



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK
EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 1 / 2021



Inhalt

Aktuelle wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen	3
Zusammenfassung	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	7
2 Finanzielle Entwicklungen	11
3 Konjunktorentwicklung	14
4 Preise und Kosten	20
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	24
Kästen	29
1 Pandemiebedingte Beschränkungen und Inflations-entwicklung in Industrieländern	29
2 Entwicklung hin zur Normalität – Auswirkungen von Covid-19-Impfstoffnachrichten auf die weltweiten Finanzmärkte	35
3 Wirtschaftliche Auswirkungen der Pandemie – die Bestimmungsfaktoren regionaler Unterschiede	40
4 Modellgestützte Risikoanalyse während der Pandemie – das BASIR-Modell der EZB	44
5 Wohnkosten und Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet	49
6 Preisentwicklung im Reiseverkehr während der Covid-19-Pandemie: Gibt es länder- und komponentenübergreifende Parallelen?	54
Aufsätze	60
1 Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen	60
2 Die Bedeutung von Nachfrage- und Angebotsfaktoren für die HVPI-Inflation während der Covid-19-Pandemie aus disaggregierter Perspektive	70
3 Die finanzpolitischen Reaktionen der Länder des Euro-Währungsgebiets in den Anfangsphasen der Covid-19-Krise	91
Statistik	116

Abkürzungen

Länder

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

Sonstige

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

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

Aktuelle wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen

Zusammenfassung

Der Beginn der Impfkampagnen im gesamten Euro-Währungsgebiet ist ein wichtiger Meilenstein bei der Bewältigung der derzeitigen Gesundheitskrise. Gleichwohl birgt die Pandemie nach wie vor ernsthafte Risiken für das Gesundheitswesen und für die Wirtschaft des Euroraums sowie die Weltwirtschaft. Der erneute Anstieg der Infektionen mit dem Coronavirus (Covid-19) sowie die restriktiven und andauernden Eindämmungsmaßnahmen in vielen Ländern des Eurogebiets beeinträchtigen die wirtschaftliche Aktivität. Das verarbeitende Gewerbe kann sich weiterhin gut behaupten. Doch im Dienstleistungssektor ist die Aktivität massiv eingeschränkt, wenn auch in geringerem Maße als während der ersten Pandemiewelle Anfang 2020. Die Produktion dürfte im vierten Quartal 2020 zurückgegangen sein. Zudem ergeben sich aus der Verschärfung der Pandemie Abwärtsrisiken für die kurzfristigen Konjunkturaussichten. Die Inflation ist vor dem Hintergrund der schwachen Nachfrage und der deutlichen Unterauslastung an den Arbeits- und Gütermärkten nach wie vor sehr niedrig. Insgesamt bestätigen die aktuellen Daten das bisherige Basisszenario des EZB-Rats, das von ausgeprägten kurzfristigen Auswirkungen der Pandemie auf die Wirtschaft und einer anhaltend schwachen Inflation ausgeht.

In diesem Umfeld bleiben umfangreiche geldpolitische Impulse unerlässlich, um während der Pandemie die günstigen Finanzierungsbedingungen für alle Wirtschaftssektoren aufrechtzuerhalten. Dies wird dazu beitragen, die Unsicherheit zu verringern und das Vertrauen zu stärken. So werden Konsum und Unternehmensinvestitionen gefördert, wodurch wiederum die Konjunktur unterstützt und die mittelfristige Preisstabilität gewährleistet wird. Zugleich herrscht noch immer große Ungewissheit, nicht zuletzt über den Verlauf der Pandemie und das Tempo bei den Impfkampagnen. Der EZB-Rat wird die Wechselkursentwicklung mit Blick auf ihre möglichen Auswirkungen auf die mittelfristigen Inflationsaussichten weiterhin beobachten. Er 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.

Die Weltwirtschaft setzte ihre Erholung zum Jahresende 2020 fort, wenngleich sie durch das Wiederaufflammen der Pandemie zunehmend Gegenwind erhielt. Sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor ist die wirtschaftliche Aktivität noch immer robust. Dennoch erhöhen sich in den stärker von der Pandemie betroffenen Ländern die Abwärtsrisiken aufgrund der fortgesetzten Lockdown-Maßnahmen. Der Welthandel erholt sich weiter, wenngleich es Ende 2020 einige Anzeichen für eine nachlassende Dynamik gab. Die globalen Finanzierungsbedingungen sind nach wie vor äußerst akkommodierend. Die Entwicklungen im

Zusammenhang mit den Covid-19-Impfstoffen, eine expansive Finanzpolitik und eine geringere Unsicherheit bezüglich der künftigen Handelsbeziehungen zwischen der Europäischen Union und dem Vereinigten Königreich verleihen den Aktienmärkten Auftrieb.

Die Terminkurve des Euro Overnight Index Average (EONIA) verschob sich im Berichtszeitraum (10. Dezember 2020 bis 20. Januar 2021) nach oben und flachte sich ab, sodass sie nunmehr kaum noch invers verläuft. Vor dem Hintergrund der Entwicklungen in den Vereinigten Staaten kam es allgemein zu einer Aufhellung der Risikostimmung und zu einem weltweiten Anstieg der marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen. Folglich deutet der Verlauf der risikofreien Zinsstrukturkurve im Euroraum nicht unbedingt darauf hin, dass die Marktteilnehmer mit einer unmittelbar bevorstehenden Zinssenkung rechnen. Zugleich legten die Renditen langfristiger Staatsanleihen aus dem Eurogebiet etwas zu, blieben aber alles in allem auf einem sehr niedrigen Niveau. Risikoreiche Anlagen behaupteten sich gut. Auf beiden Seiten des Atlantiks war ein Anstieg der Aktienkurse zu verzeichnen. Dieser fiel in den Vereinigten Staaten höher aus als im Euroraum, und US-Aktien erreichten neue Höchstnotierungen. An den Devisenmärkten war in handelsgewichteter Rechnung eine leichte Abwertung des Euro zu beobachten.

Nachdem die Wirtschaftsleistung im Euro-Währungsgebiet in der ersten Jahreshälfte 2020 so stark wie nie zuvor gesunken war, erholte sich das Wachstum im dritten Quartal deutlich. Die aktuellen Wirtschaftsdaten, Umfrageergebnisse und Hochfrequenzindikatoren deuten allerdings darauf hin, dass das Wiederaufflammen der Pandemie und die damit einhergehende Verschärfung der Eindämmungsmaßnahmen wahrscheinlich zu einem Konjunkturrückgang im vierten Quartal 2020 geführt haben und die Wirtschaftstätigkeit auch im ersten Quartal 2021 belasten dürften. Dies deckt sich weitgehend mit dem Basisszenario der gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2020. Die Aktivität im Dienstleistungssektor wird durch die Verschärfung der Eindämmungsmaßnahmen massiv eingeschränkt (wenn auch in geringerem Maße als während der ersten Pandemiewelle im Frühjahr 2020). Das verarbeitende Gewerbe kann sich indes weiterhin gut behaupten. Das Wirtschaftswachstum dürfte im vierten Quartal zwar schwach und sehr wahrscheinlich negativ ausfallen, aber aus der vergleichsweise hohen Widerstandsfähigkeit der Industrie könnten sich gewisse Aufwärtsrisiken ergeben. Der Wachstumsverlauf im Euro-Währungsgebiet dürfte über die einzelnen Sektoren und Länder hinweg uneinheitlich bleiben. Mit Blick auf die Zukunft sorgt die Ende Dezember begonnene Bereitstellung von Impfstoffen für mehr Zuversicht, dass die Gesundheitskrise bewältigt werden kann. Es wird jedoch dauern, bis eine großflächige Immunität erreicht ist. Zudem kann nicht ausgeschlossen werden, dass sich die Pandemielage erneut verschlechtert und somit das Gesundheitswesen wie auch die Wirtschaftsaussichten belastet werden. Auf mittlere Sicht dürfte die wirtschaftliche Erholung des Euroraums durch günstige Finanzierungsbedingungen, einen expansiven fiskalischen Kurs und – sobald die Eindämmungsmaßnahmen gelockert werden und die Unsicherheit nachlässt – eine Belebung der Nachfrage gestützt werden.

Im Dezember 2020 betrug die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI für das Euro-Währungsgebiet den vierten Monat in Folge -0,3 %. Im laufenden Jahr sollte die Gesamtinflation schon bald wieder in den positiven Bereich zurückkehren, da in Deutschland die befristete Mehrwertsteuersenkung ausläuft, bei der Teuerungsrate für Energie aufwärtsgerichtete Basiseffekte zu erwarten sind und sich der jüngste Ölpreisanstieg bemerkbar machen dürfte. Der zugrunde liegende Preisdruck wird jedoch verhalten bleiben. Dies hängt mit der schwachen Nachfrage, vor allem im Tourismus- und Reisesektor, sowie mit einem geringen Lohndruck und dem Anstieg des Euro-Wechselkurses zusammen. Sobald der Einfluss der Pandemie nachlässt, wird sich die Nachfrage – gestützt durch die akkommodierende Geld- und Finanzpolitik – beleben und mittelfristig Aufwärtsdruck auf die Inflation ausüben. Die umfragebasierten Messgrößen und marktbasieren Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen verharren auf niedrigem Niveau, wobei die marktbasieren Indikatoren der Inflationserwartungen leicht gestiegen sind.

Im November 2020 wurde die monetäre Dynamik im Euro-Währungsgebiet nach wie vor von der Coronakrise bestimmt. Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge (M3) beschleunigte sich weiter, während die Entwicklung der Buchkredite an den privaten Sektor stabil verlief. Letztere war gekennzeichnet von einer moderaten Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und einer robusten Kreditvergabe an private Haushalte. Gestützt wurde das starke Geldmengenwachstum abermals von den laufenden Ankäufen von Vermögenswerten durch das Eurosystem. Diese stellen noch immer die größte Geldschöpfungsquelle dar. Angesichts erneuter Beschränkungen im Zusammenhang mit Covid-19 wurden die Richtlinien für Buchkredite an Unternehmen und private Haushalte im vierten Quartal 2020 weiter verschärft. Das Wirtschaftswachstum im Eurogebiet wurde weiterhin durch günstige Kreditzinsen positiv beeinflusst.

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

Erstens werden der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 0,00 %, 0,25 % bzw. -0,50 % belassen. Der EZB-Rat geht davon aus, dass die EZB-Leitzinsen so lange auf ihrem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden, bis er feststellt, dass sich die Inflationaussichten in seinem Projektionszeitraum deutlich einem Niveau annähern, das hinreichend nahe, aber unter 2 % liegt, und dass sich diese Annäherung in der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation durchgängig widerspiegelt.

Zweitens wird der EZB-Rat die Ankäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) fortsetzen. Dieses hat einen Gesamtumfang von 1 850 Mrd €. Der EZB-Rat wird die Nettoankäufe im Rahmen des PEPP mindestens bis Ende März 2022 und in jedem Fall so lange durchführen, bis die Phase der Coronakrise seiner Einschätzung nach überstanden ist. Die Ankäufe im Rahmen des PEPP werden durchgeführt, um während der Pandemie die günstigen Finanzierungsbedingungen aufrechtzuerhalten. Wenn mit Ankäufen, die den Gesamtumfang des PEPP über den Zeithorizont der Nettoankäufe hinweg nicht voll ausschöpfen, günstige

Finanzierungsbedingungen aufrechterhalten werden können, muss dieser Gesamtumfang nicht vollständig genutzt werden. Genauso kann der Gesamtumfang erforderlichenfalls auch rekali­briert werden, um günstige Finanzierungsbedingungen aufrechtzuerhalten und so dem negativen Schock der Pandemie auf die Inflationsentwicklung entgegenzuwirken.

Der EZB-Rat wird die Tilgungsbeträge der im Rahmen des PEPP erworbenen Wertpapiere mindestens bis Ende 2023 weiterhin bei Fälligkeit wieder anlegen. Das zukünftige Auslaufen des PEPP-Portfolios wird in jedem Fall so gesteuert, dass eine Beeinträchtigung des angemessenen geldpolitischen Kurses vermieden wird.

Drittens werden die Nettoankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme – APP) in einem monatlichen Umfang von 20 Mrd € fortgesetzt. Der EZB-Rat geht nach wie vor davon aus, dass die monatlichen Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des APP so lange fortgesetzt werden, wie dies für die Verstärkung der akkommodierenden Wirkung seiner Leitzinsen erforderlich ist, und dass sie beendet werden, kurz bevor er mit der Erhöhung der EZB-Leitzinsen beginnt.

Zudem beabsichtigt der EZB-Rat, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem er mit der Erhöhung der Leitzinsen beginnt, bei Fälligkeit weiterhin vollumfänglich wieder anzulegen und in jedem Fall so lange wie erforderlich, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten.

Schließlich wird der EZB-Rat weiterhin reichlich Liquidität über seine Refinanzierungsgeschäfte zur Verfügung stellen. So stellt insbesondere die dritte Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) weiterhin eine attraktive Finanzierungsquelle für Banken dar, wodurch deren Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte unterstützt wird.

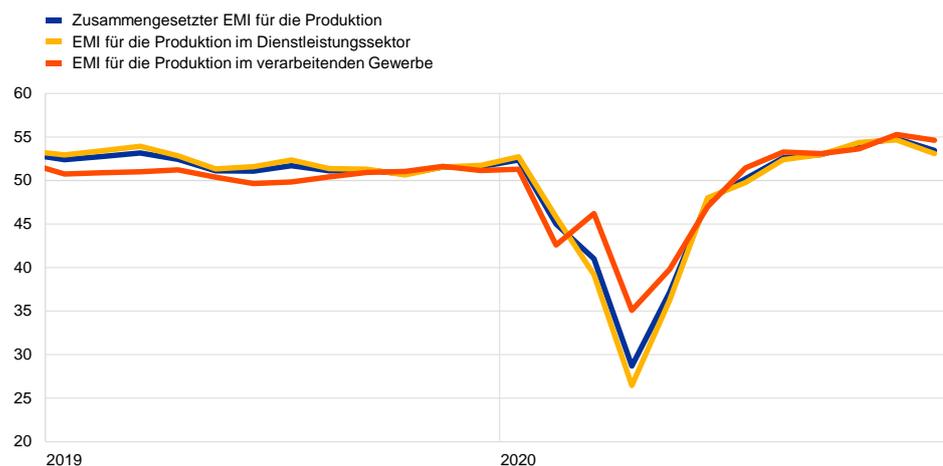
Der EZB-Rat ist nach wie vor bereit, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Teuerungsrate – im Einklang mit seiner Verpflichtung auf Symmetrie – auf nachhaltige Weise seinem Inflationsziel annähert.

Die Erholung der Weltwirtschaft setzte sich zum Jahresende 2020 fort, wengleich vom Wiederaufflammen der Pandemie zunehmend konjunktureller Gegenwind ausging. Die Zahl der täglichen Neuinfektionen mit dem Coronavirus (Covid-19) stieg weltweit weiter an. Allerdings belasteten die jüngste Pandemiewelle und die damit verbundenen Eindämmungsmaßnahmen die Konjunktur nicht so stark wie die erste Welle im März und April 2020. Dies zeigt sich am globalen Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Eurogebiet), der Ende 2020 nach wie vor deutlich höhere Werte aufwies als beim drastischen Einbruch während der ersten Welle (siehe Abbildung 1). Mit Blick auf die Zukunft werden die globalen Wachstumsaussichten im laufenden Jahr davon abhängen, wie sich die Pandemie weiter entwickelt und welche Fortschritte bei den Impfungen erzielt werden.

Abbildung 1

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

(Diffusionsindizes)



Quellen: Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2020.

Aufgrund der erneuten Verschärfung der Covid-19-Pandemie sind die Risiken für die weltwirtschaftlichen Aussichten nach wie vor abwärtsgerichtet. Die weltweite Zunahme der täglichen Neuinfektionen mit Covid-19 bremst die globale Konjunkturerholung. In stark vom Coronavirus betroffenen Ländern hat sich die Wachstumsdynamik abgeschwächt. Zugleich bestehen Aufwärtsrisiken im Zusammenhang mit der verringerten Unsicherheit in Bezug auf die Handelsbeziehungen zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich sowie einem finanzpolitischen Maßnahmenpaket in den Vereinigten Staaten, das aufgrund der neuen Konstellation im US-Senat umfangreicher als erwartet ausfallen könnte. Allerdings könnten hinter den Erwartungen zurückbleibende Fortschritte bei der Impfstoffversorgung und eine weitere Verschärfung der Pandemie auch zu strengeren und länger andauernden Lockdowns führen, die die internationalen Wachstumsaussichten belasten würden.

Die globalen finanziellen Bedingungen sind sowohl in den Industrie- als auch in den Schwellenländern nach wie vor äußerst akkommodierend.

An den Aktienmärkten legten die Notierungen – getragen von den Fortschritten im Zusammenhang mit der Bereitstellung von Covid-19-Impfstoffen – zu. Aber auch die Stützungsmaßnahmen der Zentralbanken, expansive finanzpolitische Impulse und eine geringere Unsicherheit über die künftigen Handelsbeziehungen zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich schlugen sich positiv nieder. In den Schwellenländern stiegen die Aktienkurse merklich an. Dies steht im Einklang mit kräftigen Kapitalzuflüssen in Renten- und Aktienfonds der Schwellenländer. Inzwischen haben diese Zuflüsse die zu Beginn der Covid-19-Krise verzeichneten Rekordabflüsse aus diesen Märkten kompensiert. Auch die im März 2020 erlittenen Verluste der Schwellenländerwährungen wurden weiter wettgemacht, obwohl die Wechselkurse nach wie vor deutlich unter ihrem Vorpandemieniveau liegen.

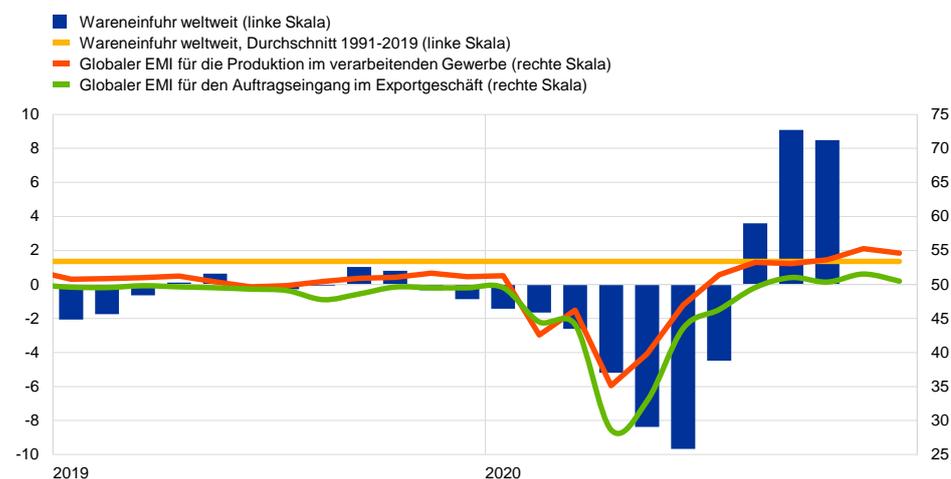
Ungeachtet gewisser Anzeichen einer nachlassenden Dynamik hält die Erholung des Welthandels an.

Die Daten zum Warenhandel für das dritte Quartal 2020 ließen auf eine breit angelegte Erholung in den verschiedenen Kategorien schließen. Triebkraft der internationalen Exporte waren im dritten Jahresviertel vor allem Vorleistungsgüter, was die Widerstandsfähigkeit der globalen Wertschöpfungsketten unterstreicht. Unterdessen war der globale EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft (ohne Euroraum) im Dezember rückläufig und deutete somit auf eine gewisse Abschwächung der Handelsdynamik zum Jahresende 2020 hin (siehe Abbildung 2).

Abbildung 2

Umfrageergebnisse und Warenhandel weltweit (ohne Euroraum)

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



Quellen: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2020 (Wareneinfuhr weltweit) bzw. Dezember 2020 (EMIs).

Die Inflation entwickelte sich im November weltweit stabil. In den OECD-Mitgliedstaaten belief sich der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise im November unverändert auf 1,2 %, während die Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel nach wie vor bei 1,6 % lag. Mit Blick auf die Zukunft dürfte der globale Lohn- und Preissteigerungsdruck angesichts umfangreicher Kapazitätsreserven in den meisten Volkswirtschaften gedämpft bleiben.

Die Rohstoffnotierungen sind seit der letzten Sitzung des EZB-Rats erneut auf breiter Front angestiegen, wobei die Preise für Öl und Rohstoffe ohne Energie um mehr als 10 % zulegten. Die in den vergangenen Monaten beobachtete Preissteigerung bei den meisten Rohstoffen war einer kräftigen Zunahme der weltweiten Nachfrage im Gefolge der Erholung nach dem Covid-19-Schock zuzuschreiben. Dabei fiel die Nachfrage nach Metallen in China offenbar besonders stark aus. Die Kupferpreise erhielten zudem Auftrieb von staatlichen Programmen für erneuerbare Infrastrukturprojekte und Elektrofahrzeuge, die in der Regel mit einem hohen Einsatz von Kupfer verbunden sind. Die Nahrungsmittelpreise wurden durch die große Nachfrage infolge der staatlichen Vorratshaltung, aber auch durch Angebotsstörungen wegen der heißen und trockenen Witterungsbedingungen in Südamerika gestützt. Positiv auf die Ölnotierungen wirkte sich neben der steigenden Nachfrage Anfang Januar auch die Ankündigung Saudi-Arabiens aus, die Ölförderung freiwillig um 1 Million Barrel pro Tag kürzen zu wollen.

In den Vereinigten Staaten wurde die Konjunktur durch die neuen finanzpolitischen Stimulierungsmaßnahmen begünstigt, wenngleich die Entwicklung durch einen schwachen Arbeitsmarkt gebremst wurde. Nach einer kräftigen Erholung im dritten Quartal 2020 dürfte sich das Wirtschaftswachstum im Schlussquartal verlangsamt haben. Gleichzeitig wurde zum Jahresende ein umfangreiches neues Konjunkturpaket verabschiedet, das den Konsum stützen wird, auch wenn sich der Arbeitsmarkt immer noch schwach zeigt. Die neue US-Regierung dürfte noch weitere fiskalische Impulse auf den Weg bringen. Indes bleibt die Schwäche am Arbeitsmarkt bestehen, was sich an der steigenden Anzahl dauerhafter Arbeitsplatzverluste im November ablesen lässt. Dagegen liegt die Zahl neuer Stellenausschreibungen nach wie vor unter dem Stand vor Ausbruch der Pandemie. Die Arbeitslosenquote war im November mit 6,7 % weiterhin hoch, wobei sich eine geringere Zahl vorübergehend freigestellter Arbeitskräfte positiv auswirkte. Insgesamt stellen das eingetrübte Verbrauchervertrauen und die Zunahme der täglichen Corona-Neuinfektionen ein Abwärtsrisiko für die Wirtschaftsentwicklung dar.

In Japan kam die konjunkturelle Belebung gegen Ende 2020 zum Stillstand. Die Konsumausgaben fielen zwar nach wie vor recht robust aus, doch das Wachstum der Industrieproduktion schwächte sich im November ab, und der EMI für den Dienstleistungssektor liegt noch immer unterhalb der neutralen Schwelle von 50 Punkten, was auf eine anhaltend schleppende Entwicklung schließen lässt. Ein neues Konjunkturprogramm im Umfang von rund 3,5 % des BIP wird die Wirtschaftstätigkeit auf kurze Sicht stützen, doch sind wegen einer dritten Welle von Covid-19-Infektionen zusätzliche Lockdown-Maßnahmen erforderlich, die den Wachstumsausblick trüben werden.

Im Vereinigten Königreich ist die kurzfristige Wachstumsdynamik trotz der positiven Wirkung des jüngsten Handelsabkommens mit der EU nach wie vor schwach.

Am 24. Dezember 2020 gaben die EU und das Vereinigte Königreich bekannt, dass sie eine Vereinbarung über ihre künftigen Beziehungen erzielt hätten, wodurch sichergestellt werde, dass der Warenhandel frei von Zöllen bleibe und die gehandelten Waren keinerlei Kontingenten unterlägen. Die Unternehmen stehen jedoch vor einem zusätzlichen Verwaltungsaufwand und längeren Abwicklungsverfahren an der Grenze aufgrund von Zollkontrollen und regulatorischen Kontrollen. Dies vermindert zwar die Unsicherheit rund um die Brexit-Verhandlungen, aber die sich zuspitzende Pandemielage und die Eintrübung am Arbeitsmarkt dämpfen weiterhin das Vertrauen und die Nachfrage der Verbraucher. Die offiziellen monatlichen Daten zum BIP im Vereinigten Königreich sowie Umfragen signalisieren für das Schlussquartal 2020 einen Rückgang des Wachstums in den negativen Bereich. Überdies verschärfte sich das Pandemiegeschehen im Dezember, was auf das Auftreten einer ansteckenderen Virusmutation zurückzuführen war. Die Regierung verhängte einen strikten landesweiten Lockdown, der mindestens bis Mitte Februar in Kraft bleiben und die Konjunktur weiter bremsen wird.

In China setzte sich hingegen die kräftige Erholung fort. Das chinesische BIP weitete sich im vierten Quartal um 2,6 % zum Vorquartal aus. Damit belief sich das jährliche Wachstum 2020 auf insgesamt 2,3 %. China zählt somit zu den wenigen Ländern weltweit, die im vergangenen Jahr positive Wachstumsraten erzielen konnten. Die Angaben zum BIP für das Schlussquartal 2020 deuten darauf hin, dass die konjunkturelle Belebung von den Investitionen auch auf den Konsum übergegangen ist. Aus den EMI-Daten geht außerdem hervor, dass die Dienstleistungsbranche an Schwung gewinnt, da die Pandemie in China nach wie vor weitgehend unter Kontrolle ist, wenngleich in mehreren Gemeinden wegen neuer Infektionsfälle ein Lockdown verhängt wurde.

2 Finanzielle Entwicklungen

Der EONIA (Euro Overnight Index Average) und der neue Tagesgeld-Referenzzinssatz €STR (Euro Short-Term Rate) notierten im Berichtszeitraum (10. Dezember 2020 bis 20. Januar 2021) im Durchschnitt bei -47 bzw. -56 Basispunkten.¹

Die Überschussliquidität erhöhte sich unterdessen um etwa 86 Mrd € auf rund 3 537 Mrd €. Dies war im Wesentlichen auf die Wertpapierkäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) und des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) zurückzuführen, die teilweise durch autonome Faktoren und freiwillige GLRG-II-Rückzahlungen ausgeglichen wurden. Im Berichtszeitraum wurden keine GLRG III durchgeführt.

Die EONIA-Terminkurve verschob sich im Betrachtungszeitraum nach oben und flachte sich ab, sodass sie nunmehr kaum noch invers verläuft.

Gegenwärtig deutet die Kurve nicht unbedingt darauf hin, dass die Marktteilnehmer mit einer unmittelbar bevorstehenden Zinssenkung rechnen.² Die EONIA-Terminzinsen liegen bei den Zeithorizonten bis 2028 nach wie vor unter null, da die Märkte weiterhin von einer länger anhaltenden Negativzinsphase ausgehen.

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet stiegen im Referenzzeitraum etwas an, blieben aber insgesamt auf einem sehr niedrigen Niveau; in anderen großen Volkswirtschaften legten die langfristigen Renditen dagegen stärker zu.

Die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsschuldtitle aus dem Euroraum erhöhte sich um 5 Basispunkte auf -0,19 % (siehe Abbildung 3). Auf die EZB-Ratssitzung im Dezember, das am 24. Dezember 2020 angekündigte Handels- und Kooperationsabkommen zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich sowie pandemiebezogene Nachrichten reagierte sie nur wenig. Im Vereinigten Königreich und in den Vereinigten Staaten unterlagen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen stärkeren Schwankungen und legten über den Berichtszeitraum insgesamt um 10 bzw. 17 Basispunkte zu. Darin spiegelt sich vor allem ein weltweiter „Reflationstrend“ wider, der von den seit Anfang Januar steigenden Inflationserwartungen in den Vereinigten Staaten angetrieben wird.

¹ 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.

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

Abbildung 3
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Tageswerte. Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 10. Dezember 2020. Der Ausschnitt rechts zeigt die Entwicklung der Staatsanleiherenditen seit dem 1. April 2020 an. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 20. Januar 2021.

Die Abstände zwischen den Renditen von Staatsanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet und den risikofreien Zinssätzen blieben nahezu unverändert.

In einigen Ländern zogen die Staatsanleiherenditen Anfang Januar weitgehend im Einklang mit den risikofreien Zinssätzen an. So veränderten sich die Spreads zehnjähriger deutscher, französischer, italienischer, spanischer und portugiesischer Staatsanleihen um 0, -3, -1, -2 bzw. -2 Basispunkte und betragen schließlich -0,27, -0,05, 0,84, 0,33 bzw. 0,29 Prozentpunkte. Der BIP-gewichtete Spread zehnjähriger Staatsschuldtitel aus dem Eurogebiet (gegenüber dem entsprechenden risikofreien Zinssatz) verringerte sich infolgedessen um 2 Basispunkte auf 0,06 Prozentpunkte und blieb damit unter dem Stand vom Februar 2020, also vor der Pandemie.

Auf beiden Seiten des Atlantiks war ein Anstieg der Aktienkurse zu verzeichnen, wobei die Aktien in den Vereinigten Staaten besser abschnitten als im Euroraum und neue Höchstnotierungen erzielten. Die Aktienkurse in den Vereinigten Staaten und in Europa profitierten von einer höheren Risikoneigung, die unter anderem auf den seit Anfang Januar beobachteten weltweiten Reflationstrend zurückzuführen war. Im Euroraum legten die Aktiennotierungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Berichtszeitraum um 4,3 % zu. Auch Bankaktien verzeichneten ein – wenngleich geringeres – Plus (1,1 %). In den Vereinigten Staaten entwickelten sich die Börsennotierungen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ähnlich wie im Euroraum und stiegen im Berichtszeitraum um 5,5 % an, während Bankaktien mit 10,6 % deutlich zulegten.

Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum blieben weitgehend stabil und lagen in einigen Sektoren leicht über dem Vorpandemieniveau. Sowohl bei Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften als auch bei Anleihen des Finanzsektors blieb der Abstand

gegenüber dem risikofreien Zinssatz im Berichtszeitraum stabil und belief sich am 20. Januar 2021 auf 59 bzw. 70 Basispunkte. Insgesamt haben sich die Spreads von Unternehmensanleihen seit der EZB-Ratssitzung im Dezember nur geringfügig verändert. Dabei scheinen die aktuellen Bedingungen in hohem Maße auf der Annahme zu beruhen, dass die fiskalischen und geldpolitischen Stützungsmaßnahmen fortgeführt werden.

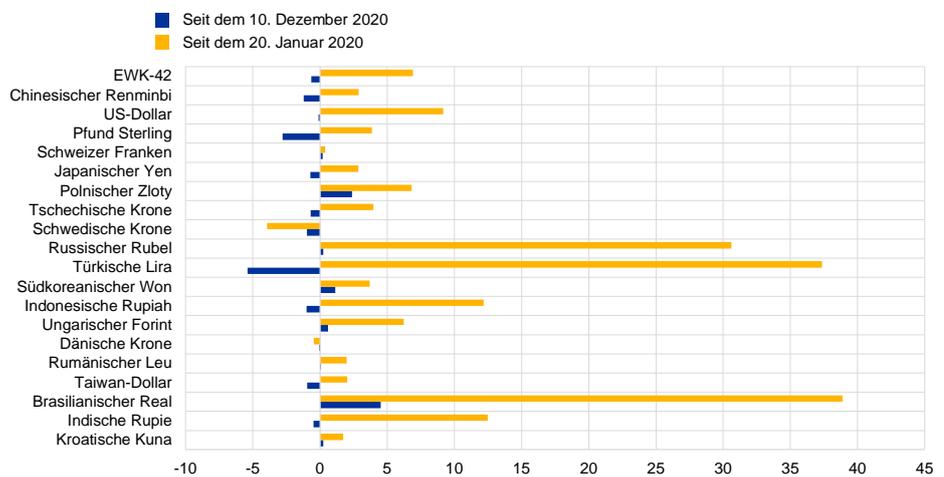
An den Devisenmärkten war in handelsgewichteter Rechnung eine leichte Abwertung zu beobachten (siehe Abbildung 4). Der nominale effektive

Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 42 der wichtigsten Handelspartner des Eurogebiets, sank im Berichtszeitraum um 0,7 %. Was die bilaterale Wechselkursentwicklung betrifft, so verlor der Euro gegenüber dem Pfund Sterling an Wert (-2,8 %). Grund hierfür war vor allem die Aufwertung des Pfund nach Abschluss der Brexit-Verhandlungen mit der Ankündigung des Handels- und Kooperationsabkommens zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich. Vor dem Hintergrund einer Stabilisierung der weltweiten Risikostimmung wertete der Euro gegenüber dem Schweizer Franken leicht auf (um 0,2 %), während er gegenüber dem japanischen Yen (um 0,7 %) und dem US-Dollar (um 0,1 %) moderat abwertete. Die Gemeinschaftswährung schwächte sich in Relation zur türkischen Lira (um 5,4 %) und zum chinesischen Renminbi (um 1,2 %) ab und legte gegenüber dem brasilianischen Real zu (um 4,5 %).

Abbildung 4

Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

(Veränderung in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: „EWK-42“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 42 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums. Eine positive Veränderung zeigt eine Aufwertung des Euro an, eine negative eine Abwertung. Stichtag für die Berechnung der prozentualen Veränderung war der 20. Januar 2021.

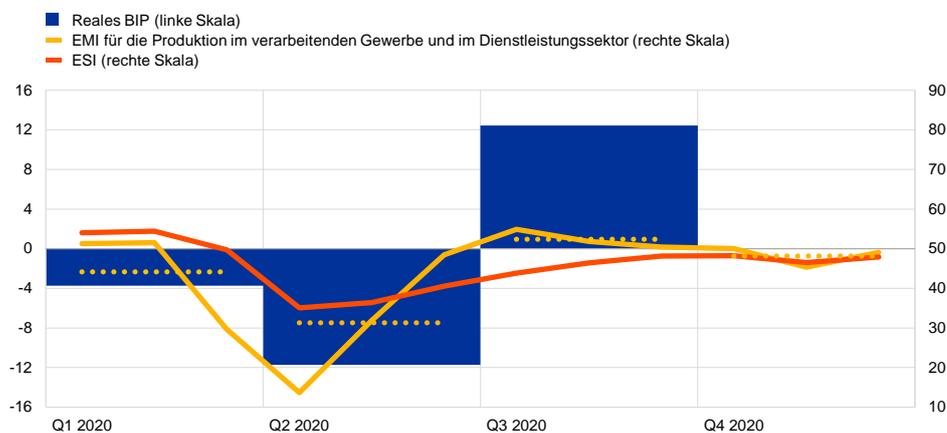
3 Konjunktorentwicklung

Nach dem im ersten Halbjahr 2020 verzeichneten drastischen Einbruch der Wirtschaftsleistung im Euro-Währungsgebiet erholte sich das Wachstum im dritten Quartal deutlich, könnte sich aber im vierten Quartal durchaus wieder ins Negative gekehrt haben. Im dritten Quartal 2020 stieg die Wirtschaftsleistung insgesamt um 12,4 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem sie im ersten und zweiten Jahresviertel um 3,7 % bzw. 11,7 % zurückgegangen war (siehe Abbildung 5). Aus einer Aufschlüsselung des Wachstums für das dritte Quartal wird ersichtlich, dass die Erholung der Produktion breit angelegt war. Dabei gingen von der höheren Binnennachfrage und vom gestiegenen Außenhandel mit 11,4 bzw. 2,3 Prozentpunkten positive Impulse aus, wohingegen die Vorratsveränderungen mit -1,2 Prozentpunkten einen negativen Wachstumsbeitrag leisteten. Harte Daten, Umfrageergebnisse und Hochfrequenzindikatoren deuten allesamt auf einen erneuten Rückgang des BIP im vierten Quartal hin, was weitgehend den Erwartungen entspräche. Grund hierfür ist die Verschärfung der Eindämmungsmaßnahmen infolge der wieder gestiegenen Covid-19-Infektionszahlen. Während die Aktivität im Dienstleistungssektor massiv eingeschränkt ist (wenn auch in geringerem Maße als während der ersten Welle im Frühjahr 2020), kann sich das verarbeitende Gewerbe weiterhin gut behaupten. Der Wachstumsverlauf im Euro-Währungsgebiet dürfte über die einzelnen Sektoren hinweg uneinheitlich bleiben. Dies gilt auch für die einzelnen Länder, hängt deren Produktionsentwicklung doch von den Infektionszahlen und den Bemühungen zur Eindämmung der Pandemie ab. Am stärksten von der Pandemie betroffen ist die Dienstleistungsbranche, was unter anderem daran liegt, dass dieser Bereich besonders unter den Abstandsregeln zu leiden hat. In Kasten 3 des vorliegenden Wirtschaftsberichts werden die Bestimmungsfaktoren der regional unterschiedlichen wirtschaftlichen Auswirkungen von Covid-19 untersucht, die in der ersten Phase der Pandemie in den vier größten Volkswirtschaften des Euroraums zu beobachten waren.

Abbildung 5

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

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



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

Anmerkung: Die beiden Linien stellen die monatliche Entwicklung, die Balken die Quartalswerte dar. Der ESI ist standardisiert und reskaliert, damit er denselben Mittelwert und dieselbe Standardabweichung wie der EMI aufweist. Die gepunkteten Linien zeigen den vierteljährlichen Durchschnitt der monatlichen EMI-Daten.

Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2020 (reales BIP) bzw. Dezember 2020 (ESI und EMI).

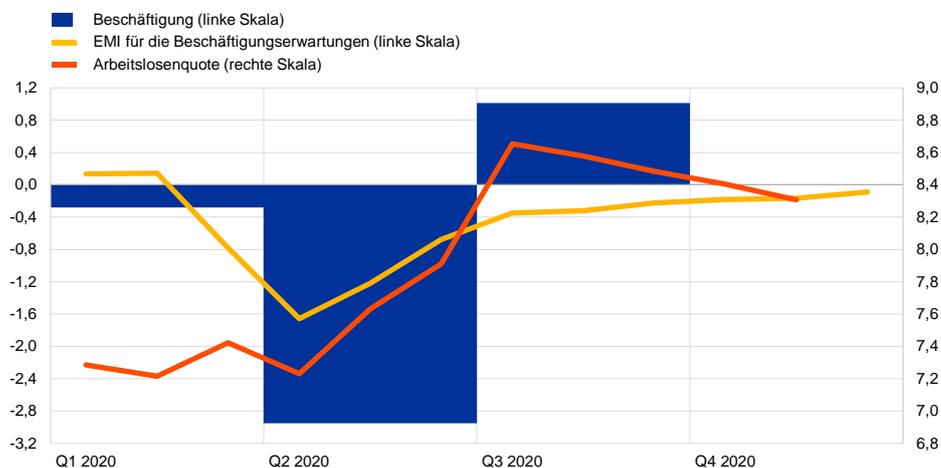
Die Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet ging im November 2020 weiter zurück. Hierzu trug auch die zunehmende Zahl an Arbeitnehmern bei, die in Programme zur Arbeitsplatzsicherung eingebunden waren. Die Arbeitslosenquote lag im November vergangenen Jahres bei 8,3 % nach 8,4 % im Oktober und knapp 8,7 % im Juli (siehe Abbildung 6). Damit war die Quote im November noch immer rund 1,1 Prozentpunkte höher als im Februar vor Ausbruch der Corona-Pandemie. Die Entwicklung am Arbeitsmarkt wurde weiterhin durch Programme zur Arbeitsplatzsicherung abgefedert. So waren im November als Reaktion auf die jüngsten Lockdown-Maßnahmen schätzungsweise 5,8 % der Erwerbspersonen in derartige Programme eingebunden, verglichen mit rund 5 % im Oktober.³ Die Beschäftigung nahm im dritten Quartal 2020 um 1,0 % zu, nachdem sie im zweiten Vierteljahr um 3,0 % gesunken war. Ungeachtet dieser Verbesserung lag sie immer noch 2,2 % unter dem Wert des vierten Quartals 2019. Nach einem Rückgang um 13,6 % im zweiten Quartal 2020 erhöhten sich die geleisteten Gesamtarbeitsstunden im dritten Jahresviertel um 14,8 %, lagen damit jedoch noch 4,6 % unter dem Niveau vom Schlussquartal 2019. Für das vierte Quartal 2020 sind noch keine Angaben zur Beschäftigung und zu den geleisteten Arbeitsstunden verfügbar.

³ Siehe EZB, [Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 8/2020, Januar 2021.

Abbildung 6

Beschäftigung, EMI für die Beschäftigungserwartungen und Arbeitslosenquote im Euroraum

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



Quellen: Eurostat, Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die beiden Linien stellen die monatliche Entwicklung, die Balken die Quartalswerte dar. Der EMI ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2020 (Beschäftigung), Dezember 2020 (EMI) bzw. November 2020 (Arbeitslosenquote).

Die kurzfristigen Arbeitsmarktindikatoren haben sich weiter leicht verbessert, signalisieren aber immer noch eine rückläufige Entwicklung. Der EMI für die Beschäftigung stieg den achten Monat in Folge an. Er erhöhte sich im Dezember 2020 geringfügig auf 49,1 Punkte, verglichen mit 48,3 Punkten im November und 48,2 Zählern im Oktober (siehe Abbildung 6). Seit seinem historischen Tiefstand vom April 2020 hat sich der Index kräftig erholt. Gleichwohl deutet er nach wie vor auf einen Beschäftigungsabbau hin und könnte als ein frühes Indiz dafür gewertet werden, dass die Beschäftigungsaussichten in nächster Zeit verhalten bleiben.

Nachdem sich die Konsumausgaben im dritten Quartal 2020 um rund 14 % erhöht hatten, schränkten die privaten Haushalte ihren Konsum im vierten Quartal vor dem Hintergrund der verschärften Kontaktbeschränkungen wieder ein. Im November sanken die Umsätze im Einzelhandel gegenüber dem Vormonat um 6,1 %, nachdem im Oktober noch ein Plus von 1,4 % verzeichnet worden war. Unterdessen nahm das Verbrauchervertrauen im Dezember wieder zu. So stieg der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Verbraucher in diesem Monat auf -13,9 Punkte nach -17,6 Punkten im November. Ausschlaggebend hierfür waren vor allem relative Verbesserungen in den zukunftsorientierten Komponenten der entsprechenden Erhebung. Gleichwohl blieb das Verbrauchervertrauen im Vergleich zu den Umfragewerten vor der Pandemie niedrig. Das Arbeitseinkommen wurde durch die Coronakrise zwar stark beeinträchtigt, die Auswirkungen auf das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte im Eurogebiet konnten jedoch zum Großteil durch fiskalische Transfers abgefedert werden. Infolge der Konsumerholung im dritten Quartal 2020 sank die Sparquote der privaten Haushalte auf 17,3 %, verglichen mit 24,6 % im zweiten Jahresviertel. Was die weitere Entwicklung betrifft, so dürfte die Sparquote auf kurze Sicht sowohl aus

Vorsichtsgründen als auch aus unfreiwilligen Motiven heraus weiterhin höher sein als vor der Covid-19-Pandemie und sich erst danach wieder allmählich normalisieren.⁴

Nachdem die Unternehmensinvestitionen im dritten Quartal 2020 – vor allem im Bereich Ausrüstungen – deutlich ausgeweitet wurden, dürften sie im vierten Quartal erneut leicht gestiegen sein, wobei die zweite Pandemiewelle jedoch auf Abwärtsrisiken für die Investitionstätigkeit im ersten Quartal 2021 schließen lässt.

Die Investitionsgüterproduktion erhöhte sich im November 2020 weiter. So lag ihr Durchschnittswert vom Oktober und November 6,6 % über dem Wert des dritten Jahresviertels. Die Kapazitätsauslastung stieg von 72 % im dritten Quartal auf 76 %. Damit war sie jedoch immer noch 5 Prozentpunkte unter ihrem Niveau vor der Pandemie. Unterdessen war aus den Umfrageindikatoren für den Investitionsgütersektor – wie etwa dem Vertrauensindikator der Europäischen Kommission für die Industrie und dem entsprechenden EMI – im vierten Quartal 2020 tendenziell eine Verbesserung gegenüber dem dritten Jahresviertel abzulesen. Ferner war im dritten Quartal auch eine gewisse Entlastung der Unternehmensbilanzen zu beobachten. So wurde laut den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen nach einem kumulierten Rückgang um mehr als 14 % im ersten Halbjahr 2020 wieder ein Anstieg des Bruttobetriebsüberschusses von 12 % verzeichnet. Die Neukreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften nahm im dritten Quartal leicht ab, nachdem sie in den beiden Quartalen zuvor deutlich ausgeweitet worden war, um den wesentlichen Geschäftsbetrieb der Unternehmen aufrechtzuerhalten. Im Oktober und November blieb die Vergabe neuer Kredite an diesen Sektor weitgehend stabil. Allerdings lässt die weitere Verschärfung der Pandemie auf Abwärtsrisiken für die Investitionstätigkeit im ersten Quartal 2021 schließen.

