	11,2	-9,3	3,7	-48,3	4,5	3,7	0,9
Juli ^(a)	20,4	21,4	27,2	-2,8	-15,8	7,4	11,3	-10,2	3,8	-40,1	9,2	10,4	3,2

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum¹⁾

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt	Bereinigte Kredite ²⁾	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen ³⁾			An Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bestände												
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	4 652,5	984,4	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 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	4 652,5	984,4	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	4 775,0	1 006,9	3 756,3	14 046,9	11 688,3	12 063,7	4 601,8	5 966,5	958,5	161,5	1 558,2	800,3
Q2	5 300,8	1 005,8	4 283,3	14 245,5	11 783,1	12 165,5	4 717,7	5 993,9	917,8	153,7	1 644,2	818,2
2020 Febr.	4 672,1	993,0	3 667,3	13 942,3	11 531,5	11 897,5	4 488,9	5 983,3	909,1	150,1	1 565,3	845,5
März	4 775,0	1 006,9	3 756,3	14 046,9	11 688,3	12 063,7	4 601,8	5 966,5	958,5	161,5	1 558,2	800,3
April	4 962,3	1 015,5	3 935,0	14 122,9	11 728,0	12 103,9	4 670,7	5 960,9	939,7	156,8	1 609,0	785,9
Mai	5 131,2	1 017,5	4 101,9	14 225,1	11 805,1	12 179,2	4 719,2	5 981,8	949,7	154,4	1 627,1	793,0
Juni	5 300,8	1 005,8	4 283,3	14 245,5	11 783,1	12 165,5	4 717,7	5 993,9	917,8	153,7	1 644,2	818,2
Juli ⁴⁾	5 589,1	1 003,6	4 573,7	14 126,8	11 813,4	12 183,2	4 729,6	6 015,7	914,0	154,1	1 496,8	816,6
Transaktionsbedingte Veränderungen												
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	199,9	42,5	21,2	30,6	43,8
2019 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	78,5	104,6	2,8	60,2	9,1	6,5	-7,8	19,5
2020 Q1	134,0	21,9	112,2	228,6	246,0	238,3	135,7	41,8	59,6	8,8	15,0	-32,3
Q2	506,4	-1,7	508,0	194,8	102,5	110,3	123,1	33,0	-45,9	-7,7	80,8	11,5
2020 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	136,3	13,8	122,5	143,5	167,1	176,9	118,6	-11,6	48,7	11,4	8,9	-32,6
April	194,0	8,3	185,6	68,4	38,2	38,0	71,6	-5,3	-23,5	-4,7	46,7	-16,4
Mai	159,0	1,6	157,5	103,8	79,1	76,9	51,4	22,1	7,9	-2,4	19,2	5,6
Juni	153,4	-11,5	164,9	22,6	-14,8	-4,6	0,0	16,2	-30,4	-0,6	14,9	22,4
Juli ⁴⁾	96,6	-2,1	98,7	75,0	47,7	37,7	21,6	24,4	1,1	0,6	26,7	0,7
Wachstumsraten												
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 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	11,4	20,7	3,0	-0,6
Q2	13,6	0,4	17,3	4,7	4,7	4,8	6,5	3,2	4,1	16,3	7,1	0,7
2020 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	11,4	20,7	3,0	-0,6
April	6,2	1,5	7,5	4,4	4,7	4,9	6,0	3,0	7,7	21,2	6,3	-3,4
Mai	9,8	1,1	12,2	4,9	5,2	5,3	6,7	3,3	8,5	20,9	6,8	-2,4
Juni	13,6	0,4	17,3	4,7	4,7	4,8	6,5	3,2	4,1	16,3	7,1	0,7
Juli ⁴⁾	15,5	0,2	19,8	5,0	4,7	4,7	6,5	3,3	4,0	14,8	9,3	0,4