Die Wohnungsbauinvestitionen (näherungsweise beziffert anhand der realen Wohnungsbauinvestitionen) erholten sich im dritten Quartal 2020 deutlich und verzeichneten einen Anstieg von 12,3 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem sie im ersten Halbjahr 2020 um insgesamt 14,3 % zurückgegangen waren; auf kurze Sicht dürften sie sich weiterhin verhalten entwickeln.

In den großen Ländern des Eurogebiets, die während der ersten Welle der Pandemie am stärksten von Lockdown-Maßnahmen betroffen waren, fiel die Erholung besonders kräftig aus. So erhöhten sich die Wohnungsbauinvestitionen in Italien, Frankreich und Spanien im dritten Quartal 2020 um 45,0 %, 30,6 % bzw. 15,7 %. In Deutschland wurde hingegen ein Rückgang um 2,0 % verzeichnet. Getragen wurde die Bautätigkeit insgesamt überwiegend vom Abbau großer Auftragsrückstände bei Bauprojekten. Neben der Wiedereröffnung von Baustellen wurden auch neue Bauprojekte in Angriff genommen. Die kurzfristigen Aussichten für die Wohnungsbauinvestitionen sind jedoch nach wie vor verhalten, da sich der Auftragsrückstand verringert und das Neugeschäft versiegt. Ursächlich hierfür ist die Verschärfung der Einschränkungen zur Eindämmung des Infektionsgeschehens in den einzelnen Ländern. So lag der EMI für die Produktion im Baugewerbe des Euroraums im vierten Quartal noch immer unterhalb der Wachstumsschwelle und verringerte sich in der Durchschnittsbetrachtung gegenüber dem Vorquartal weiter. Zugleich erhöhte sich die

⁴ Siehe auch EZB, [Höhere Ersparnisbildung der privaten Haushalte infolge von Covid-19 – aus Vorsorge oder Zwang?](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 6/2020, September 2020.

Bauproduktion im November lediglich um 1,4 % gegenüber dem Vormonat. Dies weist im Quartalsvergleich auf eine allgemeine Wachstumsverlangsamung im Schlussquartal hin und lässt auf eine ähnliche Entwicklung bei den Wohnungsbauinvestitionen schließen. Trotz einer leichten Verbesserung im letzten Jahresviertel 2020 deuten die Unternehmenserwartungen auf kurze Sicht nach wie vor auf eine schwache Entwicklung hin.

Nach der Erholung im dritten Quartal verzeichnete der Handel des Euroraums ein moderateres Wachstum. Die Daten zum nominalen Warenhandel im November bestätigen, dass sich das Wachstum des Handels mit Ländern außerhalb und innerhalb des Euroraums seit September 2020 abgeschwächt hat, sich der Handel aber weiterhin dem vor der Pandemie beobachteten Niveau annähert. Dementsprechend sind die Wachstumsraten höher als in den zwei Jahren bis Februar 2020. Dabei liegen die Importe und Exporte des Eurogebiets im Handel mit Drittländern etwa 4,5 % und der Handel innerhalb des Euroraums rund 3,2 % unter dem Stand vor der Pandemie. Seit April 2020 haben sich die Ein- und Ausfuhren des Euroraums in allen Unterkategorien erhöht. Dies gilt insbesondere für Ausfuhren in das Vereinigte Königreich (unter anderem infolge der Bevorratung von Waren aus der EU im Vorfeld des Brexits) und nach China. Bei den Konsumgütern, vor allem Pkws und Kraftstoffen, war eine robuste Zunahme zu beobachten, wozu vor allem die hohe Nachfrage Chinas nach deutschen Waren beitrug. Die schwache Entwicklung der privaten Investitionen hat hingegen den Handel mit Investitionsgütern gedrosselt und wird die Konjunktur so lange belasten, bis die Unsicherheit hinsichtlich der Bereitstellung von Impfstoffen und des weiteren Pandemieverlaufs schwindet. Im Vergleich zu den Investitionsgütern war der Handel mit Vorleistungsgütern zwar weniger stark betroffen, entwickelte sich aber weiterhin verhalten. Da er einen Großteil der gesamten Handelsströme (vor allem innerhalb des Euroraums) ausmacht, prägt er tendenziell das Gesamtbild. Frühindikatoren lassen auf weitere Verbesserungen zum Jahresende 2020 – auch im nach wie vor sehr gedämpften Dienstleistungsverkehr – schließen. So signalisierte der EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft des Dienstleistungssektors für Dezember 2020 eine leichte Aufhellung der Lage, was dem Beginn der Wintersaison zuzuschreiben war.

Konjunkturindikatoren, vor allem Umfrageergebnisse, deuten darauf hin, dass die Wirtschaftsleistung im vierten Quartal 2020 infolge der Verschärfung der Eindämmungsmaßnahmen durchaus zurückgehen könnte. Die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) stieg im November um 2,5 % gegenüber dem Vormonat. Damit lag das durchschnittliche Produktionsniveau in den ersten beiden Monaten des Schlussquartals 3,8 % über dem des dritten Vierteljahrs. Aktuellere Umfrageergebnisse zeigen jedoch, dass der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor von 52,4 Punkten im dritten Quartal 2020 auf 48,1 Punkte im vierten Quartal sank und somit auf eine Kontraktion hinweist. Dieser Produktionsrückgang war ausschließlich auf die Entwicklung im Dienstleistungssektor zurückzuführen. Das verarbeitende Gewerbe wies hingegen eine leichte Verbesserung auf. Dies ist insoweit nicht überraschend, als der Dienstleistungssektor stärker unter den Abstandsregeln zu leiden hat. Das Wachstum dürfte im vierten Quartal zwar gering und sehr wahrscheinlich negativ ausfallen, aber die vergleichsweise widerstandsfähige Industrie lässt auf gewisse

Aufwärtsrisiken für das Wachstum schließen. Hochfrequenzindikatoren signalisieren ebenfalls eine Abschwächung im vierten Quartal.

Mit Blick auf die Zukunft sorgt die Ende Dezember begonnene Bereitstellung von Impfstoffen für mehr Zuversicht hinsichtlich der Bewältigung der Gesundheitskrise.

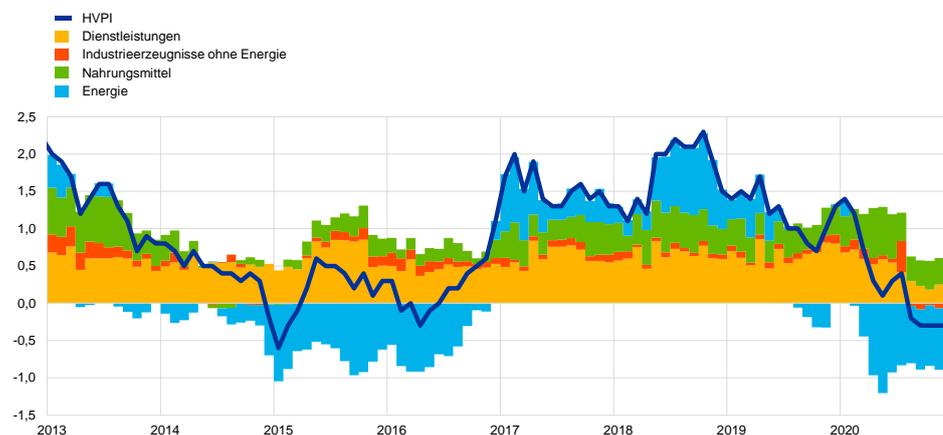
Es wird jedoch dauern, bis eine breite Immunität erreicht ist. Weitere Rückschläge im Zusammenhang mit der Pandemie sind nicht auszuschließen. Zwar dürfte die pandemiebedingte Unsicherheit die Erholung am Arbeitsmarkt dämpfen und die Entwicklung der Konsumausgaben und Investitionen beeinträchtigen, doch sollte die wirtschaftliche Erholung im Euroraum durch günstige Finanzierungsbedingungen, einen expansiven finanzpolitischen Kurs und – sobald die Eindämmungsmaßnahmen gelockert werden und die Unsicherheit nachlässt – eine Belebung der Nachfrage gestützt werden. Die Ergebnisse des aktuellen, Anfang Januar von der EZB durchgeführten [Survey of Professional Forecasters](#) zeigen, dass die Wachstumsprognosen des privaten Sektors für das BIP gegenüber der vorangegangenen Umfrage von Anfang Oktober für 2021 nach unten und für 2022 nach oben korrigiert wurden. Der Umfrage zufolge wird das BIP im vierten Quartal 2020 um 2,5 % sinken und im ersten Quartal 2021 unverändert bleiben. Dieser Ausblick ist etwas pessimistischer als die kurzfristigen Aussichten in den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2020, denen zufolge das BIP im vierten Quartal 2020 um 2,2 % sinken und im ersten Quartal 2021 um 0,6 % steigen wird. Diese Korrektur deckt sich mit dem größeren Pessimismus im Hinblick auf die kurzfristigen Aussichten, der sich aus der Verschärfung der Eindämmungsmaßnahmen ergibt. Zugleich steigt die Hoffnung in Bezug auf die mittelfristigen Aussichten, weil mit einem sicheren und erfolgreichen Impfbeginn gerechnet wird.

4 Preise und Kosten

Die Gesamtinflation war im Dezember 2020 mit -0,3 % den vierten Monat in Folge unverändert. Hinter der stabilen Inflationsrate von -0,3 % im Dezember verbergen sich Schwankungen bei den Hauptkomponenten. So haben sich die Teuerungsraten für Energie und Dienstleistungen erhöht, jene für Nahrungsmittel und Industrieerzeugnisse ohne Energie jedoch verringert (siehe Abbildung 7). Trotz des jüngsten Anstiegs lag die Inflationsrate bei Energie mit -6,9 % noch immer tief im negativen Bereich und übte damit weiterhin einen beträchtlichen Abwärtsdruck auf die HVPI-Inflation aus. Eurostat stufte die meisten HVPI-Teilindizes im Dezember als verlässlich ein, obschon der Anteil imputierter Preise im Zuge der neuen Eindämmungs- und Lockdown-Maßnahmen wieder zugenommen hat.

Abbildung 7
Beiträge der Komponenten zur HVPI-Gesamtinflation im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



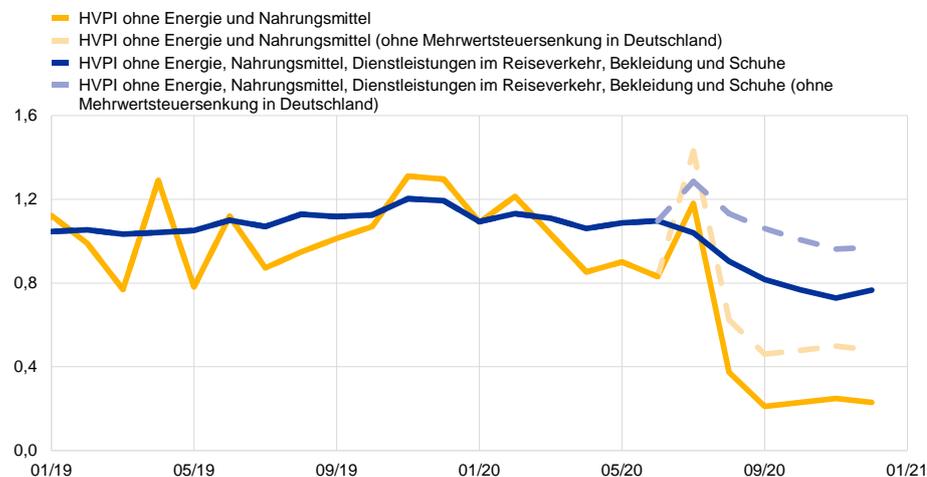
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation blieben weitgehend unverändert und lagen auf niedrigem Niveau. Im Dezember 2020 wurde bei der Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel mit 0,2 % den vierten Monat in Folge ein historischer Tiefstand verbucht. Hinter der unveränderten Inflationsrate verbergen sich ein Rückgang der Teuerung bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie auf -0,5 % im Dezember nach -0,3 % im November sowie ein leichter Preisauftrieb bei den Dienstleistungen von 0,6 % auf 0,7 % im selben Zeitraum. Für die rückläufige Teuerungsrate der Industrieerzeugnisse ohne Energie war hauptsächlich die Preisentwicklung bei Bekleidung und Schuhen verantwortlich. Die höhere Rate bei den Dienstleistungen hingegen war auf eine moderate Umkehr des deutlich geringeren Preisauftriebs im Reiseverkehr zurückzuführen (siehe Kasten 6). Andere Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation blieben im Dezember weitgehend stabil auf einem niedrigen Niveau, das nach wie vor auch die vorübergehende Senkung der Mehrwertsteuersätze in Deutschland in der zweiten Jahreshälfte 2020 widerspiegelte (siehe Abbildung 8).

Abbildung 8
Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen auf der Basis von Schätzungen in: Deutsche Bundesbank, [Wirkung der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung auf die Verbraucherpreise](#), Monatsbericht, November 2020.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2020.

Ausgehend von einem insgesamt niedrigen Niveau hat sich der Preisdruck bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette erhöht. Die Änderungsrate der inländischen Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel belief sich im November wie schon im Vormonat auf 0,7 % und bewegte sich damit weiterhin leicht über ihrem langfristigen Durchschnitt. Bei der Steigerungsrate der Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel hingegen war zwar eine geringfügige Zunahme auf -1,1 % im November nach -1,2 % im Vormonat zu verzeichnen, doch lag sie weiterhin im negativen Bereich, was zum Teil mit der zurückliegenden Aufwertung des Euro zusammenhing. Auf den vorgelagerten Stufen der Vorleistungsgüterproduktion hat sich der Preisauftrieb im November deutlich beschleunigt. So erhöhte sich die Änderungsrate der inländischen Erzeugerpreise von -1,3 % im Oktober auf -0,6 % im November, während die Steigerungsrate der Einfuhrpreise im selben Zeitraum von -2,4 % auf -1,6 % kletterte. Dies mag zum Teil darauf zurückzuführen sein, dass der vom effektiven Wechselkurs des Euro und der Ölpreisentwicklung ausgehende Abwärtsdruck leicht nachgelassen und sich der Aufwärtsdruck, den die Preise anderer Rohstoffe ausüben, weiter verstärkt hat.

Der am BIP-Deflator gemessene Preisauftrieb auf der Erzeugerebene ging im dritten Quartal 2020 zurück. Die Jahresänderungsrate des BIP-Deflators verringerte sich im dritten Jahresviertel 2020 auf 1,1 % nach 2,4 % im Vorquartal. Dies spiegelte vor allem den Einfluss des deutlichen Wachstumsrückgangs bei den Lohnstückkosten wider, da die Zunahme der – dadurch weniger stark negativen – Steigerungsrate der Arbeitsproduktivität (die durch das sich kräftig erholende BIP-Wachstum unterstützt wurde) den Zuwachs beim Arbeitnehmerentgelt je

Arbeitnehmer überwog.⁵ Die durch die konjunkturelle Wiederbelebung bedingte geringere Inanspruchnahme von Kurzarbeit stützte nicht nur den Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer, sondern führte aufgrund niedrigerer Hilfszahlungen auch dazu, dass der Beitrag der indirekten Nettosteuern zum BIP-Deflator weniger negativ ausfiel. Infolge der Konjunkturerholung erhöhten sich zugleich die Gewinnmargen gegenüber dem Vorquartal, wenngleich ihr Beitrag weiterhin negativ war.

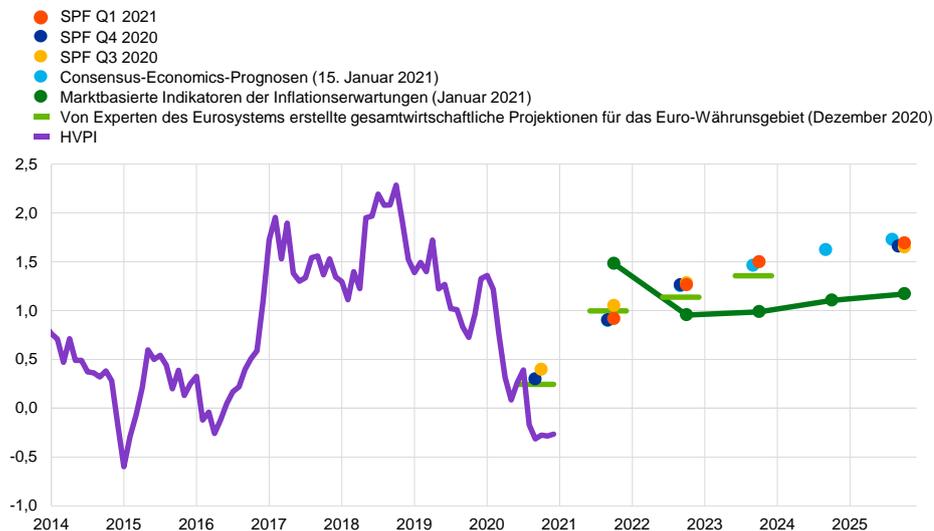
Die marktbasieren Indikatoren der mittel- bis längerfristigen Inflationserwartungen im Euroraum stiegen zwar an, verzeichneten aber weiterhin einen sehr niedrigen Stand. Die umfragebasierten Indikatoren der Inflationserwartungen hingegen blieben auf niedrigem Niveau weitgehend stabil (siehe Abbildung 9). Die Inflationmärkte entwickelten sich nach wie vor verhalten, wobei Mitte Januar 2021 ein leichter Anstieg zu verzeichnen war. Seit der Sitzung des EZB-Rats vom 10. Dezember 2020 ist der wichtigste Indikator der längerfristigen marktbasieren Inflationserwartungen – der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren – um 6 Basispunkte auf 1,32 % gestiegen. Damit bewegt er sich leicht über seinem Vorpandemieniveau von 1,25 %. Dennoch liegen die längerfristigen inflationsindexierten Termin-Swapsätze derzeit noch immer auf einem sehr niedrigen Stand, was nicht darauf hindeutet, dass die Teuerung in absehbarer Zeit auf ein dem Inflationsziel der EZB entsprechendes Niveau zurückkehren wird. Die umfragebasierten Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen waren unverändert oder erhöhten sich leicht, blieben aber insgesamt niedrig. Laut dem von der EZB Anfang Januar 2021 durchgeführten Survey of Professional Forecasters (SPF) für das erste Quartal 2021 waren die längerfristigen Inflationserwartungen mit 1,7 % konstant. Die von Consensus Economics im Januar ermittelten längerfristigen Inflationserwartungen lagen ebenfalls bei 1,7 % und damit leicht über dem in der vorherigen Erhebung im Oktober gemessenen Niveau von 1,6 %.

⁵ Siehe EZB, [Kurzarbeitsregelungen: Auswirkungen auf Löhne und verfügbares Einkommen](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 4/2020, Juni 2020.

Abbildung 9

Markt- und umfragebasierte Indikatoren der Inflationserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB, Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet (Dezember 2020) und Consensus Economics (15. Januar 2021).

Anmerkung: Die SPF-Umfrage für das erste Quartal 2021 wurde vom 7. bis zum 11. Januar 2021 durchgeführt. Die aus Marktpreisen abgeleitete Kurve basiert auf der einjährigen Kassa-Inflationsrate und dem einjährigen Terminalsatz in einem Jahr, dem einjährigen Terminalsatz in zwei Jahren, dem einjährigen Terminalsatz in drei Jahren und dem einjährigen Terminalsatz in vier Jahren. Die jüngsten Angaben zu den markt-basierten Indikatoren der Inflationserwartungen beziehen sich auf den 19. Januar 2021.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

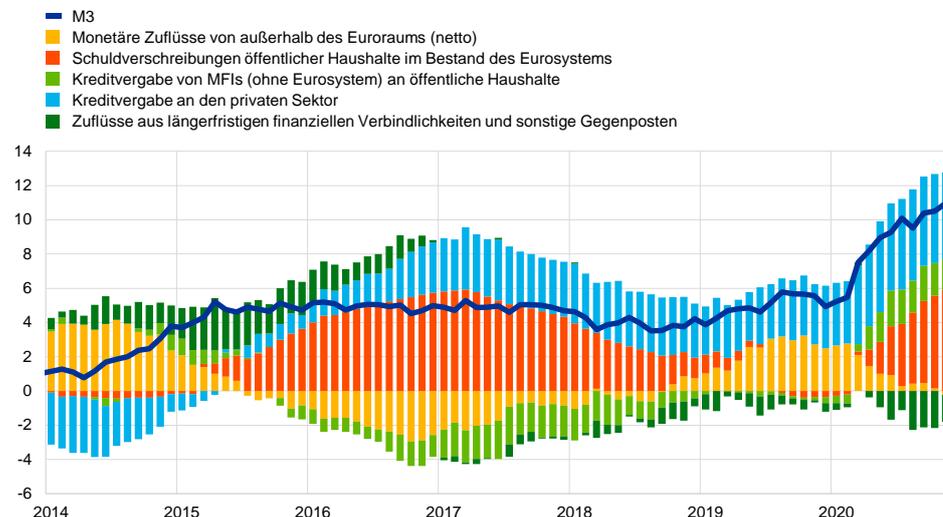
Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge (M3) beschleunigte sich im November 2020 weiter. Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 stieg von 10,5 % im Oktober auf 11,0 % im November (siehe Abbildung 10). Die Coronapandemie hat zwar eine außergewöhnlich starke Liquiditätspräferenz ausgelöst, doch größtenteils spiegeln sich im kräftigen Wachstum der weit gefassten Geldmenge die umfangreichen Stützungsmaßnahmen wider, die von der EZB, den Aufsichtsbehörden und den nationalen Regierungen ergriffen wurden, um die Wirtschaft mit ausreichend Liquidität zur Bewältigung der ökonomischen Folgen und der Unsicherheiten im Zusammenhang mit der Coronakrise zu versorgen. Im November kam hinzu, dass die Regierungen zur Finanzierung höherer Nettoausgaben Einlagen abschmolzen, die sie in den Monaten zuvor als Liquiditätspuffer aufgebaut hatten (und die nicht der Geldmenge M3 zugerechnet werden). Sie griffen auf diese Einlagen zurück, weil es zu einer Verschärfung der pandemiebedingten Einschränkungen und einer Reaktivierung der staatlichen Hilfsmaßnahmen kam, ihre Nettokreditaufnahme in diesem Monat aber fast null betrug. Die Zunahme der Geldmenge M3 war im Wesentlichen dem eng gefassten Geldmengenaggregat M1 geschuldet, das die liquidesten Komponenten von M3 umfasst. Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M1 stieg von 13,8 % im Oktober auf 14,5 % im November. Grund dafür war hauptsächlich der deutliche jährliche Anstieg der täglich fälligen Einlagen von Unternehmen und privaten Haushalten, der wiederum zu großen Teilen auf eine starke Liquiditätspräferenz zurückzuführen war. Die sonstigen kurzfristigen Einlagen und die marktfähigen Finanzinstrumente leisteten erneut nur einen kleinen Beitrag zum jährlichen M3-Wachstum. Ursächlich hierfür waren das niedrige Zinsniveau und die Suche der Investoren nach Rendite.

Die inländische Kreditvergabe war nach wie vor die wichtigste Quelle der Geldschöpfung. Der Nettoerwerb von Staatsanleihen durch das Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) war im November 2020 die größte Triebfeder des M3-Wachstums (siehe die roten Balkenabschnitte in Abbildung 10). Die Kreditvergabe an den privaten Sektor verlor etwas an Schwung, leistete aber weiterhin den zweitgrößten Beitrag zum Anstieg von M3 (siehe die blauen Balkenabschnitte in Abbildung 10). Auch die Kreditvergabe von MFIs (ohne Eurosystem) an öffentliche Haushalte stützte das M3-Wachstum (siehe die hellgrünen Balkenabschnitte in Abbildung 10), wenngleich sich die Kreditströme in letzter Zeit abgeschwächt haben. Wie bereits in den Vormonaten trugen die jährlichen monetären Nettozuflüsse von außerhalb des Euroraums im November kaum zum M3-Wachstum bei (siehe die gelben Balkenabschnitte in Abbildung 10). Die längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten und sonstigen Gegenposten hatten einen dämpfenden Effekt auf den Anstieg der weit gefassten Geldmenge. Ursächlich hierfür war die Entwicklung der sonstigen Gegenposten (insbesondere der Repogeschäfte). Angesichts der günstigen Bedingungen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) substituierten die Banken indes weiterhin bestehende Finanzierungen durch GLRG-Mittel, sodass es unter dem Strich zu Nettotilgungen von langfristigen Bankanleihen kam.

Abbildung 10

M3 und Gegenposten

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



Quelle: EZB.

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

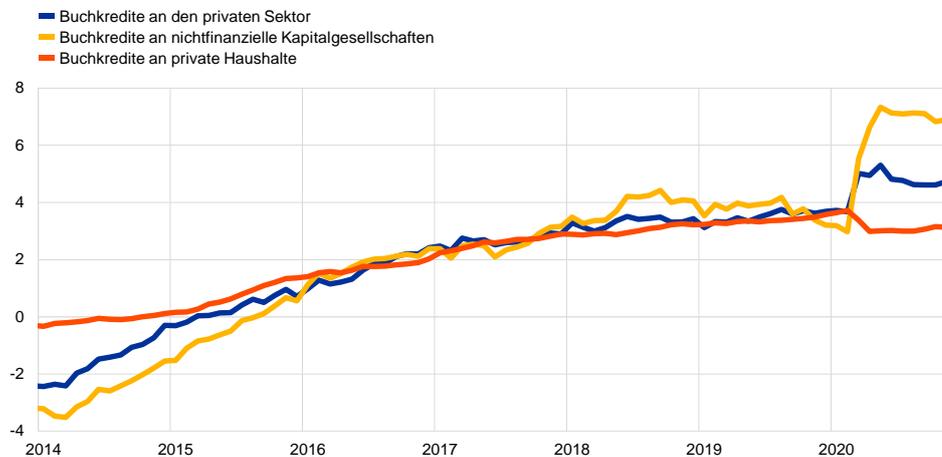
Das Wachstum der Buchkredite an den privaten Sektor blieb im

November 2020 stabil.

Die Jahreswachstumsrate der Bankkredite an den privaten Sektor lag im November bei 4,7 % und hat sich damit seit Juni kaum verändert (siehe Abbildung 11). Somit setzte sich das seit dem Spätsommer zu beobachtende Muster einer weitgehend stabilen Kreditvergabe an Privathaushalte bei gleichzeitig abnehmender Kreditgewährung an Unternehmen fort. Diese Verschiebung ist auf die Besonderheiten der Coronakrise zurückzuführen. Die Krise ließ die Cashflows von Unternehmen versiegen, sodass die Firmen in der Anfangsphase der Pandemie deutlich mehr Außenfinanzierungsmittel aufnehmen mussten. Im November blieb die Jahreswachstumsrate der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mit 6,9 % weitgehend unverändert, doch die monatlichen Kreditströme nahmen weiter ab. Die Unternehmen nehmen seit dem Sommer nicht nur weniger Bankkredite auf, sondern auch weniger staatliche Garantien in Anspruch. Dies könnte auf einen sinkenden Bedarf an Notfall-Liquidität hindeuten. Die jährliche Zuwachsrate der Buchkredite an private Haushalte veränderte sich im Berichtsmonat kaum (3,1 % nach 3,2 % im Oktober). Der Großteil der Kreditgewährung an Privathaushalte entfiel nach wie vor auf Wohnungsbaukredite, während die Konsumentenkredite im November parallel zur Verschärfung der Eindämmungsmaßnahmen an Dynamik verloren.

Abbildung 11
Buchkredite an den privaten Sektor

(Jahreswachstumsrate)



Quelle: EZB.

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

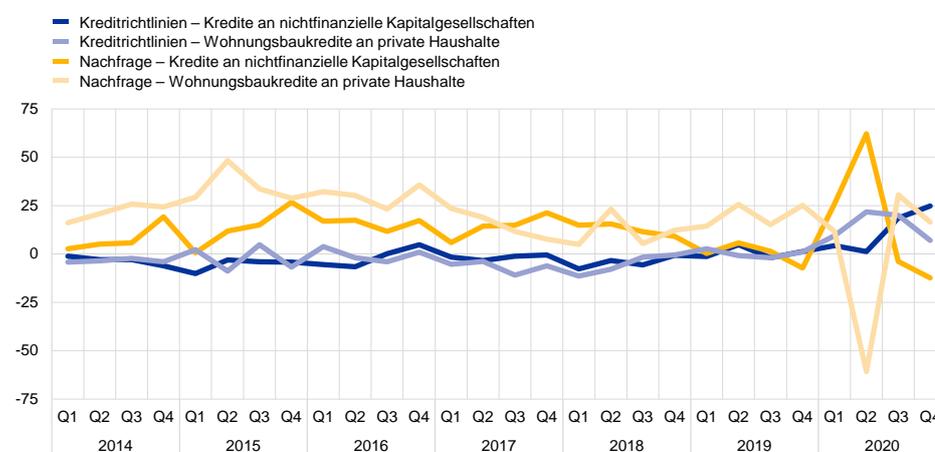
Aus der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet (Bank Lending Survey) vom Januar 2021 geht hervor, dass die Richtlinien für Buchkredite an Unternehmen und private Haushalte im vierten Quartal 2020 vor dem Hintergrund erneuter Einschränkungen im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie weiter verschärft wurden (siehe Abbildung 12). Die Richtlinien für Buchkredite an Unternehmen wurden im Schlussquartal 2020 vor allem aufgrund einer höheren Risikoeinschätzung gestrafft. Diese war wiederum auf die Verschlechterung der allgemeinen Konjunkturaussichten und der unternehmensspezifischen Lage zurückzuführen. Für das erste Jahresviertel 2021 erwarten die Banken per saldo eine weitere Verschärfung der Kreditrichtlinien für Unternehmen. Auch die Richtlinien für die Vergabe von Wohnungsbau- und Konsumentenkrediten an private Haushalte wurden im Schlussquartal 2020 abermals gestrafft, jedoch langsamer als im früheren Jahresverlauf. Die Nettonachfrage nach Unternehmenskrediten und die Inanspruchnahme von Kreditlinien durch Unternehmen gingen im vierten Quartal 2020 zurück. In den Quartalen zuvor war die Nachfrage für Lagerhaltung und Betriebsmittel per saldo kontinuierlich gestiegen, da die Firmen vorsorglich Liquiditätspolster aufbauten. Die Nettonachfrage nach Wohnungsbaukrediten seitens der privaten Haushalte zog im vierten Quartal 2020 an. Gestützt wurde sie durch das niedrige allgemeine Zinsniveau und, in geringerem Maße, durch eine Verbesserung der Aussichten am Wohnimmobilienmarkt. Die Nettonachfrage nach Konsumentenkrediten ging indes zurück. Für das erste Jahresviertel 2021 erwarten die Banken unter dem Strich eine weitere moderate Verschärfung der Kreditrichtlinien für private Haushalte und einen leichten Rückgang der Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten. Außerdem berichteten sie, dass staatliche Garantien, die im Jahr 2020 aufgrund der Corona-Pandemie gewährt wurden, die Kreditrichtlinien und -bedingungen für Unternehmen in beträchtlichem Umfang gestützt hätten. Dies gelte sowohl für Kredite an kleine und mittlere Unternehmen als auch für Darlehen an große Firmen. Der Zugang der Banken im Euroraum zur Finanzierung über Kundeneinlagen und über die Finanzmärkte gestaltete sich im

vierten Quartal 2020 insgesamt leichter. Die Banken gaben zudem an, dass sich ihr Zugang zur Finanzierung über Schuldverschreibungen und zu Verbriefungen im Schlussquartal 2020 abermals verbessert habe. Zugleich wiesen sie auf die weitere Stärkung ihrer Eigenkapitalposition hin. Zurückzuführen war diese Entwicklung auf regulatorische und aufsichtliche Maßnahmen im zweiten Halbjahr 2020 und eine Nettoverschärfung der Richtlinien für Unternehmens- und Konsumentenkredite aufgrund des Anteils an notleidenden Krediten.

Abbildung 12

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

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



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

Anmerkung: Bei den Fragen zu den Kreditrichtlinien ist der prozentuale Saldo definiert als die Differenz zwischen der Summe der jeweiligen Anteile (in Prozent) der Banken, die mit „deutlich verschärft“ oder „leicht verschärft“ antworteten, und der Summe der Anteile (in Prozent) der Banken, die „etwas gelockert“ oder „deutlich gelockert“ angaben. Bei den Fragen zur Kreditnachfrage ist der prozentuale Saldo definiert als die Differenz zwischen der Summe der jeweiligen Anteile (in Prozent) der Banken, die mit „deutlich gestiegen“ oder „leicht gestiegen“ antworteten, und der Summe der Anteile (in Prozent) der Banken, die „leicht gesunken“ oder „deutlich gesunken“ angaben. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2020.

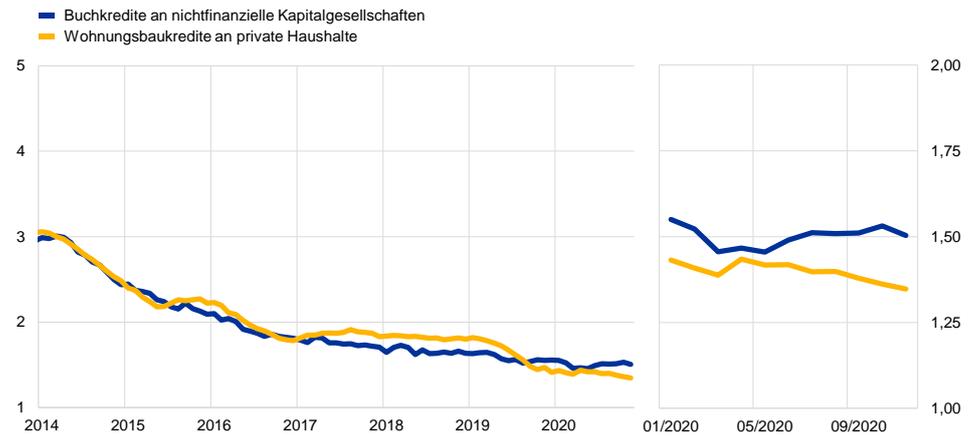
Die günstigen Kreditzinsen wirken sich weiterhin positiv auf das Wirtschaftswachstum im Eurogebiet aus. Die Kreditzinsen haben sich auf ihren historischen Tiefständen stabilisiert. Sie spiegelten damit die anhaltende Wirkung der Maßnahmen wider, die von der EZB, den Aufsichtsbehörden und den Regierungen ergriffen wurden, um die Kreditangebotsbedingungen zu stützen. Die gewichteten Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte blieben im November 2020 mit 1,50 % bzw. 1,35 % mehr oder weniger gleich (siehe Abbildung 13). Diese Entwicklung war in fast allen Euro-Ländern zu beobachten. Zudem stabilisierte sich der Abstand zwischen den Bankkreditzinsen für sehr kleine Kredite und für große Kredite auf einem Niveau unterhalb der vor der Pandemie verzeichneten Werte. Unterdessen könnte von den schwerwiegenden wirtschaftlichen Auswirkungen der Corona-Krise auf die Einnahmen der Unternehmen, die Beschäftigungsaussichten der privaten Haushalte und die allgemeine Bonität der Kreditnehmer (siehe die Umfrage zum Kreditgeschäft) ein Aufwärtsdruck auf die Kreditzinsen der Banken ausgehen. Die geldpolitischen Maßnahmen, insbesondere die im Dezember 2020 beschlossene Ausweitung des PEPP und Rekalibrierung der GLRG III, werden dazu beitragen, diesen Aufwärts-

druck, dem die Bankkreditzinsen in diesem schwierigen und unsicheren wirtschaftlichen Umfeld ausgesetzt sind, zu begrenzen.

Abbildung 13

Gewichtete Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte

(in % p. a.)



Quelle: EZB.

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

Kästen

1 Pandemiebedingte Beschränkungen und Inflationsentwicklung in Industrieländern

Alina Bobasu, Luigi Crucil, Alistair Dieppe und Marcel Tirpák

Die Corona-Pandemie (Covid-19) hatte in der ersten Jahreshälfte 2020 gravierende und außerordentliche Folgen für die Weltwirtschaft. In allen Industrieländern wurde die Wirtschaftstätigkeit erheblich in Mitleidenschaft gezogen, und die am Verbraucherpreisindex (VPI) gemessene Teuerung ging im Zuge dessen zurück. Die Pandemie dämpfte nicht nur die Gesamtinflation, sondern auch die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation wie etwa den Anstieg der Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel. Diese Messgrößen waren während der ersten Lockdown-Maßnahmen rückläufig und stiegen danach allmählich wieder an. Das beobachtete Verlaufsmuster wurde durch das Zusammenspiel zweier durch die Krise ausgelöster Triebkräfte bestimmt: die schwache Nachfrage und das eingeschränkte Angebot. Im vorliegenden Kasten werden granulare Daten zu den privaten Konsumausgaben und den Verbraucherpreisen herangezogen. Zudem wird eine Strukturanalyse unter Verwendung von bayesianischen Vektorautoregressionsmodellen (BVAR-Modellen) durchgeführt, um die jeweilige Wirkung der beiden Kräfte auf die Inflation in wichtigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften außerhalb des Euro-Währungsgebiets zu untersuchen.¹

Um den Inflationsausblick beurteilen zu können, ist es wichtig, die jeweiligen Auswirkungen von Angebots- und Nachfrageschocks in der Pandemie zu verstehen. Da sich die Krise über eine Vielzahl von Kanälen in der Wirtschaft ausbreitete, ist die Fachliteratur noch zu keiner einhelligen Meinung gelangt, welchen Beitrag Nachfrage- und Angebotschocks jeweils geleistet haben.² Lockdowns und Maßnahmen zum Gesundheitsschutz der Bevölkerung beeinträchtigen die Wirtschaftsaktivität insofern, als es den Unternehmen und privaten Haushalten unmöglich gemacht wird, ihre Produktionsprozesse beziehungsweise ihr Ausgabeverhalten wie gewohnt beizubehalten. Dies führt

¹ Eine Analyse des Euroraums und der einzelnen Euro-Länder findet sich in: Die Bedeutung von Nachfrage- und Angebotsfaktoren für die HVPI-Inflation während der Covid-19-Pandemie aus disaggregierter Perspektive, im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

² Einige Studien kommen zu dem Ergebnis, dass im ersten Quartal 2020 vor allem gesamtwirtschaftliche Nachfrageschocks vorherrschten, während im Folgequartal gesamtwirtschaftliche Angebotschocks überwogen (siehe G. Bekaert, E. Engstrom und A. Ermolov, Aggregate Demand and Aggregate Supply Effects of COVID-19: A Real-time Analysis, Finance and Economics Discussion Series, Nr. 2020-049, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2020). Bei einer anderen Untersuchung (siehe D. Baqaee und E. Farhi, Supply and Demand in Disaggregated Keynesian Economies with an Application to the Covid-19 crisis, [CEPR Discussion Papers](#), Nr. 14743, Centre for Economic Policy Research, 2020) wurde demgegenüber ein sektorales Modell herangezogen. Damit wurde gezeigt, dass der in den Vereinigten Staaten beim ersten Lockdown beobachtete Produktionseinbruch und die verhaltene Reaktion der Inflation nur durch ein Zusammenwirken von stagflationären sektoralen Angebotschocks und deflationären Nachfrageschocks erklärt werden können.

länder- und sektorenübergreifend zu diversen Störungen in den Produktionsnetzwerken.

Aus Umfragedaten geht hervor, dass die sektorale Produktion und die Preise im zweiten Quartal angesichts der strikten Eindämmungsmaßnahmen rapide sanken. Die Lockdown-Maßnahmen und Mobilitätsbeschränkungen wurden im Zuge der sich ausbreitenden Pandemie weiter verschärft, was die Unsicherheit seitens der Unternehmen und Konsumenten erhöhte. Dieser negative Schock auf das Arbeitskräfteangebot bedeutete, dass Firmen die bestehende Nachfrage nicht bedienen konnten. Die Wirtschaftstätigkeit in den kontaktintensiven Dienstleistungsbranchen wie etwa Tourismus und Freizeit ging besonders stark zurück, was auch für die Nachfrage nach Verkehrsdienstleistungen gilt (siehe Abbildung A, Grafik a). Gesundheitsdienstleistungen waren der einzige Bereich, in dem die Produktion im Großen und Ganzen unverändert blieb, während sich Nahrungsmittel sowie pharmazeutische und biotechnologische Erzeugnisse trotz eines Produktionsrückgangs verteuerten. Als im dritten Jahresviertel weniger strikte Eindämmungsmaßnahmen zur Geltung kamen, erholten sich Produktion und Preise in den meisten Wirtschaftssektoren wieder. Die einzige Ausnahme bildet hier der Bereich Tourismus und Freizeit, der weiter unter den Auswirkungen der Pandemie zu leiden hatte (siehe Abbildung A, Grafik b).

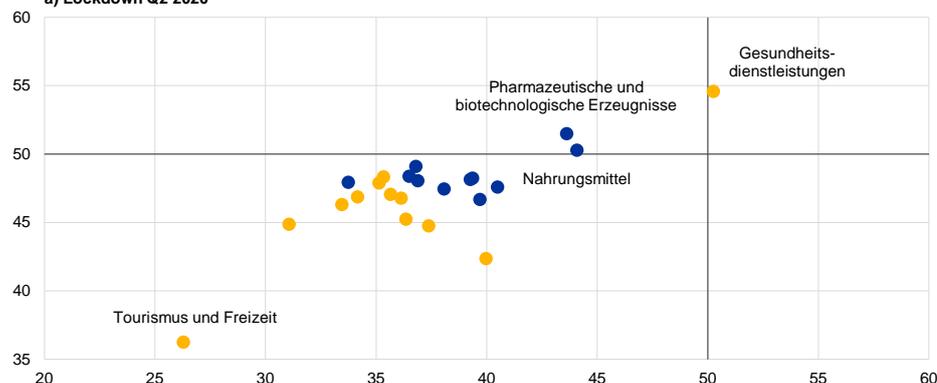
Abbildung A

Weltweite Entwicklung der sektoralen Produktion und Preise anhand von Umfragedaten

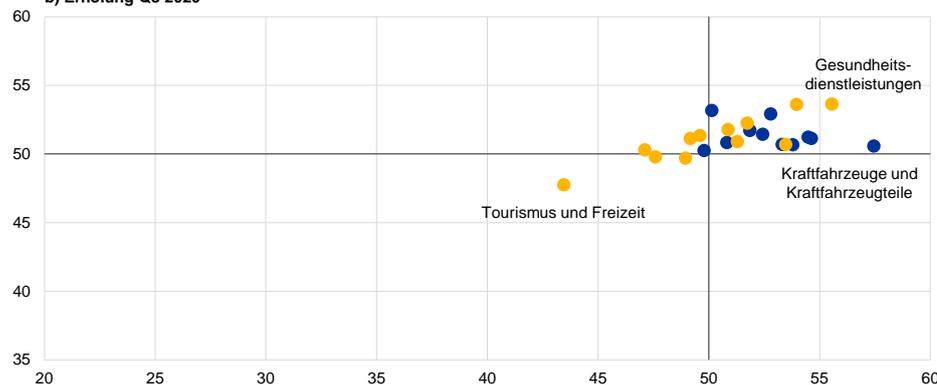
(x-Achse: Produktion; y-Achse: Erzeugerpreise; EMI, Diffusionsindizes, Quartalsdurchschnitt)

- Sektoren des verarbeitenden Gewerbes
- Sektoren des Dienstleistungsgewerbes

a) Lockdown Q2 2020



b) Erholung Q3 2020



Quelle: IHS Markit (über Haver Analytics).

Anmerkung: Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (EMI) in Bezug auf die weltweite Entwicklung der sektoralen Produktion und der Erzeugerpreise. Werte von über (unter) 50 weisen auf einen Anstieg (Rückgang) der sektoralen Produktion und der Erzeugerpreise weltweit hin. In der Abbildung sind elf Sektoren des verarbeitenden Gewerbes und zwölf Sektoren des Dienstleistungsgewerbes dargestellt.

Für die rückläufige Kerninflation während der ersten Lockdown-Maßnahmen sind in erster Linie die nachfragesensitiven Komponenten des Warenkorb verantwortlich.

Dem Ansatz von Shapiro³ folgend wird im Rahmen der hier durchgeführten Analyse untersucht, wie empfindlich die Warenkorbkomponenten auf pandemiebedingte Störungen reagieren.⁴ Demnach weisen in den Vereinigten Staaten mehr als 60 % der privaten Konsumausgaben eine gewisse Sensitivität auf, während der entsprechende Anteil im Vereinigten Königreich bei rund 40 % liegt. In beiden Ländern sind die nachfragesensitiven Komponenten sowohl für einen großen Teil des anfänglichen Rückgangs der Teuerung auf der Verbraucherstufe während der ersten Lockdowns als auch für ihren allmählichen Anstieg im dritten Quartal

³ Siehe A. H. Shapiro, A Simple Framework to Monitor Inflation, Working Paper Series der Federal Reserve Bank of San Francisco, Nr. 2020-29, 2020.

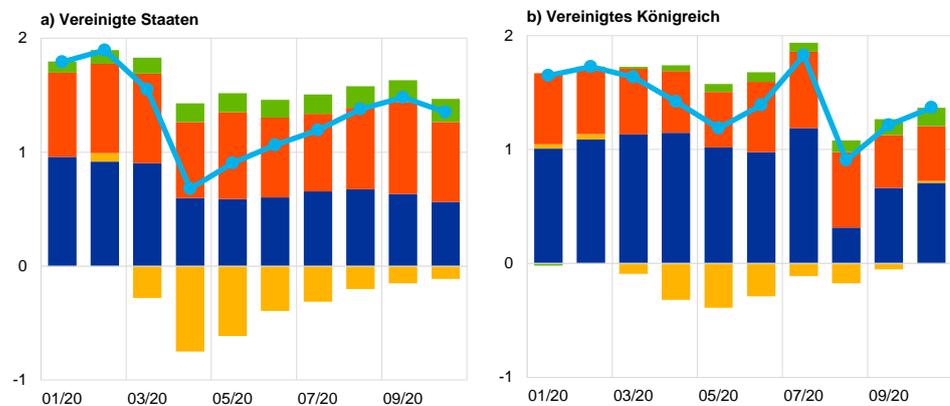
⁴ Die Methode basiert auf einem System scheinbar unverbundener Regressionen (Seemingly Unrelated Regressions), mit dem ermittelt werden soll, welche Rolle Nachfrage- und Angebotsfaktoren während der Pandemie für die sektorale Inflationsentwicklung hatten.

maßgeblich (siehe Abbildung B). Was die weitere Entwicklung betrifft, ist der Inflationsausblick nach wie vor mit großer Unsicherheit behaftet. So nahm bei den Konsumenten, die von der Federal Reserve Bank of New York zum erwarteten Inflationsniveau in den USA in einem Jahr befragt wurden, die Uneinigkeit gemessen an der Interquartilsspanne ihrer Antworten seit dem Ausbruch der Corona-Pandemie deutlich zu. Die Inflationserwartungen gehen indes nach einem anfänglichen Rückgang offenbar weiterhin in Richtung einer höheren Teuerungsrate.

Abbildung B
Zerlegung der Kerninflation

(in Prozentpunkten)

■ Nachfragesensitiv
■ Angebotsensitiv
■ Uneindeutig
■ Insensitiv



Quelle: EZB-Berechnungen nach Shapiro.

Anmerkung: Das System basiert auf einer scheinbar unverbundenen univariaten Regression von Preisen und Mengen mit zwei Gleichungen.

$\pi_{i,t} = \beta_1^i 1_{t \in \text{COVID}} + \alpha_1^i + \varepsilon_{1,t}^i$ und $\Delta x_{i,t} = \beta_2^i 1_{t \in \text{COVID}} + \alpha_2^i + \varepsilon_{2,t}^i$, wobei $1_{t \in \text{COVID}} = 1_{t \in 2020M4}$ für die Vereinigten Staaten und $1_{t \in 2020Q2}$ für das Vereinigte Königreich gelten. Diese Gleichungen werden für die Zeit von Januar 2010 bis Oktober 2020 (USA) bzw. vom ersten Quartal 2010 bis zum dritten Quartal 2020 (Vereinigtes Königreich) geschätzt. In der Abbildung werden die Ergebnisse für den Zeitraum von Januar bis Oktober 2020 dargestellt, der für die Coronakrise relevant ist. Zu den Covid-19-sensitiven Komponenten zählen diejenigen Kategorien, bei denen sich entweder die Preise oder die Mengen bei Ausbruch der Pandemie auf statistisch signifikante Weise verändert haben. Die Covid-19-insensitiven Komponenten umfassen alle übrigen Kategorien der Kerninflation. Die sensitiven Komponenten untergliedern sich wie folgt: Nachfragesensitiv sind jene Komponenten, bei denen sich Preise und Mengen während des ersten Lockdown-Zeitraums in dieselbe Richtung bewegt haben. Angebotsensitiv sind Komponenten, bei denen sich Preise und Mengen in entgegengesetzte Richtungen entwickelt haben. Als uneindeutig gelten Komponenten, die in die Kategorie „sensitiv“ fallen und statistisch signifikante Änderungen entweder der Preise oder der Mengen – jedoch nicht beides – verzeichnet haben.

Die Ergebnisse eines strukturellen Modells bestätigen, dass nachfrageseitige Effekte in der Krise überwiegen, wengleich von der Angebotsseite weiterhin erhebliche Effekte ausgehen. Die Schätzung eines strukturellen BVAR-Modells für die Vereinigten Staaten, das Vereinigte Königreich und Japan zeigt, dass von der Nachfrage ausgehende Schocks im zweiten Quartal 2020 einen rund doppelt so hohen Beitrag zum Produktionsrückgang leisteten wie Angebotschocks (siehe Abbildung C, Grafik a).⁵ Für die Erholung im dritten Quartal 2020 waren nachfrage- und angebotsseitige Faktoren zu etwa gleichen Teilen verantwortlich. Was die

⁵ Das strukturelle Vektorautoregressionsmodell beinhaltet Ölpreise, BIP, Inflation und Schattenzinssätze. Die Identifikation erfolgt über einen herkömmlichen Satz von Vorzeichenrestriktionen: Ein Nachfrageschock verändert die Preise und die Produktion in dieselbe Richtung, während sie sich bei einem Angebotschock in entgegengesetzte Richtungen bewegen. Ein vom Ölangebot ausgehender Schock führt zu einem Anstieg der Inflation und einem Rückgang des BIP, reagiert aber nicht auf inländische Zinsschocks. Eine Straffung der Geldpolitik zieht einen Rückgang des BIP wie auch der Preise nach sich.

nominalen Entwicklungen betrifft, so überwogen im zweiten Vierteljahr die Auswirkungen der schwachen Nachfrage auf die Inflation, da sie nur teilweise durch Beschränkungen des Angebots ausgeglichen wurden. Während der Erholung stieg die Nachfrage zunächst an, was inflationssteigernd wirkte. Die Zunahme der Teuerung wurde auch noch dadurch unterstützt, dass die Angebotsengpässe teilweise aufgelöst wurden (siehe Abbildung C, Grafik b). Ein auf die tatsächliche Entwicklung des BIP und der Ölpreise bedingtes Modell liefert eine relativ präzise Prognose des Anstiegs der Verbraucherpreise im zweiten und dritten Quartal 2020. Dies wiederum untermauert die obigen Erkenntnisse, die darauf hindeuten, dass die Inflationsdynamik während der Krise durch eine Kombination verschiedener Schocks bestimmt wurde. Dabei dominierten von der Nachfrageseite herrührende Schocks.

Für den weiteren Inflationsverlauf ist entscheidend, wie schnell sich Angebot und Nachfrage erholen. So könnte die aufgestaute Nachfrage die wirtschaftliche Belegung fördern und eine Inflationszunahme bewirken. Zugleich könnten aber auch Angebotsengpässe rasch abgebaut werden, was einen Disinflationsdruck erzeugen würde.⁶ Dennoch könnten weiterhin signifikante Angebotsstörungen vorhanden sein, vor allem wenn ein erneuter Anstieg der Infektionszahlen und eine nachlassende Unterstützung seitens der Politik eine Insolvenzwelle auslösen. Die wirtschaftlichen Folgen der Pandemie könnten das Arbeitskräfteangebot für längere Zeit beeinträchtigen. Dies gilt insbesondere für Sektoren, in denen die Schaffung von Humankapital kontaktintensiv ist. Hierdurch könnten Einkommen und Beschäftigung sinken und so die Erholung der Nachfrage behindern. Außerdem könnte es langfristig zu einer Erosion des Humankapitals und des Arbeitskräfteangebots kommen, wenn wieder strenge Eindämmungsmaßnahmen angeordnet werden, die sich nachteilig auf das Bildungsniveau auswirken und zu einer erhöhten Arbeitslosigkeit beitragen.

Um die Auswirkungen der Pandemie auf die Bestimmungsfaktoren der Inflation bewerten zu können, ist eine granularere Analyse erforderlich. In aktuellen internationalen Studien wird auch die Möglichkeit diskutiert, dass angebotsseitige Schocks verschiedene Wirtschaftssektoren asymmetrisch beeinträchtigen und sich in größere negative Nachfrageeffekte und damit

⁶ Siehe Baqaee und Farhi, a. a. O. Die Autoren stellen fest, dass sich die Produktion in Sektoren, die im April Nachfragebeschränkungen aufwiesen (z. B. Luft- und Seetransport, Öl- und Gasförderung) um durchschnittlich 1,8 % erhöhte, während Sektoren mit Angebotsbeschränkungen (z. B. Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie) nach dem Einsetzen des Konjunkturaufschwungs im Mai einen Anstieg von 7,5 % verzeichneten. Aus einer anderen, auf Umfragedaten für die Vereinigten Staaten basierenden Analyse (siehe O. Coibion, Y. Gorodnichenko und M. Weber, The Cost of the Covid-19 Crisis: Lockdowns, Macroeconomic Expectations, and Consumer Spending, Working Paper des NBER, Nr. 27141, 2020) geht hervor, dass ein verändertes Ausgabeverhalten der Befragten einen dauerhaften Rückgang der künftigen gesamtwirtschaftlichen Nachfrage anzeigt. Hierin spiegeln sich niedrige Einkommenserwartungen und eine erhöhte Unsicherheit wider.

einhergehenden Disinflationsdruck verwandeln könnten.⁷ Dieses Ergebnis spricht gegen Ansätze, die aggregierte Daten verwenden und solche sektoralen Angebotsschocks unter Umständen fälschlicherweise als gesamtwirtschaftliche Nachfrageschocks einstufen. Daher könnte eine granularere sektorspezifische Analyse weitergehende Erkenntnisse liefern.⁸

Abbildung C Historische Zerlegung des BIP und der VPI-Inflation

(Veränderung gegen Vorquartal in %; in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Das BIP und die Inflation werden als Abweichung vom Trend/Gleichgewicht ausgewiesen und basieren auf einer Aggregation mit den BIP-Gewichten der länderspezifischen Ergebnisse für die Vereinigten Staaten, das Vereinigte Königreich und Japan. „Sonstiges“ bezieht sich auf die Geldpolitik und Ölschocks. Für die Analyse wurde die BEAR-Toolbox der EZB, Version 4.2, herangezogen.

⁷ Siehe V. Guerrieri, G. Lorenzoni, L. Straub und I. Werning, Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?, Working Paper des NBER, Nr. 26918, 2020. Die Autoren schlagen einen Ansatz vor, bei dem Angebotsschocks eine Reaktion der Nachfrage verursachen können, die zu einem stärkeren Produktionsrückgang führt als der Angebotsschock selbst. Eine andere Analyse (siehe A. Cesa-Bianchi und A. Ferrero, The Transmission of Keynesian Supply Shocks, Working Paper der Bank of England, 2020) stützt diesen Ansatz empirisch. Das Argument einer vom Angebot ausgehenden Störung wird auch in einer weiteren Analyse vertreten (siehe L. Fornaro und M. Wolf, Covid-19 Coronavirus and Macroeconomic Policy: Some Analytical Notes, manuscript, VoxEU, 2020). Dort wird dargelegt, dass negative Angebotsschocks einen anhaltenden oder dauerhaften Rückgang des BIP hervorrufen und so die aggregierte Nachfrage dämpfen, und zwar möglicherweise sogar noch stärker als das Angebot.

⁸ Weitere Herausforderungen ergeben sich beispielsweise bei der Messung der Inflation. Sie wird erschwert durch das sich rasch wandelnde Verbraucherverhalten und durch Schwierigkeiten bei der Preiserhebung infolge der Lockdown-Maßnahmen. Die Messprobleme haben sich zwar in den ersten Monaten der Pandemie auf die veröffentlichten Statistiken ausgewirkt, doch sind sie laut einer Analyse der EZB in den letzten Monaten deutlich geringer geworden. Siehe hierzu EZB, [Konsumverhalten und Inflationsmessung während der Covid-19-Pandemie](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 7/20, November 2020.

2 Entwicklung hin zur Normalität – Auswirkungen von Covid-19-Impfstoffnachrichten auf die weltweiten Finanzmärkte

Johannes Gräß, Moritz Kellers und Helena Le Mezo

Der Ausbruch der Corona-Pandemie (Covid-19) führte weltweit zu einem zeitlich parallelen Abverkauf risikoreicher Vermögenswerte; hingegen verlief die sich daran anschließende Erholung in den einzelnen Sektoren und Ländern ungleichmäßig. An den Aktienmärkten war festzustellen, dass die Anleger ihre Portfolios zulasten der Länder und Sektoren umschichteten, die von der Pandemie in Mitleidenschaft gezogen worden waren (z. B. Luftfahrt, Tourismus und Energie). Zugute kam diese Neuausrichtung den Branchen, die von den Anlegern als Krisengewinner betrachtet wurden. Dies waren vor allem IT-Unternehmen und Kommunikationsdienstleister sowie Pharmaunternehmen. Länderübergreifend lässt sich die unterschiedliche Wertentwicklung an den Aktienmärkten im Jahr 2020 zum Großteil durch die sektorale Zusammensetzung dieser Märkte vor der Pandemie erklären (siehe Abbildung A, obere Grafik).

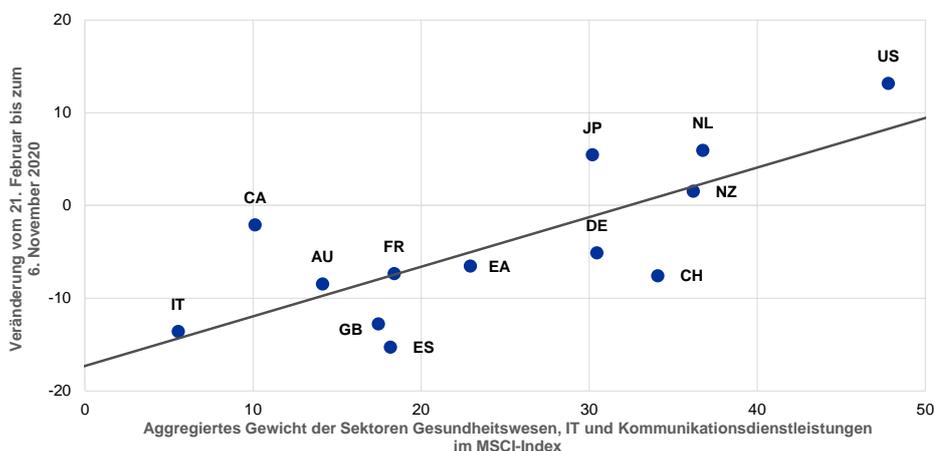
Als Mitte November 2020 die erfolgreiche Entwicklung verschiedener Impfstoffe bekannt gegeben wurde, schien sich diese „Covid-Anlagestrategie“ zum Teil wieder umzukehren. Die Nachrichten über die Wirksamkeit und baldige Verfügbarkeit mehrerer Impfstoffe führten an den Aktienmärkten zu einer Abkehr von Sektoren, die sich zuvor sehr dynamisch entwickelt hatten. Länder, deren Aktienmärkte sich nicht so gut erholt hatten (unter anderem weil die Gewinner der Pandemie dort weniger stark vertreten waren), profitierten stärker von den Meldungen über einen wirksamen Impfstoff (siehe Abbildung A, untere Grafik).

Abbildung A

Länder und Sektoren, die stärker von der Pandemie getroffen wurden, profitierten auch stärker von Impfstoffnachrichten

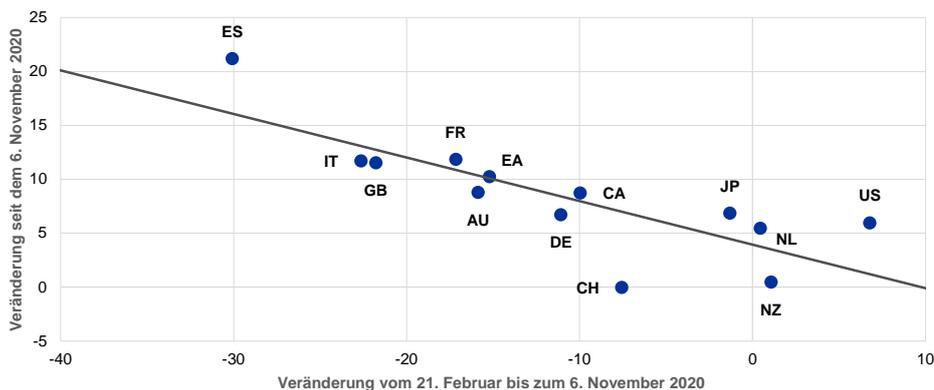
Aktienmarktentwicklung in Industrieländern vor der Impfstoffankündigung

(in %)



Nach der Impfstoffankündigung

(in %)



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: 21. Februar 2020: Covid-19-Schock. 6. November 2020: Tag vor der Ankündigung eines ersten wirksamen Impfstoffs durch Pfizer/BioNTech. Die Sektorenteile entsprechen dem Stand im Dezember 2019. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 7. Dezember 2020.

Bereits vor den Impfstoffankündigungen im November 2020 hatte es Nachrichten zur Impfstoffentwicklung gegeben, die sich erheblich auf die Wahrscheinlichkeit einer baldigen Verfügbarkeit eines Impfstoffs auswirkten.

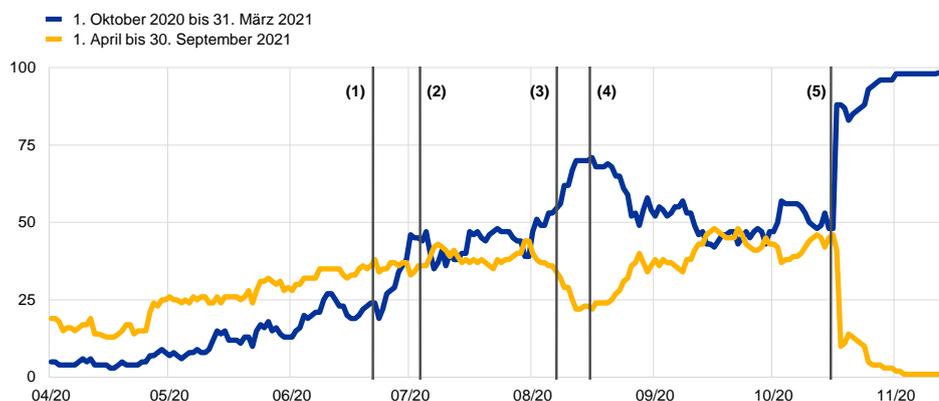
Dem Unternehmen „Good Judgment“ zufolge, das sogenannte Superforecaster befragt, stieg die Wahrscheinlichkeit, dass bis Ende des ersten Quartals 2021 ein Impfstoff bereitgestellt würde, im Sommer 2020 deutlich an (siehe Abbildung B). Die Hoffnungen auf eine frühzeitige Verfügbarkeit wurden jedoch im September 2020 gedämpft. Dies führte zu einer gewissen Volatilität des Wahrscheinlichkeitsindicators.

Abbildung B

Bereits zuvor hatten Nachrichten zur Impfstoffentwicklung die Wahrscheinlichkeit einer baldigen Verfügbarkeit beeinflusst

Wahrscheinlichkeit der Verfügbarkeit eines Impfstoffs vor Ablauf des ersten bzw. dritten Quartals 2021

(in %)



Quelle: Good Judgment.

Anmerkung: (1) Impfstoffzulassung in Russland, (2) Pfizer/BioNTech-Impfstoff in entscheidender Testphase, (3) US-amerikanische Behörde für Lebensmittel- und Arzneimittelsicherheit (FDA) verkündet beschleunigtes Zulassungsverfahren, (4) Tests des AstraZeneca-Impfstoffs werden ausgesetzt, (5) Pfizer/BioNTech verkünden erfolgreiche Impfstoffentwicklung. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 7. Dezember 2020.

Im vorliegenden Kasten wird untersucht, wie sich das Vertrauen in die Wahrscheinlichkeit einer Impfstoffverfügbarkeit auf verschiedene finanzielle Vermögenswerte auswirkte. Um abschätzen zu können, wie Impfstoffnachrichten im Zeitraum von April bis Mitte November 2020 die unterschiedlichen Marktsegmente, Sektoren und Länder beeinflussten, werden lokale Projektionen herangezogen. Die Schockvariable ist definiert als die erste Differenz bei der Wahrscheinlichkeit einer Impfstoffverfügbarkeit im ersten Quartal 2021 an Tagen mit bedeutenderen impfstoffrelevanten Ereignissen. Die Ereignisse werden auf narrativer Basis identifiziert.⁹ Die Kontrollvariablen umfassen zurückliegende makroökonomische Nachrichten, die Geldpolitik und Marktstress.

Die ökonometrischen Ergebnisse deuten darauf hin, dass die Sektoren des Aktienmarkts, die besonders stark unter den Folgen der Pandemie litten, am meisten von den positiven Nachrichten zur Impfstoffentwicklung profitierten.

Dies traf auf den Luftfahrt- und den Energiesektor in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet zu, ließ sich aber auch an den sogenannten Low-Momentum-Indizes ablesen, beispielsweise am Dow Jones U.S. Low Momentum Index, der die 200 US-Unternehmen mit der niedrigsten Rendite im letzten Jahr umfasst (siehe Abbildung C). Eine quantitative Aussage der Ergebnisse lautet, dass ein Anstieg der Wahrscheinlichkeit einer frühzeitigen Impfstoffverfügbarkeit um 10 Prozentpunkte dazu führte, dass die Aktienkurse von Fluggesellschaften im Euroraum um 5 % zulegten.

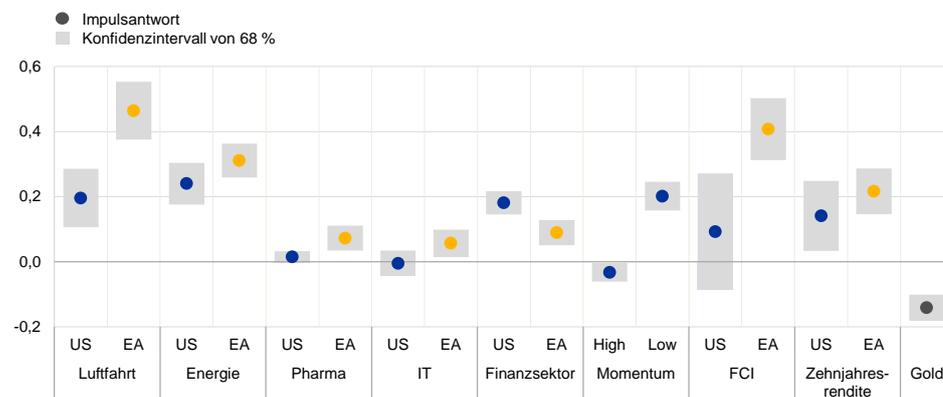
⁹ Es werden alle Ereignisse berücksichtigt, die Fortschritte bzw. Rückschläge bei der Impfstoffentwicklung oder wichtige Veränderungen der damit zusammenhängenden institutionellen Rahmenbedingungen erfassen.

Abbildung C

Low-Momentum-Sektoren verzeichneten größte Zugewinne

Über drei Arbeitstage kumulierte Reaktion auf einen Anstieg der Wahrscheinlichkeit einer Impfstofflieferung bis zum ersten Quartal 2021 in den Vereinigten Staaten und im Euroraum um 1 Prozentpunkt

(in %/Basispunkten)



Quellen: Bloomberg, Good Judgment und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Veränderung der Zehnjahresrenditen in Basispunkten. Die Anleiherendite des Euroraums entspricht der Rendite zehnjähriger Bundesanleihen. Ein Anstieg des Financial-Conditions-Index (FCI) (in Indexpunkten) stellt eine Lockerung und ein Rückgang eine Verschärfung der finanziellen Bedingungen dar. Alle anderen Variablen werden in % ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 7. Dezember 2020.

Aktienmarktsektoren, die von der Pandemie profitiert hatten, verzeichneten dagegen als Reaktion auf die gestiegene Wahrscheinlichkeit einer kurzfristigen Bereitstellung von Impfstoffen tendenziell eine unterdurchschnittliche Kursentwicklung. Sektoren, die sich nach dem Markttief besonders schnell erholt hatten, reagierten kaum auf die Impfstoffnachrichten. Dies traf sowohl auf einzelne Branchen (z. B. IT und Pharmazeutik) als auch auf High-Momentum-Aktienindizes zu. Dass die Aktienkurse in diesen Sektoren nicht gesunken sind, deutet auch darauf hin, dass sich optimistische Nachrichten im Zusammenhang mit Impfstoffen insgesamt positiv ausgewirkt haben.

Der Euroraum scheint überproportional stark von positiven Impfstoffnachrichten profitiert zu haben. Schätzungen zufolge dürften die positiven Impfstoffmeldungen dazu geführt haben, dass die Aktien der meisten Branchen – darunter die Bereiche Energie, Luftfahrt, Pharmazeutik und Technologie – im Eurogebiet stärker zugelegt haben als in den USA. Das könnte daran liegen, dass Volkswirtschaften, in denen die Märkte für risikoreiche Vermögenswerte heftiger von der Pandemie in Mitleidenschaft gezogen wurden, stärker von der Impfstoffeinführung profitieren dürften.

Trotz eines Anstiegs der risikofreien Renditen haben sich die finanziellen Bedingungen tendenziell gelockert. Die längerfristigen risikofreien Renditen stiegen aufgrund der positiven Impfstoffmeldungen, was nahelegt, dass diese Meldungen die Risikobereitschaft auf globaler Ebene erhöhten. Insgesamt haben sich die finanziellen Bedingungen jedoch entspannt, da der Renditeanstieg die von den Aktienmärkten und anderen risikobehafteten Vermögenswerten ausgehenden Lockerungsimpulse nicht kompensiert hat. Die finanziellen Bedingungen dürften sich im Euroraum stärker entspannt haben als in den USA, was damit im Einklang steht, dass die Wirkung auf bestimmte Sektoren des Aktienmarkts im Euroraum stärker war als in den Vereinigten Staaten.

Insgesamt führten positive Nachrichten über die Verfügbarkeit, Wirksamkeit und Anzahl von Impfstoffen zu Kursanstiegen bei risikoreichen Vermögenswerten und einer Lockerung der finanziellen Bedingungen. Dies deutet darauf hin, dass die Anleger inzwischen eher bereit sind, über die kurzfristigen Herausforderungen der Pandemie hinwegzusehen. Die Analyseergebnisse legen aber auch den Schluss nahe, dass etwaige Rückschläge bei der Entwicklung oder Lieferung der Impfstoffe ökonomisch signifikante Auswirkungen auf die globalen Finanzmärkte haben können.

3 Wirtschaftliche Auswirkungen der Pandemie – die Bestimmungsfaktoren regionaler Unterschiede

Philipp Meinen und Roberta Serafini

In den vier größten Ländern des Euro-Währungsgebiets wurde die Wirtschaftstätigkeit der einzelnen Regionen in der ersten Pandemiephase unterschiedlich stark durch Covid-19 beeinträchtigt. Der vorliegende Kasten beschäftigt sich mit den Faktoren, die hierfür maßgeblich waren. Insbesondere wird untersucht, inwieweit sich die unterschiedlichen Auswirkungen auf die Wirtschaft der einzelnen Regionen innerhalb der Länder durch deren sektorale Strukturen und Handelsverflechtungen erklären lassen.

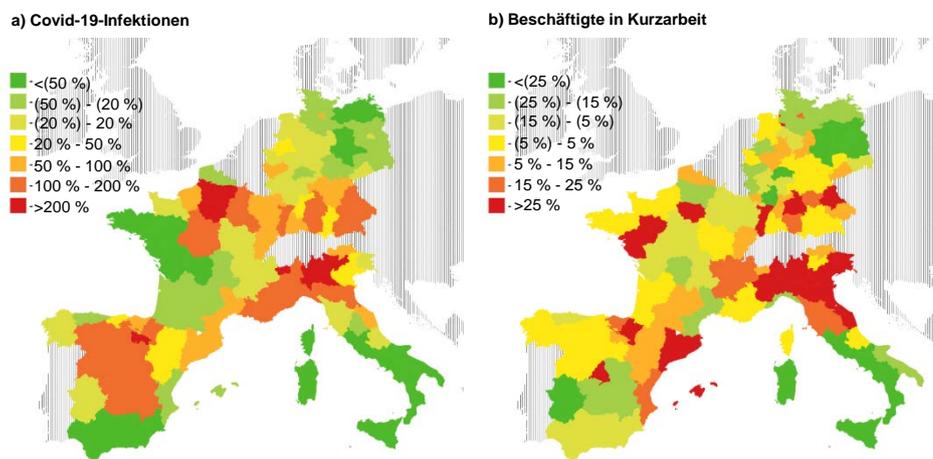
In der ersten Phase der Pandemie manifestierten sich die wirtschaftlichen Folgen in gravierenden Arbeitsmarktbeeinträchtigungen, die regional unterschiedlich ausgeprägt waren. Eines der wichtigsten Instrumente zur Vermeidung von Entlassungen ist der Einsatz von Kurzarbeit. Während der ersten Welle der Covid-19-Pandemie nahm die Anzahl der Beschäftigten in Kurzarbeit in Frankreich, Deutschland, Italien und Spanien drastisch zu.¹⁰ Dahinter verbargen sich jedoch erhebliche regionale Unterschiede innerhalb der Länder, deren Muster nur teilweise dem der geografischen Verteilung des Infektionsgeschehens entsprach (siehe Abbildung A). Es müssen also auch noch andere Faktoren eine Rolle gespielt haben, die es zu identifizieren gilt.

¹⁰ Zum Thema Kurzarbeitsregelungen siehe auch EZB, [Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet – eine vorläufige Einschätzung](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 5/2020, Juli 2020.

Abbildung A

Regionale Verteilung der Beschäftigten in Kurzarbeit und der Covid-19-Infektionen innerhalb der Länder

(Abweichung vom länderspezifischen Median)



Quellen: Nationale Daten und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf die (kumulierten) Zahlen für März und April 2020. Die regionalen Daten zu den Covid-19-Infektionen und Beschäftigten in Kurzarbeit sind anhand der Bevölkerungszahlen der Regionen normiert. Die Abgrenzung der Regionen erfolgt anhand der zweiten Gliederungsebene der NUTS-Klassifikation (NUTS-2). Unter Kurzarbeitsregelungen werden folgende Instrumente verstanden: Cassa Integrazione Guadagni (Italien), Expediente de Regulación Temporal de Empleo (Spanien), Activité Partielle (France) und Kurzarbeit (Deutschland).

Dass die Coronakrise die Arbeitsmärkte unterschiedlich stark beeinträchtigt hat, könnte in erster Linie mit den Wechselwirkungen zwischen den landesweiten Eindämmungsmaßnahmen und den sektoralen Strukturen der einzelnen Regionen zusammenhängen.

Die Sektoren sind nicht alle gleichermaßen von den staatlichen Eindämmungsmaßnahmen betroffen. Das Ausmaß der Beeinträchtigung hängt unter anderem davon ab, inwieweit sich in einer Branche Abstandsregeln am Arbeitsplatz einhalten lassen und ob es möglich ist, von zu Hause aus zu arbeiten. Da die sektorale Wirtschaftstätigkeit in den einzelnen Ländern nicht gleichmäßig über alle Regionen verteilt ist, sind die Regionen dem Covid-19-Schock auch unterschiedlich stark ausgesetzt. Um diesen Punkt empirisch zu untersuchen, wurde ein Indikator generiert, der die sektorale Anfälligkeit der Regionen widerspiegelt. Dabei wurden zunächst sektorale Daten zum Ansteckungsrisiko von Beschäftigten im Arbeitsalltag¹¹ sowie zur Möglichkeit des Arbeitens im Homeoffice¹² kombiniert und anschließend mithilfe von Eurostat-Daten zu den regionalen Beschäftigungsanteilen der Sektoren aggregiert. Außerdem wurde ein Indikator für die Stringenz der auf nationaler Ebene ergriffenen Eindämmungsmaßnahmen erstellt. Hierfür wurden Daten zu Betriebsschließungen, privaten

¹¹ Auf Basis von Istituto Nazionale per l'Assicurazione contro gli Infortuni sul Lavoro (INAIL), [Documento tecnico sulla possibile rimodulazione delle misure di contenimento del contagio da SARS-CoV-2 nei luoghi di lavoro e strategie di prevenzione](#), 2020.

¹² Auf Basis von J. Dingel und B. Neiman, [How many jobs can be done at home?](#), CEPR Discussion Papers, Nr. DP14584, 2020.

Kontaktbeschränkungen, Ausgangssperren und Einschränkungen der Bewegungsfreiheit kombiniert.¹³

Neben der direkten Auswirkung der Pandemie, die mit der sektoralen Struktur zusammenhängt, könnten sich weitere wirtschaftliche Belastungen einer Region auch aus den Handelsbeziehungen zu anderen, besonders stark vom Covid-19-Schock betroffenen Regionen ergeben.

Regionale Lieferketten können ein wichtiger indirekter Übertragungskanal sein, über den sich die Krise sowohl durch internationale Handelsbeziehungen als auch durch Verflechtungen zwischen den Regionen innerhalb eines Landes ausbreitet. So kann etwa ein Mangel an Vorleistungsgütern, die aus anderen, schwer von Covid-19 betroffenen Regionen bezogen werden, und/oder ein Rückgang der Exportnachfrage die wirtschaftliche Aktivität einer Region beeinträchtigen. Um diesen Zusammenhang empirisch zu untersuchen, wurden Indikatoren für die Anfälligkeit einer Region, die sich aus ihren Handelsbeziehungen ergibt, entwickelt. Sie basieren auf interregionalen Input-Output-Tabellen, die es ermöglichen, sowohl landesinterne als auch grenzüberschreitende Handelsströme zu berücksichtigen.¹⁴

Die Ergebnisse der empirischen Analysen untermauern die aufgestellten Hypothesen und zeigen, dass sich die unterschiedlichen wirtschaftlichen Auswirkungen von Covid-19 in den einzelnen Regionen nicht allein durch die Infektionszahlen erklären lassen. Auch die sektorale Struktur einer Region und ihre Handelsverflechtungen sind relevante Bestimmungsfaktoren.

Mithilfe eines Regressionsverfahrens untersuchen wir für die vier größten Volkswirtschaften des Euro-Währungsgebiets, inwieweit die sektorale Struktur und die Handelsverflechtungen der Regionen die innerhalb eines Landes bestehenden Unterschiede hinsichtlich der Anzahl von Beschäftigten in Kurzarbeit erklären können (siehe Tabelle A). Die Ergebnisse in Spalte 1 und 2 zeigen zum einen, dass die regionale Zahl der Coronavirus-Infektionen keinen signifikanten Einfluss mehr hat, sobald das regionale BIP pro Kopf berücksichtigt wird. Dies deutet darauf hin, dass das durchschnittliche Einkommen in Regionen mit einer während der ersten Pandemie-welle hohen Covid-19-Inzidenz relativ hoch war (z. B. in den Regionen Norditaliens und Süddeutschlands sowie in den Großräumen Paris und Madrid). Darüber hinaus veranschaulichen die Ergebnisse, dass die sektorale Struktur einer Region wesentlichen Einfluss auf die wirtschaftlichen Auswirkungen von Covid-19 hat: In einer Region mit einem um eine Standardabweichung höheren Wert des Indikators

¹³ Auf Basis von T. Hale, N. Angrist, E. Cameron-Blake, L. Hallas, B. Kira, S. Majumdar, A. Petherick, T. Phillips, H. Tatlow und S. Webster, [Oxford COVID-19 Government Response Tracker](#), Blavatnik School of Government, 2020.

¹⁴ Die Messung der exportbedingten Anfälligkeit erfolgt durch Kombination unterschiedlicher Daten – des Produktionsanteils, den eine Region an andere Regionen verkauft, der sektoralen Anfälligkeit der anderen Regionen und der Stringenz der Eindämmungsmaßnahmen in den Ländern, in denen sich die Partnerregionen befinden. Zur Berechnung der durch importierte Vorleistungsgüter bedingten Anfälligkeit einer Region werden folgende Größen herangezogen: der Anteil der aus anderen Regionen bezogenen Vorleistungsgüter an der Gesamtproduktion der betrachteten Region sowie die durch Covid-19 bedingte Gefährdung dieser anderen Regionen aufgrund ihrer eigenen sektoralen Struktur und der dort geltenden Eindämmungsmaßnahmen. Hierbei wird zwischen dem Handel einer Region mit anderen Regionen im eigenen Land und mit Regionen im Ausland unterschieden. Die interregionalen Input-Output-Tabellen stammen von M. Thissen, O. Ivanova, G. Mandras und T. Husby, [European NUTS 2 regions: construction of interregional trade-linked Supply and Use tables with consistent transport flows](#), JRC Working Papers on Territorial Modelling and Analysis, Nr. 01/2019, Europäische Kommission, 2019.

für die sektorale Anfälligkeit sind im Durchschnitt 30 % mehr Beschäftigte in Kurzarbeit (siehe Spalte 3). Dieser Effekt verstärkt sich mit zunehmender Stringenz der auf nationaler Ebene ergriffenen Eindämmungsmaßnahmen (siehe Spalte 4). Die Ergebnisse legen ferner den Schluss nahe, dass durch Handelsverflechtungen ein weiterer indirekter Kanal entstehen kann, über den sich die mit Covid-19 zusammenhängenden Verwerfungen auf die Wirtschaftsaktivität einer Region auswirken (siehe Spalte 5).¹⁵

Tabelle A

Bestimmungsfaktoren der inländischen regionalen Unterschiede hinsichtlich der Anzahl von Beschäftigten in Kurzarbeit

(Geschätzte Koeffizienten und Standardfehler (in Klammern); abhängige Variable: Anzahl der Beschäftigten in Kurzarbeit in einer Region)

Erklärende Variablen	1	2	3	4	5
Sektorale Anfälligkeit			0,294*** (0,048)	0,270*** (0,044)	0,260*** (0,049)
Sektorale Anfälligkeit × Stringenz landesweiter Eindämmungsmaßnahmen				0,138*** (0,038)	0,118*** (0,036)
Exportbedingte Anfälligkeit: Inland					0,094** (0,046)
Exportbedingte Anfälligkeit: Ausland					-0,062 (0,045)
Durch importierte Vorleistungsgüter bedingte Anfälligkeit: Inland					-0,012 (0,046)
Durch importierte Vorleistungsgüter bedingte Anfälligkeit: Ausland					0,104*** (0,028)
Log(Anzahl der Covid-19-Infektionen)	0,147** (0,064)	0,018 (0,039)	0,039* (0,022)	0,031 (0,019)	0,027 (0,022)
Log(Bevölkerung)	0,902*** (0,059)	0,869*** (0,036)	0,874*** (0,022)	0,868*** (0,02)	0,859*** (0,051)
Log(BIP pro Kopf)		0,193*** (0,029)	0,148*** (0,024)	0,157*** (0,021)	0,152*** (0,024)
Beobachtungen	100	100	100	100	100
Pseudo-R²	0,938	0,957	0,977	0,98	0,984
Fixe Effekte (FE) – Land	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja

Quellen: Nationale Daten; INAIL, a. a. O.; Dingel und Neiman, a. a. O.; Eurostat, Arbeitskräfteerhebung; Hale et al., a. a. O.; Thissen et al., a. a. O.

Anmerkung: Die Tabelle zeigt eine Poisson-Regressionsanalyse. Die abhängige Variable ist die kumulierte Anzahl der Beschäftigten in Kurzarbeit in den NUTS-2-Regionen Frankreichs, Deutschlands, Italiens und Spaniens Ende April 2020. Alle Variablen unterscheiden sich von Region zu Region und werden auf einen Mittelwert von 0 und eine Standardabweichung von 1 standardisiert. Robuste Standardfehler werden in Klammern ausgewiesen: *** p < 0,01, ** p < 0,05, * p < 0,1. Das Pseudo-R² nach McFadden wird als 1-ll(Model)/ll(null) berechnet, wobei „ll“ für „log-likelihood“ steht.

¹⁵ Zum einen kommt hier eine geringere Nachfrage nach den Exporten einer Region zum Tragen. Dieser Effekt ist lediglich bei den Exporten in andere inländische Regionen zu beobachten (siehe Variable „Exportbedingte Anfälligkeit: Inland“). Zum anderen ist der internationale Handel dann relevant, wenn die Rolle der Lieferbeziehungen einbezogen wird (siehe Variable „Durch importierte Vorleistungsgüter bedingte Anfälligkeit: Ausland“). Weiterführenden Analysen zufolge wird dieser Effekt ausschließlich durch den grenzüberschreitenden Handel innerhalb der EU bestimmt. Hier zeigt sich die Bedeutung von Anfälligkeiten, die sich aus Störungen der hochintegrierten Lieferketten innerhalb der EU ergeben können.

Modellgestützte Risikoanalyse während der Pandemie – das BASIR-Modell der EZB

Elena Angelini, Matthieu Darracq Pariès und Srećko Zimic

Die Wechselwirkungen zwischen epidemiologischen Fundamentalfaktoren der Corona-Pandemie (Covid-19), den Eindämmungsmaßnahmen und der Gesamtwirtschaft lassen sich durch Verknüpfung eines makroökonomischen Modells mit einem epidemiologischen Modell untersuchen. Bei BASIR¹⁶ handelt

es sich um eine Erweiterung des BASE-Modells¹⁷ der EZB, das sich mit spezifischen Merkmalen der Covid-19-Krise befasst. Dabei wird ein herkömmliches Susceptible-Infected-Recovered-Modell (SIR-Modell) mit einem breit angelegten, semistrukturellen makroökonomischen Modell kombiniert. In einem SIR-Modell – einem von Kermack und McKendrick eingeführten Kompartiment-Modell¹⁸ – wird die Bevölkerung in Gruppen unterteilt und anhand von Differenzialgleichungen prognostiziert, wie sich eine Krankheit ausbreitet. Als Grundlage dient dabei die Anzahl krankheitsanfälliger, infizierter, genesener bzw. verstorbener Personen. Dieses Modell wird hier um zwei zusätzliche Kategorien erweitert: a) unter Quarantäne gestellte Personen und b) Personen, die geimpft wurden (und von denen angenommen wird, dass sie gegen das Virus immun sind). Es wird postuliert, dass sich das Verhalten der Wirtschaftssubjekte auf die Übertragung der Krankheit auswirkt (so sinkt beispielsweise durch geringeren Konsum und weniger berufliche Aktivitäten die Ansteckungswahrscheinlichkeit). Da die Virusübertragung von der wirtschaftlichen Interaktion zwischen den Menschen abhängt, entsteht somit ein Kanal, der vom makroökonomischen Modell zum epidemiologischen Modell verläuft. Ein gegenläufiger Kanal, der vom epidemiologischen Modell ausgeht und sich auf das makroökonomische Verhalten auswirkt, ergibt sich aus der Annahme, dass verschiedene Gruppen von Wirtschaftssubjekten, die in der epidemiologischen Modellkomponente abgebildet sind, über unterschiedliche Arbeits-, Konsum- und Investitionsmöglichkeiten verfügen. So können etwa Personen, die von einem Lockdown betroffen sind, nicht so viel konsumieren wie jene, die keinen Einschränkungen unterliegen. Die Unterschiede im Konsumverhalten von Wirtschaftssubjekten mit und ohne lockdownbedingte Einschränkungen werden auf der Grundlage von Daten für das erste und zweite Quartal 2020 geschätzt. Diese Effekte verbreiten sich dann über die makroökonomischen Verflechtungen im Modell.