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 Euroraum¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾				Private Haushalte ³⁾					
	Insgesamt	Bereinigte Kredite ⁴⁾	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite	
	1					2				3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
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 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	1 002,0	915,8	2 683,9	5 966,5	6 254,2	715,5	4 566,5	684,5
Q2	4 717,7	4 827,0	957,9	991,5	2 768,3	5 993,9	6 277,6	700,6	4 602,9	690,3
2020 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	1 002,0	915,8	2 683,9	5 966,5	6 254,2	715,5	4 566,5	684,5
April	4 670,7	4 775,2	988,4	961,2	2 721,1	5 960,9	6 247,1	701,0	4 574,6	685,3
Mai	4 719,2	4 822,8	958,1	997,9	2 763,2	5 981,8	6 265,1	698,6	4 593,9	689,3
Juni	4 717,7	4 827,0	957,9	991,5	2 768,3	5 993,9	6 277,6	700,6	4 602,9	690,3
Juli ⁽⁶⁾	4 729,6	4 831,4	950,7	997,9	2 781,1	6 015,7	6 292,4	703,2	4 620,5	692,0
Transaktionsbedingte Veränderungen										
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	199,9	217,2	40,7	168,7	-9,4
2019 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	135,7	135,2	28,9	43,4	63,3	41,8	37,6	-2,9	45,9	-1,1
Q2	123,1	130,4	-38,0	80,8	80,3	33,0	30,0	-13,2	36,8	9,4
2020 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	48,0	36,1	34,6	-11,6	-4,3	-11,9	3,5	-3,1
April	71,6	72,8	-13,4	47,0	38,0	-5,3	-6,1	-14,2	7,0	1,9
Mai	51,4	50,5	-28,4	39,1	40,8	22,1	18,8	-2,1	19,7	4,6
Juni	0,0	7,2	3,9	-5,3	1,5	16,2	17,3	3,2	10,1	3,0
Juli ⁽⁶⁾	21,6	15,9	-6,0	10,2	17,4	24,4	18,4	3,0	18,8	2,6
Wachstumsraten										
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 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
Q2	6,5	7,1	-1,1	16,1	6,2	3,2	3,0	0,2	4,1	0,4
2020 Febr.	2,4	3,0	-2,1	5,0	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	-0,8
Mai	6,7	7,3	-1,5	17,5	6,3	3,3	3,0	0,3	4,2	0,1
Juni	6,5	7,1	-1,1	16,1	6,2	3,2	3,0	0,2	4,1	0,4
Juli ⁽⁶⁾	6,5	7,0	-2,2	16,5	6,4	3,3	3,0	0,2	4,2	0,9