In diesem Umfeld wird der Wirkungszusammenhang zwischen den Infektionsraten und den zur Eindämmung der Pandemie verhängten Lockdown-Maßnahmen zum wichtigsten Bestimmungsfaktor der gesamtwirtschaftlichen Dynamik. Die Infektionsrate im Modell hängt von mehreren Faktoren ab. Hierzu zählen auch die in Kraft gesetzten Eindämmungsmaßnahmen (einschließlich

¹⁶ Siehe E. Angelini, M. Damjanović, M. Darracq Pariès und S. Zimic, [ECB-BASIR: a primer on the macroeconomic implications of the Covid-19 pandemic](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2431, 2020.

¹⁷ Siehe E. Angelini, N. Bokan, K. Christoffel, M. Ciccarelli und S. Zimic, [Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2315, 2019.

¹⁸ Siehe W. O. Kermack und A. G. McKendrick, [A Contribution to the Mathematical Theory of Epidemics](#), Proceedings of the Royal Society, Series A, Bd. 115, Nr. 772, 1927, S. 700-721.

Lockdowns). Lockdowns¹⁹ basieren auf einer Entscheidungsregel für die Umsetzung von Eindämmungsmaßnahmen. Ziel der Politik ist es dabei, sicherzustellen, dass die infektionsbedingten Krankenhauseinweisungen²⁰ die Kapazitäten der Krankenhäuser nicht übersteigen. Gleichzeitig sollen die wirtschaftlichen Kosten der Maßnahmen möglichst gering gehalten werden.

Aufgrund der Einzigartigkeit des Covid-19-Schocks lässt sich die Unsicherheit nur schwer anhand einer herkömmlichen ökonometrischen Analyse bestimmen. Hierfür ist eine spezielle Szenarioanalyse erforderlich.²¹ Das BASIR-Modell der EZB ist genau auf diesen Zweck zugeschnitten. In der nachfolgenden Analyse beispielsweise wird das Modell zur Untersuchung eines günstigen Szenarios herangezogen, dem zufolge eine medizinische Lösung für die Pandemie (d. h. ein Impfstoff) schneller als erwartet zum Einsatz kommt. Dieses Szenario ist als Abweichung von einem Basisszenario angelegt, das jenem der gesamtwirtschaftlichen Projektionen der Experten des Eurosystems vom Dezember 2020 annähernd entspricht. Dabei wird unterstellt, dass eine medizinische Lösung ab dem 1. Januar 2021 und nicht erst im zweiten Jahresviertel wirksam zur Verfügung steht. Es ähnelt damit eher dem milden Szenario in den Projektionen vom Dezember 2020. Im Modell hat der frühzeitigere Einsatz eines Impfstoffs eine geringere Unsicherheit der Wirtschaftssubjekte²² und eine Lockerung der lockdownbedingten Einschränkungen bezüglich des Konsumverhaltens und der Produktionskapazitäten zur Folge.

Wie aus Abbildung A ersichtlich ist, würde eine Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen infolge des frühzeitigen Impfstoffeinsatzes zu einem Konjunkturaufschwung in umgekehrter V-Form führen. Die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen dieses Szenarios sind im zweiten Quartal 2021 mit 3,5 % des BIP am stärksten. Der Gesamteffekt auf die Inflation fällt dagegen recht schwach aus (mit einem Höchstwert von knapp 0,25 Prozentpunkten im Jahr 2022). Der Konjunkturimpuls lässt im dritten Quartal 2021 rasch nach. Die wachstumsfördernden Effekte verringern sich in den Jahren 2022 und 2023 weiter (wenngleich sie einigermaßen persistent bleiben). Was die nominale Preisentwicklung betrifft, so nimmt der Effekt auf die Inflation über den Simulationszeitraum hinweg sukzessive ab. Dennoch liegt die Teuerungsrate Ende 2023 immer noch 0,1 Prozentpunkte über dem Wert des Basisszenarios. Insgesamt betrachtet scheint die inflationssteigernde Wirkung im Vergleich zum Ausmaß der wirtschaftlichen Erholung recht gering zu sein. Dies ist ein wesentliches Merkmal der gesamtwirtschaftlichen Dynamik, die den Maßnahmen zur Eindämmung der Covid-19-Pandemie zuzuschreiben ist. Letztere bewirken eine

¹⁹ Die Strenge der Lockdown-Maßnahmen wird anhand von Informationen aus den [Mobilitätsberichten zur Coronakrise](#) von Google geschätzt.

²⁰ Im Modell sind die Krankenhauskapazitäten erschöpft, wenn die Zahl der Einweisungen bei über 88 % der während der ersten Welle im Frühjahr 2020 verzeichneten Krankenhausaufnahmen liegt.

²¹ Tatsächlich enthalten die von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet seit Juni 2020 neben dem Basisszenario auch alternative Szenarien.

²² Im BASIR-Modell der EZB wird der Einfluss der pandemiebedingten Unsicherheit mithilfe lokaler Projektionsmethoden für den Zeitraum vom zweiten Quartal 2020 bis zum vierten Quartal 2022 geschätzt. Dabei wird angenommen, dass diese Effekte ein Vierteljahr vor dem wirksamen Einsatz des Impfstoffs verschwinden.

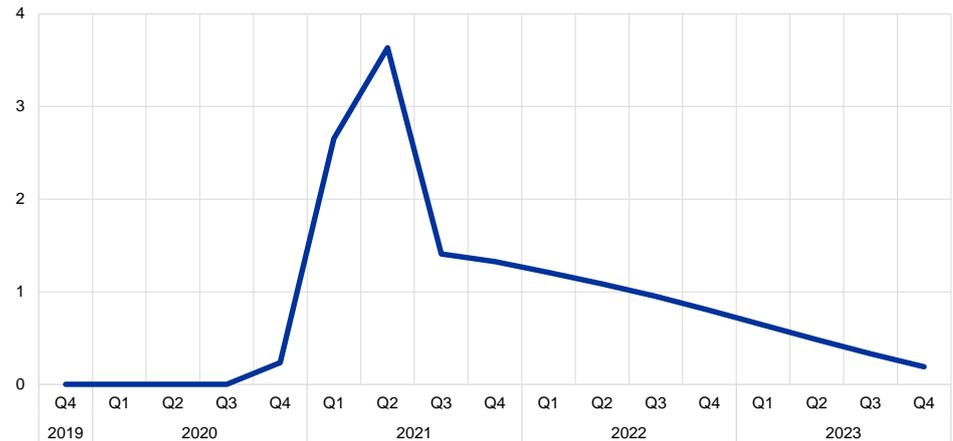
V-förmige Anpassung der Realwirtschaft und beeinflussen sowohl die Nachfrage als auch das Angebot an den Güter- und Arbeitsmärkten.²³

Abbildung A

Gesamtwirtschaftliche und finanzielle Auswirkungen eines frühzeitigen Impfstoffeinsatzes

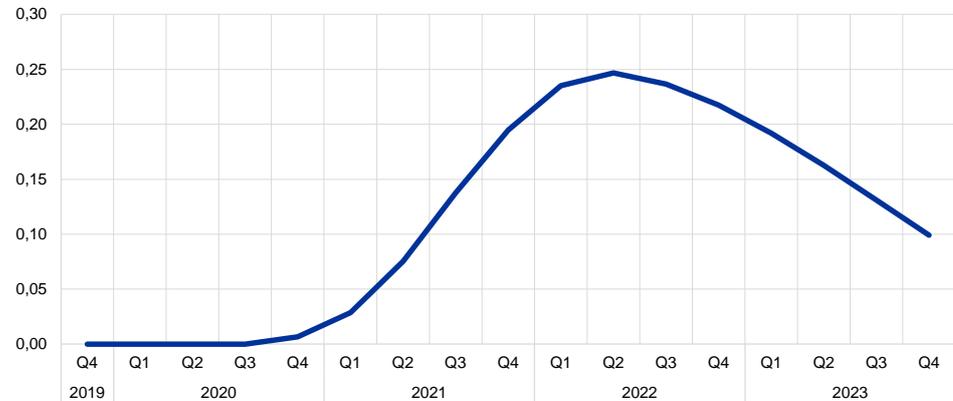
a) BIP im Euroraum

(Niveau; Abweichung vom Basisszenario in %)



b) Jährliche HVPI-Inflation

(Niveau; Abweichung vom Basisszenario in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Mit dem BASIR-Modell der EZB lässt sich nicht nur eine Szenarioanalyse eines ganz bestimmten Ereignisses durchführen, sondern auch die Risikoverteilung bestimmen, wobei allen relevanten Unsicherheitsfaktoren Rechnung getragen wird. Das Modell kann insbesondere für die Untersuchung einer Kombination aus wirtschaftlichen und pandemiebedingten Risikofaktoren verwendet werden.

Abbildung B zeigt beispielsweise eine zusammengesetzte Messgröße für die Risikodichte, die folgende Faktoren miteinander kombiniert: a) die in den Restgrößen

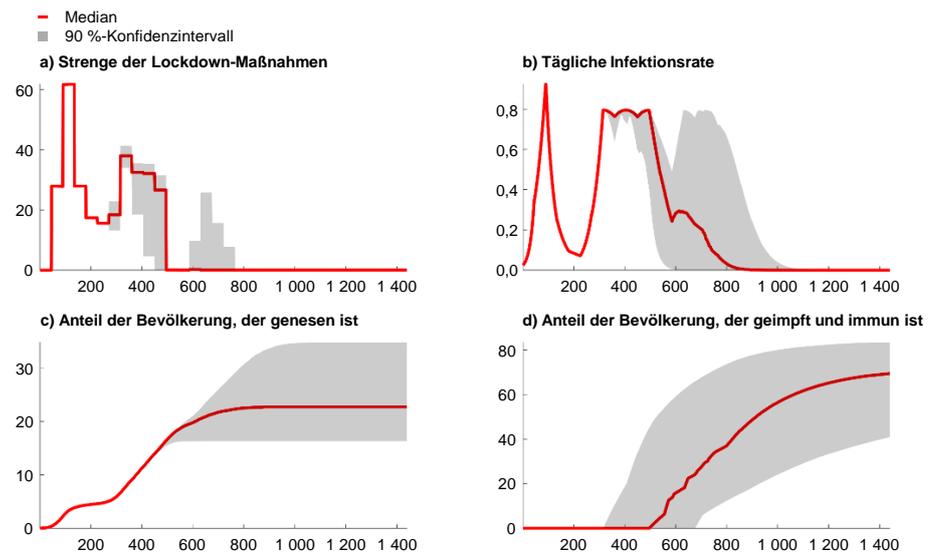
²³ Zum Zwecke einer Sensitivitätsanalyse kann dasselbe Szenario auf der Basis von Erwartungen durchgespielt werden. Gehen durchweg alle privaten Haushalte und Unternehmen von einer schneller verfügbaren medizinischen Lösung aus, kommen die gesamtwirtschaftlichen Folgen zwar früher zum Tragen (vor allem in der nominalen Entwicklung), sind aber auch nur von kurzer Dauer. In diesem Fall liegt die Inflationsrate Ende 2023 wieder auf dem Niveau des Basisszenarios.

des Modells erfasste historische Standardunsicherheit, b) die Unsicherheit hinsichtlich des Zeitpunkts und der Effizienz des Impfstoffeinsatzes²⁴ und c) die Unsicherheit in Bezug auf die Fundamentalfaktoren der Pandemie (geschätzte epidemiologische Parameter).

Als wesentliche pandemiebedingte Risikofaktoren gelten der Anteil der Bevölkerung, der geimpft wird, sowie die Wahrscheinlichkeit einer dritten Welle. Die Grafik rechts unten in Abbildung B veranschaulicht, wie sich der Anteil der Bevölkerung, der geimpft ist, je nach Zeitpunkt und Effizienz der Impfung verändert. Kurzfristig ermöglicht ein erfolgreiches Impfprogramm, die Lockdown-Maßnahmen zu lockern (siehe Abbildung B, Grafik oben links). Mittelfristig erhöht sich dadurch jedoch die Wahrscheinlichkeit einer dritten Welle, wodurch wiederum auf mittlere Sicht die Risiken im Zusammenhang mit einer möglichen Verschärfung der Eindämmungsmaßnahmen zunehmen.

Abbildung B
Unsicherheit im Zusammenhang mit pandemiebedingten Entwicklungen

(x-Achse: Anzahl der Tage nach dem 31. Dezember 2019; y-Achse: in %)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die tägliche Infektionsrate gibt den Anteil der Bevölkerung wieder, der an einem gegebenen Tag mit dem Virus infiziert ist.

Mit Blick auf die Risikoverteilung implizieren die oben genannten pandemiebedingten Risikofaktoren eine deutlich höhere Unsicherheit bezüglich der kurzfristigen Wachstumsaussichten, als herkömmliche wirtschaftliche Risikofaktoren vermuten lassen. Für die Analyse wurde unterstellt, dass der Median der pandemiebedingten Entwicklungen in Abbildung B dem in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2020 enthaltenen Basisszenario entspricht. Abbildung C zeigt die daraus resultierende Risikoverteilung rund um das Basisszenario der Projektionen, wobei die Verteilung entweder auf einer

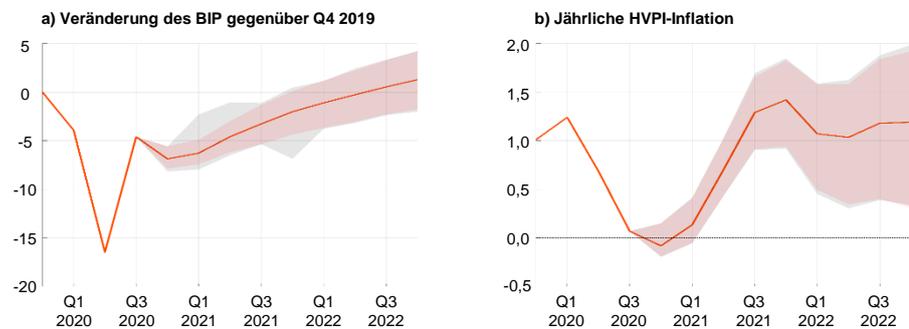
²⁴ Im Rahmen des theoretischen Modells schlägt sich die Unsicherheit bezüglich der Umsetzung der Impfstrategie (unter der Annahme, dass der Impfschutz sofort nach der Impfung greift) im Startertermin des Impfprozesses nieder. In der Praxis kann die Bereitstellung der Impfstoffe eine Weile dauern, sodass der Anteil der Bevölkerung, der gemäß dem Median des modellbasierten Szenarios immun ist, in etwa einem Impfstart im ersten Quartal 2021 entspricht.

Kombination aus pandemiebedingten und wirtschaftlichen Risikofaktoren oder allein auf wirtschaftlichen Risikofaktoren beruht. Da bezüglich der Strenge der Eindämmungsmaßnahmen Ungewissheit herrscht, könnte eine effiziente und zeitnahe Impfung ein Wachstum des BIP um nahezu 5 % im ersten Halbjahr 2021 sowie einen Anstieg der Inflation um rund 0,5 Prozentpunkte Ende 2021 bewirken. Zugleich könnte die Erholung deutlich gebremst werden, falls sich die Pandemie verschlimmert und es zu einer dritten Welle kommt. Auf längere Sicht wird die aus historischen Restgrößen resultierende modellbasierte Standardunsicherheit eine größere Rolle spielen als die pandemiebedingten Entwicklungen.

Abbildung C

Unsicherheit im Zusammenhang mit gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen

(in %)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der rot schattierte Bereich bezeichnet allein wirtschaftliche Risikofaktoren, während der grau schattierte Bereich eine Kombination aus wirtschaftlichen und pandemiebedingten Risikofaktoren veranschaulicht. Alle Schattierungen markieren ein Konfidenzintervall von 90 %.

5 Wohnkosten und Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet

Moreno Roma

Wohnkosten stellen einen beträchtlichen Teil der Wirtschaftsrechnungen der privaten Haushalte dar. Zu den Wohnkosten zählen üblicherweise Nebenkosten (für Wasser, Strom, Gas und Heizung), Instandhaltungskosten sowie Miet- oder Hypothekenzinszahlungen. Zusammengenommen machten diese Kosten 2019 rund ein Fünftel²⁵ der Aufwendungen der privaten Haushalte aus. Veränderungen dieser Kosten stehen in engem Zusammenhang mit der Entwicklung am Wohnungsmarkt, etwa der Miet- und Wohnimmobilienpreise sowie der Hypothekenzahlungen. Darüber hinaus werden die Wohnkosten von strukturellen Gegebenheiten, die im Mittelpunkt des vorliegenden Kastens stehen, bestimmt, z. B. von der Wohneigentumsquote oder spezifischen Merkmalen der privaten Haushalte. Dies ist darauf zurückzuführen, dass beispielsweise Mieter und finanziell weniger gut gestellte private Haushalte tendenziell einen größeren Anteil ihres Einkommens für das Wohnen aufwenden. Vor diesem Hintergrund werden hier bestimmte Daten untersucht, anhand derer sich die Belastungen durch die Wohnkosten im Euroraum und in den einzelnen Kategorien von Haushalten feststellen lassen.

Über die privaten Haushalte hinweg sind die Belastung durch Wohnkosten und die Überbelegung tendenziell ungleichmäßig verteilt. Ein gängiger Indikator der finanziellen Anspannung der privaten Haushalte ist die Quote der Überbelastung durch Wohnkosten. Darunter ist der prozentuale Bevölkerungsanteil zu verstehen, der in einem Haushalt lebt, in dem die gesamten Kosten des Wohnens mehr als 40 % seines verfügbaren Einkommens ausmachen.²⁶ Im Eurogebiet lag diese Quote 2019 bei rund 10 % (siehe Abbildung A). Hinter dem aggregierten Wert verbergen sich beträchtliche Unterschiede zwischen den einzelnen Haushalten. So sind 24 % der Mieter, die marktübliche Mieten zahlen, übermäßig belastet. Dem steht ein Anteil von weniger als 5 % bei den Haushalten gegenüber, die Volleigentümer (ohne Darlehensverpflichtungen) sind. Auf Grundlage der gleichen Kennzahl haben 2019 mehr als 12 % aller in Städten lebenden privaten Haushalte die vorgenannte Schwelle von 40 % überschritten, verglichen mit weniger als 7 % in ländlichen Gebieten. Es überrascht nicht, dass überdies rund ein Drittel aller privaten Haushalte im unteren Quintil der Einkommensverteilung im Jahr 2019 übermäßig belastet waren. Zudem war die Quote der Überbelastung durch Wohnkosten mit über 20 % sowohl für Alleinstehende als auch für ausländische Haushalte hoch. Private Haushalte mit einer höheren Überbelastung (also Mieter, Haushalte mit niedrigerem Einkommen, Haushalte in Städten und Menschen mit ausländischer Staatsangehörigkeit) lebten anscheinend auch mit einer höheren Wahrscheinlichkeit in einer überbelegten Wohnung (siehe Abbildung B). Letztlich variiert die Überbelastungsquote in den einzelnen Euro-Ländern erheblich und scheint

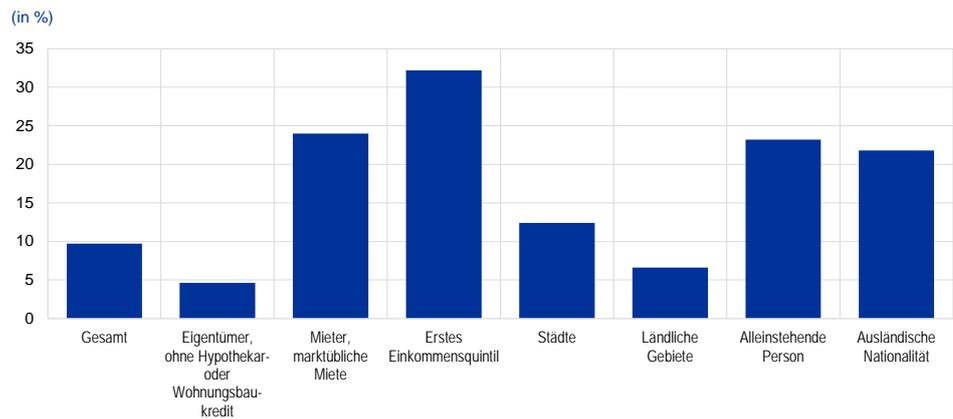
²⁵ In diese Werte fließen auch imputierte Mieten ein.

²⁶ Sowohl die Wohnkosten als auch das verfügbare Einkommen verstehen sich ohne Wohnungszuschüsse. Sie werden anhand von Mikrodaten basierend auf den Angaben der privaten Haushalte ermittelt, die diese im Rahmen der Umfragen zur EU-Statistik zu Einkommen und Lebensbedingungen (EU-SILC) gemacht haben. Weitere Einzelheiten finden sich unter [Eurostat](#).

allgemein in Ländern mit höheren Wohneigentumsquoten niedriger zu sein (siehe Abbildung C). Diese Entwicklung macht deutlich, welche bedeutende Rolle den Entscheidungen und Merkmalen der privaten Haushalte mit Blick auf die Wohnkostenbelastung zukommt.

Abbildung A

Quote der Überbelastung durch Wohnkosten im Euroraum im Jahr 2019

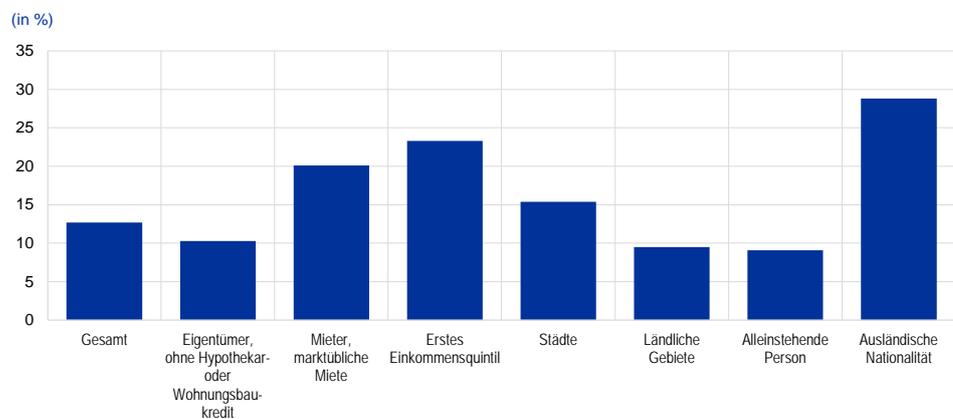


Quelle: EU-SILC.

Anmerkung: Verteilung der Bevölkerung, deren Wohnkosten mehr als 40 % des verfügbaren Einkommens ausmachen. Bei „Ausländische Nationalität“ beziehen sich die Daten auf Bevölkerungsangehörige, die mindestens 18 Jahre alt sind.

Abbildung B

Quote der Überbelegung von Wohnungen im Euroraum im Jahr 2019



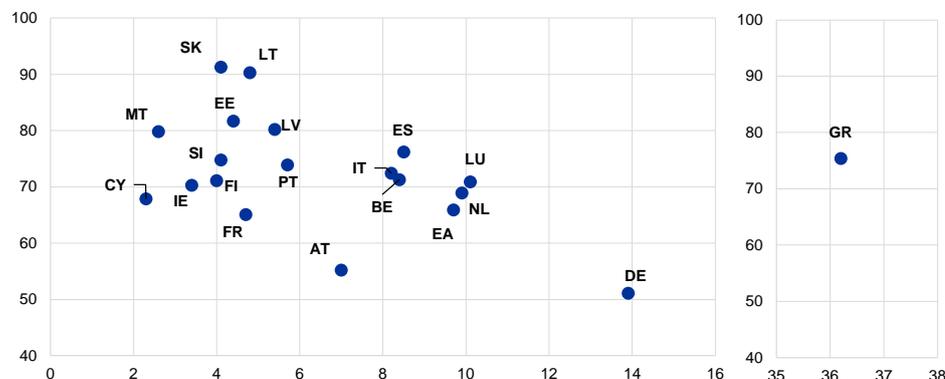
Quelle: EU-SILC.

Anmerkung: Die Überbelegungsquote wird definiert als prozentualer Bevölkerungsanteil, der in einem überbelegten Haushalt lebt. Einem derartigen Haushalt steht nicht die Mindestanzahl an Räumen zur Verfügung, die folgender Aufteilung entspricht: a) ein Raum je Haushalt, b) ein Raum je im Haushalt lebendes Paar, c) ein Raum für jede Einzelperson im Alter von mindestens 18 Jahren, d) ein Raum je zwei Einzelpersonen gleichen Geschlechts im Alter von 12 bis 17 Jahren, e) ein Raum je Einzelperson im Alter von 12 bis 17 Jahren, die nicht zur vorherigen Kategorie zählt, und f) ein Raum je zwei Kinder unter 12 Jahren. Bei „Ausländische Nationalität“ beziehen sich die Daten auf Bevölkerungsangehörige, die mindestens 18 Jahre alt sind.

Abbildung C

Quote der Überbelastung durch Wohnkosten und Wohneigentumsquote in den einzelnen Euro-Ländern

(x-Achse: Quote der Überbelastung durch Wohnkosten; y-Achse: Wohneigentumsquote; in %)



Quelle: EU-SILC.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf 2019. Ausgenommen sind Irland, Frankreich, Italien und die Slowakei, für die sich die Daten auf 2018 beziehen.

Das Verhältnis zwischen Wohneigentum und Belastung durch Wohnkosten wird von den Merkmalen der privaten Haushalte bestimmt.

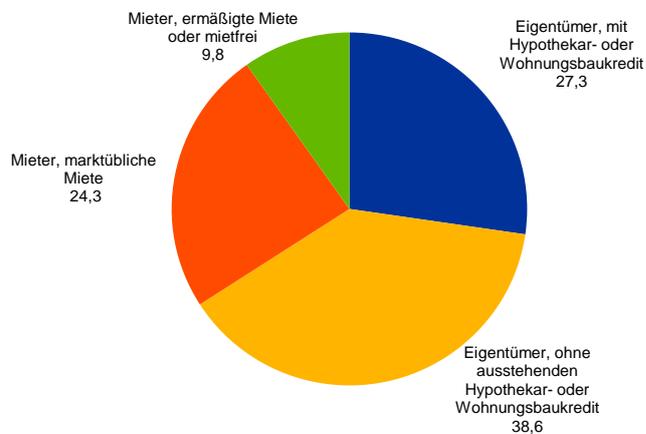
Rund zwei Drittel der privaten Haushalte im Euroraum waren 2019 Eigentümer einer Wohnimmobilie. Der Prozentsatz der Volleigentümer lag bei annähernd 39 %, während 27 % der privaten Haushalte einen Hypothekar- oder Wohnungsbaukredit aufgenommen hatten (siehe Abbildung D). Die große Mehrheit der Mieter zahlte für die Nutzung ihres Wohnraums die marktübliche Miete, und weniger als ein Drittel zahlte eine ermäßigte Miete. Die Besitzverhältnisse variierten je nach Ausprägung der unterschiedlichen Haushaltsmerkmale. Betrachtet man zunächst das Einkommen, so besaßen Haushalte, deren Einkommen bei über 60 % des Medians des Äquivalenzeinkommens lag, überwiegend Wohneigentum. Haushalte mit einem unter dieser Schwelle liegenden Einkommen hingegen wohnten vornehmlich zur Miete (siehe Abbildung E). Darüber hinaus war der prozentuale Anteil der in einer Mietwohnung lebenden Alleinstehenden höher als jener mit Wohneigentum. Bei den größeren Haushalten war es umgekehrt (siehe Abbildung F).

Höhere Wohneigentumsquoten sind nicht zwangsläufig gut oder schlecht. Ein größerer Anteil an Wohneigentum lässt sich sowohl mit positiven als auch negativen Wirtschaftsergebnissen assoziieren. Die Belastung durch Wohnkosten ist für Eigentümer von Wohnimmobilien in der Regel geringer als für Mieter. Dies gilt insbesondere dann, wenn die Wohnimmobilie abbezahlt ist oder die Eigentümer über ein hohes Einkommen verfügen. Darüber hinaus können höhere Wohneigentumsquoten mit einem stärkeren Gemeinschaftsgefühl in bestimmten Wohnvierteln oder mit besseren Bildungsergebnissen der Kinder korrelieren. Überdies ist Wohneigentum (und das damit verbundene Immobilienvermögen) im Vergleich zum Finanzvermögen (wie Aktien und Anleihen) gleichmäßiger über die privaten Haushalte verteilt. Aktien und Anleihen werden in der Regel von einem verhältnismäßig geringeren Bevölkerungsanteil gehalten, der an der Spitze der Vermögensverteilungspyramide steht. Somit wirkt sich eine höhere Wohneigentumsquote möglicherweise vorteilhaft im Hinblick auf die Ungleichheit

aus.²⁷ Allerdings kann sie auch mit einer geringeren geografischen Mobilität einhergehen, wodurch effiziente Arbeitsmarktergebnisse verhindert werden, weil eine Verlagerung von Arbeitskräften in produktivere Regionen erschwert wird.²⁸ Eine höhere Wohneigentumsquote kann auch mit einem weniger entwickelten Mietmarkt zusammenhängen.²⁹ Darüber hinaus kann ein Besteuerungssystem, das Wohneigentum überproportional begünstigt – etwa durch Absetzbarkeit von Zinszahlungen und andere entsprechende steuerliche Maßnahmen – zu Verzerrungen führen.

Abbildung D
Besitzverhältnisse im Euroraum im Jahr 2019

(in %)



Quelle: EU-SILC.

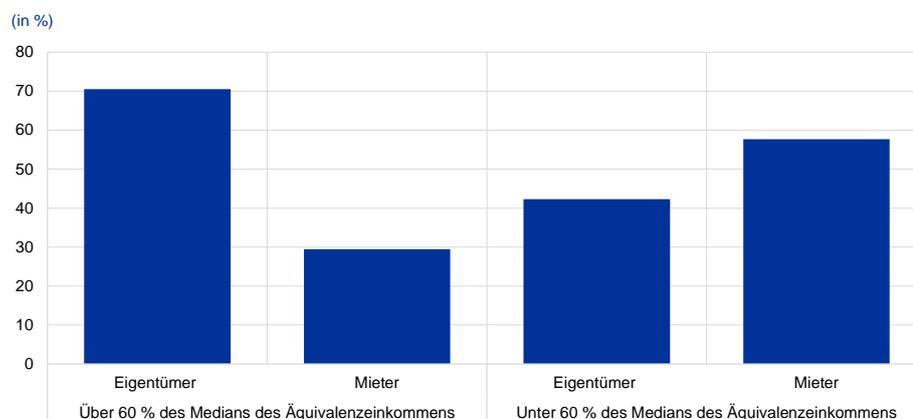
²⁷ Eine Erörterung dazu findet sich bei O. Causa, N. Woloszko und D. Leite, Housing wealth accumulation and wealth distribution: Evidence and stylised facts, Economics Department Working Paper der OECD, Nr. 1588, OECD, 2019.

²⁸ Siehe auch C. Barceló, Housing tenure and labour mobility: a comparison across European countries, Working Paper Nr. 0603 der Banco de España, 2006.

²⁹ Siehe hierzu J. Halket und M. Pignatti Morano di Custoza, Homeownership and the scarcity of rentals, Bd. 76, November 2015, S. 107-123.

Abbildung E

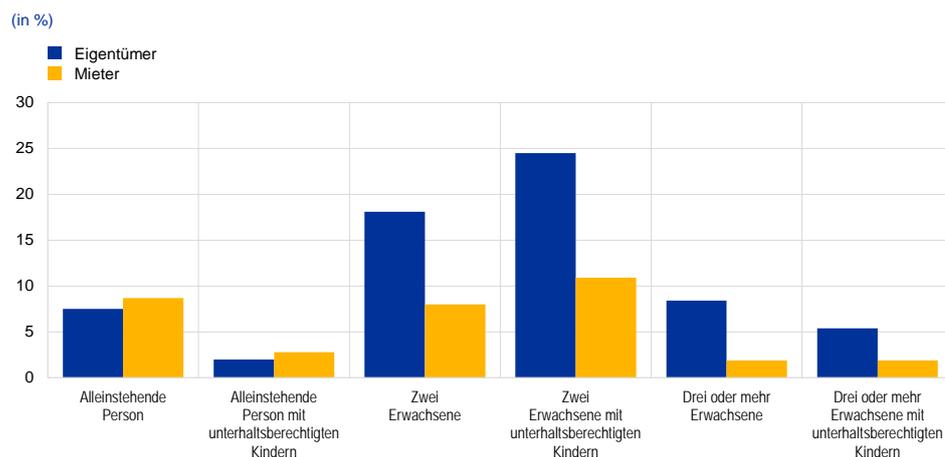
Besitzverhältnisse im Euroraum nach Einkommensmerkmalen im Jahr 2019



Quelle: EU-SILC.

Abbildung F

Besitzverhältnisse im Euroraum nach Haushaltsgruppen im Jahr 2019



Quelle: EU-SILC.

Die sich ausbreitende Coronakrise (Covid-19) kann die Heterogenität der Wohnkostenbelastung für die einzelnen privaten Haushalte verstärken. Mit

Blick auf die Zukunft dürften die negativen Auswirkungen der Coronakrise für die am stärksten benachteiligten Haushalte besonders schwerwiegend sein und die bestehenden Unterschiede, unter anderem auch bei der Belastung durch Wohnkosten, noch erhöhen.³⁰ Zurückzuführen ist dies beispielsweise auf die tendenzielle Resilienz von Wohnkosten gegenüber dem Einkommensniveau. Diese ist immer dann problematisch, wenn das Einkommen wie im Fall der aktuellen Pandemie negativen Einflüssen unterliegt. Gleichwohl lassen sich die weitreichenderen und mittelfristigen Auswirkungen der Coronakrise auf den Wohnungsmarkt, was die strukturellen Änderungen und die Entscheidungen der Haushalte anbelangt, erst mit der Zeit ermessen.

³⁰ Siehe OECD, [COVID-19: Protecting people and societies](#), 2020.

6 Preisentwicklung im Reiseverkehr während der Covid-19-Pandemie: Gibt es länder- und komponentenübergreifende Parallelen?

Eliza Lis und Jakob Nordeman

Die Inflationsrate der Dienstleistungen im Reiseverkehr ist im Euro-Währungsgebiet während der Corona-Pandemie (Covid-19) drastisch zurückgegangen. Die Teuerung der Dienstleistungen hat zuletzt insgesamt nachgelassen und im Oktober 2020 einen Tiefstand erreicht. Maßgeblich für den Rückgang war der Einbruch der Inflationsrate für Dienstleistungen im Reiseverkehr (hierzu gehören im vorliegenden Kasten Pauschalreisen, Beherbergungsdienstleistungen und der Luftpersonenverkehr), obwohl diese im HVPI für Dienstleistungen nur relativ moderat gewichtet sind (siehe Abbildung A).³¹ Diese Entwicklung dürfte auf die Eindämmungs- und Lockdown-Maßnahmen zurückzuführen sein, die im gesamten Euroraum verhängt wurden.³² Deren Auswirkungen auf die Inflation waren besonders in den Ländern spürbar, die sehr stark vom Tourismus abhängen.³³ Daher werden im vorliegenden Kasten die von den pandemiebedingten Lockdown-Maßnahmen betroffenen Komponenten des Reiseverkehrs, die zur rückläufigen Inflation bei den Dienstleistungen in den Euro-Ländern beigetragen haben, auf mögliche Parallelen untersucht.

³¹ Die Preise für Pauschalreisen werden in dem Land erfasst, in dem die Reise beginnt, wenngleich der Großteil der zugrunde liegenden Dienstleistungen vermutlich am Zielort erbracht wird. Dennoch dürften die Preise für Pauschalreisen auch die Preisentwicklung bei Beherbergung, Gastronomie und ähnlichen Dienstleistungen am Zielort widerspiegeln.

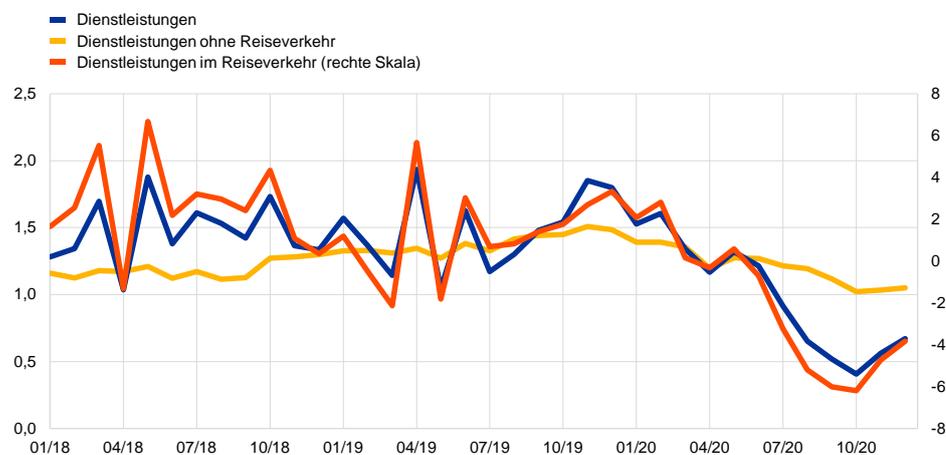
³² Es ist zu beachten, dass sich das Ausgabeverhalten der Verbraucher im Zuge der Lockdowns deutlich verändert hat, sich dies aber bislang nicht in den offiziellen Inflationsstatistiken ablesen lässt. Eine eingehende Erörterung der pandemiebedingten Veränderungen bei den Konsumausgaben der privaten Haushalte und deren Auswirkungen auf die Inflation findet sich in: EZB, [Konsumverhalten und Inflationsmessung während der Covid-19-Pandemie](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 7/2020, November 2020.

³³ Siehe EZB, [Entwicklung der Tourismusbranche während der Covid-19-Pandemie](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 8/2020, Januar 2021.

Abbildung A

Inflationsentwicklung bei Dienstleistungen mit und ohne Reiseverkehr

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Dienstleistungen im Reiseverkehr umfassen a) Pauschalreisen, b) Beherbergungsdienstleistungen und c) Luftpersonenverkehr.

Die Teuerungsrate bei den Dienstleistungen im Reiseverkehr hat sich im Eurogebiet praktisch über alle Komponenten (d. h. Pauschalreisen, Beherbergungsdienstleistungen und Luftpersonenverkehr) hinweg verringert.³⁴ Die sinkende Inflationsrate beim Luftpersonenverkehr trug mit etwa

45 % am stärksten zum Gesamtrückgang bei, gefolgt von den Beherbergungsdienstleistungen. Pauschalreisen schlugen hingegen am wenigsten zu Buche (siehe Abbildung B, Grafik a).³⁵ Dienstleistungen im Reiseverkehr sind üblicherweise stark saisonabhängig. Ihr Preisniveau ist in den Sommermonaten am höchsten. Im Jahr 2020 lagen die Preise für Beherbergungsdienstleistungen und im Luftpersonenverkehr (verglichen mit Januar) ab dem Sommer unter ihrem relativen Durchschnittsniveau der vorangegangenen Jahre und deutlich unter dem Niveau von 2019 (siehe Abbildung B, Grafik b). Außerdem fiel der preissteigernde Saisoneffekt im Luftpersonenverkehr, der in den Sommermonaten normalerweise kräftig zum Tragen kommt, im Sommer 2020 gedämpfter aus. Alles in allem ergibt sich daraus, dass das Preisniveau bei Beherbergungsdienstleistungen und im Luftpersonenverkehr seit Beginn der Pandemie gesunken ist.

³⁴ 2020 hatten Dienstleistungen im Reiseverkehr einen Gewichtsanteil von etwa 10 % am HVPI für Dienstleistungen im Euroraum.

³⁵ Ab Februar 2020 sank die Teuerungsrate im Luftpersonenverkehr um rund 20 Prozentpunkte und erreichte im Oktober 2020 einen Tiefstand. Die Inflationsrate bei den Beherbergungsdienstleistungen verringerte sich unterdessen um ungefähr 7,5 Prozentpunkte und verzeichnete im September 2020 den tiefsten Wert. Auch die Teuerungsrate für Pauschalreisen fiel um etwa 5,5 Prozentpunkte mit einem Tiefpunkt im August 2020.

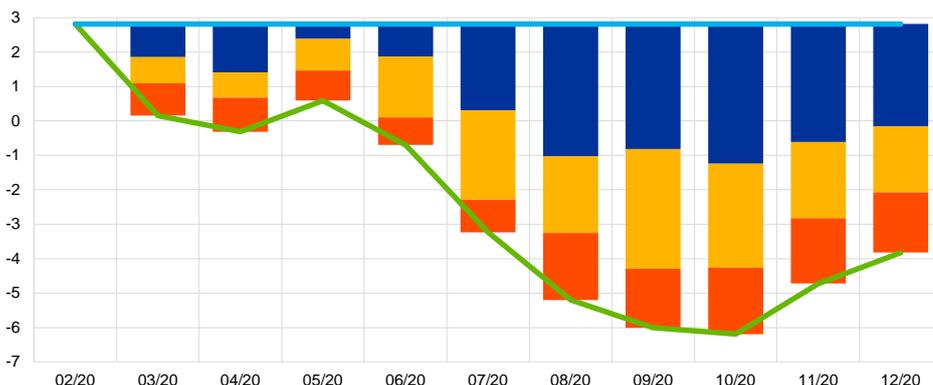
Abbildung B

Bestimmungsfaktoren der Inflationsrate der Dienstleistungen im Reiseverkehr

(Grafik a: Veränderung gegen Vorjahr in %, Beiträge in Prozentpunkten gegenüber Februar 2020; Grafik b: Index: Januar 2020 = 100)

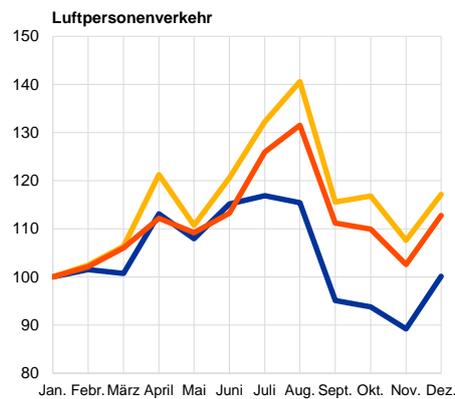
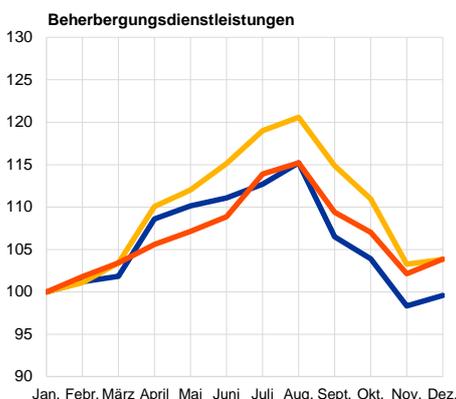
a) Beiträge

- Luftpersonenverkehr (19 %)
- Beherbergungsdienstleistungen (46 %)
- Pauschalreisen (35 %)
- Dienstleistungen im Reiseverkehr
- Dienstleistungen im Reiseverkehr Febr. 2020



b) Saisonalität

- 2020
- 2019
- Durchschnitt 2018-2011



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Gewichtung von Pauschalreisen, Beherbergungsdienstleistungen und Luftpersonenverkehr als Komponenten der Dienstleistungen im Reiseverkehr sind in Grafik a in Klammern angegeben. Die Balken in Grafik a zeigen die kumulierten Beiträge dieser Komponenten zur Veränderung der am HVPI gemessenen Inflationsrate für Dienstleistungen im Reiseverkehr seit Februar 2020. Die horizontale Linie stellt den Stand des HVPI für Dienstleistungen im Reiseverkehr zu diesem Zeitpunkt dar.

Ausschlaggebend für den historischen Rückgang der Inflationsrate der gesamten Dienstleistungen im Reiseverkehr war deren internationale Komponente

(siehe Abbildung C). Dies gilt verstärkt für Pauschalreisen und den Luftpersonenverkehr, da sich das Gewicht der internationalen Komponente³⁶ hier auf rund 85 % im Euroraum beläuft.³⁷ Im Vergleich dazu konnte sich der inländische

³⁶ Die Preise für internationale Flüge beinhalten Flüge zwischen den Euro-Ländern und Flüge in Länder außerhalb des Euroraums. Inlandsflüge umfassen nur Flüge innerhalb der einzelnen Euro-Länder.

³⁷ In einer granulareren Aufschlüsselung lassen sich die Beherbergungsdienstleistungen aufgliedern in: a) Hotels, Motels, Gasthäuser und ähnliche Beherbergungsdienstleistungen, b) Ferienzentren, Campingplätze, Jugendherbergen und ähnliche Beherbergungsdienstleistungen sowie c) Beherbergungsdienstleistungen anderer Einrichtungen. Dabei wird nicht zwischen inländischen und sonstigen Gästen unterschieden.

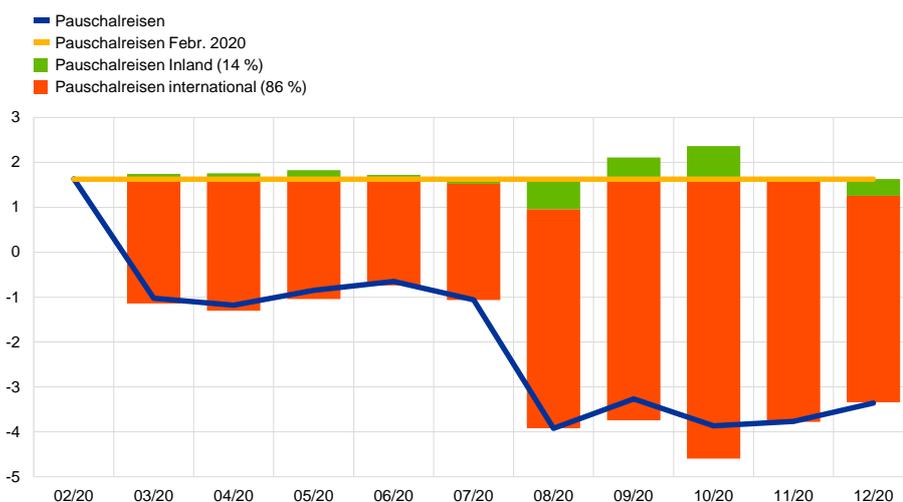
Tourismus in vielen Euro-Ländern relativ gut behaupten. Zudem gingen die Jahresänderungsraten der Preise inländischer Reisen und Flüge weniger stark zurück.³⁸

Abbildung C

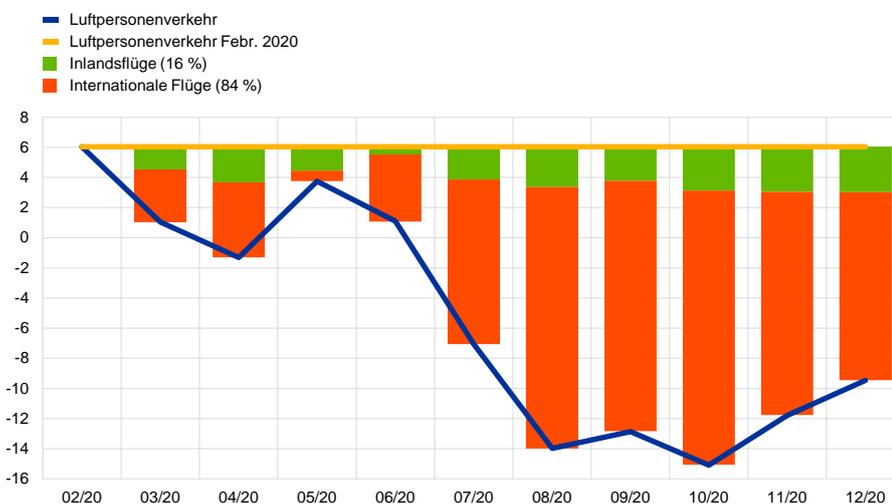
Inflation der inländischen und internationalen Komponenten bei Pauschalreisen und im Luftpersonenverkehr

(Veränderung gegen Vorjahr in %, Beiträge in Prozentpunkten gegenüber Februar 2020)

a) Pauschalreisen



b) Luftpersonenverkehr



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Gewichtungen der inländischen und internationalen Komponente bei Pauschalreisen und im Luftpersonenverkehr sind in Klammern angegeben.

³⁸ Bei den Inlandsflügen ging die Inflation von Februar 2020 bis Juli 2020 um rund 10 Prozentpunkte zurück. Bei den internationalen Flügen sank sie indessen um etwa 20 Prozentpunkte. Die Teuerungsrate bei Pauschalreisen im Inland verzeichnete zwar im Juli und August 2020 einen Rückgang, war jedoch davor und danach vergleichsweise robust.

Während des ersten Lockdowns im zweiten Quartal 2020 wirkten sich die Maßnahmen erst verzögert auf die Preise der Dienstleistungen im Reiseverkehr aus.³⁹

Für die anfängliche Beständigkeit der Inflation bei den Dienstleistungen im Reiseverkehr gibt es verschiedene Gründe. Erstens hatten die Abstandsregeln und unmittelbaren Einschränkungen der Mobilität (bzw. mittelbaren Einschränkungen durch Quarantänebestimmungen) zur Folge, dass die Nachfrage selbst bei Preissenkungen wahrscheinlich weiterhin gering gewesen oder ganz ausgeblieben wäre. Zweitens könnten die Unternehmen es vorgezogen haben, ihre Preise erst nach der Lockerung der Beschränkungen zu ändern, um zusätzliche Menükosten zu vermeiden. Drittens basierten die veröffentlichten Preisindizes im zweiten Quartal 2020 vermehrt auf Preisimputationen, sodass die zugrunde liegenden negativen wirtschaftlichen Auswirkungen in diesem Zeitraum möglicherweise nicht erfasst wurden.⁴⁰ Stattdessen spiegelten die Inflationsraten generell die Entwicklung der vorangegangenen Daten aus dem Jahr 2019 wider. Als diese Effekte nachließen, rückte im dritten Quartal 2020 die schwache Nachfrage deutlicher in den Vordergrund.⁴¹

Die jüngste Aufwärtsbewegung der Teuerungsraten für Dienstleistungen im Reiseverkehr könnte durch einen erneuten Anstieg der Imputationsraten bedingt sein.

Viele Euro-Länder verhängten zuletzt wieder strenge Lockdown-Maßnahmen, woraufhin sich die Imputationsanteile erhöhten. Im vierten Quartal 2020 wurden vor allem für den Dienstleistungssektor imputierte Preise herangezogen, mit einem Imputationsanteil von rund 20 % im Euroraum. In diesem Quartal wurden die Indizes für Pauschalreisen und Beherbergungsdienstleistungen im Eurogebiet als unzuverlässig eingestuft.⁴² Ähnlich wie während des Lockdowns im zweiten Quartal 2020 ist es möglich, dass der tatsächliche Preisdruck auch hier aufgrund von Preisimputationen und aufgeschobenen Preisanpassungen seitens der Unternehmen nicht richtig widerspiegelt wird.

In allen Euro-Ländern ist die Teuerung der Dienstleistungen im Reiseverkehr im Vergleich zum Stand vor der Pandemie rückläufig (siehe Abbildung D).

Allerdings gibt es gewisse Unterschiede zwischen den Ländern, die sowohl das Ausmaß des Rückgangs als auch die wichtigsten Einflussfaktoren betreffen. Im Großen und Ganzen hat sich die Inflation bei den Dienstleistungen im Reiseverkehr im Vergleich zum Februar 2020 in den Ländern am stärksten verringert, die für gewöhnlich Nettoexporteure von Reisedienstleistungen sind.⁴³ Dabei trugen in den meisten Fällen die Preise für den Luftpersonenverkehr zu dem starken Rückgang der Teuerung bei den Dienstleistungen im Reiseverkehr in den einzelnen Ländern

³⁹ Siehe EZB, Die Bedeutung von Nachfrage- und Angebotsfaktoren für die HVPI-Inflation während der Covid-19-Pandemie aus disaggregierter Perspektive, im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

⁴⁰ Bei den Dienstleistungen insgesamt lag der Imputationsanteil im April 2020 für den gesamten Euroraum bei über 40 %. In einigen Ländern des Eurogebiets war er noch höher, und bei einigen Dienstleistungen im Reiseverkehr erreichte er sogar 100 %.

⁴¹ Trotz eines Rückgangs der Imputationsraten im dritten Quartal 2020 verwendeten einige Länder weiterhin imputierte Preise für bestimmte Positionen der Dienstleistungen im Reiseverkehr. So zeigt ein Blick auf die großen Länder des Euroraums, dass Deutschland im gesamten dritten Quartal 2020 und Italien im Juli und August 2020 imputierte Preise für den Personenverkehr heranzogen.

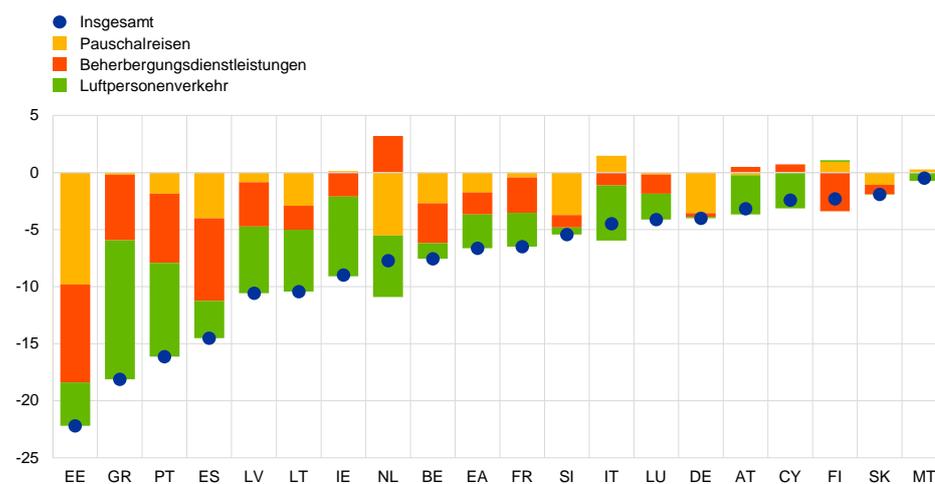
⁴² Die Preisindizes für den Luftpersonenverkehr wurden in einigen EU-Mitgliedstaaten – nicht aber auf Ebene des Euroraums – als unzuverlässig klassifiziert.

⁴³ Siehe EZB, [Entwicklung der Tourismusbranche während der Covid-19-Pandemie](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 8/2020, Januar 2021.

bei. In vielen südeuropäischen Ländern schlug auch die Preisentwicklung der Beherbergungsdienstleistungen sehr stark zu Buche. In Deutschland⁴⁴ und den Niederlanden⁴⁵ waren dagegen die Preise von Pauschalreisen einer der Hauptgründe für die schwächere Inflationsdynamik.

Abbildung D
Inflationsentwicklung bei den Dienstleistungen im Reiseverkehr in den einzelnen Ländern des Euroraums

(Veränderung gegenüber Februar 2020, Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Mit Blick auf die Zukunft besteht zunehmende Unsicherheit hinsichtlich der Inflationsentwicklung bei den Dienstleistungen im Reiseverkehr. Zwar wurden erneut schrittweise Lockdown-Maßnahmen eingeführt, aber zugleich sind auch die Impfkampagnen im gesamten Euroraum angelaufen. Sollten sich die Lockdowns weiter verschärfen, dürften auch die Imputationsanteile bei den Komponenten des Reiseverkehrs zunehmen. Die Unternehmen könnten Preisanpassungen aufschieben, da die Nachfrage unter den aktuellen Umständen gegenüber Preisänderungen eher unelastisch ist. Diese Faktoren können die Bewertung des tatsächlichen Preisdrucks erschweren. Sobald die lockdownbedingten Einschränkungen wieder aufgehoben werden, wird sich das normale Wechselspiel der Preisanpassungen durch die Unternehmen wieder einstellen. Deren Umfang und Art wird jedoch von den vorherrschenden Nachfrage- und Angebotsbedingungen abhängen. Insgesamt ist der Ausblick für die Inflationsentwicklung bei den Dienstleistungen im Reiseverkehr nach wie vor unsicher, da in Abhängigkeit vom weiteren Verlauf der Covid-19-Pandemie sowohl Aufwärts- wie auch Abwärtsrisiken zum Tragen kommen können.

⁴⁴ In Deutschland spielte auch die Mehrwertsteuersenkung vom Juli 2020 eine gewisse Rolle.

⁴⁵ Der Posten Pauschalreisen hat unter den fünf größten Euro-Ländern vor allem in Deutschland, Spanien und den Niederlanden methodisch ein großes Gewicht.

Aufsätze

1 Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen

Catherine Elding, Richard Morris und Michal Slavik

Im Zuge der Erhebung von Daten zu den Konjunktur- und Preisaussichten steht die EZB regelmäßig mit nichtfinanziellen Unternehmen in Kontakt. Mit der Zeit wurde die Erfassung solcher Business-Intelligence-Daten immer strukturierter. Als besonders nützlich erweisen sich derartige Informationen in der Regel in außergewöhnlichen Zeiten wie etwa der Corona-Pandemie (Covid-19). Ab der vorliegenden Ausgabe des Wirtschaftsberichts wird die EZB daher künftig die wesentlichen Erkenntnisse zusammenfassen, die sie aus ihren Kontakten mit führenden Unternehmen im Euro-Währungsgebiet ziehen konnte. Im Folgenden wird erläutert, welchen Beitrag der Austausch mit Unternehmen zur wirtschaftlichen Analyse der EZB leistet. Außerdem wird beleuchtet, wie die Kontakte ablaufen und die gewonnenen Informationen zusammengefasst werden. Eine Übersicht über die wesentlichen Erkenntnisse aus dem jüngsten, Anfang Januar 2021 durchgeführten Dialog mit Unternehmen findet sich in Kasten 1.

1 Einleitung

Wie viele andere Zentralbanken auch unterhält die EZB regelmäßige Kontakte mit Unternehmen außerhalb des Finanzsektors. Diese erfolgen zumeist in Form von regelmäßigen Telefonaten zwischen EZB-Mitarbeitern und führenden nicht-finanziellen Unternehmen. Auf diesem Weg holt die EZB Informationen zur Wirtschaftslage ein, die sie in ihre geldpolitischen Entscheidungen einfließen lässt. Ein Dialog mit hochrangigen Unternehmensvertretern findet auch im Rahmen des „Non-Financial Business Sector Dialogue“ (NFBD) statt.¹ Des Weiteren werden gelegentlich Umfragen zu speziellen Themen durchgeführt, über die Wirtschaftsführer besonders gut Auskunft geben können. Als aktuelles Beispiel sei eine Ad-hoc-Umfrage zu den langfristigen Auswirkungen der Covid-9-Pandemie genannt.²

¹ Der NFBD ist eines von drei hochrangigen Dialogforen. Die beiden anderen betreffen den Dialog mit dem Bankensektor (Banking Industry Dialogue) und den Dialog mit institutionellen Anlegern (Institutional Investor Dialogue). Die Tagesordnung und Zusammenfassung der jeweiligen NFBD-Sitzung können auf der [Website der EZB](#) (in englischer Sprache) abgerufen werden.

² Siehe EZB, [Ergebnisse einer Umfrage unter führenden Unternehmen zu den langfristigen Auswirkungen der Pandemie](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 8/2020, Januar 2021.

2 Welchen Beitrag leistet der Dialog mit dem nichtfinanziellen Unternehmenssektor zur wirtschaftlichen Analyse der EZB?

Durch ihre Kontakte mit nichtfinanziellen Unternehmen erhält die EZB Echtzeitinformationen zur Konjunkturlage. Dadurch lassen sich Trends antizipieren, die unter Umständen erst verzögert in den Wirtschaftsdaten zum Ausdruck kommen. Die Unternehmenskontakte dienen auch dazu, qualitative Erkenntnisse zu gewinnen und damit die meist quantitativen Informationen zu ergänzen, die aus statistischen Daten und Umfragen stammen. Von Letzteren – wie etwa der Erhebung für den Einkaufsmanagerindex (EMI) und den Branchenumfragen der Europäischen Kommission – macht die EZB intensiv Gebrauch. Mit ihnen lässt sich in der Regel eine zeitnahe und aussagekräftige Messgröße für die Wirtschaftsentwicklung und die konjunkturellen Erwartungen generieren. Da diese Umfragen jedoch auf geschlossenen Fragen basieren, liefern sie vorwiegend quantitative Indikatoren. Hinzu kommt, dass der Raum für weiterführende qualitative Angaben, mit denen sich die Indikatoren besser interpretieren lassen, recht begrenzt sein kann.³ Der Austausch mit nichtfinanziellen Unternehmen bietet der EZB die Gelegenheit, jenseits der Zahlen Aufschluss über die zugrunde liegenden Bestimmungsfaktoren der aktuellen und erwarteten Wirtschaftstrends zu erhalten.

Die Kontakte verlaufen telefonisch, da auf diese Weise offene Fragen gestellt und so effizient Informationen eingeholt werden können. Deshalb wird dieser Austausch auch als Corporate Telephone Survey (Telefonumfrage bei Unternehmen) bezeichnet. Zu Beginn eines solchen Gesprächs werden die Befragten üblicherweise gebeten, eine erste Einschätzung zur allgemeinen Konjunkturlage, zu den Preisen, Kosten und der Beschäftigungssituation in ihrem Sektor abzugeben. Ferner sollen sie ihre Erwartungen hinsichtlich der weiteren Entwicklung dieser Indikatoren darlegen. Anschließend werden die jeweiligen Bestimmungsfaktoren in den Blick genommen. Dabei wird zum Beispiel danach gefragt, wie sich die verschiedenen Geschäftsbereiche entwickeln. Der genaue Inhalt der Telefongespräche ist streng vertraulich. Die Vertraulichkeit wird dadurch gewährleistet, dass nur das kleine Team von Wirtschaftsexperten, das mit der Erhebung befasst ist, Zugang zu Informationen erhält, die Rückschlüsse auf einzelne Unternehmen zulassen. Über die Umfrageergebnisse wird ausschließlich in anonymisierter Form berichtet. Somit kann keine Zahlenangabe oder Aussage einer bestimmten Person oder Firma zugeordnet werden.

Aus Gründen der Effizienz und Durchführbarkeit werden im Allgemeinen nur Großunternehmen regelmäßig kontaktiert, die überwiegend im gesamten Euroraum oder in weiten Teilen davon tätig sind. Viele dieser Unternehmen sind auch global ausgerichtet. Deshalb können bereits mit einer relativ geringen Anzahl an Gesprächen Einblicke in verschiedenste Sektoren und geografische Regionen gewonnen werden. Die Kontakte sollen möglichst das gesamte Spektrum des privaten nichtfinanziellen Unternehmenssektors abdecken. Ziel der Gespräche ist es,

³ Eine geschlossene Frage bedeutet, dass den Umfrageteilnehmern verschiedene Antwortoptionen vorgelegt werden. Aus diesen wählen sie eine aus, um anzugeben, in welche Richtung sich eine bestimmte Variable in einem gegebenen Referenzzeitraum entwickelt. Sofern nicht anders vorgesehen, ist bei einer geschlossenen Frage kein Raum für weitere Erläuterungen gegeben.

die Entwicklungen auf Sektorebene zu verstehen. Die gewonnenen Erkenntnisse beschränken sich jedoch nicht nur auf den Sektor, in dem das befragte Unternehmen tätig ist. Ein Unternehmen, das einer bestimmten Branche angehört, verfügt normalerweise auch über Informationen, die Aufschluss über die Entwicklung anderer Branchen geben, da die Kunden und Lieferanten dieses Unternehmens auch in anderen Sektoren tätig sein können. Werden die aus Kontakten mit verschiedenen Sektoren stammenden Informationen zusammengeführt und die sektoralen Verflechtungen berücksichtigt, lassen sich dadurch gesamtwirtschaftliche Entwicklungen besser verstehen.

Der Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen ähnelt der Erhebungsmethode für Business-Intelligence-Daten anderer Zentralbanken. In Tabelle 1 werden einige der bekannteren Erhebungen solcher Daten durch Notenbanken außerhalb des Eurogebiets aufgeführt. Der Dialog der EZB hat – gemessen an der Anzahl der kontaktierten Unternehmen – einen vergleichsweise geringen Umfang, doch der vierteljährliche Rhythmus der Gespräche wurde auch von anderen Zentralbanken übernommen. Die Kontaktaufnahmen unterscheiden sich in einem wichtigen Punkt: Bei der EZB erfolgen sie telefonisch, bei den meisten anderen Zentralbanken über regionale Agenten, die vor Ort persönliche Befragungen durchführen. Die Unternehmensumfrage der Sveriges riksbank ist jedoch dem Ansatz der EZB insofern sehr ähnlich, als dabei nur eine relativ geringe Anzahl an Großunternehmen befragt wird.

Unternehmenskontakte sind besonders hilfreich, um Entwicklungen in einzelnen Sektoren zu verstehen und vorwegzunehmen, deren Bedeutung ansonsten womöglich nicht klar erkannt worden wäre. Ein gutes Beispiel hierfür ist die Automobilindustrie, deren Aktivität im Herbst 2018 von der Einführung des neuen Abgastest-Standards (Worldwide Harmonised Light Vehicle Test Procedure) in Mitleidenschaft gezogen wurde. In der Folge brach die Pkw-Produktion so stark ein, dass sich das BIP-Wachstum deutlich abschwächte. Die konjunkturellen Auswirkungen des neuen Standards wurden durch den EMI und die Branchenumfragen der Europäischen Kommission nicht hinreichend erfasst. Dagegen hatten die Kontaktpersonen in der Automobilbranche bereits einige Monate zuvor auf sie hingewiesen. Allgemeiner betrachtet erweisen sich Unternehmenskontakte tendenziell dann als besonders hilfreich, wenn Erkenntnisse darüber gewonnen werden sollen, inwieweit die Entwicklung in einem bestimmten Sektor oder einer bestimmten Region beispielsweise von regulatorischen Veränderungen, Naturkatastrophen oder vom Menschen verursachten Katastrophen, von Protesten, Streiks oder kalendarischen Sondereinflüssen (wie beispielsweise Feiertagsterminen) beeinflusst wird. Dies wiederum hilft den Volkswirten bei ihrer Einschätzung, ob bestimmte Veränderungen von Wirtschaftsdaten vorübergehend oder längerfristig sind.

Tabelle 1**Erhebung qualitativer Business-Intelligence-Daten durch ausgewählte Zentralbanken****Unternehmenskontakte der EZB und anderer Zentralbanken im Vergleich**

Zentralbank	Name	Häufigkeit	Anzahl der kontaktierten Unternehmen	Kurze Beschreibung
EZB	Corporate Telephone Survey	Vierteljährlich	50-70	Wirtschaftsexperten der EZB führen Telefonate mit hochrangigen Vertretern führender nichtfinanzieller Unternehmen, um Aufschluss über aktuelle und künftige Wirtschaftstrends zu erhalten.
Federal Reserve System	Beige Book	Achtmal pro Jahr	Unbekannt	Im Beige Book werden die wirtschaftlichen Bedingungen in zwölf Federal-Reserve-Distrikten zusammengefasst. Die dafür erforderlichen Daten werden bei einer Vielzahl von Unternehmens- und Wirtschaftskontakten mittels verschiedener formalisierter und nicht formalisierter Methoden erhoben.
Bank of England	Agents' summary of business conditions	Vierteljährlich	Über 700	Agenten der Bank of England, die in zwölf regionalen Agenturen tätig sind, führen in ihrem jeweiligen Zuständigkeitsbereich Einzelgespräche mit Unternehmen und erhalten so Einblick in alle Wirtschaftssektoren. Sie erstellen auch quantitative Bewertungen, die zeigen, wie sich verschiedene wirtschaftliche Aspekte auf einer Skala von -5 bis +5 entwickeln.
Schweizerische Nationalbank	Konjunktursignale	Vierteljährlich	240	Die Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte der Schweizerischen Nationalbank führen Gespräche mit Entscheidungsträgern von Unternehmen. In den Konjunktursignalen werden die wichtigsten Ergebnisse dieser Gespräche zusammengefasst. Die Delegierten stufen einen Teil der erhaltenen qualitativen Informationen auf einer numerischen Skala von -2 bis +2 ein.
Sveriges riksbank	Business Survey	Dreimal pro Jahr	30-45	Volkswirte der Sveriges riksbank befragen in regelmäßigen Abständen die größten Unternehmen in der Industrie, im Baugewerbe, im Handel und in Teilen des Dienstleistungssektors. Die Ergebnisse der Befragungen werden im Riksbank's Business Survey dargestellt.
Norges Bank	Regional network report	Vierteljährlich	Über 300	Die Norges Bank befragt vierteljährlich Entscheidungsträger aus über 300 Unternehmen und Organisationen zu den jüngsten Wirtschaftsentwicklungen und den Konjunkturaussichten.

Quellen: Mit Ausnahme der Angaben über die EZB basieren die Beschreibungen auf Informationen, die der Website der jeweiligen Zentralbank entnommen wurden.

Die Entwicklungen während der Covid-19-Pandemie haben gezeigt, wie wichtig Unternehmenskontakte sind. Viele Unternehmen, mit denen Kontakte unterhalten

werden, sind weltweit, d. h. zum Beispiel auch in China, tätig. Deshalb war es Volkswirten der EZB schon zu einer Zeit, als das Coronavirus und seine Folgen in Europa noch nicht in Erscheinung getreten waren, möglich, mit direkt betroffenen Unternehmen über die Auswirkungen des Virus auf die globalen Wertschöpfungsketten zu sprechen. Als die Pandemie auch auf Europa übergriff, konnte so unverzüglich darüber diskutiert werden, wie und in welchem Umfang die Produktion wahrscheinlich beeinträchtigt werden würde. Die Kontakte mit Unternehmen trugen dazu bei, statistische Lücken zu füllen, als die herkömmlichen Beziehungen zwischen Umfrageindikatoren und dem BIP durch die extremen Bedingungen außer Kraft gesetzt wurden. Zugleich konnten die Ökonomen dadurch zeitnah in allgemeiner, jedoch immer noch hinreichend präziser Weise ermitteln, wie stark die Wirtschaft im April geschrumpft war und wie schnell sie sich im Mai und Juni erholte.

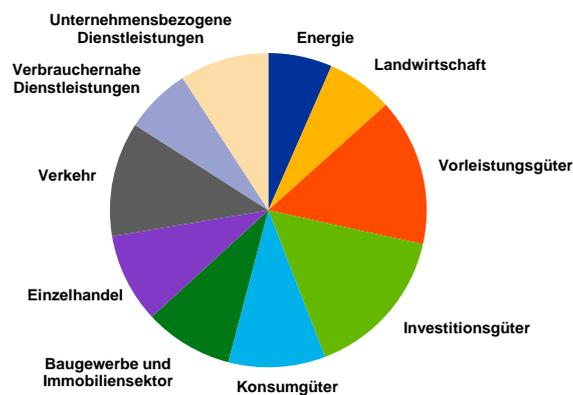
3 Wie sind die Kontakte der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen organisiert?

Die EZB ist bestrebt, mit bis zu rund 150 führenden Unternehmen Kontakte zu unterhalten und etwa 50 bis 70 dieser Unternehmen in vierteljährlichen Abständen zu befragen. Wie oft ein Unternehmen kontaktiert wird, hängt vom Schwerpunkt und der Bandbreite seiner Geschäftsaktivitäten und – ganz wesentlich – von der Verfügbarkeit der Kontaktpersonen im Erhebungszeitraum ab. Die Gesprächspartner der EZB sind überwiegend auf Geschäftsleitungsebene angesiedelt. Die telefonischen Befragungsrunden finden im Zeitraum von einer bis zwei Wochen statt, normalerweise jeweils Anfang Januar, April, Juli und Oktober. Damit können die Ergebnisse in die Vorbereitung der später im jeweiligen Monat stattfindenden EZB-Ratssitzungen einfließen. Bei den Telefonaten wird in der Regel primär über die Entwicklungen im unmittelbar vorangegangenen Quartal und die Aussichten im laufenden Quartal und darüber hinaus gesprochen. Kontakte geringeren Umfangs können bei entsprechendem Bedarf auch zu anderen Zeiten erfolgen.

Abbildung 1

Verteilung der befragten Unternehmen auf breit gefasste Wirtschaftssektoren

(Anteil an den gesamten Unternehmen)



Anmerkung: Die Abbildung zeigt, wie sich die 2020 befragten Unternehmen auf die Wirtschaftssektoren verteilen. Die Sektorenzuzuweisung ergibt sich aus der Struktur der Befragung und nicht aus einer statistischen Klassifizierung. Viele Unternehmen sind in mehreren Sektoren aktiv (z. B. können Produzenten von Konsumgütern auch im Einzelhandel tätig sein).

Die Erhebung weist eine breite sektorale Abdeckung auf, wobei jedoch das verarbeitende Gewerbe etwas stärker vertreten ist.

In Abbildung 1 ist die durchschnittliche sektorale Aufgliederung der im Jahr 2020 befragten Unternehmen dargestellt. Dabei ist das verarbeitende Gewerbe im Vergleich zur tatsächlichen Wirtschaftsstruktur etwas übergewichtet, während Teile des Dienstleistungssektors unterrepräsentiert sind. Dies ist weitgehend auf die spezifischen Merkmale und die Struktur dieser Sektoren zurückzuführen. So gibt es im verarbeitenden Gewerbe viele große, länderübergreifend tätige Unternehmen, wohingegen der Dienstleistungssektor durch eine stärkere Segmentierung der nationalen Märkte und eine Dominanz kleinerer Unternehmen gekennzeichnet ist. Derartige Verzerrungen lassen sich kaum vermeiden und sind generell typisch für Unternehmensumfragen.

Bei den Gesprächen werden Fragen zu den Themenbereichen Konjunktur, Preise und Beschäftigung gestellt. Die Telefonate dauern in der Regel rund 20 bis 30 Minuten und beruhen auf einem Fragebogen, der von Runde zu Runde weitgehend unverändert bleibt. Vor allem folgende vier Fragen werden regelmäßig gestellt:

1. Wie hat sich die Konjunktur im Euroraum (z. B. Produktion, Umsatz, Lieferungen, Auftragseingang) in den letzten Monaten in Ihrem Sektor entwickelt, und was erwarten Sie für die nahe Zukunft? Auf welchen Faktoren basiert diese Einschätzung im Wesentlichen?
2. Wie haben sich die Preise in den letzten Monaten in Ihrer Branche entwickelt, und was sind Ihre Erwartungen für die nahe Zukunft? Welche Faktoren (z. B. Vorleistungskosten, Wettbewerbsdruck usw.) sind hauptsächlich für diese Entwicklungen verantwortlich? Wie schätzen Sie insbesondere den Arbeitskostendruck ein?
3. Bitte kommentieren Sie die jüngste und die erwartete Beschäftigungsentwicklung in Ihrem Sektor. Welche Themen beeinflussen die Beschäftigung in Ihrer Branche zurzeit maßgeblich?
4. Gibt es andere Themen, auf die Sie die geldpolitischen Entscheidungsträger der EZB aufmerksam machen möchten?

Die letzte Frage bietet unseren Gesprächspartnern die Gelegenheit, Themen ins Bewusstsein zu rufen, die ihnen möglicherweise Sorge bereiten. Dabei könnte es beispielsweise um das Funktionieren der Finanzmärkte, die Auswirkungen der von der EZB betriebenen Geldpolitik oder allgemeinere wirtschaftspolitische Maßnahmen gehen. Die so gewonnenen Informationen fließen in die Beschlüsse der EZB und in den Dialog ein, den sie mit anderen politischen Institutionen auf EU- und internationaler Ebene sowie mit Sozialpartnern führt.

Kasten 1

Wesentliche Erkenntnisse aus dem Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen (Januar 2021)

Eduardo Maqui, Richard Morris und Moreno Roma

Im vorliegenden Kasten sind die Ergebnisse zusammengefasst, die EZB-Mitarbeiter aus dem Dialog mit Vertretern führender nichtfinanzieller Unternehmen im Euro-Währungsgebiet gewinnen konnten. Die Telefonumfrage fand im Zeitraum vom 4. bis zum 11. Januar 2021 statt.

Die Kontaktpersonen berichteten für das Schlussquartal 2020 von sehr unterschiedlichen Entwicklungen, die im Zusammenhang mit der zweiten Welle der Corona-Pandemie (Covid-19) standen. Insgesamt war die Konjunktur jedoch robuster als noch im Frühjahr.

Wie bereits in den vorangegangenen Quartalen führten die Lockdown-Maßnahmen und die daraus resultierenden Veränderungen des Ausgabeverhaltens auch im vierten Quartal 2020 zu einer rückläufigen Nachfrage nach bestimmten Waren und Dienstleistungen, während andere stärker gefragt waren. Solche Unterschiede ergaben sich nicht nur über die verschiedenen

Wirtschaftssektoren hinweg, sondern auch innerhalb der Sektoren und vielfach sogar innerhalb unterschiedlicher Teilbereiche desselben Unternehmens. Auf die meisten Unternehmen wirkten sich die zweite Pandemiewelle und die damit verbundenen Einschränkungen jedoch weniger stark aus als die erste Welle. Die Unternehmen waren – sofern rechtlich zulässig – inzwischen besser gerüstet, um ihre Produktion fortzuführen (dank Corona-Tests, Screening und Homeoffice). Zudem waren die Verbraucher zusehends vertrauter mit dem Online-Handel geworden. Exportorientierte Wirtschaftszweige profitierten vom Wachstum in Ländern, die weniger stark von dem Virus betroffen waren.

In weiten Teilen des verarbeitenden Gewerbes erholte sich die Nachfrage stetig, und für Produktionsbeschränkungen war statt der Nachfrage- nun zunehmend die Angebotsseite verantwortlich.

Die Kontaktpersonen beispielsweise aus der Stahl-, Chemie-, Automobil- oder Elektronikbranche meldeten durchweg einen Anstieg bei Produktion, Umsatz und Auftragseingang in Richtung des vor der Pandemie verzeichneten Niveaus, das in einigen Fällen sogar übertroffen wurde. Zu Beginn der Pandemie hatten die Unternehmen ihr Betriebskapital reduziert, um liquide zu bleiben. Doch die Nachfrage nach gewerblichen Erzeugnissen erholte sich danach nicht nur in Europa, sondern weltweit kräftiger als erwartet, sodass die Lager wieder aufgestockt wurden und eine sehr solide Nachfrage nach langlebigen Konsumgütern entstand. Infolgedessen wurden viele Vorleistungsgüter und kurzlebige Investitionsgüter stark nachgefragt. Mehrere Ansprechpartner in diesen Sektoren gaben an, dass ihre Betriebe mittlerweile mit voller oder nahezu voller Kapazitätsauslastung liefen und/oder die Produktionsbeschränkungen inzwischen vorwiegend von der Angebotsseite ausgingen. Zurückzuführen sei dies auf die globalen Nachfrage- und Angebotsbedingungen sowie auf einige Engpässe im Transport- und Logistikbereich.

Im Gegensatz dazu ging der Absatz von Gebrauchsgütern und von Dienstleistungen in den Bereichen Reiseverkehr, Tourismus und Unterhaltung im Zuge der erneuten Lockdowns weiter deutlich zurück.

Im Einzelhandel konnte die wiederholte Schließung der Ladengeschäfte zumeist nicht durch den florierenden Online-Handel kompensiert werden. Davon betroffen waren insbesondere Hersteller und Händler von Bekleidung und Accessoires, deren Verkauf davon abhängt, dass die Ware zuvor anprobiert werden kann. Die zugrunde liegende Nachfrage litt auch unter dem mangelnden Bedarf an Geschäfts-, Gesellschafts- und Urlaubskleidung. Nach einer sehr kurzen Erholung im Sommer brachen der Tourismus und der Reiseverkehr erneut ein, nachdem zahlreiche Länder ab Ende August abermals Reisebeschränkungen verhängt hatten. Ab Oktober wurden Theater und andere Spielstätten wieder geschlossen, was die gesamte Unterhaltungsindustrie in Mitleidenschaft zog. Im Gegensatz dazu wurde bei vielen anderen unternehmens- und verbraucherbezogenen Dienstleistungen ein recht normales konjunkturelles Niveau und/oder Wachstum verzeichnet.

Für das erste Quartal 2021 erwarteten die befragten Unternehmen kaum Veränderung. Im späteren Jahresverlauf könne eine latente Nachfrage nach Dienstleistungen jedoch für eine spürbare Erholung und ein verändertes Ausgabeverhalten sorgen.

Mit der Bereitstellung von Impfstoffen gehe die Hoffnung einher, dass die pandemiebedingten Restriktionen deutlich gelockert würden. Dabei herrsche jedoch Unsicherheit darüber, ob dies bereits im zweiten Quartal oder erst später im Jahr geschehen werde. Die Kontaktpersonen in der Reisebranche zeigten sich zuversichtlich, dass Reise- und Tourismusdienstleistungen nach der

Aufhebung der Corona-Beschränkungen wieder gut nachgefragt würden. Auch Bekleidungs-einzelhändler und -produzenten äußerten sich hoffnungsvoll, dass sich die Nachfrage nach Ostern wieder beleben werde. Bei (anderen) gewerblichen Erzeugnissen könne sich die Nachfrage hingegen etwas abschwächen. Was die Aussichten für 2021 insgesamt betreffe, so hätten sich die Auswirkungen der sich ausbreitenden Pandemie und der Bereitstellung von Impfstoffen in den letzten Wochen weitgehend ausgeglichen. Die mittelfristigen Aussichten hingegen würden durch die hohe Verschuldung und die Notwendigkeit, die fiskalischen Maßnahmen irgendwann zurückzufahren, belastet.

Über eine Anpassung der Arbeitsstunden, den Einsatz von Leiharbeitskräften und die Inanspruchnahme von Kurzarbeitsregelungen wurde der Arbeitseinsatz kurzfristig auf die Gegebenheiten abgestimmt. Zugleich wurden in den meisten Unternehmen unbefristete Beschäftigungsverhältnisse weiter abgebaut.

Arbeitsvermittlungsagenturen verzeichneten im vierten Quartal 2020 eine regere Geschäftstätigkeit als im Vorquartal. Das Vorjahresniveau wurde allerdings nach wie vor deutlich unterschritten. Das stärkste Wachstum betraf durch den elektronischen Handel die Segmente Logistik, Transport und Lieferdienste. Lässt man die kurzfristigen Schwankungen außer Acht, so hatte die pandemiebedingte Abwärtskorrektur der Umsatzprognosen verbunden mit Produktivitätszuwächsen zur Folge, dass die meisten Unternehmen ihren Personalbestand verringerten. Dies wurde größtenteils durch freiwillige Firmenaustritte und Übergänge in den Vorruhestand realisiert. Einige Gesprächspartner sahen mehr Spielraum für Neueinstellungen im späteren Jahresverlauf, wenn beispielsweise neue Investitionsprojekte auf den Weg gebracht würden.

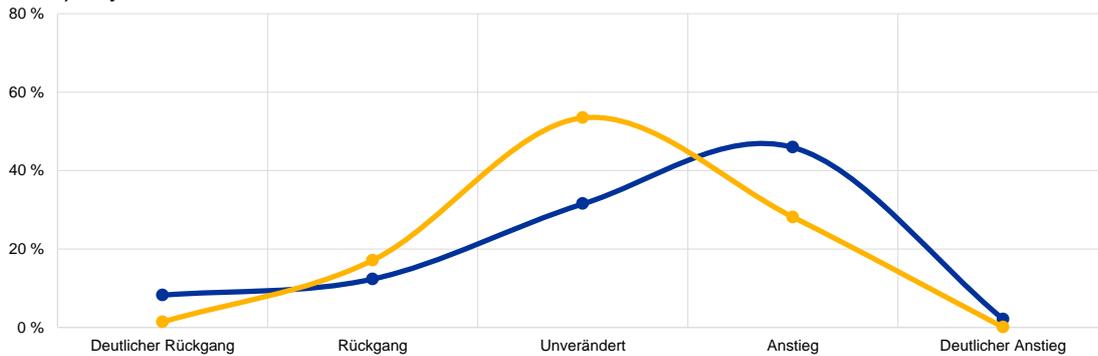
Abbildung A

Überblick über die Konjunktur- und Preiseinschätzungen der Kontaktpersonen – Entwicklung und Aussichten

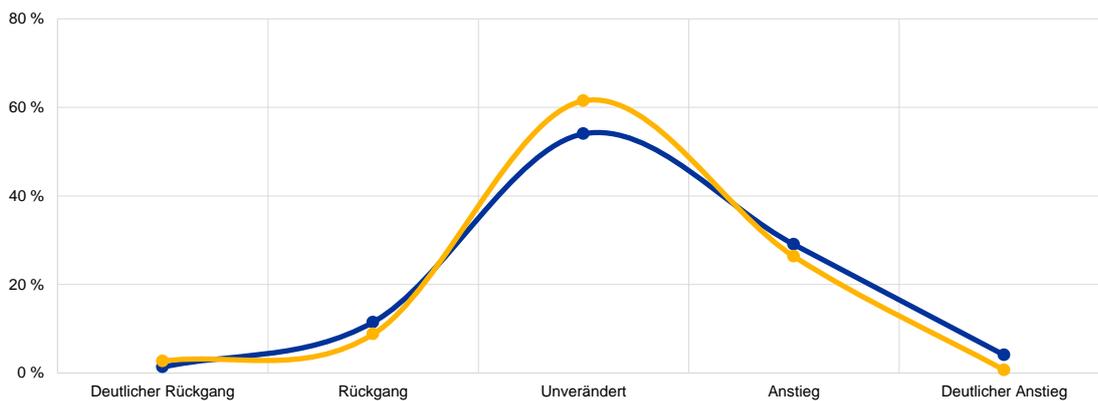
(in % der Umfrageteilnehmer)

- Vergangenes Quartal
- Aktuelles Quartal

a) Konjunktur



b) Preise



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Werte für das vergangene Quartal spiegeln die Einschätzung der EZB wider, wie die Kontaktpersonen die Konjunktur- (Umsatz, Produktion, Auftragseingang) und Preisentwicklung im vierten Quartal 2020 bewerten. Die Werte für das aktuelle Quartal spiegeln die Einschätzung wider, wie die Kontaktpersonen die Aussichten für die Konjunktur- und Preisentwicklung im ersten Quartal 2021 bewerten.

Nachdem die Preise in der Anfangsphase der Pandemie noch unter Abwärtsdruck gestanden hatten, verbesserte sich das Preisumfeld in vielen Branchen nach und nach.

Aufgrund einer Belebung der Nachfrage und der Tatsache, dass die jüngsten Kostensteigerungen bei Rohstoffen anfangs teilweise weitergegeben wurden, sahen sich Unternehmen in weiten Teilen des verarbeitenden Gewerbes veranlasst, ihre Preise zu erhöhen und/oder weitere, wenn auch insgesamt moderate Preissteigerungen im ersten Quartal 2021 in Aussicht zu stellen. Diese Entwicklung konzentrierte sich jedoch tendenziell auf die Preise in den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette und nicht auf die Endverbraucherpreise. Die meisten Konsumgüterproduzenten, Einzelhändler und Unternehmensdienstleister beschrieben ihr Preisumfeld als stabil. Bis zu einem gewissen Grad hatte die relativ starke Nachfrage nach Konsumgütern dazu geführt, frühere Bedenken hinsichtlich der Notwendigkeit hoher Rabatte zu zerstreuen. Außerdem hielten sich selbst in den akut von der Pandemie betroffenen Sektoren die Preisnachlässe in recht überschaubaren Grenzen, denn die Konsumententscheidungen der Verbraucher wurden weniger von den Preisen, sondern vielmehr von staatlichen Anordnungen und Sicherheitsüberlegungen bestimmt.

Die Kontaktpersonen gaben überwiegend steigende Vorleistungspreise an, was auf die Rohstoff-, Transport- und Logistikkosten zurückzuführen sei, während die Lohnaussichten nach wie vor moderat waren.

Im Gefolge der weltweiten Erholung im verarbeitenden Gewerbe zogen die meisten Rohstoffpreise in den letzten Monaten weiter an und erreichten in einigen Fällen bereits ein sehr hohes Niveau. Je nach Vertragsstruktur und Absicherungspraktiken komme dies entweder bereits jetzt oder erst im Verlauf des Jahres 2021 in den tatsächlichen Kosten zum Ausdruck. Den Angaben zufolge haben sich die Transportkosten (insbesondere die See- und Luftfrachtraten) allgemein deutlich erhöht, wobei die Unternehmen auch Kostensteigerungen infolge der Sicherheitsmaßnahmen zur Bekämpfung der Covid-19-Pandemie zu tragen hätten. Die meisten der befragten Unternehmen gingen von einer moderaten Lohnentwicklung aus, da der Fokus in vielen Sektoren stärker als sonst auf der Erhaltung von Arbeitsplätzen liege. Die anhaltende Verfügbarkeit von Kurzarbeitsregelungen trage dazu bei, üblicherweise zu den fixen Kosten zählende Arbeitskosten in variable Kosten umzuwandeln.