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände ²⁾	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen		
								Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Bestände										
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	1 459,9	429,9	178,9	187,2
2019 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	1 459,9	429,9	178,9	187,2
2020 Q1	413,2	7 036,8	1 935,5	47,2	2 121,7	2 932,4	1 573,5	530,7	183,7	196,5
Q2	676,1	7 039,4	1 931,4	43,9	2 080,5	2 983,7	1 555,9	495,6	158,3	173,7
2020 Febr.	417,1	7 130,4	1 942,5	48,2	2 162,2	2 977,4	1 613,8	469,2	177,9	191,2
März	413,2	7 036,8	1 935,5	47,2	2 121,7	2 932,4	1 573,5	530,7	183,7	196,5
April	521,0	7 059,6	1 930,3	46,1	2 125,7	2 957,4	1 568,2	560,6	187,6	203,3
Mai	598,8	7 046,5	1 934,1	45,1	2 101,8	2 965,4	1 543,7	540,8	196,5	211,4
Juni	676,1	7 039,4	1 931,4	43,9	2 080,5	2 983,7	1 555,9	495,6	158,3	173,7
Juli ^(p)	756,4	7 041,6	1 931,5	43,7	2 046,7	3 019,8	1 529,3	556,1	159,8	172,6
Transaktionsbedingte Veränderungen										
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	106,9	-5,3	-3,3	27,5	88,1	310,1	11,1	-2,7	-2,5
2019 Q3	14,6	12,7	-14,6	-1,0	4,8	23,6	93,5	15,8	6,9	7,4
Q4	-37,5	4,3	-1,4	-3,7	-14,3	23,7	-1,0	-29,4	-5,3	-10,9
2020 Q1	63,2	-47,7	-8,9	-2,9	-45,2	9,3	74,3	50,2	4,7	9,3
Q2	263,0	-4,7	-2,3	-3,3	-16,0	16,9	-47,6	10,2	-25,4	-22,8
2020 Febr.	45,0	0,5	-6,8	-0,6	-5,0	12,8	58,2	41,6	6,8	9,0
März	-3,9	-40,8	0,5	-1,0	-42,7	2,4	-27,2	28,2	5,8	5,3
April	107,9	-19,3	-6,0	-1,0	-1,1	-11,1	-62,5	41,9	4,0	6,8
Mai	77,8	16,4	5,7	-1,0	-8,1	19,6	1,8	-7,0	8,9	8,1
Juni	77,4	-1,8	-2,0	-1,2	-6,8	8,3	13,2	-24,7	-38,2	-37,6
Juli ^(p)	17,3	-9,4	-2,1	-0,2	-9,0	1,9	-33,4	78,6	1,5	-1,1
Wachstumsraten										
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	-6,0	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2019 Q3	-3,2	1,8	-0,3	-0,7	2,2	3,1	-	-	6,9	11,0
Q4	-7,4	1,6	-0,3	-6,0	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020 Q1	11,9	0,2	-0,1	-11,1	-2,5	2,8	-	-	-0,3	0,6
Q2	81,3	-0,5	-1,4	-19,6	-3,3	2,5	-	-	-10,9	-9,2
2020 Febr.	4,2	0,9	-0,3	-9,1	-0,7	3,0	-	-	-7,6	-6,9
März	11,9	0,2	-0,1	-11,1	-2,5	2,8	-	-	-0,3	0,6
April	42,3	0,0	-0,4	-13,4	-2,2	2,1	-	-	-6,6	-4,9
Mai	63,1	0,1	0,0	-15,9	-2,6	2,5	-	-	-0,3	0,2
Juni	81,3	-0,5	-1,4	-19,6	-3,3	2,5	-	-	-10,9	-9,2
Juli ^(p)	85,6	-0,6	-0,1	-20,2	-4,1	2,2	-	-	-16,6	-16,3

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: Primärsalden
	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 Q2	-0,7	.	.	.	.	1,1
Q3	-0,8	.	.	.	.	0,9
Q4	-0,6	.	.	.	.	1,0
2020 Q1	-1,0	.	.	.	.	0,6

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

6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Einnahmen						Ausgaben						Vermögens- wirksame Ausgaben
	Insgesamt	Laufende Einnahmen			Ver- mögens- wirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende Ausgaben				Vermögens- wirksame Ausgaben		
		Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial- beiträge			Arbeitnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Sozial- ausgaben			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	46,2	45,7	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 Q2	46,4	46,0	12,9	13,1	15,1	0,5	47,1	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	43,4	9,9	5,3	1,7	22,5	3,8
Q4	46,5	46,0	13,0	13,1	15,1	0,4	47,1	43,4	9,9	5,3	1,6	22,5	3,7
2020 Q1	46,6	46,1	13,1	13,0	15,1	0,5	47,6	43,9	10,0	5,4	1,6	22,9	3,8

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

6.3 Verschuldung

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

	Insgesamt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld- verschrei- bungen	Gebietsansässige MFIs	Gebiets- fremde	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder Euro- Vorgänger- währungen	Andere Währungen	
														1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2016	90,0	3,3	15,7	71,0	47,5	30,9	42,5	9,4	80,7	17,9	29,8	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	41,3	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 Q2	86,2	3,1	13,4	69,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	85,9	3,2	13,3	69,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	84,1	3,0	13,1	68,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020 Q1	86,3	3,1	13,4	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren¹⁾

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Veränderung der Schuldenquote ²⁾	Primär-saldo	Deficit-Debt-Adjustments								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 Q2	-1,0	-1,1	0,8	0,7	0,7	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,8	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	0,1	-0,9	0,9
2020 Q1	-0,1	-0,6	0,5	0,7	0,5	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,1	1,8

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

1) Die zwischenstaatliche Kreditgewährung im Zuge der Finanzkrise ist konsolidiert (Ausnahme: Quartalswerte zu den Deficit-Debt-Adjustments).