2 Die Bedeutung von Nachfrage- und Angebotsfaktoren für die HVPI-Inflation während der Covid-19-Pandemie aus disaggregierter Perspektive

Derry O'Brien, Clémence Dumoncel und Eduardo Gonçalves

1 Einleitung

Die wirtschaftlichen Auswirkungen der Corona-Pandemie (Covid-19) stellen keinen Schock im klassischen Sinne dar. Vielmehr handelt es sich um einen multidimensionalen Schock, dessen Ursachen sowohl in der Außen- als auch in der Binnenwirtschaft, auf der Nachfrage- wie auch auf der Angebotsseite und auf der gesamtwirtschaftlichen sowie der sektorspezifischen Ebene liegen. Dies erschwert die Beurteilung der Inflation. Angesichts der starken Verwerfungen an den Güter- und Arbeitsmärkten wurden die bekannten Wirkungszusammenhänge zwischen der Teuerungsrate und ihren Bestimmungsfaktoren möglicherweise außer Kraft gesetzt oder lassen sich nicht skalieren. Zudem konzentriert sich die einschlägige Fachliteratur immer stärker auf Verteilungen statt auf Punktschätzungen für die künftige Inflationsentwicklung. Dies gilt es zu berücksichtigen, wenn die Auswirkungen des Covid-19-Schocks auf die Inflationsrisiken analysiert werden.

Um die Triebkräfte der Inflation während der Pandemie zu verstehen, ist es hilfreich, eine granularere Perspektive einzunehmen als sonst üblich.

Zentralbanken verwenden oft einen disaggregierten Ansatz, um Beurteilungen, die auf der Gesamtinflation basieren, zu ergänzen. Solch ein Ansatz dient in der Regel dazu, zugrunde liegende (allgemeine) Inflationstrends herauszufiltern oder die Prognosegenauigkeit zu verbessern.¹ Um die Bestimmungsgrößen der Inflation zu verstehen, betrachtet die EZB in ihren Analysen regelmäßig die Hauptkomponenten der Inflation, also die Preisänderungen bei Energie, Nahrungsmitteln, Industrieerzeugnissen ohne Energie und Dienstleistungen. Bei der Analyse im vorliegenden Aufsatz wird ein höherer Granularitätsgrad angewendet als sonst üblich, d. h., es werden die zwölf Teilkomponenten des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) beleuchtet. Dadurch trägt sie dazu bei, die unterschiedlichen Auswirkungen der Pandemie auf die einzelnen Komponenten besser nachzuvollziehen und letztlich

¹ Siehe EZB, [Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2018, Juni 2018; N. Benalal, J. L. Díaz del Hoyo, B. Landau, M. Roma und F. Skudelny, [To aggregate or not to aggregate? Euro area inflation forecasting](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 374, 2004; J. Chalmovianský, M. Porqueddu und A. Sokol, [Weigh\(t\)ing the basket: aggregate and component-based inflation forecasts for the euro area](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2501, 2020.

auch ein besseres Verständnis der Faktoren zu entwickeln, die derzeit auf die Gesamtinflation einwirken.²

Insbesondere angebotsseitige Effekte dürften bei einer Reihe von Inflationskomponenten eine größere Rolle spielen als üblich. Durch die Lockdown- und Eindämmungsmaßnahmen, die nach dem Ausbruch der Pandemie verhängt wurden, kam es in einigen Sektoren zu vorübergehenden Unternehmensschließungen und/oder einem Anstieg der Kosten.³ Preisänderungen im Zusammenhang mit solchen angebotsseitigen Effekten wirken sich wahrscheinlich zunächst auf die relative Preisentwicklung aus und nicht unbedingt auf die aggregierte Inflation. Im Rahmen der regelmäßigen Inflationsanalyse werden üblicherweise kurzfristige angebotsseitige Störungen bei Energie- und Nahrungsmittelpreisen bewertet, da derartige Schocks oft eine große Tragweite haben. Die Pandemie stellt jedoch insofern einen Sonderfall dar, als lockdownbedingte angebotsseitige Effekte, die auf die Kerninflation einwirken, eine größere Rolle spielen als normalerweise. Mit einem disaggregierten, auf die Kernkomponenten ausgerichteten Ansatz lassen sich auch Erkenntnisse über die Folgen des Nachfrageschocks im Zusammenhang mit Covid-19-bedingten Einkommensverlusten oder -unsicherheiten gewinnen. Angesichts der Größenordnung des Schocks sind Auswirkungen auf das aggregierte Preisniveau und – je nach Einkommens- und Substitutionselastizität – auf die relativen Preise durchaus denkbar.

Im vorliegenden Aufsatz wird aufgezeigt, wie eine stärker disaggregierte Perspektive dazu beitragen kann, die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie zu beurteilen und dadurch die regelmäßige Inflationsanalyse zu ergänzen. In Abschnitt 2 wird zunächst die Entwicklung der aggregierten Inflation während der Pandemie beschrieben. Anschließend wird erklärt, weshalb in der Analyse der verwendete Granularitätsgrad gewählt wurde. In Abschnitt 3 schließlich wird erläutert, warum die Inflation mit Blick auf die einzelnen Komponenten so reagiert hat. Dabei liegt der Fokus auf der Rolle binnenwirtschaftlicher Faktoren, die spezifisch für die Pandemie sind. Außerdem wird die Bedeutung von Nachfrage- und Angebotseffekten untersucht, und es erfolgt eine Zerlegung der Inflation auf

² Dies stellt eine Ergänzung zur bestehenden Literatur über die sektorale Inflationsentwicklung dar. Siehe beispielsweise J. Imbs, E. Jondeau und F. Pelgrin, Sectoral Phillips curves and the aggregate Phillips curve, *Journal of Monetary Economics*, Bd. 58(4), 2011, S. 328-344; R. Reis und M. W. Watson, Relative Goods' Prices, Pure Inflation, and the Phillips Correlation, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Bd. 2(3), 2010, S. 128-157; J. H. Stock und M. W. Watson, Trend, Seasonal, and Sectoral Inflation in the Euro Area, in: G. Castex, J. Galí und D. Saravia (Hrsg.), *Changing Inflation Dynamics, Evolving Monetary Policy*, Central Bank of Chile, 2020, S. 317-344.

³ Aktuelle Daten zu den Folgen des ersten Lockdowns deuten darauf hin, dass die damit verbundenen Angebotseffekte einen erheblichen Aufwärtsdruck auf die Teuerung ausgeübt haben könnten. Zu den Niederlanden und zum Euroraum siehe D. Bonam und A. Smadu, [Supply and demand shocks due to the coronavirus pandemic contribute equally to contraction in production](#), DNBulletin, De Nederlandsche Bank, November 2020. Zu Deutschland siehe A. Balleer, S. Link, M. Menkhoff und P. Zorn, [Demand or Supply? Price Adjustment during the Covid-19 Pandemic](#), Covid Economics, Vetted and Real-Time Papers, Ausgabe 31, Centre for Economic Policy Research, 2020, S. 59-102. Zum Vereinigten Königreich siehe A. Macaulay und P. Surico, *Is the Covid-19 recession caused by supply or demand factors?*, Questions and answers about coronavirus and the UK economy, Economics Observatory, 2020. Zu den Vereinigten Staaten siehe A. Shapiro, [A Simple Framework to Monitor Inflation](#), Working Paper der Federal Reserve Bank of San Francisco, Nr. 2020-29, 2020; D. Baqaee und E. Farhi, *Supply and Demand in Disaggregated Keynesian Economies with an Application to the Covid-19 Crisis*, Working Paper des NBER, Nr. 27152, 2020.

Komponentenebene in die Beiträge, die diese Effekte zu den strukturellen Schocks leisten. Abschnitt 4 enthält einige abschließende Bemerkungen.

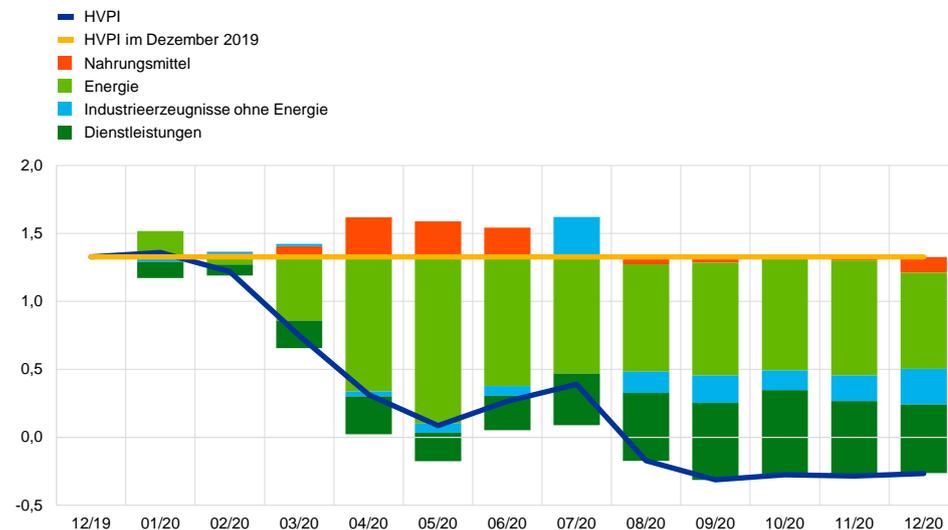
2 Wie verlief die Anpassung der HVPI-Inflation bisher?

Die Hauptkomponenten der HVPI-Teuerung reagierten unterschiedlich auf den Pandemieschock. Die Gesamtinflationsrate sank von 1,2 % im Februar 2020 auf 0,1 % im Mai und kehrte sich im August ins Negative (siehe Abbildung 1). Auf Ebene der Hauptkomponenten hingegen fiel die Reaktion sowohl im Hinblick auf das Tempo als auch hinsichtlich der Größenordnung uneinheitlich aus. Der anfängliche Einbruch der Gesamtinflation war hauptsächlich auf einen Rückgang des Beitrags der Energiekomponente von 0,0 Prozentpunkten im Februar auf -1,2 Prozentpunkte im Mai zurückzuführen. Grund hierfür war eindeutig ein externer angebotsseitiger Schock auf den Preis von (mit Öl in Verbindung stehenden) Rohstoffen. Im gleichen Zeitraum nahm jedoch der Beitrag der Nahrungsmittelkomponente zu, vor allem aufgrund der Teilkomponente der unverarbeiteten Nahrungsmittel.⁴ Der gestiegene Beitrag der Nahrungsmittelkomponente lässt sich nicht so eindeutig einer bestimmten Art von Schock zuschreiben: Es ist anzunehmen, dass von den Nahrungsmittelrohstoffpreisen Aufwärtseffekte ausgingen – bedingt durch die afrikanische Schweinepest und durch Preisanstiege in internationalen und inländischen Lieferketten. Gleichzeitig dürfte aber auch die höhere Nachfrage eine Rolle gespielt haben, denn die privaten Haushalte waren gezwungen, ihre Ausgaben umzuschichten, weil sie während des Lockdowns weniger Restaurants und Kantinen besuchen konnten und mehr Nahrungsmittel für den Verbrauch zu Hause einkaufen mussten. Ab der Jahresmitte 2020 ging die Gesamtinflation weiter zurück, da auch die HVPI-Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel immer stärker zu disinflationären Tendenzen beitrug. Ursächlich hierfür waren vor allem eine Abschwächung des Preisauftriebs bei den Dienstleistungen sowie, in geringerem Maße, bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie.

⁴ Siehe EZB, [Jüngste Entwicklung der Nahrungsmittelpreise im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 5/2020, Juli 2020.

Abbildung 1
Zerlegung der HVPI-Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Balken zeigen die Beiträge der Komponenten zur Veränderung des jährlichen HVPI seit Dezember 2019.

Bis zum dritten Quartal 2020 stand die Reaktion der Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel weitgehend im Einklang mit historischen Regelmäßigkeiten, was darauf hindeutet, dass abwärtsgerichtete Nachfrageeffekte eindeutig eine Rolle spielten. Verglichen mit dem Konjunkturerinbruch fiel die Reaktion der am HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel gemessenen Inflation während der Pandemie gemäßigt aus. Diese kurzfristige Persistenz kann viele Gründe haben: Möglicherweise wurden die Menükosten gescheut, bestanden bereits Lieferverträge oder der Aufrechterhaltung guter Beziehungen zu Geschäftskunden wurde Priorität eingeräumt.⁵ Vor diesem Hintergrund entwickelte sich der HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel weitgehend in Übereinstimmung mit einer auf der Phillips-Kurve basierenden, auf der Entwicklung von Standard-Aktivitäts- und Auslastungsindikatoren bedingten Prognose.⁶ Unter der Annahme, dass die rezessiven Auswirkungen der Pandemie im zweiten Quartal 2020 vollständig zum Tragen kamen, entsprach die Reaktion des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel im Großen und Ganzen den Erwartungen (siehe Abbildung 2). Diese Reaktion, die mit der Entwicklung der Auslastungsindikatoren im Einklang steht, deutet darauf hin, dass die schwächere (Netto-)Nachfrage eine wichtige Rolle gespielt haben dürfte. Sie schließt aber nicht aus, dass der multidimensionale Covid-19-Schock auch durch ungewöhnlich starke Angebotseffekte geprägt war. In der Tat zeigt eine eher

⁵ Die Einschätzung, dass die Preise verglichen mit der Wirtschaftsleistung eine moderate Anpassung erfuhren, wird durch Daten des Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor gestützt. Die EMI-Daten haben den Vorteil, dass die Angaben zu den Preisen und zur Wirtschaftsleistung aus derselben Quelle stammen. Zudem legen Umfragedaten der Europäischen Kommission zu den Verkaufspreiserwartungen in drei Monaten den Schluss nahe, dass die EMI-Daten keine unerwarteten Entwicklungen widerspiegeln, sondern zu jedem Zeitpunkt in der Zukunft weitgehend erwartet werden und so in die Preissetzungspläne von Unternehmen einfließen.

⁶ Da solche Phillips-Kurven-Spezifikationen auch eine verzögerte Inflation beinhalten, hängen die Prognosen bis zu einem gewissen Grad vom Ausgangspunkt ab. Siehe EZB, [Bestimmungsfaktoren der zugrunde liegenden Inflation im Euro-Währungsgebiet im Zeitverlauf: Erklärungsversuche anhand der Phillips-Kurve](#), Wirtschaftsbericht 4/2019, Juni 2019.

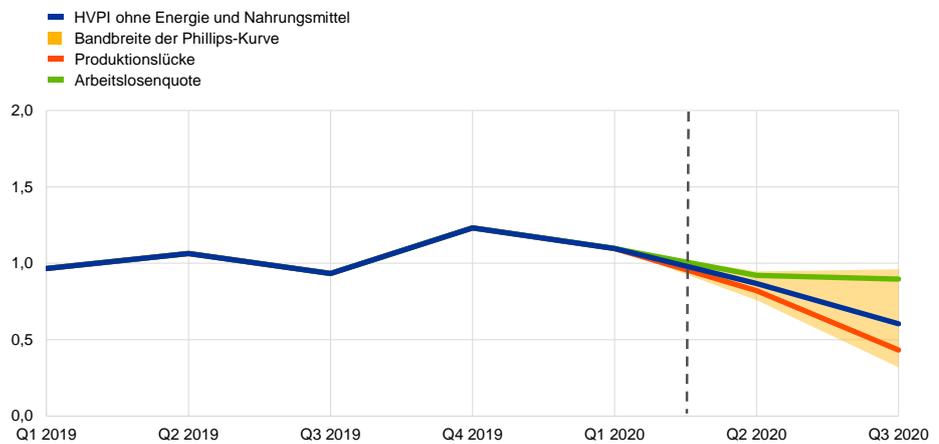
strukturelle Analyse der Bestimmungsfaktoren der aggregierten Gesamtinflation, dass binnenwirtschaftliche Angebotseffekte in der aktuellen Dynamik der Gesamtinflation von Bedeutung sind (siehe Kasten 1).

Im verbleibenden Teil des Aufsatzes wird die Anpassung der Inflation nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel während der Pandemie im Hinblick auf ihre kurzfristige Persistenz und ihre Haupttriebkräfte untersucht. Dabei wird für jede Komponente ein höherer Grad der Aufschlüsselung angewendet. Damit lassen sich auch andere sektorspezifische Effekte einfacher angehen, wie etwa Messprobleme bei der Imputation von Preisen.

Abbildung 2

Reaktion der am HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel gemessenen Inflation während der Pandemie im Vergleich zu Prognosen anhand einer Phillips-Kurve

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Schätzzeitraum endet im ersten Quartal 2020. Bandbreite der Phillips-Kurve" bezeichnet die auf der Phillips-Kurve basierenden, auf BIP-Wachstum, Produktionslücke, Arbeitslosenquote und Arbeitslosigkeitslücke bedingten Prognosen.

Kasten 1

Zerlegung der während der Pandemie beobachteten Inflationsdynamik aus aggregierter Perspektive

Michael Kühl

Im Rahmen der Inflationsbeurteilung und -prognose wird die Preisdynamik regelmäßig anhand struktureller Bestimmungsfaktoren interpretiert. Im vorliegenden Kasten erfolgt dies über ein strukturelles makroökonomisches Modell, das neue Euroraum-Modell (New Area-Wide Model – NAWM II). Es ist das wichtigste dynamische stochastische allgemeine Gleichgewichtsmodell (dynamic stochastic general equilibrium model – DSGE-Modell) der EZB.⁷ Mit dem Modell ist es möglich, die das Wachstum des realen BIP und die Inflation bestimmenden Triebkräfte in einem einheitlichen Rahmen getrennt voneinander zu betrachten und die Ergebnisse in die Analyse der Preisanpassung einfließen zu lassen.⁸

In Abbildung A sind die Bestimmungsfaktoren des vierteljährlichen BIP-Wachstums (Grafik a) und der HVPI-Inflation (Grafik b) basierend auf der historischen Schockzerlegung gemäß dem NAWM II dargestellt.⁹ Im Modell wird die Abschwächung der realwirtschaftlichen Aktivität als Entwicklung interpretiert, die durch negative inländische angebots- und nachfrageseitige Effekte sowie durch Außenwirtschafts-/Handelseffekte bedingt ist. Darin kommt das globale Ausmaß des Pandemie-schocks zum Ausdruck. Die inländischen nachfrageseitigen Schocks spiegeln vor allem einen Rückgang des Inlandskonsums wider, nachdem in fast allen Ländern des Euroraums Eindämmungsmaßnahmen eingeführt wurden, um die Ausbreitung des Virus zu verhindern. Zudem trug eine aufgrund der globalen Dimension der Krise drastisch gesunkene Auslandsnachfrage zum BIP-Rückgang im Euroraum bei. Das BIP erholte sich im dritten Quartal 2020 wieder, was angesichts eines sich belebenden Konsums hauptsächlich inländischen Nachfragefaktoren zu verdanken war. In geringerem Maße übte auch der Außenwirtschaftssektor einen positiven Einfluss aus. Den Projektionen für das BIP-Wachstum in den Jahren 2021, 2022 und 2023 zufolge werden die angebotsseitigen Faktoren weiterhin eine leicht wachstumsdämpfende Wirkung entfalten.

⁷ Siehe G. Coenen, P. Karadi, S. Schmidt und A. Warne, [The New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2200, 2018. Das DSGE-Modell basiert auf den Optimierungsproblemen von Wirtschaftsteilnehmern, die mit Einschränkungen konfrontiert sind. Das NAWM II geht von einem entwickelten Finanzsektor aus, in dem Banken mit eingeschränkten Refinanzierungsmöglichkeiten Kredite zwischen dem Haushaltssektor und dem güterproduzierenden nichtfinanziellen Sektor vermitteln. Darüber hinaus wird der Einfluss der weltwirtschaftlichen Entwicklungen auf die heimische Wirtschaft anhand eines stilisierten Außenwirtschaftssektors modelliert. Die Modellschätzungen basieren auf Daten des Euroraums. Exogene Schocks bestimmen den Konjunkturzyklus über die gewählte Wirtschaftsstruktur. Die Bestimmungsfaktoren des Konjunkturzyklus und der Inflationsentwicklung im Euroraum lassen sich durch die Betrachtung der historischen Schockzerlegung veranschaulichen.

⁸ Die Modellschätzung deckt einen langen Zeitraum ab, der auch die Finanzkrise einschließt, sodass sie sich auch für die Analyse der jüngsten Krise eignen kann.

⁹ Das Modell beinhaltet 24 strukturelle Schocks. Zur Vereinfachung und leichteren Interpretation der Bestimmungsfaktoren werden die Beiträge der Schocks in Gruppen zusammengefasst. Die Gruppe „Zinsschocks“ umfasst Schocks, die sich hauptsächlich auf die kurz- und langfristigen inländischen Zinssätze und die inländischen Kreditzinsen auswirken. Schocks, die auf den Außenwirtschaftssektor oder auf direkt mit diesem Sektor zusammenhängende Variablen wirken, werden als „Außenwirtschafts- und Handelsschocks“ erfasst. Inländische Schocks, die zu einer negativen Korrelation zwischen BIP und Inflation führen, werden unter „inländische Angebotsschocks“ zusammengefasst, während die restlichen Schocks, die eine positive Korrelation nach sich ziehen, der Kategorie „inländische Nachfrageschocks“ zugeordnet werden. In der Gruppe „sonstige Schocks“ werden Erhebungsfehler und Fehler in Brückengleichungen erfasst.

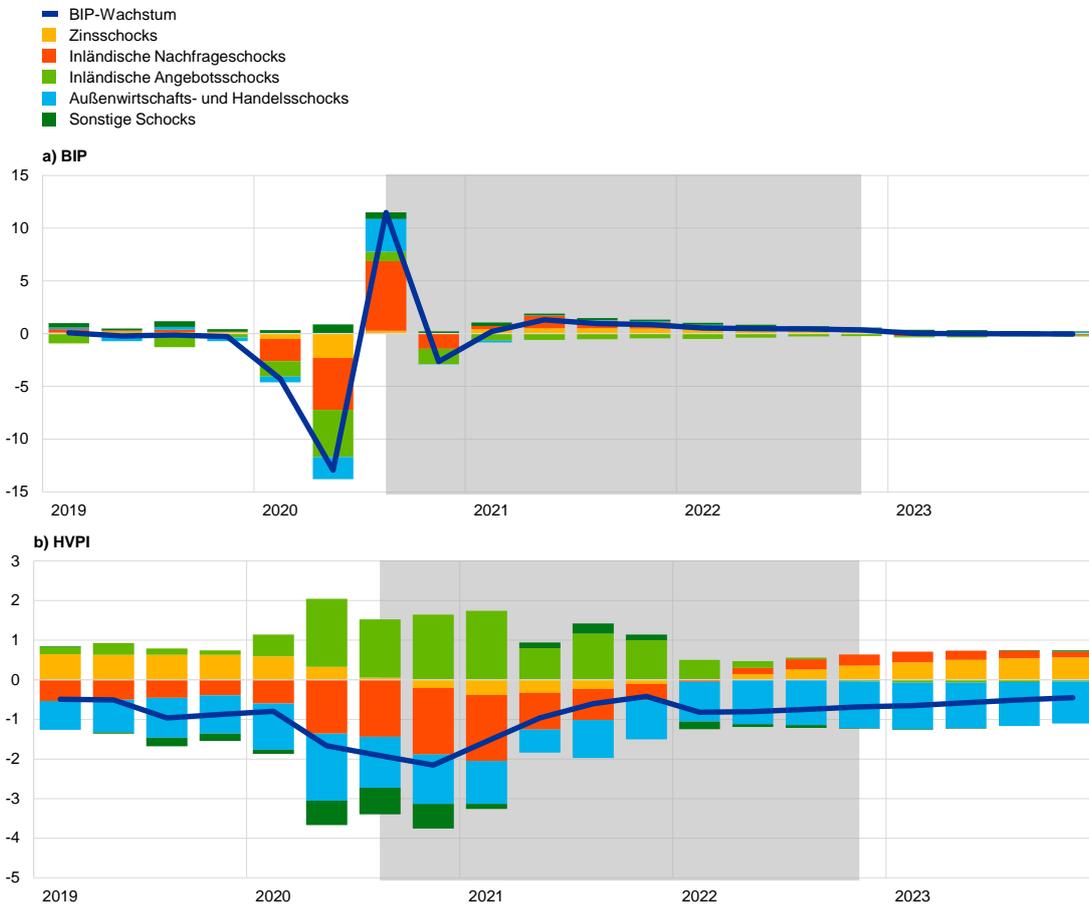
Die wichtigsten Faktoren für den Rückgang der HVPI-Inflation im Euro-Währungsgebiet im ersten Halbjahr 2020 waren binnen- und außenwirtschaftliche Nachfrageeffekte und der von Zinsschocks ausgehende Druck, wodurch sich das BIP-Wachstum im Jahr 2020 verringerte. Dies hängt damit zusammen, dass Unternehmen bei einer geringeren Nachfrage tendenziell Preissenkungen vornehmen. Allerdings wirkten Angebotseffekte einem noch stärkeren Absinken der Teuerungsrate entgegen. Auf der Angebotsseite war eine Kombination aus negativen Einflüssen auf die Faktorproduktivität und direkten Preisentscheidungen der Unternehmen für den Rückgang des BIP-Wachstums verantwortlich. Schocks im Zusammenhang mit der Faktorproduktivität schlagen sich jedoch nur in geringem Maße in der Inflationsdynamik nieder. Im Modell versuchten die Unternehmen, die Gewinne zu stabilisieren, indem sie die Preise weitgehend unverändert ließen, wohingegen die schwächere Nachfrage auf einen noch stärkeren Rückgang der Inflation hätte schließen lassen.¹⁰ Insgesamt gleichen diese inländischen angebotsseitigen Faktoren den aus der schwächeren Binnennachfrage resultierenden Abwärtsdruck größtenteils aus und dämpfen das Durchwirken von der realen auf die nominale Seite der Wirtschaft. Der von nachfrageseitigen Faktoren ausgehende Abwärtsdruck auf die Teuerung ist aufgrund von Preisstarrheit persistenter. Die Inflation dürfte im Verlauf des Jahres 2021 wieder auf ihr Vorkrisenniveau zurückkehren. Zu diesem Zeitpunkt werden sowohl die Angebots- als auch die Nachfragefaktoren im Modell ihre Bedeutung einbüßen.

¹⁰ Technisch gesehen resultiert der Aufwärtsdruck auf die Inflation vor allem aus Schocks infolge von Preisaufschlägen im Inland, in denen Änderungen des Preissetzungsverhaltens der Unternehmen zum Ausdruck kommen.

Abbildung A

Historische Schockzerlegung gemäß dem NAWM II

(Grafik a: Veränderung gegen Vorquartal in %, Abweichung von der gleichgewichtigen Wachstumsrate von 1,5 %; Grafik b: Veränderung gegen Vorjahr in %, Abweichung von der gleichgewichtigen Wachstumsrate von 1,9 %)



Quelle: EZB-Berechnungen anhand des NAWM II.

Anmerkung: Grafik a: historische Schockzerlegung – historische Daten in Kombination mit den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2020 (siehe grauen Bereich) für das BIP-Wachstum; Grafik b: historische Schockzerlegung – historische Daten in Kombination mit den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2020 (siehe grauen Bereich) für die HVPI-Inflation. Schockzerlegungen werden anhand des NAWM II durchgeführt. Siehe G. Coenen, P. Karadi, S. Schmidt und A. Warne, [The New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's Micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector](#), a. a. O. Die Kategorie „Zinsschocks“ umfasst Schocks, die sich vor allem auf den kurzfristigen Zinssatz (geldpolitische Schocks), den langfristigen Zinssatz (Schocks mit Wirkung auf die Überlebensrate der Banken) und den Kreditzins (Schocks mit Einfluss auf den Zinsabschlag der Retail-Banken) beziehen. Die Gruppe „Außenwirtschafts- und Handelsschocks“ erfasst Schocks auf die Auslandsnachfrage, Auslandspreise, Dreimonats- und Zehnjahreszinsen in den USA, Ausfuhrpreise der Wettbewerber, Ölpreise, Importnachfrage und Exportpräferenzen, Schocks im Zusammenhang mit Aufschlägen auf Export- und Importpreise sowie ausländische Risikoprämienschocks. In die Kategorie „inländische Nachfrageschocks“ fallen inländische Risikoprämienschocks und Schocks auf die Staatsausgaben, während „inländische Angebotsschocks“ vorübergehende und dauerhafte Technologieschocks sowie Lohn- und Preisaufschläge beinhalten. Die Gruppe „sonstige Schocks“ umfasst Messfehler und Residuen aus Brückengleichungen.

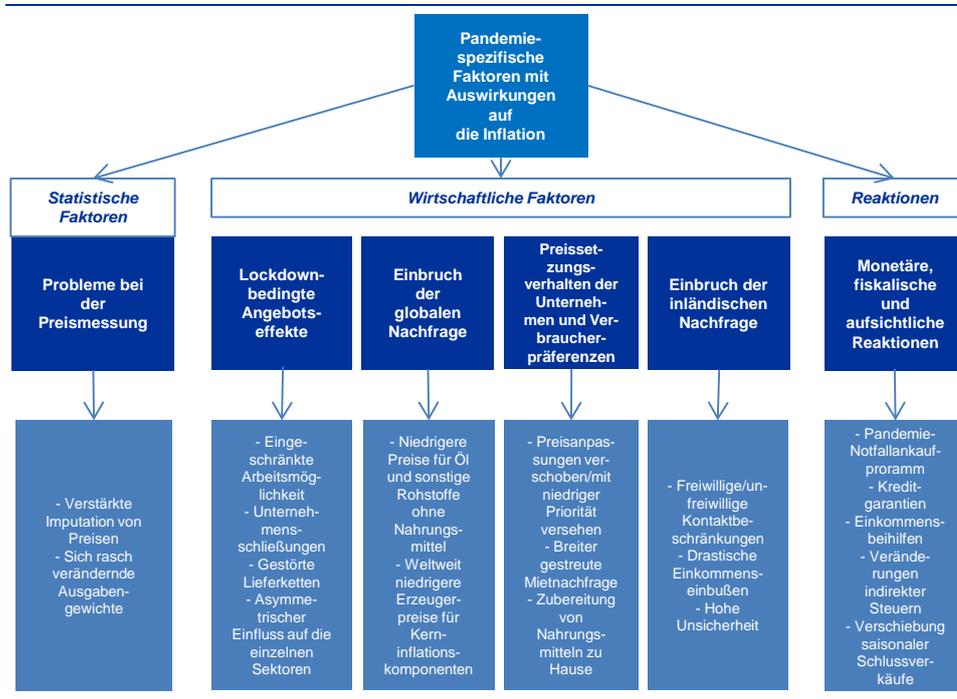
3 Wie lässt sich die bisherige Anpassung der HVPI-Inflation erklären?

3.1 Überblick über pandemiespezifische Faktoren

Die aktuelle Inflationsentwicklung wird durch eine Vielzahl unterschiedlicher inländischer und globaler Faktoren im Zusammenhang mit der Pandemie beeinflusst (siehe Schaubild 1). Diesen Faktoren, die für die Teuerung sowohl direkt als auch indirekt von Bedeutung sind, ist eines gemeinsam: Sie weisen eine noch nie dagewesene Größenordnung auf. Ein Beispiel hierfür ist der drastische Rückgang der inländischen Nachfrage, vor allem in den Sektoren mit direktem Kundenkontakt, die von den Abstandsregeln am härtesten betroffen sind. Ebenso gilt dies für die umfangreichen Reaktionen der Geld- und der Finanzpolitik auf die Folgen der Pandemie. Da die Pandemie die ganze Welt betrifft, ist das Zusammenspiel binnen- und außenwirtschaftlicher Faktoren ungewöhnlich intensiv. Zu diesen Faktoren zählten auf außenwirtschaftlicher Seite die Auswirkungen einer deutlich schwächeren globalen Nachfrage, niedrigere Preise für Öl und andere Rohstoffe ohne Nahrungsmittel sowie, ab dem dritten Quartal 2020, ein Anstieg des effektiven Euro-Wechselkurses.

Schaubild 1

Reaktion der Inflation auf den Pandemieschock: Einflussfaktoren



Quelle: EZB.

Anmerkung: Eine ausführlichere Darstellung der Kanäle von Nachfrage- und Angebotsschocks findet sich beispielsweise in: E. Bobeica und B. Hartwig, The COVID-19 shock and challenges for time series models, Working Paper Series der EZB, 2021 (im Erscheinen).

Fiskalische und aufsichtliche Faktoren wirkten sich unmittelbar auf die Inflationsdynamik aus.

Die Pandemie hat fiskalische und aufsichtliche Reaktionen hervorgerufen, die einen direkten, wenn auch vorübergehenden, Einfluss auf die Teuerung ausüben. Als Reaktion auf die Pandemie haben mehrere Euro-Länder ihre indirekten Steuersätze so stark wie nie zuvor gesenkt.¹¹ Unter automatischer Berücksichtigung ihres Nettoeffekts beliefen sich die Auswirkungen auf die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel im zweiten Halbjahr 2020 Schätzungen zufolge auf rund -0,7 Prozentpunkte.¹² Zum Vergleich: Seit 2004 liegt der Beitrag im Schnitt bei 0,2 Prozentpunkten. Auch regulatorische Änderungen haben die jüngste Inflationsentwicklung beeinflusst. So wurde der Sommerschlussverkauf für Bekleidung und Schuhe in einigen Euro-Ländern (darunter Italien und Frankreich) von Juli auf August verschoben und bis in den September hinein verlängert. Diese Maßnahme verstärkte die Volatilität der jährlichen Inflationsraten, wodurch die Messung zugrunde liegender Preistrends erschwert wurde. Um die Auswirkungen derartiger Entwicklungen und das Preissetzungsverhalten im Allgemeineren einschätzen zu können, ist es hilfreich, auf zeitnahe Mikropreisdaten zurückgreifen zu können (siehe Kasten 2).

Zudem traten im Zusammenhang mit der Pandemie Faktoren in Erscheinung, deren Effekt auf die Preise über die kurze Frist hinausgeht.

Die Pandemie übt auf das Verbraucherverhalten einen tiefgreifenden Einfluss aus. Die Nachfrage nach Dienstleistungen im Reiseverkehr und im Tourismus ist gedrückt, und die Situation dürfte sich wohl erst nach einer flächendeckenden Bereitstellung wirksamer Impfstoffe wieder ändern. Diese Entwicklung bremste nicht nur die Inflation auf der aggregierten Ebene des Eurogebiets, sondern führte angesichts der großen Bedeutung des Tourismus in einigen Euro-Ländern auch dazu, dass sich die Inflation in den einzelnen Staaten noch uneinheitlicher entwickelte. Darüber hinaus haben sich auch solche Preise abgeschwächt, die üblicherweise von Krisen unberührt bleiben. Ein Beispiel hierfür sind die Mietpreise, deren Jahreswachstumsrate von 1,4 % im Februar 2020 auf 1,2 % im Oktober 2020 zurückgegangen ist. Verantwortlich für diesen Abwärtsdruck auf die Mieten könnte die Indexierung von Mieten an die vergangene Preisentwicklung sein. Er könnte allerdings auch darauf zurückzuführen sein, dass in einigen Städten als Reaktion auf die Pandemie die Mieten eingefroren wurden.¹³ In anderen Bereichen könnte die Pandemie hingegen die Preisentwicklung gestützt haben. So hat sich durch die stärkere Verbreitung von Telearbeitsvereinbarungen der Anteil der Ausgaben für persönliche IT-Ausrüstungen erhöht.¹⁴ Auch die Nachfrage nach anderen Gütern, z. B. Gartengeräten und Fahrrädern, hat sprunghaft zugenommen.

¹¹ Siehe hierzu EZB, [Die Bedeutung indirekter Steuern für die Inflation und die Inflationsaussichten im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 6/2020, September 2020.

¹² Diese automatische Schätzung beruht auf der Annahme einer vollständigen und unmittelbaren Weitergabe.

¹³ Siehe K. Kholodilin, [Housing Policies Worldwide during Coronavirus Crisis: Challenges and Solutions](#), DIW focus, Nr. 2, DIW Berlin, 2020.

¹⁴ Ein höherer Ausgabenanteil für IT-Ausrüstungen kann allerdings einen Abwärtsdruck auf die Gesamtinflation ausüben, da die Teuerung bei derartigen Produkten naturgemäß tendenziell relativ niedrig ist.

Ein Sonderfaktor im Zusammenhang mit der Pandemie sind die Lockdown-Maßnahmen. Sie haben Angebotseffekte in einer nie dagewesenen Größenordnung verursacht. Die Lockdown-Maßnahmen haben zu schweren Störungen beim Arbeitskräfteangebot und den Lieferketten in der Produktion geführt. Dies war vor allem im April und Mai 2020 und in etwas geringerem Maße im November und Dezember 2020 der Fall. Wie bereits erwähnt deuten die aktuellen Belege für den Einfluss des ersten Lockdowns darauf hin, dass die damit verbundenen Angebotseffekte einen gewissen Aufwärtsdruck auf die Inflation ausgeübt haben. Die Statistikämter hatten zudem durch die Lockdowns Schwierigkeiten bei der Preiserhebung. Im Folgenden werden die Auswirkungen der Lockdown-Maßnahmen empirisch untersucht.

Kasten 2

Die Bedeutung von Mikrodaten in der Inflationsanalyse

Lukas Henkel, Alberto Lentini und Federico Rodari

Mikrodaten zu Preisen ergänzen die auf offiziellen Preisindizes basierende Inflationsanalyse, indem sie zusätzliche Informationen über die Entwicklung einzelner Preise liefern. Offizielle Preisindizes machen es zwar möglich, das Preisniveau und die Inflationsraten eng definierter Produktgruppen nachzuverfolgen, lassen jedoch keine Beobachtung einzelner Preise zu. Mithilfe von Mikrodaten zu Preisen können zusätzliche Aspekte von Preisbewegungen untersucht werden, etwa ob Preisveränderungen im Zeitverlauf seltener oder häufiger vorkommen. Mikropreisdaten lassen sich auf unterschiedliche Arten gewinnen: Entweder werden per Web-Scraping Informationen aus Online-Shops bezogen oder die Scannerdaten von Geschäften oder privaten Haushalten werden verwendet. Scannerdaten werden beispielsweise von Marktforschungsunternehmen erhoben.^{15,16} Im vorliegenden Kasten wird die Verwendung von Daten erläutert, die durch Web-Scraping gewonnen wurden.

Per Web-Scraping erhobene Preisdaten bieten eine hohe Granularität und stehen zeitnah zur Verfügung. Die Daten stammen direkt von den Websites von Online-Einzelhändlern. So ist es möglich, Preisbewegungen quasi in Echtzeit zu verfolgen. Dabei werden nicht nur Einzelpreise im Zeitverlauf überwacht, sondern es werden auch zusätzliche Informationen über die angebotenen Preise und Produkte eingeholt. Beispielsweise geben Online-Einzelhändler oft an, ob ein Produkt derzeit zu einem reduzierten Preis angeboten wird. Daraus lassen sich unter anderem Erkenntnisse über Preisreduzierungen während der Covid-19-Pandemie ableiten.

Eine Analyse von Supermarkt-Daten, die aus einem Web-Scraping des Anbieters PriceStats stammen, hat ergeben, dass während der ersten Pandemiewelle sowohl die Zahl der im Internet verfügbaren Einzelprodukte als auch der Anteil der preisreduzierten Produkte abnahm. Aus Abbildung A, Grafik a wird ersichtlich, dass die Zahl der online verfügbaren Produkte Anfang März 2020 zu sinken begann und sich bei den meisten Online-Supermärkten in der Stichprobe auch Ende April noch nicht erholt hatte. Zwar verringerte sich die Zahl der erhältlichen Produkte in

¹⁵ Scannerdaten von Geschäften sind Transaktionsdaten, die im Einzelhandel direkt am Point of Sale erfasst werden (z. B. an der Supermarktkasse). Scannerdaten von privaten Haushalten werden direkt bei den privaten Haushalten erfragt. Die Haushalte führen Buch über Preis und Menge der von ihnen gekauften Waren.

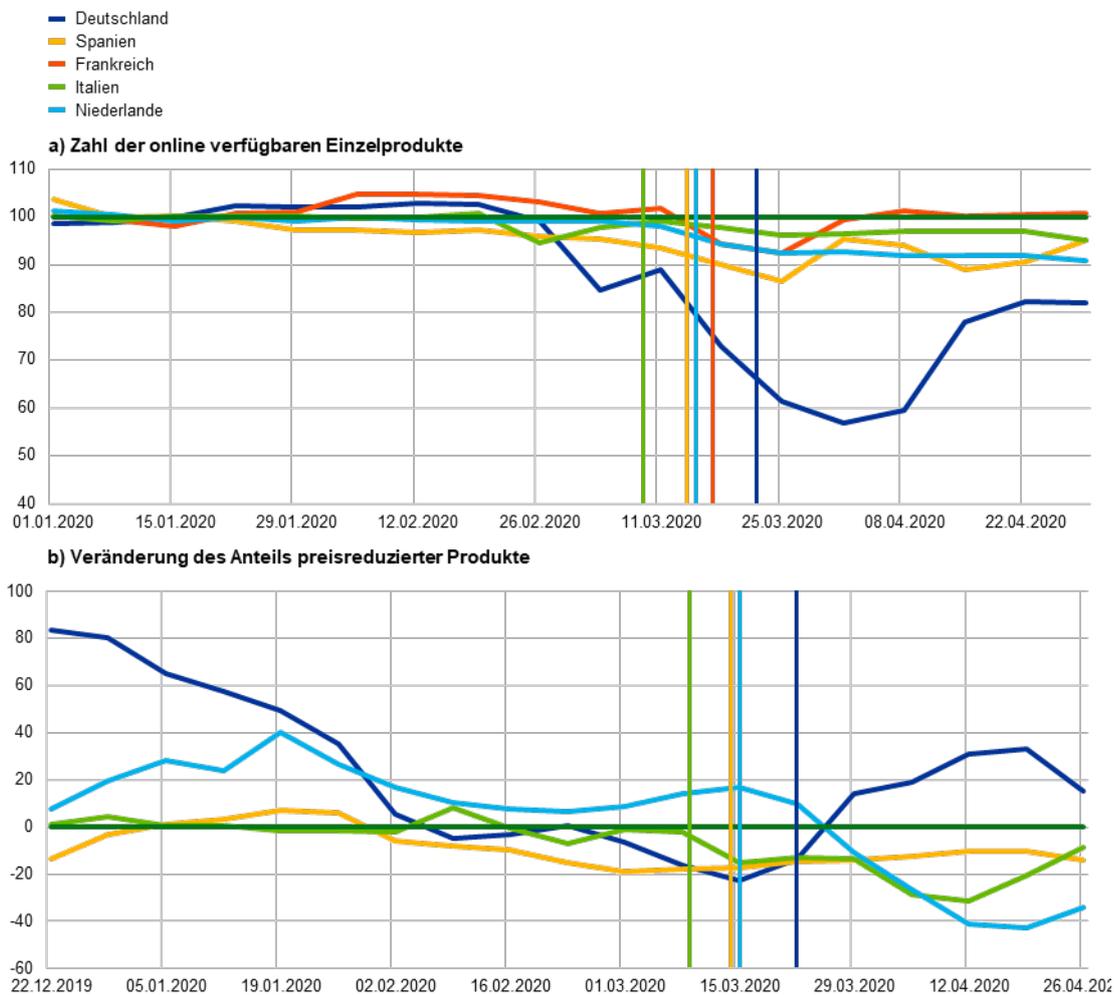
¹⁶ Außerdem können Forscherinnen und Forscher in einigen Ländern auf Mikrodaten zurückgreifen, die vom jeweiligen nationalen Statistikamt für die Zusammenstellung des HVPI erhoben, jedoch meist nicht veröffentlicht werden.

allen in der Stichprobe enthaltenen Supermärkten, doch gab es dabei deutliche Unterschiede. Der stärkste Rückgang war in Deutschland zu beobachten, wo Anfang April 2020 weniger als 60 % der noch im Januar erhältlichen Produkte zur Verfügung standen. Aus Abbildung A, Grafik b geht hervor, dass vorübergehende Preisnachlässe während der ersten Welle zudem seltener waren (verglichen mit dem entsprechenden Vorjahreszeitraum). Beispielsweise war der Anteil zeitweilig preisreduzierter Waren in dem in der Stichprobe vertretenen italienischen Supermarkt Mitte April 2020 fast 40 % niedriger als ein Jahr zuvor. Dass Preisnachlässe seltener vorkamen, könnte ein Mitgrund dafür gewesen sein, dass die Nahrungsmittelpreise im Frühjahr 2020 temporär erheblich anstiegen.