2) Differenz zwischen der Schuldenquote am Ende des Berichtszeitraums und dem Stand zwölf Monate zuvor.

6.5 Staatliche Schuldverschreibungen¹⁾

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

	Schuldendienst – Fälligkeit bis zu 1 Jahr ²⁾					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren ³⁾	Nominale Durchschnittsrenditen ⁴⁾						
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände					Transaktionen	
		Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung		Emission	Tilgung
										Laufzeit von bis zu 1 Jahr			
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	0,3	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1
2019 Q2	12,5	11,0	3,6	1,4	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	1,4	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,3	1,0
Q4	12,2	10,8	3,6	1,4	0,3	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1
2020 Q1	12,3	11,0	4,1	1,3	0,3	7,5	2,0	1,2	-0,2	2,4	1,9	0,1	1,0
2020 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	1,9	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	14,1	12,7	4,2	1,4	0,4	7,4	2,0	1,2	-0,2	2,4	2,1	0,1	1,1
Juni	14,7	13,3	4,7	1,4	0,4	7,5	2,0	1,1	-0,2	2,3	2,0	0,1	0,9
Juli	14,5	13,2	4,6	1,4	0,4	7,5	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,0	0,1	1,0

Quelle: EZB.

1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilsektoren des Staates.

2) Ohne Berücksichtigung künftiger Zahlungen für noch nicht ausstehende Schuldverschreibungen und vorzeitiger Tilgungen.

3) Restlaufzeit am Ende des Berichtszeitraums.

4) Bestände am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen als Durchschnittswert der Zwölfmonatszeiträume.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den Ländern des Euroraums

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

	Belgien 1	Deutschland 2	Estland 3	Irland 4	Griechenland 5	Spanien 6	Frankreich 7	Italien 8	Zypern 9	
Finanzierungssaldo										
2016	-2,4	1,2	-0,5	-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 Q2	-1,6	1,7	-0,9	0,4	0,6	-2,8	-2,9	-2,2	-4,9	
Q3	-1,8	1,4	-1,0	0,5	0,6	-2,7	-3,2	-2,0	2,2	
Q4	-1,9	1,5	-0,3	0,4	1,5	-2,8	-3,0	-1,6	1,7	
2020 Q1	-2,7	1,3	-1,3	0,0	1,0	-3,3	-3,5	-2,4	2,2	
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 Q2	102,4	61,1	9,1	63,0	179,5	98,6	99,2	137,7	107,0	
Q3	102,2	61,1	9,0	61,3	178,1	97,5	100,1	137,0	97,9	
Q4	98,7	59,8	8,4	57,3	176,6	95,5	98,1	134,8	95,5	
2020 Q1	104,4	61,3	8,9	59,1	176,7	98,8	101,2	137,6	97,7	
	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 Q2	-1,4	0,0	4,0	1,0	1,5	0,3	0,1	0,5	-1,0	-1,3
Q3	-1,1	-0,3	3,2	0,5	1,3	0,3	-0,1	0,6	-1,1	-1,9
Q4	-0,2	0,3	2,2	0,5	1,7	0,7	0,2	0,5	-1,3	-1,0
2020 Q1	-0,6	-0,4	1,2	-1,7	1,5	0,4	-0,1	-0,8	-1,9	-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 Q2	37,5	35,9	20,3	45,5	51,0	71,7	120,7	67,7	48,7	61,5
Q3	37,1	35,7	20,0	43,2	49,3	71,0	120,2	68,1	48,5	60,1
Q4	36,9	36,2	22,1	42,9	48,7	70,3	117,7	66,1	48,0	59,2
2020 Q1	37,1	33,2	22,3	44,4	49,5	72,8	120,0	69,6	49,3	64,2

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2020

Postanschrift 60640 Frankfurt am Main, Deutschland
Telefon +49 69 1344 0
Internet www.ecb.europa.eu

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

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

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 9. September 2020.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-BP-20-006-DE-N (Online-Version)