Abbildung A

Zahl der online verfügbaren Einzelprodukte nach Land und jährliche prozentuale Veränderung des Anteils preisreduzierter Produkte

(Grafik a: Index, Januar 2020 = 100; Grafik b: Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: PriceStats, per Web-Scraping gewonnene Preisdaten.
 Anmerkung: Die von PriceStats gelieferten Mikrodaten zu Online-Preisen umfassen jeweils einen Online-Supermarkt pro Land. In Grafik a ist der wöchentliche Index der Zahl an online verfügbaren Produkten je Land dargestellt. Dieser wurde errechnet, indem der wöchentliche Median der Zahl der Einzelprodukte zum Median der im Januar 2020 erhältlichen Produkte ins Verhältnis gesetzt wurde. Grafik b zeigt den gleitenden Fünftwochendurchschnitt der jährlichen prozentualen Veränderung des Wochenmedians des Anteils preisreduzierter Produkte. Frankreich ist in der Analyse der vorübergehenden Preisreduzierungen nicht enthalten, da die entsprechenden Informationen des französischen Online-Supermarkts nicht vorlagen. Die vertikale Linie markiert den Beginn des Lockdowns im jeweiligen Land. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 30. April 2020.

Die Mikrodaten zu den Preisen werden im Price-setting Microdata Analysis Network ([PRISMA](#)) weiter analysiert. Dieses Forschungsnetzwerk wurde vom ESZB ins Leben gerufen, um das Preissetzungsverhalten und die Inflationsdynamik in der EU besser zu verstehen.

3.2 Lockdownbedingte Inflationspersistenz

Zwar liegen einige Belege für verschobene Preisanpassungen vor, aber ihr Einfluss auf die Inflationspersistenz dürfte bestenfalls moderat und zeitlich befristet gewesen sein. Während der Dauer der ersten Lockdowns waren zahlreiche Unternehmen geschlossen. In der darauf folgenden Eindämmungsphase hatten einige Firmen (z. B. im Bereich Tourismus und Reiseverkehr) aufgrund der eingeführten Abstandsregeln weiterhin Schwierigkeiten, Kunden anzuwerben. Tatsächlich ließ sich die Nachfrage durch Preissenkungen anscheinend kaum oder gar nicht wiederbeleben. Derartig außergewöhnliche Bedingungen könnten zu einer unerwarteten Änderung des Preissetzungsverhaltens geführt haben. So reagierten die Gewinnmargen der Unternehmen grundlegend anders als in der Vergangenheit. Die Unternehmen haben – zum Teil im Bestreben, zusätzliche Menükosten einzusparen – Preisänderungen möglicherweise lieber so lange verschoben, bis die Unsicherheit bezüglich ihrer Geschäftsaussichten nachließ. Aus der Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen (Corporate Telephone Survey) geht beispielsweise hervor, dass Preisanpassungen an Priorität einbüßten und von den Unternehmen häufig aufgeschoben wurden (siehe auch Kasten 3). Andere, auf unterschiedlichen Datenquellen basierende Studien deuten jedoch auf eine raschere Preissetzungsreaktion seitens der Unternehmen hin und legen den Schluss nahe, dass der Einfluss der Pandemie auf die Häufigkeit von Preisänderungen insgesamt nicht eindeutig ist.¹⁷

Wahrscheinlich hat auch die Imputation von Preisen einen gewissen vorübergehenden Anstieg der Inflationspersistenz bewirkt. Während des Lockdowns war die statistische Preiserhebung massiv erschwert.¹⁸ So konnten in geschlossenen Ladengeschäften keine Preise erhoben werden. Zudem wurden Vor-Ort-Erhebungen in Supermärkten und Drogerien zum Schutz der Preiserheber weitgehend ausgesetzt. Die Kategorie Freizeit war sehr häufig von Preisimputationen betroffen, da Pauschalreisen nicht verfügbar waren und Unterhaltungsveranstaltungen storniert wurden. Aus diesem Grund mussten verschiedene Preise imputiert werden, und zwar zuweilen auf der Grundlage des Verlaufsmusters vorheriger Jahre. Dies traf vor allem auf Positionen zu, die für gewöhnlich eine relativ geringe Persistenz aufweisen (siehe Abbildung 3). Beispielsweise schnellte der Imputationsanteil bei den Kosten für Flüge im April nach oben und blieb in einigen Euro-Ländern bis zum Herbst erhöht. Der hohe Anteil imputierter Preise dürfte zur Folge haben, dass Veröffentlichungen entsprechender Preisindizes den Einfluss des massiven Abschwungs nicht vollständig abbilden, sondern stattdessen überwiegend

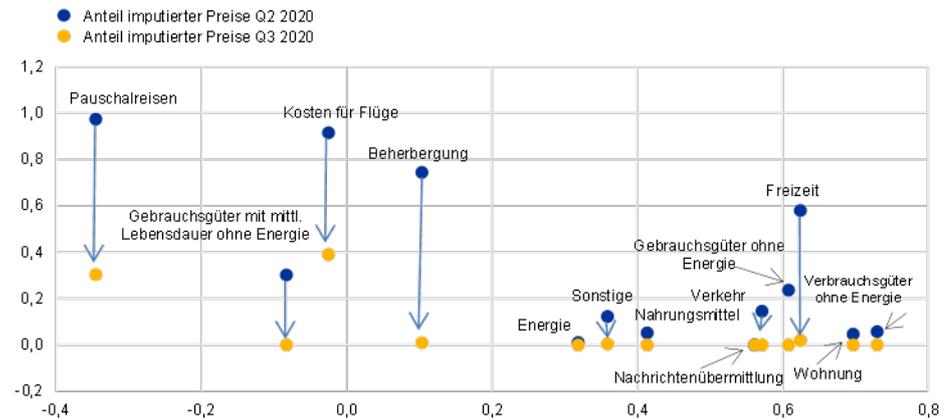
¹⁷ Siehe Balleer et al., a. a. O.

¹⁸ Siehe EZB, [Konsumverhalten und Inflationsmessung während der Covid-19-Pandemie](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 7/2020, November 2020.

die Datenentwicklung in normaleren Zeiten der Vergangenheit widerspiegeln. Infolgedessen könnte die Gesamtpersistenz der Teuerung in der Pandemie für bestimmte Komponenten der Kerninflation vor allem im zweiten Quartal 2020 gegenüber der tatsächlichen Entwicklung überzeichnet worden sein.¹⁹

Abbildung 3
Inflationspersistenz und imputierte Preise

(x-Achse: Inflationspersistenz, Summe der autoregressiven Koeffizienten; y-Achse: Anteil der imputierten Preise in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: „Verkehr“ umfasst keine Kosten für Flüge, „Freizeit“ umfasst keine Beherbergungsdienstleistungen und Pauschalreisen. Die abhängige Variable ist die annualisierte saisonbereinigte Teuerungsrate gegenüber dem Vorquartal, und die Anzahl autoregressiver Lags wird entsprechend dem Schwarz-Informationskriterium gewählt. Der Schätzzeitraum erstreckt sich vom ersten Quartal 1999 bis zum Schlussquartal 2019. Die geschätzte negative Inflationspersistenz für Pauschalreisen und Kosten für Flüge könnte zum Teil durch Kalendereffekte bedingt sein. Vor dem zweiten Quartal 2020 lag der Anteil imputierter Preise bei allen Komponenten bei nahezu null.

Kasten 3

Erkenntnisse aus den EMI-Daten zur Preisgestaltung der Unternehmen während der Pandemie²⁰

Eduardo Gonçalves und Derry O’Brien

Wie schnell es bei Konjunkturinbrüchen zu Preisanpassungen kommt, hängt naturgemäß mit der Häufigkeit von Preisänderungen zusammen. Die Vermeidung von Menükosten führt zum Beispiel dazu, dass die Preise nur sehr selten aktualisiert werden. Dies hat mindestens zur Folge, dass sich die Preis- und Inflationsentwicklung mit Verzögerung an konjunkturelle Veränderungen anpasst.²¹ Sind diese Veränderungen nur von kurzer Dauer, kann es sogar vorkommen, dass die Preise über den gesamten Zeitraum hinweg unverändert bleiben. Im vorliegenden Kasten werden monatliche EMI-Daten für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor herangezogen, um die Häufigkeit von Preisänderungen während der Covid-19-Pandemie zu messen. Zu diesem Zweck wird die Häufigkeit von Preisänderungen definiert als der prozentuale

¹⁹ Zu beachten ist, dass die Pandemie auch diejenigen Wirtschaftszweige überproportional stark beeinflusst hat, die tendenziell eine höhere Persistenz aufweisen (z. B. Dienstleistungen mehr als Waren). Diese Entwicklung war stärker ausgeprägt als z. B. während der globalen Finanzkrise.

²⁰ Die Daten zur Aufschlüsselung der Antworten wurden von PMI Markt bereitgestellt. Andere Datenquellen deuten auf eine schnellere Reaktion der Unternehmen hinsichtlich ihres Preissetzungsverhaltens hin.

²¹ Neben den Menükosten können auch andere Faktoren eine wichtige Rolle spielen. Hierzu zählen bereits bestehende Lieferverträge oder die Tatsache, dass der Aufrechterhaltung guter Beziehungen zu Geschäftskunden eine höhere Priorität eingeräumt wird.

Gesamtanteil der Umfrageteilnehmer, die angeben, dass die Preise „höher“ oder „niedriger“ waren als im Vormonat.²²

Die Häufigkeit, mit der sich die Erzeugerpreise änderten, war während der Pandemie im Allgemeinen konstant geblieben. Eine Ausnahme bildete der vorübergehende Anstieg im Dienstleistungssektor in den von strengen Lockdown-Maßnahmen geprägten Monaten April und Mai 2020. Im verarbeitenden Gewerbe ging die Frequenz von Erzeugerpreisänderungen im Jahr 2012 stark zurück und blieb bis 2016 verhalten. Diese Entwicklung könnte zum Teil darauf zurückzuführen sein, dass Vorleistungspreise seltener geändert wurden. Hierin spiegelte sich vermutlich eine geringere Volatilität der Rohstoffpreise, etwa der Ölpreise, wider. Dies steht auch weitgehend mit einer länger anhaltenden Phase moderater Lohnzuwächse im Einklang.²³ Im Anschluss daran nahm die Häufigkeit von Preisänderungen allmählich zu, bevor sie sich im Laufe des Jahres 2018 stabilisierte. Ungeachtet saisonaler Schwankungen war die Frequenz der im ersten Halbjahr 2020 vorgenommenen Preisanpassungen weitgehend mit den vor der Coronakrise verzeichneten Werten vergleichbar (siehe Abbildung A, obere Grafik). Im Dienstleistungssektor tendierte die Häufigkeit von Preisänderungen im Zeitraum von 2012 bis 2016 leicht nach unten, nahm aber anschließend wieder zu. Auch dies spiegelte im Großen und Ganzen die tendenzielle Häufigkeit von Änderungen bei den Vorleistungspreisen wider. In diesen Preisen schlägt sich die schwache Entwicklung der Lohnkosten direkt nieder. Die Frequenz der Preisänderungen erreichte im April und Mai 2020 etwas höhere Werte als in dem vor der Pandemie liegenden Jahr 2019 und überstieg auch das im verarbeitenden Gewerbe verzeichnete Niveau (siehe Abbildung A, untere Grafik).²⁴

Insgesamt scheint der Konjunkturunbruch nicht zu häufigeren Preisanpassungen geführt zu haben. In der Regel haben die Unternehmen die Erzeugerpreise als Reaktion auf die Pandemie nicht mit größerer Dringlichkeit geändert. Dies kann zum Teil darauf zurückzuführen sein, dass die Firmen ihre Erzeugerpreise erst dann aktualisieren, wenn dies durch geänderte Vorleistungspreise gerechtfertigt ist. Ferner sollte beachtet werden, dass nicht unbedingt gesagt ist, dass die Häufigkeit von Änderungen der Fabrikabgabepreise mit einer entsprechenden Häufigkeit auf Ebene der Einzelhandelspreise einhergeht.

²² Den Umfrageteilnehmern wird folgende Frage gestellt: „Ist die Produktionsleistung in Ihrem Unternehmen (gemessen am Volumen) höher oder niedriger als vor einem Monat oder ist sie gleich geblieben?“ Im vorliegenden Kasten liegt der Schwerpunkt der Analyse ausschließlich auf der Frage, ob der Anteil der Unternehmen, die ihre Preise angepasst haben, höher ist als sonst. Die Häufigkeit von Preisänderungen ist in der Regel kein hilfreicher Faktor zur Erklärung der Inflation, da die Veränderung des Anteils der Unternehmen, die Preiserhöhungen melden, üblicherweise zum Teil durch die Veränderung des Anteils der Unternehmen ausgeglichen wird, die nach eigenen Angaben Preissenkungen durchgeführt haben. Um die Teuerung in einem Niedriginflationsumfeld zu messen, können die relativen Anteile von Preisanpassungen nach oben und unten (siehe D. Cornille und M. Dossche, Some Evidence on the Adjustment of Producer Prices, *The Scandinavian Journal of Economics*, Bd. 110, Nr. 3, 2008, S. 489-518) oder Informationen zur durchschnittlichen Größenordnung von Preisänderungen (siehe E. Gagnon, Price Setting during Low and High Inflation: Evidence from Mexico, *The Quarterly Journal of Economics*, Bd. 124, Nr. 3, 2009, S. 1221-1263) herangezogen werden.

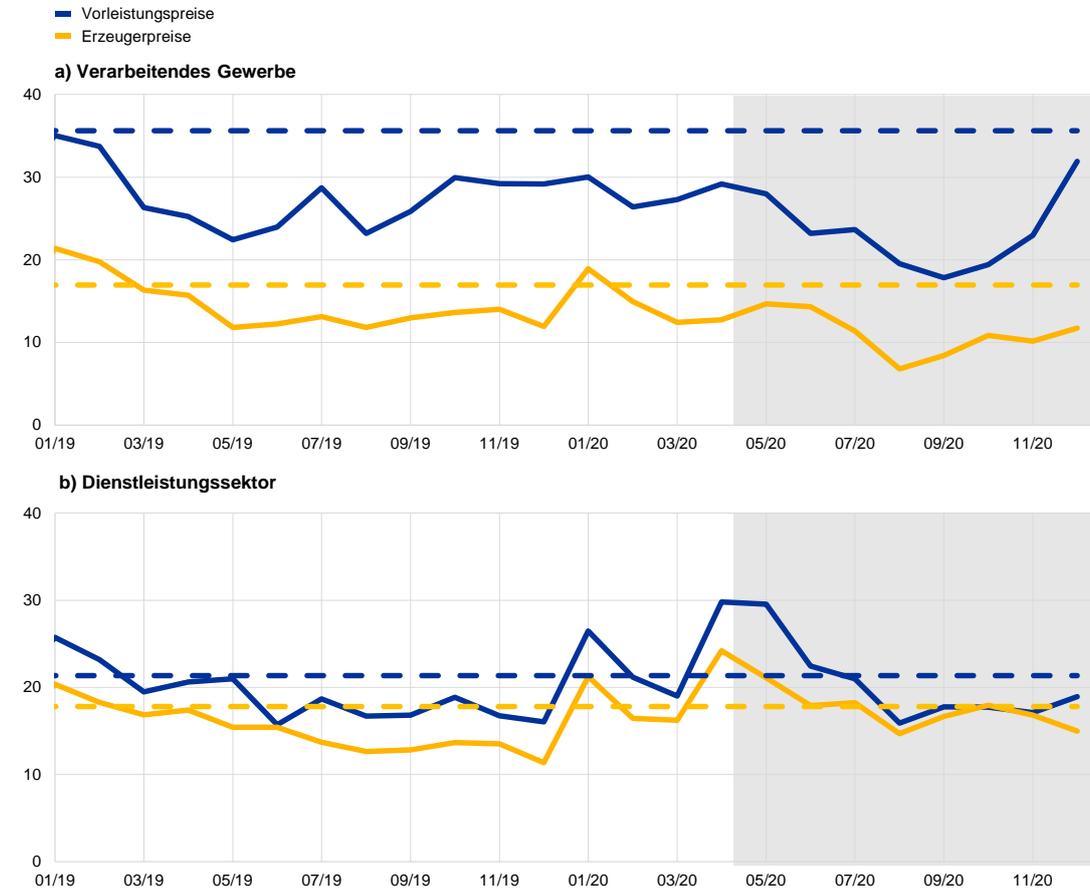
²³ Lohnkosten werden in den EMI-Umfragedaten zu den Vorleistungspreisen im verarbeitenden Gewerbe nicht berücksichtigt.

²⁴ Die Ergebnisse sind in den vier größten Volkswirtschaften des Euroraums weitgehend vergleichbar. Siehe auch P. Vermeulen, D. A. Dias, M. Dossche, E. Gautier, I. Hernando, R. Sabbatini und H. Stahl, [Price Setting in the Euro Area: Some Stylized Facts from Individual Producer Price Data](#), *Journal of Money, Credit and Banking*, Bd. 44(8), 2012, S. 1631-1650.

Abbildung A:

Häufigkeit von Preisänderungen im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor

(in %)



Quellen: PMI Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2020. Die gestrichelten Linien markieren historische Durchschnittswerte. Die schattierten Bereiche bilden den von der Pandemie geprägten Zeitraum ab. Die Häufigkeit von Preisänderungen ist definiert als der prozentuale Gesamtanteil der Umfrageteilnehmer, die angeben, dass die Preise „höher“ oder „niedriger“ waren als im Vormonat.

3.3 Lockdownbedingte Angebotseffekte

Ob negative Angebotseffekte für die Reaktion einiger Inflationskomponenten auf die Pandemie von Bedeutung waren, lässt sich anhand verschiedener Ansätze beurteilen. All diese Ansätze unterliegen Einschränkungen und sollten angesichts der Komplexität der Covid-19-Krise eher als Beiträge zur Annäherung an die Geschehnisse gewertet werden, denn als definitive Belege. Ein Ansatz, mit dem die Bedeutung von Nachfrage- und Angebotseffekten beleuchtet werden soll, basiert auf unbedingten Out-of-Sample-Prognosen.²⁵ Die Prognosefehler bei den Preisen und Mengen der Komponenten für das zweite und das dritte Quartal 2020 werden den entsprechenden durchschnittlichen historischen Prognosefehlern

²⁵ Mithilfe eines Vektorautoregressionsmodells (VAR-Modell) werden Prognosen für das erste, zweite und dritte Quartal 2020 erstellt, die in Bezug auf die Komponenten die gemeinsame Dynamik der Preise und Mengen vor der Pandemie berücksichtigen.

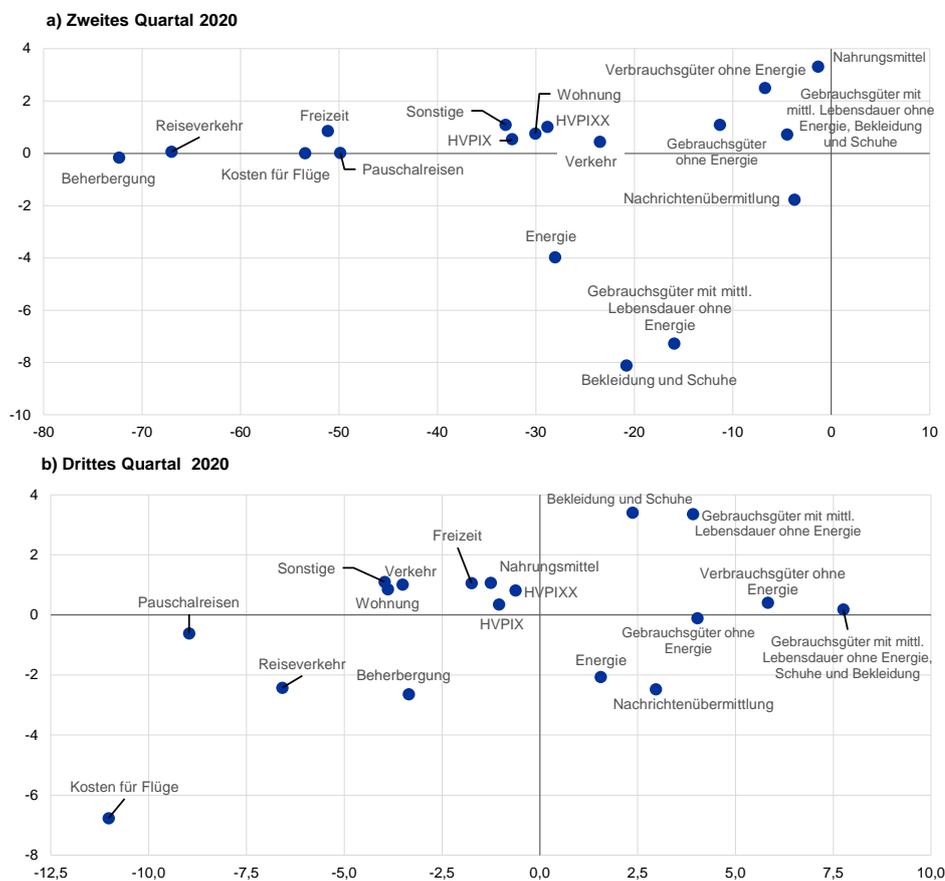
gegenübergestellt.²⁶ Fällt der Prognosefehler bei den Preisen ungewöhnlich stark positiv aus und der Prognosefehler bei den Mengen gleichzeitig ungewöhnlich stark negativ (oder umgekehrt), wäre dies ein vorläufiger Hinweis darauf, dass Angebotsschocks eine größere Rolle spielen als üblich. Hier wird die grobe Charakterisierung eines Angebotsschocks der Wirtschaftsliteratur zugrunde gelegt, der zufolge sich Preise und Mengen in gegenläufige Richtungen bewegen.²⁷ Auf dieser Grundlage gibt es gewisse Belege dafür, dass im zweiten Quartal 2020 Angebotseffekte vor allem in Bezug auf Nahrungsmittel und Gebrauchsgüter vorlagen (siehe Abbildung 4). Zugleich lassen sich für einige andere Komponenten, bei denen die Nachfrage unerwartet stark sank (z. B. Gebrauchsgüter mit mittlerer Lebensdauer), Angebotseffekte nicht ausschließen, da ein hoher Anteil imputierter Preise eine zugrunde liegende Aufwärtsbewegung der Teuerung verschleiern könnte. In dritten Quartal 2020 ließen die Angebotseffekte tendenziell nach.

²⁶ Weitere Einzelheiten zu den mengenbasierten Messgrößen finden sich in: EZB, [Konsumverhalten und Inflationsmessung während der Covid-19-Pandemie](#), a. a. O.

²⁷ Siehe auch A. Shapiro, [A Simple Framework to Monitor Inflation](#), a. a. O.

Abbildung 4
Relative Prognosefehler bei Inflationskomponenten

(x-Achse: Mengen; y-Achse: Preise; Prognosefehler dividiert durch den Durchschnitt der absoluten historischen Prognosefehler)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „HVPIX“ bezieht sich auf den HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel, „HVPIXX“ auf den HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe. Ein Wert von > 1 oder von < -1 für Preise oder Mengen bedeutet, dass der Prognosefehler größer ist als üblich. Als Prognosemodell kommt ein VAR-Modell mit einer Preis- und einer Mengenreihe (geschätzte nominale Ausgaben der privaten Haushalte) mit logarithmierten Niveaus in vierteljährlicher Frequenz mit vier Verzögerungen (Lags) zum Einsatz, das mithilfe bayesianischer Methoden geschätzt wird (Normal-Wishart-Prior mit Rastersuche nach Hyperparameteroptimierung, $\lambda_1=0,05$, $\lambda_2=1$, $\lambda_3=1$, $\lambda_4=100$, $\lambda_5=0,001$ sowie λ_6 und $\lambda_7=0,01$; Anzahl der Iterationen=2 000 und Burn-in=1 000). Im Rahmen des Modells wird die BEAR-Toolbox V4.2 der EZB verwendet (siehe A. Dieppe, R. Legrand und B. van Roye, *The BEAR toolbox*, Working Paper Series der EZB, Nr. 1934, 2016).

Im Idealfall basiert eine klarere Unterscheidung zwischen Nachfrage- und Angebotseffekten auf einer strukturellen Identifikation. Daher werden im Rahmen eines weiteren Ansatzes zur Trennung von Nachfrage- und Angebots-effekten konventionelle VAR-Modelle mit jeweils sieben Variablen genutzt. Diese sind: Volumen und Preise je Komponente des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel, reales BIP, reales BIP gemessen am weltweiten realen BIP, Ölpreise, HVPI und kurzfristiger Zinssatz. Fünf strukturelle Triebkräfte werden identifiziert, nämlich die globale Nachfrage, die inländische Nachfrage, das inländische Angebot, das Ölangebot und die Geldpolitik. Die Identifikation basiert auf einer Kombination aus Null- und Vorzeichenrestriktionen gemäß einem theoretischen

Modell.²⁸ Die Schätzung des Modells erfolgt nach bayesianischen Methoden.²⁹ Die historischen Zerlegungen der ersten drei Quartale des Jahres 2020 deuten darauf hin, dass sowohl von den inländischen als auch globalen Nachfrageeffekten ein weitgreifender und dominanter Abwärtsdruck ausgeht (siehe Abbildung 5). Überdies lässt sich aus den Zerlegungen ablesen, dass negativen Angebotsschocks mit inflationssteigernder Wirkung eine geringere Bedeutung zukommt – selbst wenn sie im Vergleich zu vorherigen Angebotsschocks ungewöhnlich heftig waren. Diese aufwärtsgerichteten Angebotsschocks betrafen vornehmlich bestimmte Industrieerzeugnisse ohne Energie und sonstige Dienstleistungen im zweiten Quartal 2020.³⁰ Obwohl jeder Ansatz für sich betrachtet mit wichtigen Einschränkungen verbunden ist und lediglich eine erste Einschätzung liefern soll, deuten beide tendenziell darauf hin, dass Angebotsschocks zwar eine gewisse Rolle in Bezug auf das Inflationsverhalten während der Pandemie spielten, dass jedoch Nachfrageeffekte der ausschlaggebende Faktor waren.

²⁸ Das herangezogene Identifikationsschema basiert auf Elementen von G. Corsetti, L. Dedola und S. Leduc, *The international dimension of productivity and demand shocks in the US economy*, *Journal of the European Economic Association*, Bd. 12(1), 2014, S. 153-176; E. Bobeica und M. Jarociński, [Missing disinflation and missing inflation: the puzzles that aren't](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2000, 2017.

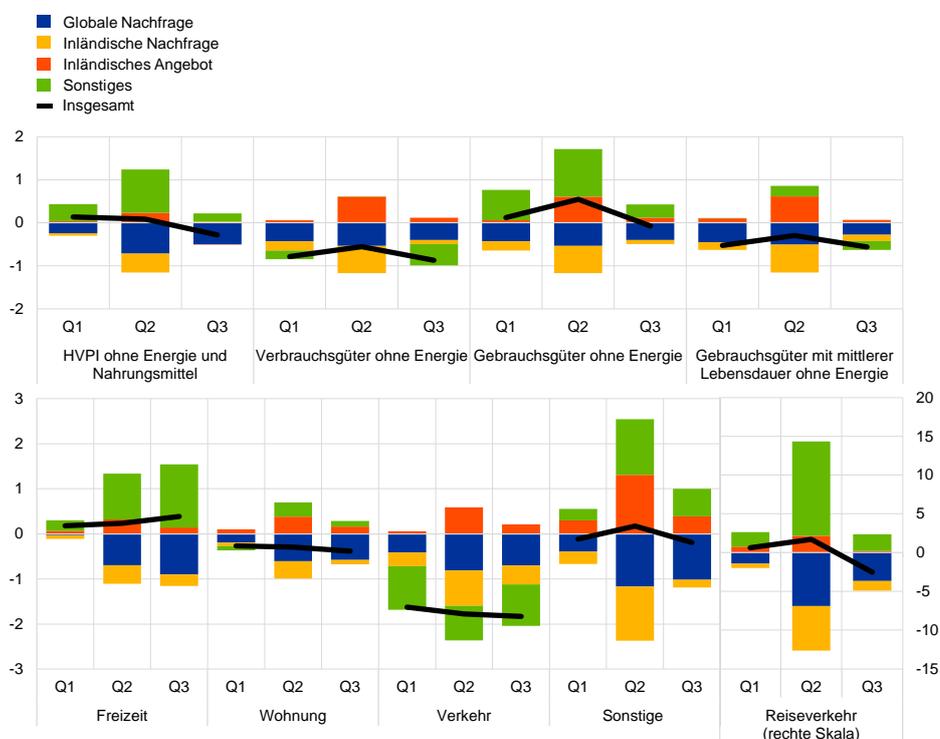
²⁹ Siehe M. Lenza und G. Primiceri, [How to estimate a VAR after March 2020](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2461, 2020. Damit es bei den Parameterschätzungen zu keiner beispiellosen Variation kommt, wird zur Ermittlung der historischen Zerlegungen vom ersten bis dritten Quartal 2020 eine Stichprobe aus der Zeit vor der Pandemie genutzt, die den Zeitraum vom zweiten Quartal 2002 bis zum Schlussquartal 2019 umfasst.

³⁰ Es sollte beachtet werden, dass positive Beiträge der Kategorie „Sonstige“ im zweiten Quartal für verschiedene Komponenten, darunter Dienstleistungen im Reiseverkehr und Freizeitdienstleistungen, möglicherweise zum Teil auf den Verzerrungseffekt der stärkeren Verwendung imputierter Preise zurückzuführen sind.

Abbildung 5

Historische Zerlegungen auf der Grundlage eines strukturellen VAR-Modells für Inflationskomponenten vom ersten bis zum dritten Quartal 2020

(Beiträge der strukturellen Faktoren zur vierteljährlichen Wachstumsrate der Inflation ohne Trend in Prozentpunkten; Veränderung in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „Gebrauchsgüter mit mittlerer Lebensdauer ohne Energie“ umfasst keine Bekleidung und Schuhe, „Verkehr“ umfasst keine Kosten für Flüge, „Freizeit“ umfasst keine Beherbergungsdienstleistungen und Pauschalreisen. In das VAR-Modell fließen je Komponente die Preis- und Mengenreihen in logarithmierten Niveaus sowie das BIP, der HVPI und die Ölpreise in logarithmierten Niveaus, das BIP des Euroraums gemessen am weltweiten BIP und der kurzfristige Zinssatz (Euro Overnight Index Average – EONIA) ein. Die Modellschätzungen basieren auf bayesianischen Methoden (weitere Einzelheiten finden sich in den Anmerkungen zu Abbildung 4). Zur Identifikation fünf struktureller Schocks (inländische Nachfrage, inländisches Angebot, globale Nachfrage, Ölangebot und Geldpolitik) werden Null- und Vorzeichenrestriktionen auf der Grundlage eines theoretischen Modells herangezogen. Hierbei wird die BEAR-Toolbox V4.2 der EZB verwendet (siehe Dieppe, Legrand und van Roye, a. a. O.).

4 Schlussbemerkungen

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass eine disaggregierte Perspektive dazu beitragen kann, die Reaktion der Inflation auf den multidimensionalen Covid-19-Schock besser zu verstehen. Ein disaggregierter Ansatz, der über eine einfache Analyse der Hauptkomponenten der Teuerung hinausgeht, ist im gegenwärtigen Umfeld besonders geeignet, da in der Vergangenheit beobachtete empirische Regelmäßigkeiten für die Interpretation der jüngsten Entwicklung der Gesamt- und Kerninflation möglicherweise keine Gültigkeit mehr haben. Unter Verwendung des genannten Ansatzes deutet die Analyse im vorliegenden Aufsatz darauf hin, dass abwärtsgerichteten inländischen und globalen Nachfrageeffekten eine maßgebliche Bedeutung zukommt. Dem standen nur zum Teil aufwärtsgerichtete Angebotseffekte gegenüber, die im zweiten Quartal 2020 am stärksten zum Tragen kamen und bei Gütern deutlicher ausgeprägt waren als bei Dienstleistungen. Auch der verstärkte Einsatz imputierter Preise, etwa für

Dienstleistungen im Reiseverkehr, kann als Erklärung für die Reaktion der Inflation herangezogen werden, wenngleich diese Effekte anscheinend nachgelassen haben. Dies könnte zum Teil auch eine Begründung dafür sein, warum sich der Rückgang der Inflation im zweiten Halbjahr 2020 weiter beschleunigt hat.

Für die Beurteilung der Entwicklung der Pandemie und ihrer Auswirkungen auf die Bestimmungsfaktoren der Inflation dürfte auch weiterhin eine granularere Perspektive als sonst üblich erforderlich sein. In Bezug auf die Geldpolitik ist es wichtig, angebotsseitige Effekte zu identifizieren und den Blick auch auf andere Faktoren zu richten, um ein klareres Bild der disinflationären Nachfrageeffekte zu gewinnen, die zwangsläufig mit Einkommensverlusten und Unsicherheit einhergehen. Darüber hinaus wurde in der Forschung zuletzt auch die Möglichkeit erörtert, dass sich Angebotseffekte in stärkere negative Nachfrageeffekte wandeln könnten.³¹ Angesichts der eindeutigen geldpolitischen Relevanz eines solchen Szenarios wäre eine weitere Betrachtung dieses Mechanismus im Kontext des Euroraums sinnvoll, der zum Teil vom Grad der intersektoralen Verflechtungen bestimmt wird. Schließlich wird die Preisdynamik stets auch durch die – bereits vor der Pandemie bestehenden – nicht rohstoffbezogenen Angebotseffekte (z. B. Technologieschocks) beeinflusst, auch wenn diese allgemein schwächer sind. Vor diesem Hintergrund kann die hier vorgestellte granularere Analyse der Inflationsfaktoren auch nach der Pandemie von Nutzen sein.

³¹ Für die Vereinigten Staaten siehe beispielsweise V. Guerrieri, G. Lorenzoni, L. Straub und I. Werning, *Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks cause Demand Shortages?*, Working Paper des NBER, Nr. 26918, 2020; A. Cesa-Bianchi und A. Ferrero, [The Transmission of Keynesian Supply Shocks](#), 20. Oktober 2020.

3 Die finanzpolitischen Reaktionen der Länder des Euro-Währungsgebiets in den Anfangsphasen der Covid-19-Krise

Stephan Haroutunian, Steffen Osterloh und Kamila Slawińska

Dieser Aufsatz wurde am 10. Februar aktualisiert. Die Änderungen betreffen Fußnote 4 sowie die Überschrift von Abbildung 2.

Um die schädlichen Auswirkungen der Corona-Pandemie (Covid-19) auf die Volkswirtschaften des Euro-Währungsgebiets zu begrenzen, haben die Euro-Länder vor allem mit finanzpolitischen Schritten reagiert. Es wurden unterschiedliche Maßnahmen ergriffen, von denen sich einige unmittelbar im Staatshaushalt niederschlagen, während andere – z. B. Liquiditätsmaßnahmen – grundsätzlich keine direkte Verschlechterung der Haushaltsaussichten verursachen dürften. Da der wirtschaftliche Schock alle Länder des Euroraums im Wesentlichen über die gleichen Kanäle traf, ähnelten sich in der Anfangsphase der Krise auch die finanzpolitischen Reaktionen hinsichtlich der eingesetzten Instrumente. Es wurden Notfall-Konjunkturpakete geschnürt, um die wirtschaftlichen Folgen der Eindämmungsmaßnahmen durch direkte Hilfen zum Schutz von Unternehmen und Arbeitnehmern in den betroffenen Branchen zu begrenzen. Gleichzeitig wurden umfangreiche Liquiditätshilfen in Form von Steuerstundungen und staatlichen Garantien angekündigt. Dadurch sollten Liquiditätsengpässe bei den von den Eindämmungsmaßnahmen besonders stark betroffenen Unternehmen verhindert werden. Um die Erholung zu unterstützen, muss die Finanzpolitik zielgerichtete, überwiegend zeitlich befristete Impulse setzen, die auf die spezifischen Merkmale der Krise und die Haushaltslage der betreffenden Länder zugeschnitten sind. Staatliche Investitionen – ergänzt durch Mittel aus dem Hilfspaket „Next Generation EU“ und flankiert von einer angemessenen Strukturpolitik – sollten dabei eine wichtige Rolle spielen.

1 Einleitung

Der vorliegende Aufsatz beschäftigt sich mit den finanzpolitischen Reaktionen der Euro-Länder zu Beginn der Covid-19-Krise und erörtert, welche Implikationen sie mit Blick auf künftige Maßnahmen haben. Es werden die einzelnen fiskalischen Maßnahmen betrachtet, die im Laufe des Jahres 2020 ergriffen wurden, und die Erfahrungen der Euro-Länder während der Pandemie beleuchtet. Dabei stellt sich heraus, dass sich bewährte Konjunkturprogramme aus früheren Krisenphasen nicht einfach ohne Anpassung auf die aktuelle Pandemiesituation übertragen lassen. In einer Vorausschau werden die Implikationen der Coronakrise für den fiskalischen Kurs betrachtet und zentrale Aspekte wie die Ausgestaltung und der Zeitpunkt fiskalischer Maßnahmen erörtert.

Zur Bekämpfung der wirtschaftlichen Auswirkungen der Pandemie bieten sich vor allem finanzpolitische Instrumente an, denn damit lassen sich Wirtschaftshilfen dediziert in die Bereiche lenken, in denen sie am dringendsten benötigt werden. Insbesondere kann die Finanzpolitik durch eine angemessene öffentliche Gesundheitsversorgung dazu beitragen, die unmittelbaren gesundheitlichen Folgen der Pandemie in den Griff zu bekommen. Dies ist unabdingbar, um die wirtschaftlichen Auswirkungen der Gesundheitskrise zu bewältigen. Auch durch Maßnahmen zur Stärkung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und zielgerichteten Unterstützung anfälliger Privathaushalte und Unternehmen lassen sich die negativen Auswirkungen der Krise abmildern. Insgesamt hat die Finanzpolitik die Wirtschaft im Euroraum auf zweierlei Art gestützt: über das Wirken der automatischen Stabilisatoren und diskretionäre Maßnahmen. Im Allgemeinen sind die automatischen Stabilisatoren in den Euro-Ländern sehr umfangreich und tragen effektiv zum Abfedern von Schocks bei. Angesichts der Schwere und Besonderheiten der Coronakrise, die sich durch eine starke Beeinträchtigung sowohl des Angebots als auch der Nachfrage insbesondere während der Lockdown-Phasen auszeichnet, waren jedoch auch umfassende diskretionäre finanzpolitische Stützungsmaßnahmen erforderlich.

Im Jahr 2020 wurden im Euroraum verschiedene diskretionäre Fiskalinstrumente angekündigt oder umgesetzt. Die Covid-19-Pandemie und ihre wirtschaftlichen Folgen stellten die Finanzpolitik vor besondere Herausforderungen, die eine Reaktion auf mehreren Ebenen erforderlich machten. Es wurden Maßnahmen in beispiellosem Umfang und von einzigartiger Reichweite ergriffen, die sich im Wesentlichen in zwei Kategorien unterteilen lassen: a) haushaltspolitische Maßnahmen, die sich üblicherweise sofort im Finanzierungssaldo niederschlagen, und b) Liquiditätsmaßnahmen, die in der Regel keinen unmittelbaren Effekt auf den Finanzierungssaldosaldo des Jahres ihrer Umsetzung haben, aber Eventualverbindlichkeiten nach sich ziehen, die sich auf die Haushaltsslage auswirken können. Beide Arten finanzpolitischer Maßnahmen haben Einfluss auf die Ausgaben- und die Einnahmenseite des Staatshaushalts (siehe Tabelle 1).

Tabelle 1
Kategorien finanzpolitischer Instrumente

	Liquiditätsmaßnahmen	Haushaltspolitische Maßnahmen
Ausgabenseite	Garantien Kredite	Kurzarbeitsregelungen Unterstützung von Unternehmen Unterstützung privater Haushalte Öffentliche Investitionen
Einnahmenseite	Steuerstundungen Sonstige steuerliche Maßnahmen	Senkung von indirekten Steuern Senkung von direkten Steuern / Sozialbeiträgen

Anmerkung: Eigene Darstellung.

Die ergriffenen finanzpolitischen Maßnahmen berücksichtigten die besonderen Herausforderungen in den verschiedenen Stadien der Pandemie. Erstens wurden in der Anfangsphase der Krise ab März 2020, als in allen Ländern des Euroraums umfassende Lockdowns mit strengen Betriebsschließungen und Ausgangsbeschränkungen angeordnet wurden, Notfall-Konjunkturpakete

beschlossen, die sich aus Liquiditätshilfen und Haushaltsmaßnahmen zusammensetzten. Ziel dieser Maßnahmen war die Unterstützung der von der Gesundheitskrise am stärksten betroffenen Unternehmen und Privathaushalte. Gegen Jahresende wurden diese Notmaßnahmen – allerdings in geringerem Umfang – neu aufgelegt, als die Mitgliedstaaten in der zweiten Pandemiewelle erneut Teil-Lockdowns anordnen mussten. Zweitens wurden in der Zwischenphase um die Jahresmitte 2020 nach der Lockerung der meisten Eindämmungsmaßnahmen nach und nach weitere Schritte ergriffen, um die konjunkturelle Erholung zu stützen. In dieser Phase konnten die meisten Betriebe wieder öffnen, aber einige Sektoren litten nach wie vor unter den weiter geltenden Gesundheitsschutzmaßnahmen, lokalen oder gezielten Shutdowns sowie den Veränderungen des Konsumverhaltens und der Präferenzen der Verbraucher. Drittens planen die Länder weitere Konjunkturmaßnahmen, um die mittel- bis längerfristigen Herausforderungen anzugehen, die in den Vordergrund treten werden, wenn die aus medizinischer Sicht erforderlichen Einschränkungen enden.

Der Aufsatz ist wie folgt gegliedert: In Abschnitt 2 wird die allgemeine finanzpolitische Reaktion in der Anfangsphase der Krise dargestellt. Im Anschluss werden die verschiedenen Maßnahmen näher beleuchtet: Die Abschnitte 3 und 4 beschäftigen sich mit den auf der Ausgabenseite ergriffenen Haushalts- und Liquiditätsmaßnahmen, und die Abschnitte 5 und 6 geben einen Überblick über die entsprechenden Maßnahmen auf der Einnahmenseite. In Abschnitt 7 wird erörtert, weshalb sich die Beurteilung des fiskalischen Kurses anhand der gängigen Messgrößen aktuell als schwierig erweist, und in Abschnitt 8 wird ein Fazit gezogen.

2 Haushaltswirkung der finanzpolitischen Maßnahmen

Die Haushaltsdefizite im Euro-Währungsgebiet haben sich im Zuge der Coronakrise deutlich erhöht. Laut der Herbstprognose 2020 der Europäischen Kommission dürfte sich das Haushaltsdefizit im Eurogebiet 2020 auf 8,8 % des BIP erhöht haben, verglichen mit 0,6 % des BIP im Jahr 2019 (siehe Abbildung 1). Die Schuldenquote im Euroraum dürfte durch die höheren Haushaltsdefizite und das gesunkene BIP von 85,9 % (2019) auf 101,7 % (2020) gestiegen sein. Teilweise spiegelt sich in der Verschlechterung der Finanzierungssalden die Wirkung der automatischen Stabilisatoren wider, die dazu dienen, die Auswirkungen des Konjunkturzyklus zu dämpfen. Die EZB schätzt, dass etwa ein Drittel des hohen Haushaltsdefizits des Jahres 2020 dem Effekt der automatischen Stabilisatoren zuzuschreiben ist.¹ In erster Linie wurden die Haushaltsaussichten jedoch durch die diskretionären finanzpolitischen Maßnahmen getrübt, die seit Ausbruch der Krise ergriffen wurden. Der Kommissionsprognose zufolge wird die Defizitquote auf der Ebene des Euroraums im laufenden Jahr infolge der erwarteten Verbesserung der wirtschaftlichen Lage und der Rücknahme eines Teils der 2020 ergriffenen diskretionären finanzpolitischen Maßnahmen auf 6,4 % zurückgehen. Diese Vorausberechnungen sind jedoch mit außerordentlich hoher Unsicherheit behaftet,

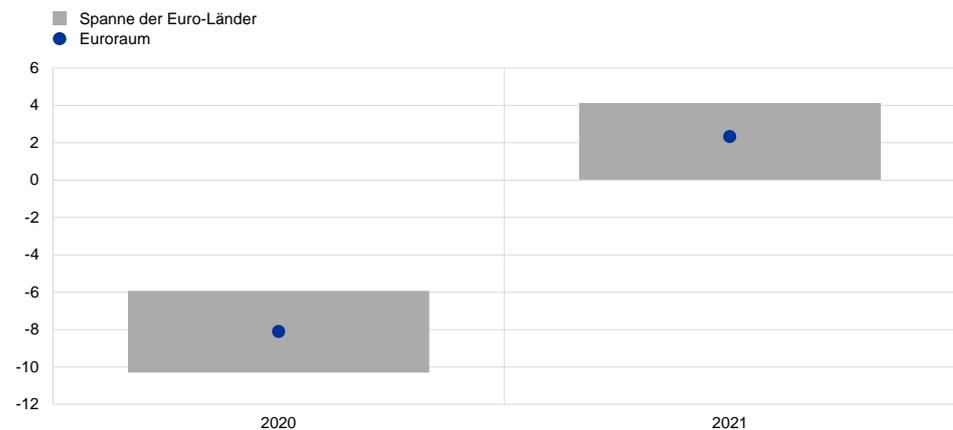
¹ Siehe EZB, *Die automatischen Stabilisatoren im Euro-Währungsgebiet und die Covid-19-Krise*, Wirtschaftsbericht 6/2020, September 2020.

da sie unter anderem vom weiteren Verlauf der Pandemie abhängen. So war zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Herbstprognose der Europäischen Kommission Anfang November 2020 noch unklar, welche Implikationen die steigende Zahl von Neuinfektionen sowie die im Spätherbst und danach ergriffenen neuen Eindämmungsmaßnahmen haben würden.

Abbildung 1

Prognostizierte Veränderung der öffentlichen Finanzierungssalden im Euroraum und der Euro-Länder gegenüber dem Vorjahr

(in % des BIP)

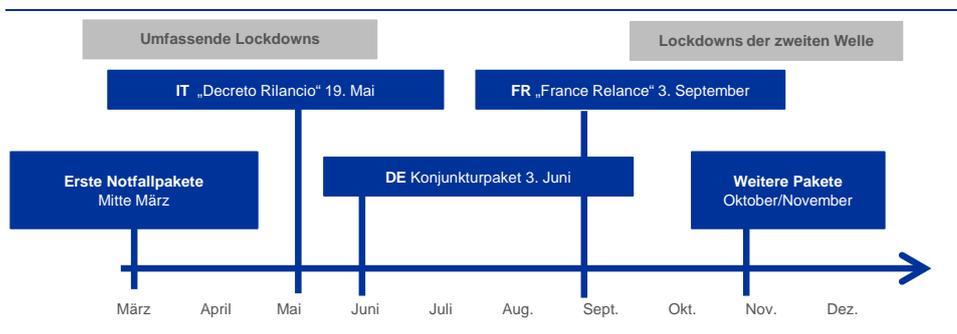


Quelle: Europäische Kommission, Herbstprognose 2020.

Die Umsetzung der finanzpolitischen Maßnahmen erfolgte mittels einer Reihe von Haushaltspaketen, die die Veränderung der Prioritäten im Verlauf des Jahres 2020 widerspiegeln. In den vier größten Mitgliedstaaten – Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien – wurden die ersten Notfallpakete Mitte März und damit wenige Tage nach Beginn der ersten umfassenden Lockdowns in Italien umgesetzt (siehe Schaubild 1). Die Pakete waren in allen Ländern relativ ähnlich. Ihr Ziel bestand in der Bewältigung der Gesundheitskrise und der Unterstützung der am stärksten von den Eindämmungsmaßnahmen betroffenen Sektoren. Im weiteren Verlauf beschlossen einige Staaten zusätzliche Haushaltspakete zur Ausweitung der ursprünglichen Liquiditäts- und Notmaßnahmen. Nach Beendigung der umfassenden Lockdowns im Sommer verabschiedeten die Mitgliedstaaten nach und nach weitere Hilfspakete, die tendenziell eher auf eine Unterstützung der konjunkturellen Erholung abzielten und einen längerfristigen Fokus hatten. Dazu zählten auch Maßnahmen, die erst 2021 oder danach in Kraft treten sollten. Hervorzuheben sind insbesondere das im Juni von der deutschen Bundesregierung angekündigte Konjunktur- und Zukunftspaket im Umfang von insgesamt 130 Mrd € (bzw. 3,9 % des BIP) sowie das im September in Frankreich beschlossene Hilfspaket „France Relance“ in Höhe von 100 Mrd € (bzw. 4,4 % des BIP). Mitte Oktober gaben einige weitere Mitgliedstaaten im Rahmen ihrer Übersichten über die Haushaltsplanung zusätzliche Maßnahmen für 2021 sowie die darauffolgenden Jahre bekannt. Zeitlich waren diese Konjunkturpakete deutlich breiter gestreut als die im Frühjahr ergriffenen Notmaßnahmen. Ende Oktober 2020 kündigten einige Mitgliedstaaten in einer zügigen Reaktion auf die zweite Pandemiewelle zusätzliche Notmaßnahmen an, die konkret auf die von den erneuten Teil-Lockdowns betroffenen Unternehmen abstellten.

Schaubild 1

Größte im Euroraum beschlossene Haushaltspakete



Quelle: Eigene Darstellung.

Die zur Bewältigung der Coronakrise ergriffenen diskretionären finanzpolitischen Maßnahmen lassen sich schwer quantifizieren, und auch ein Vergleich zwischen den Ländern gestaltet sich schwierig. Erstens existiert keine einheitliche Protokollierung der in den einzelnen Ländern umgesetzten Maßnahmen. Mit der Ankündigung der Haushaltspakete wurden zwar üblicherweise auch Schätzungen zur Höhe der Haushaltsbelastungen abgegeben, diese wurden jedoch häufig im Nachgang erheblich revidiert, vor allem wenn die Maßnahmen weniger stark als erwartet in Anspruch genommen wurden.² Da ihnen die Unsicherheit zu hoch war, lieferten die Länder – insbesondere für die längere Frist – in den Stabilitätsprogrammen vom Frühjahr 2020 keine vollständigen Angaben zu den haushaltspolitischen Maßnahmen. Außerdem enthielten viele Übersichten über die Haushaltsplanung für 2021 keinen detaillierten quantitativen Überblick über die tatsächlichen Kosten der im Jahr 2020 ergriffenen Maßnahmen. Zweitens gestaltet sich die statistische Erfassung der oft beispiellosen Maßnahmen trotz der von Eurostat gewährten Orientierungshilfen schwierig. So wurden etwa Steuerstundungen von vielen Mitgliedstaaten als Teil der Gesamtkosten von Haushaltspaketen angegeben, obwohl sie in der Regel keine Auswirkung auf den Haushaltsaldo haben (siehe weiter unten). Drittens ist es teilweise schwierig, diskretionäre Maßnahmen und automatische Stabilisatoren voneinander abzugrenzen. Beispielsweise werden Kurzarbeitsregelungen unterschiedlich erfasst, denn in einigen Ländern werden bereits bestehende Modelle den automatischen Stabilisatoren zugerechnet.

² Beispielsweise stellte die deutsche Bundesregierung kleinen Unternehmen Nothilfen von insgesamt 75 Mrd € zur Verfügung; bis Ende Oktober 2020 waren davon allerdings nur 15 Mrd € in Anspruch genommen worden. Siehe Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, [Jahresgutachten 2020/21 – Corona-Krise gemeinsam bewältigen, Resilienz und Wachstum stärken](#), 2020.

Im Folgenden wird zunächst versucht, den Gesamtumfang der verabschiedeten Haushaltspakete zu beziffern, die die Länder im Verlauf des Jahres 2020 zur Bewältigung der Pandemie ergriffen, und anschließend eine Aufschlüsselung vorgenommen. Da keine einheitliche Übersicht über die

beschlossenen diskretionären Maßnahmen vorliegt, basiert die Analyse auf Angaben der Europäischen Kommission zum Gesamtumfang der Corona-Hilfsmaßnahmen gemäß den Übersichten der Mitgliedstaaten über ihre Haushaltsplanung. Abbildung 2 zeigt den erwarteten Gesamteffekt der im Zusammenhang mit Covid-19 ergriffenen diskretionären Haushaltsmaßnahmen auf die Finanzierungssalden der Mitgliedstaaten im Jahr 2020, wie er in der Herbstprognose 2020 der Europäischen Kommission berücksichtigt wurde.³ Alle berichtenden Länder verabschiedeten 2020 umfangreiche Fiskalpakete. Das Volumen belief sich im gewichteten Durchschnitt auf gut 4 % des BIP. Wie bereits erwähnt ist ein Vergleich zwischen den Ländern jedoch aufgrund der uneinheitlichen Meldung der Maßnahmen problematisch. So weichen die Quantifizierungen der Kommission für einige Länder von jenen der nationalen Regierungen ab; dies ist vor allem bei den Ausgaben im Zusammenhang mit Kurzarbeitsregelungen der Fall. Die Kommission ordnet diese Ausgaben tendenziell den automatischen Stabilisatoren zu. Dem liegt möglicherweise die Annahme zugrunde, dass solche Ausgaben bei bestimmten Kriterien wie einem Absatz- oder Produktionsrückgang automatisch ausgelöst werden.⁴ Einige Mitgliedstaaten behandeln sie hingegen in ihren Haushaltsübersichten als diskretionäre Maßnahmen. Auch die Stundung von Steuern und Sozialbeiträgen wird teilweise unterschiedlich erfasst. Hinzu kommt, dass das tatsächliche Endergebnis der 2020 ergriffenen fiskalischen Maßnahmen in einigen Ländern sogar noch höher ausgefallen sein könnte als von der Kommission geschätzt. Die Übersichten über die Haushaltsplanung wurden nämlich vor der zweiten Pandemiewelle im Herbst erstellt, die zusätzliche Kosten im Zusammenhang mit bestehenden Maßnahmen verursacht und zur Verabschiedung neuer Maßnahmen geführt hat.

³ Die Angaben stammen aus den [Arbeitsunterlagen der Europäischen Kommission, die den Übersichten über die Haushaltplanung 2021 beigelegt sind](#).

⁴ Zum Beispiel lässt sich mit dieser Annahme teilweise erklären, weshalb die Zahlen für Spanien und Luxemburg erheblich niedriger sind als in den Übersichten über die Haushaltsplanung der betreffenden Länder angegeben (5,5 % bzw. 5,1 % des BIP). Im Fall von Spanien kommt hinzu, dass einige der in der Haushaltsplanung angegebenen Maßnahmen, beispielsweise der Covid-19-Fonds für die Regionen, die Anhebung der Gehälter im öffentlichen Dienst und die Kopplung der Renten an den Verbraucherpreisindex, bereits implizit im Basisszenario der Kommissionsprognose einkalkuliert und deshalb nicht in Abbildung 2 berücksichtigt sind.

Abbildung 2

Diskretionäre finanzpolitische Covid-19-Maßnahmen mit Einfluss auf den öffentlichen Finanzierungssaldo 2020 im Vergleich zum Bruttoeffekt diskretionärer Konjunkturmaßnahmen im Jahr 2009



Quellen: Eigene Darstellung auf Grundlage der den Stellungnahmen der Europäischen Kommission zu den Übersichten über die Haushaltsplanung für 2021 beigefügten Arbeitsdokumente der Kommission; Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen), Public finances in EMU – 2010, European Economy 4, 2010.

Die diskretionären finanzpolitischen Reaktionen auf die Coronakrise stellen für die Staatshaushalte eine beispiellose Belastung dar. Zum Vergleich: Auf dem Höhepunkt der Weltfinanzkrise im Jahr 2009 belief sich der Gesamtumfang der diskretionären Impulse in den EU-Ländern auf 1,5 % des BIP.⁵ Außerdem scheinen die Maßnahmen während der globalen Finanzkrise erheblich heterogener gewesen zu sein als in der Coronakrise. So verabschiedete Luxemburg 2009 Konjunkturpakete im Umfang von mehr als 3 % des BIP, während andere Länder keinerlei Stimulierungsmaßnahmen beschlossen oder sogar eine umfassende Haushaltskonsolidierung vornahmen.

Eine genauere Betrachtung der gesamten finanzpolitischen Reaktionen der Euro-Länder im Jahr 2020 verdeutlicht, dass die Notmaßnahmen in erster Linie auf die Unterstützung von Unternehmen und die Sicherung von Beschäftigungsverhältnissen abzielten. Abbildung 3 zeigt die geschätzte Zusammensetzung der aggregierten diskretionären Fiskalmaßnahmen im Euro-Währungsgebiet auf Basis der Angaben in den Übersichten über die Haushaltsplanung 2021.⁶ Es wird deutlich, dass der größte fiskalische Impuls im Jahr 2020 von den Notmaßnahmen zur Begrenzung der unmittelbaren Pandemiefolgen ausging. Zum einen beschlossen die Mitgliedstaaten umfangreiche Maßnahmen zur Sicherung der Beschäftigung – vor allem in Form von Kurzarbeitsregelungen und anderen Hilfen (z. B. Subventionen) für die am stärksten betroffenen Unternehmen. Zum anderen wurden zur Bewältigung der Gesundheitskrise die Ausgaben im Gesundheitswesen erhöht, um die zusätzlichen Personal-, Arzneimittel- und

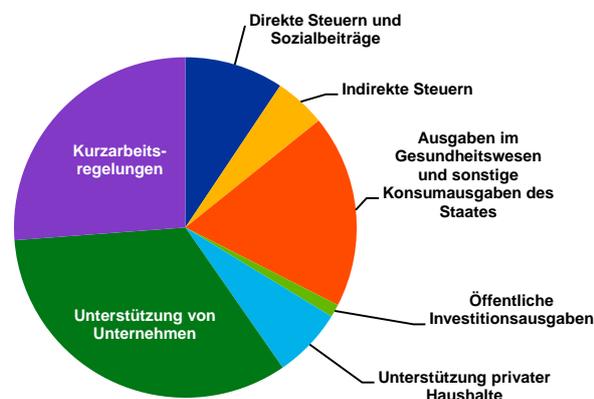
⁵ Siehe Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen), Public finances in EMU – 2010, European Economy 4, 2010.

⁶ Da nicht alle Länder detaillierte Angaben zur Zusammensetzung der diskretionären Maßnahmen im Jahr 2020 gemacht haben, beziehen sich die Schätzungen nur auf eine Teilmenge der Mitgliedstaaten.

Krankenhauskosten zu decken, und andere Staatsausgaben zur Gewährleistung der Funktionsfähigkeit des öffentlichen Sektors ausgeweitet.

Abbildung 3

Geschätzte Zusammensetzung der Covid-19-Maßnahmen im Jahr 2020



Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Übersichten über die Haushaltsplanung für 2021.

In den Haushaltsplänen der Regierungen für 2021 verschiebt sich der Schwerpunkt tendenziell in Richtung Konjunkturprogramme; allerdings sind die Höhe und Zusammensetzung der fiskalischen Maßnahmen unsicher. Den Haushaltsübersichten für 2021 zufolge planen die Mitgliedstaaten für das laufende Jahr insgesamt wesentlich kleinere und heterogenere diskretionäre Maßnahmen als 2020. Im Durchschnitt wurden in den Haushaltsplanungen konkrete diskretionäre Maßnahmen im Umfang von gut 1 % des BIP angegeben. Unter den größeren Mitgliedstaaten sticht Deutschland mit Maßnahmen in Höhe von 2,1 % des BIP im Jahr 2021 hervor. Mit Blick auf das Eurogebiet insgesamt spiegelt der Rückgang gegenüber 2020 in erster Linie das geplante Auslaufen der meisten Notmaßnahmen wider. Auch die Zusammensetzung der Stimulierungsmaßnahmen sieht 2021 anders aus als im Vorjahr: Bei den neuen diskretionären Maßnahmen handelt es sich tendenziell um Konjunkturprogramme, wobei ein größerer Anteil auf öffentliche Investitionen und Steuermaßnahmen entfällt. Der Umfang der fiskalischen Impulse wird 2021 auch davon abhängen, inwieweit die Mitgliedstaaten Mittel aus dem neuen Hilfspaket „Next Generation EU“ (NGEU) in Anspruch nehmen können (siehe Kasten 1). Einige Mitgliedstaaten haben hierzu in ihren Haushaltsübersichten für 2021 Schätzungen abgegeben. Weitere Daten werden im Frühjahr verfügbar sein, wenn die Länder ihre nationalen Aufbau- und Resilienzpläne einreichen. Darin sind die Projekte zu benennen, die mit NGEU-Mitteln finanziert werden sollen.

Mit zunehmender Dauer der Gesundheits- und Wirtschaftskrise steigen jedoch auch zwangsläufig die Haushaltsbelastungen, die aus der Ausweitung bestehender Maßnahmen – etwa durch höhere Ausgaben im Gesundheitswesen und verlängerte Kurzarbeitsregelungen – erwachsen. Zudem haben mehrere Mitgliedstaaten in ihren Haushaltsübersichten angekündigt, im Falle einer Verschärfung der Pandemie zusätzliche Unterstützung zu leisten. Insbesondere

dürften im Falle neuerlicher Lockdowns – wie bereits im Herbst 2020 – weitere Hilfen für Unternehmen gewährt werden.

In den nachfolgenden Abschnitten werden die in der Anfangsphase der Krise auf der Ausgaben- wie auch der Einnahmenseite ergriffenen Maßnahmen zur Bewältigung der unmittelbaren Pandemiefolgen erörtert. Der drastische

Konjunkturückgang nach dem Ausbruch des Coronavirus unterschied sich insofern von früheren Krisen wie der globalen Finanzkrise, als er nicht durch wirtschaftliche Ungleichgewichte ausgelöst wurde. Es handelte sich vielmehr um einen wahrhaft exogenen Schock auf die ansonsten soliden Wirtschaftsstrukturen im Eurogebiet. Daher bestand weitgehend Einigkeit darüber, dass sich die Finanzpolitik darauf konzentrieren sollte, die vor der Krise herrschenden Wirtschaftsstrukturen zu bewahren, soweit dies gangbar sei, und krisenbedingte Insolvenzen sowie den Austritt von Unternehmen aus dem Markt zu minimieren. Das Ausscheiden gesunder, von temporären Lockdown-Maßnahmen betroffener Firmen würde die anschließende Erholung erschweren, da es zu einem ineffizienten Verlust von Produktionskapital – insbesondere von unternehmensspezifischem immateriellen Vermögen und Humankapital – führen würde.

Neben den diskretionären Maßnahmen, die sich unmittelbar in den Finanzierungssalden niederschlagen, ergriffen die Mitgliedstaaten auch Liquiditätsmaßnahmen – vor allem in Form von staatlichen Garantien und Steuerstundungen. Derartige Maßnahmen wurden zu Beginn der umfassenden Lockdowns in den meisten Ländern des Eurogebiets beschlossen, um die von den Eindämmungsmaßnahmen betroffenen Unternehmen zu unterstützen. Sie erleichterten den Unternehmen den Zugang zu Außenfinanzierungsmitteln und ermöglichten ihnen, Steuerverbindlichkeiten in die Zeit nach der Rückkehr zur normalen Geschäftstätigkeit zu verlagern.

3 Haushaltspolitische Maßnahmen auf der Ausgabenseite

Kurzarbeitsregelungen zur Stabilisierung der Beschäftigung während der Covid-19-Krise waren vor allem in Zeiten umfassender Lockdown-Maßnahmen von Bedeutung. Im vergangenen Jahr machten derartige Programme mehr als ein Viertel der Haushaltspakete aus (siehe Abbildung 3). Sie sollen dem Verlust von Humankapital entgegenwirken und den Konsum von Personen glätten, die ansonsten arbeitslos geworden wären. Des Weiteren kann Kurzarbeit zu einer schnelleren Erholung des Arbeitsmarkts beitragen, da Beschäftigte wie auch Unternehmen ihre Tätigkeit wieder aufnehmen können, ohne den kostspieligen und langwierigen Prozess der Stellensuche bzw. -neubesetzung durchlaufen zu müssen, der im Falle einer Beendigung des Beschäftigungsverhältnisses erforderlich gewesen wäre.⁷ Während des Lockdowns wurde so stark wie nie zuvor auf Kurzarbeit zurückgegriffen. So befanden sich in Deutschland Mitte Mai nahezu 10 Millionen Personen in einem Kurzarbeitsmodell, verglichen mit maximal rund 1,4 Millionen während der Weltfinanzkrise. Eine empirische Analyse der

⁷ Siehe EZB, *Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet – eine vorläufige Einschätzung*, Kasten 5, Wirtschaftsbericht 5/2020, Juli 2020.

Kurzarbeitsregelungen in 23 Industrieländern während der weltweiten Finanzkrise ergab, dass solche Modelle erheblich dazu beitragen, Arbeitsplätze in der Krise zu erhalten, da die Beschäftigung weniger elastisch auf die Produktion reagierte.⁸ Weitere Untersuchungen zu länderspezifischen Kurzarbeitsmodellen bestätigen – beispielsweise für Deutschland⁹ und Frankreich¹⁰ – deren positiven Effekt auf die Beschäftigung in Krisenzeiten. Für Italien stellt eine Studie bei vorübergehenden Schocks ebenfalls einen positiven Effekt fest, betont aber auch, dass bei länger andauernden Schocks den kurzfristigen Beschäftigungsvorteilen potenzielle Reallokationseffekte des Kurzarbeitsmodells gegenüberstehen.¹¹ In der Coronakrise ist die Verlängerung von Kurzarbeitsregelungen vor allem in Sektoren hilfreich, in denen die Nachfrage aufgrund pandemiebedingter Einschränkungen oder vorübergehender örtlicher Lockdown-Maßnahmen noch gedämpft ist. Des Weiteren kommt sie in der Erholungsphase sowohl der Nachfrage des privaten Sektors als auch dem Unternehmerv Vertrauen zugute. Allerdings zeigt die Erfahrung, dass im Falle struktureller Veränderungen der weitreichende Einsatz von Kurzarbeit in der Erholungsphase die Reallokation von Arbeitskräften behindern und somit die Schaffung von Arbeitsplätzen im Aufschwung beeinträchtigen kann.¹² Vor diesem Hintergrund wurde eine Befristung der Kurzarbeit empfohlen, da hierdurch die Gefahr gemindert werde, dass längerfristig nicht zukunftsfähige Arbeitsplätze aufrechterhalten würden. Zudem lasse sich die Arbeitsmobilität durch Weiterbildungsmaßnahmen und Hilfestellungen für Arbeitsuchende, die von Kurzarbeit betroffen sind, fördern.¹³

Die hohen Einnahmefälle vor allem kleiner und mittlerer Unternehmen (KMUs) während des Lockdowns zogen in vielen Mitgliedstaaten umfangreiche staatliche Unterstützungsleistungen für die Betriebe nach sich.

Zwar haben fast alle Länder frühzeitig durch Kreditgarantien und eine Teilübernahme der Lohnkosten im Rahmen von Kurzarbeitsregelungen die Unternehmen unterstützt, die am stärksten von den Auswirkungen des Lockdowns betroffen waren. Die Fixkosten könnten aber dennoch zu Liquiditätsengpässen führen, die ohne Gegenmaßnahmen letztlich die Insolvenz und den Marktaustritt eines Unternehmens zur Folge haben könnten. Aufgrund der Ungewissheit und der dynamischen Entwicklung während des Lockdowns ließ sich die tatsächliche Belastung der Unternehmen nicht genau beurteilen, was eine maßgeschneiderte Unterstützung erschwerte. Darüber hinaus konnten für die Hilfen nur sehr allgemein gehaltene Kriterien wie die Gesamtbelastung des betreffenden Sektors zugrunde gelegt werden. Infolgedessen bestand für die Regierungen der Zielkonflikt, rasch und unbürokratisch Nothilfen zur Verfügung zu stellen und gleichzeitig diesbezügliche unerwartete Mehreinnahmen für die Unternehmen sowie Betrug zu verhindern.

⁸ Siehe A. Hijzen und S. Martin, The role of short-time work schemes during the global financial crisis and early recovery: a cross-country analysis, IZA J Labor Policy, Bd. 2, Ausgabe 5, 2013.

⁹ Siehe A. Balleer, B. Gehrke, W. Lechthaler und C. Merkl, Does short-time work save jobs? A business cycle analysis, European Economic Review, Bd. 84, 2016, S. 99-122.

¹⁰ Siehe P. Cahuc, F. Kramarz und S. Neveux, When Short-Time Work Works, Working Paper der Banque de France, Nr. 692, 2018.

¹¹ Siehe G. Giupponi und C. Landais, Subsidizing Labor Hoarding in Recessions: The Employment and Welfare Effects of Short Time Work, Discussion Paper des Centre for Economic Policy Research, Nr. 13310, 2020.

¹² Siehe Fußnote 8.

¹³ Siehe OECD, Job retention schemes during the COVID-19 lockdown and beyond, 2020.

Einige wenige Länder leisteten bereits in einem frühen Stadium direkte Unterstützung für die Unternehmen. Hier ist vor allem Deutschland zu nennen, das mehrere sektorenübergreifende Soforthilfeprogramme für existenzgefährdete Kleinunternehmen und Selbstständige auflegte. Andere Länder führten später Programme für den teilweisen Ausgleich lockdownbedingter Verluste ein. Als Maßstab dienten meist bestimmte Fixkosten der Unternehmen bzw. ihres Sektors oder die Höhe der Umsatzeinbußen. In mehreren Ländern wurde im Herbst nochmals auf derartige Maßnahmen zurückgegriffen, um Unternehmen für Verluste im Zusammenhang mit den Teil-Lockdowns während der zweiten Pandemiewelle zu entschädigen. Schon frühzeitig leisteten verschiedene Länder Subventionszahlungen an Selbstständige oder andere Erwerbstätige, die nicht hinreichend durch die staatlichen Sozialversicherungssysteme abgesichert waren. Allerdings hielten sich derartige Transfers zumeist eher in Grenzen, da sie lediglich als eine soziale Sicherung in Form eines Ersatzeinkommens fungierten und keine Betriebskosten abdeckten.

Die Mitgliedstaaten haben umfangreiche Mittel für Kapitalzuführungen an Unternehmen in Aussicht gestellt, aus denen zukünftige Haushaltsmehrbelastungen entstehen können. Bereits in der Anfangsphase der Krise kündigten mehrere Regierungen an, umfangreiche Mittel für Kapitalzuführungen an Unternehmen bereitzustellen (z. B. 3 % des BIP in Deutschland und 0,9 % des BIP in Frankreich). Zudem erleichterte eine Lockerung der Regeln für staatliche Beihilfen größeren Unternehmen grundsätzlich die Rekapitalisierung. Die ersten umfassenderen Rekapitalisierungen im Euroraum beschränkten sich auf die Luftfahrt. Sofern auf längere Sicht auch andere Sektoren betroffen sind, können sich aus Rekapitalisierungen allerdings langfristige Haushaltsbelastungen ergeben. Fiskalische und wirtschaftliche Belastungen könnten insbesondere dann entstehen, wenn die Existenz von Unternehmen künstlich aufrechterhalten wird, deren Bestandsfestigkeit schon vor der Krise beeinträchtigt war, und der Strukturwandel hierdurch behindert wird. Des Weiteren gilt es bei solchen staatlichen Hilfsmaßnahmen Wettbewerbsaspekten Rechnung zu tragen, denn der Binnenmarkt könnte durch unterschiedliche Vorgehensweisen der einzelnen Länder untergraben werden. Daher hat die Europäische Kommission ihre Billigung der jüngsten Transaktionen an Bedingungen wie glaubwürdige Ausstiegsstrategien des Staates geknüpft.

Die Wirksamkeit sonstiger ausgabenseitiger Maßnahmen zur Stützung der privaten Nachfrage wird durch die Covid-19-Krise beeinträchtigt. In vorherigen Krisen wie der Weltfinanzkrise zielten die fiskalpolitischen Stimulierungsmaßnahmen für die Wirtschaft zumeist darauf ab, die Kaufkraft der privaten Haushalte durch eine Erhöhung der Haushaltseinkommen, Steuersenkungen oder konsumfördernde Leistungen zu stützen, da die erhöhte Unsicherheit bezüglich des künftigen Einkommens und die gestiegene Gefahr des Arbeitsplatzverlustes ein verstärktes Vorsichtssparen nach sich ziehen. Die pandemiebedingten Notmaßnahmen stützten die Einkommen, sodass die privaten Haushalte ihren Lebensstandard weitgehend aufrechterhalten konnten. Infolge der Eindämmungsmaßnahmen hatten die Hilfestellungen freilich nur einen verminderten unmittelbaren Effekt auf den Konsum, da die Verbraucher kaum Anschaffungen tätigen konnten. Im Ergebnis stieg die

Sparquote vor allem der oberen Einkommensgruppen stark an.¹⁴ Hieraus folgt, dass eine Einkommensstützung für Haushalte mit geringerem Einkommen eine stärkere gesamtwirtschaftliche Wirkung entfaltet, da diese ihren Konsum nach dem Lockdown aufgrund ihrer höheren Konsumneigung eher wieder steigern dürften. So haben mehrere Länder bereits gezielte Transfers an bestimmte Haushalte wie z. B. Familien oder Arbeitslose geleistet, die eine höhere Konsumneigung aufweisen, sodass von diesen Maßnahmen stärkere Effekte ausgehen dürften. Direkte Konsumanreize wie die Pkw-Abwrackprämie während der Finanzkrise wurden nunmehr kaum gesetzt. Grund hierfür ist, dass die Automobilindustrie weniger als andere Sektoren von der Pandemie betroffen sein dürfte; der Dienstleistungssektor wird hier weitaus stärker in Mitleidenschaft gezogen. Davon ausgenommen sind einige wenige Länder, die für andere Sektoren direkte Konsumanreize wie z. B. Urlaubsgutscheine eingeführt haben.

Öffentlichen Investitionsausgaben sollte während der Übergangsphase im Vorfeld der Konjunkturerholung Priorität eingeräumt werden. Fiskalimpulse in Form von Steuersenkungen oder Transferausgaben vermögen die Konjunktur in der Übergangsphase, die unter Umständen von Teil-Lockdowns und großer Unsicherheit gekennzeichnet ist, nicht immer wirksam anzukurbeln. Öffentliche Bauaufträge sind hier zielführender.¹⁵ Diesbezügliche Staatsausgaben werden kaum durch Kontaktbeschränkungen beeinflusst. Da sie private Investitionen ergänzen, können sie für diese als Multiplikator fungieren. Einige Länder, vor allem Deutschland¹⁶ und Frankreich¹⁷, kündigten bereits 2020 Fiskalpakete mit einer deutlichen Aufstockung der öffentlichen Investitionen ab dem Jahr 2021 an. In der Praxis lässt sich eine rasche Steigerung dieser Ausgaben jedoch nur schwer herbeiführen, da die ordnungsgemäße Prüfung des Investitionsbedarfs und die Vorbereitungsarbeiten zur Tötigung der Ausgaben Zeit beanspruchen. Von Bedeutung sind hier baureife Projekte, die sich bei Bedarf sofort in Angriff nehmen lassen. In diesem Zusammenhang können auch Wartungsarbeiten vorgezogen werden, da sie meist leichter umgesetzt werden können als Neuprojekte. Auf diese Weise ist es möglich, die öffentlichen Investitionsausgaben zeitnah zu steigern und damit die Wirtschaft wirksam zu stabilisieren.

¹⁴ Die sprunghafte Zunahme der Sparquote privater Haushalte im zweiten Quartal 2020 lässt sich grundsätzlich durch die lockdownbedingt erzwungene Spartätigkeit sowie durch Vorsichtssparen mit Blick auf eine mögliche Arbeitslosigkeit erklären. Eine empirische Analyse deutet jedoch auf das „Zwangssparen“ als Hauptgrund hin. Siehe hierzu EZB, [Höhere Ersparnisbildung der privaten Haushalte infolge von Covid-19 – aus Vorsorge oder Zwang?](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 6/2020, September 2020.

¹⁵ Siehe IWF, Fiscal Monitor: Policies for the Recovery, 2020.

¹⁶ Im Juni 2020 einigte sich die Bundesregierung auf ein Konjunkturpaket, das auch ein Zukunftspaket mit einem Gesamtvolumen von 50 Mrd € u. a. für E-Autos und einen Ausbau der Ladestationen, Fördermaßnahmen im Bereich der Digitalisierung und zusätzliche Unterstützungsleistungen für die Deutsche Bahn umfasst.

¹⁷ Am 3. September 2020 kündigte die französische Regierung den Aufbauplan „France Relance“ an, der 100 Mrd € freisetzen dürfte. Einen wesentlichen Bestandteil dieses Plans stellen öffentliche Investitionen dar. Rund 30 % der Mittel werden für Umweltinvestitionen eingesetzt. Ferner sind Investitionen in Zukunftstechnologien vorgesehen.

Staatliche Investitionen sind auch nach der Pandemie von großer Bedeutung für die Konjunkturerholung und werden vor allem über das Hilfspaket „Next Generation EU“ (NGEU) getätigt. Insbesondere die zusätzlichen öffentlichen Investitionen, die auf dieses Paket zurückgehen, werden eine tragende Rolle bei der Konjunkturstützung spielen, wenn die Pandemie abgeklungen ist.¹⁸ Von dieser Fazilität dürfte 2021-2024 im Durchschnitt des Eurogebiets ein schuldenfinanzierter expansiver Fiskalimpuls von rund 1 % des BIP ausgehen. Der überwiegende Teil dieser Ausgaben sollte in öffentliche Investitionen und wachstumsfördernde Strukturreformen fließen (siehe Kasten 1). Daher gilt es sicherzustellen, dass diese Ausgaben zusätzlich zu den auf einzelstaatlicher Ebene geplanten Ausgaben erfolgen. Auf diese Weise wird vermieden, dass die EU-Mittel an die Stelle öffentlicher Investitionsausgaben der einzelnen Euro-Länder treten. Freilich wäre selbst im Falle einer Verdrängung nationaler Investitionsausgaben durch NGEU-finanzierte Investitionen ein günstiger Effekt zu verzeichnen, da die EU-Zuschüsse nicht zu einer Erhöhung des öffentlichen Schuldenstands der einzelnen Länder führen. Die für die Zeit nach der Krise zu erwartende Zunahme der öffentlichen Investitionen steht in starkem Kontrast zu dem Geschehen in den Jahren nach der Weltfinanzkrise. Damals drosselten die Regierungen der Euro-Länder ihre Investitionsausgaben im Zuge der Haushaltskonsolidierung deutlich,¹⁹ sodass die staatliche Investitionsquote auf Euroraumebene von 3,7 % im Jahr 2009 auf 2,7 % im Jahr 2018 sank.

Die Maßnahmen der einzelnen Länder wie auch der EU dürften in wesentlichen Teilen auf die Erfüllung umweltpolitischer Ziele abstellen. Die Vereinbarung des Europäischen Rates vom Juli 2020²⁰ enthält einen globalen Zielwert von mindestens 30 % des Gesamtvolumens des EU-Haushalts und der NGEU-Ausgaben für die Verfolgung von Klimazielen. Beispielfhaft sei hier Frankreich genannt. Gemäß der Übersicht über die Haushaltsplanung 2021 sind 30 % der im Paket „France Relance“ veranschlagten 100 Mrd € für breit gestreute Investitionen in den ökologischen Wandel vorgesehen. Hierzu zählen die energetische Sanierung von Gebäuden, eine umweltfreundliche Infrastruktur und Mobilität, die Reduzierung des Kohlendioxid-ausstoßes der Industrie, die Förderung ökologischer Innovationen und der Kreislaufwirtschaft, eine Begrenzung des Flächenverbrauchs und eine Agrarwende. Nicht zum ersten Mal werden in einer Wirtschaftskrise mit Fiskalimpulsen Umweltziele verfolgt. So stellten während der Weltfinanzkrise über 16 % aller fiskalpolitischen Stimulierungsmaßnahmen auf umweltfreundliche Aktivitäten ab.²¹ Die Erfahrung hat gezeigt, dass hinreichend großvolumige, zeitnahe und gut konzipierte Fiskalimpulse im Bereich der Ökologie neben dem angestrebten Nutzen

¹⁸ Siehe EZB, [Die Auswirkungen des Aufbauplans der EU auf die öffentlichen Finanzen](#), Kasten 8, Wirtschaftsbericht 6/2020, September 2020.

¹⁹ Siehe EZB, [Die Zusammensetzung der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 5/2017, August 2017.

²⁰ Siehe Schlussfolgerungen des Europäischen Rates vom 21. Juli 2020 zu dem Aufbauplan und dem mehrjährigen Finanzrahmen 2021-2027.

²¹ Zu den geförderten Umweltmaßnahmen zählten die Gewinnung erneuerbarer Energien, Energieeffizienz von Gebäuden, Abwrackprämien für Kraftfahrzeuge mit hohem Treibstoffverbrauch, Förderung der Entwicklung umweltfreundlicher Technologien, öffentliche Verkehrsmittel, Naturschutz und Wasserressourcenmanagement. Siehe S. Agrawala, D. Dussaux und N. Monti, *What policies for greening the crisis response and economic recovery? Lessons learned from past green stimulus measures and implications for the COVID-19 crisis*, Environment Working Paper der OECD, Nr. 164, 2020.

für die Umwelt auch Wirtschaftswachstum generieren können. Allerdings können auch Zielkonflikte zwischen Wachstums- und Umwelterwägungen bestehen, was die Bedeutung einer guten Ausgestaltung der Maßnahmen verdeutlicht.

4 Liquiditätsmaßnahmen auf der Ausgabenseite

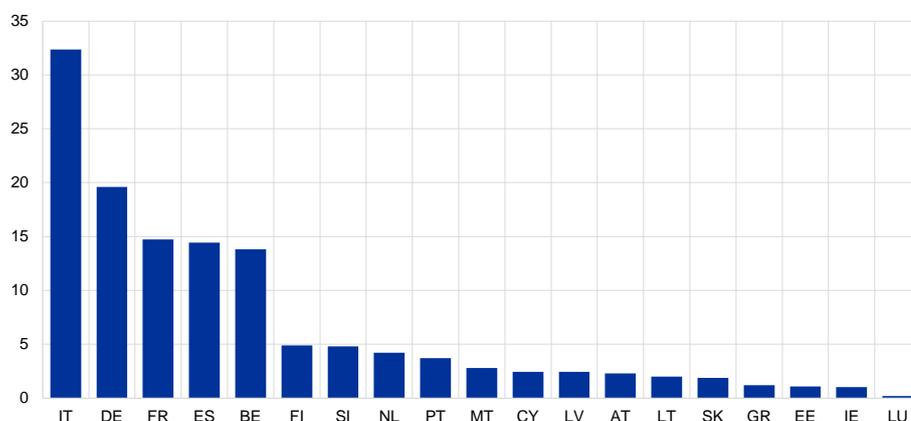
Im Frühstadium der Covid-19-Krise wurde zur Beseitigung von Liquiditätsengpässen der Unternehmen vor allem auf Kreditgarantien zurückgegriffen.

Derartige Garantien sollten Liquiditätsengpässe bei den am stärksten von den Eindämmungsmaßnahmen betroffenen Unternehmen, vor allem KMUs, abwenden. Darüber hinaus versorgten mehrere Mitgliedstaaten Betriebe durch die Kreditvergabe über staatliche Entwicklungsbanken mit zusätzlicher Liquidität. Auf der Ebene des Eurogebiets belaufen sich die angekündigten Garantien (einschließlich Ermächtigungen hierzu) auf über 16 % des BIP (siehe Abbildung 4). Zwar verbesserte sich zweifelsohne auf kurze Sicht das Unternehmerv Vertrauen durch die Ankündigung derart umfangreicher Kreditgarantien. Zwischen den in Aussicht gestellten Beträgen und der tatsächlichen Ausnutzung der Garantie herrscht aber ein deutliches Gefälle. In den vier größten Mitgliedstaaten belief sich die tatsächliche Ausnutzung im Zeitraum bis Oktober/November 2020 auf rund 1,3 % des BIP (Deutschland) bis 9,7 % des BIP (Spanien).²² Die Wirksamkeit der Garantien hängt von gewissen Gestaltungsmerkmalen ab, die über die rasche Verfügbarkeit der Kredite bestimmen und sich von Land zu Land deutlich unterscheiden. Außerdem stellte auch die Europäische Investitionsbank (EIB) Kreditgarantien bereit (siehe Kasten 1).

²² Aktualisierte Daten der Angaben in EZB, [Staatliche Kreditgarantien und Bankkreditvergabe während der Covid-19-Pandemie](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 6/2020, September 2020.

Abbildung 4 Garantien

(in % des BIP 2019)



Quelle: Eigene Berechnungen anhand der Übersichten über die Haushaltsplanung für 2021 und der Datenbank des IWF über die finanzpolitische Reaktion auf Covid-19.

Anmerkung: Angaben aus den Übersichten über die Haushaltsplanung für 2021 gemäß Veröffentlichung auf der Website der Europäischen Kommission. In einigen Fällen wurden die Zahlen in Prozent des BIP angegeben, in anderen als Beträge in Mrd €, wobei auch diese in Bezug zum BIP gesetzt wurden. Grundlage hierfür bildeten die Prognosen der Haushaltsübersichten zum nominalen Wirtschaftswachstum 2020. Zu AT, CY, EE, IT, LV, NL und SI wurde der Umfang des Ermächtigungsrahmens für staatliche Kreditgarantien der Datenbank des IWF über die finanzpolitische Reaktion auf Covid-19 (Stichtag 11. September 2020) entnommen. Die dortigen Beträge wurden anhand des EUR/USD-Wechselkurses vom 11. September 2020 in Euro umgerechnet. Zur Errechnung der Prozentangaben wurden die Angaben zum BIP in den Haushaltsübersichten herangezogen.

Staatsgarantien für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften kamen bereits in vergangenen Krisen zum Einsatz. Ein besonderes Merkmal der aktuellen finanzpolitischen Reaktion auf die Covid-19-Krise ist aber deren Umfang.

Während der Weltfinanzkrise stellten die Garantien für den Finanzsektor hauptsächlich darauf ab, das Vertrauen wiederherzustellen und die angemessene Finanzierung des Finanzsektors zu gewährleisten. Die seinerzeit zugesagten Mittel beliefen sich auf rund 18 % des BIP 2010,²³ was in etwa dem Umfang der heutigen Garantieankündigungen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften entspricht. Als sich die Finanzierungsbedingungen für KMUs im Gefolge der globalen Finanzkrise aufgrund der Probleme im Bankensektor verschlechterten, weiteten die meisten Euro-Länder den Zugang zu staatlichen Garantieprogrammen und Krediten aus, um die Liquiditätsversorgung der Unternehmen sicherzustellen. In einigen Fällen war der angekündigte Programmfumfang sehr groß (z. B. stellte Deutschland mit seinem Wirtschaftsfonds Deutschland Bürgschaften von rund 100 Mrd € in Aussicht, und Frankreichs Kredite und Bürgschaften für KMUs beliefen sich auf 22 Mrd €). Die tatsächliche Ausnutzung war hingegen – insbesondere im Vergleich zu den Hilfen für den Finanzsektor – zumeist deutlich niedriger.²⁴

²³ Zu einer detaillierten Übersicht über die Staatsgarantien für den Finanzsektor während der Weltfinanzkrise siehe EZB, [Maßnahmen der Regierungen des Euro-Währungsgebiets zur Stützung des Finanzsektors](#), Monatsbericht April 2010.

²⁴ Zu einer Übersicht siehe OECD (Working Party on SMEs and Entrepreneurship), [Assessment of government support programmes for SMEs' and entrepreneurs' access to finance in the crisis](#), 2010.

Der empirischen Literatur zufolge wirkten sich Staatsgarantien in vergangenen Krisen positiv auf die Kreditvergabe aus, hatten möglicherweise aber auch einige negative Anreizeffekte. Im gegenwärtigen Umfeld erscheinen letztere jedoch weniger wahrscheinlich. Empirische Analysen der Programme für KMUs in Italien²⁵ und den Niederlanden²⁶ ergaben, dass diese sich während der weltweiten Finanzkrise positiv auf den Zugang zu Krediten auswirkten, es aber auch Anzeichen eines Moral Hazard bei den Unternehmen gab. Grund hierfür waren geringere Anreize für Banken, die Kreditqualität zu prüfen und zu überwachen, was entsprechend den riskanteren Projekten der Unternehmen risikoreichere Ausleihungen zur Folge hatte. In der Coronakrise scheinen staatliche Kreditgarantien ein besonders effizientes Instrument zu sein, um die Liquidität von Unternehmen sicherzustellen, da die Krise vor allem Betriebe erfasst hat, die ohne die Pandemie existenzfähig und produktiv wären. Grundsätzlich könnten Moral-Hazard-Bedenken aufkommen, falls die Banken bestehende problembehaftete Darlehen, die vor der Krise ausgereicht wurden, nun durch neue, staatlich garantierte Ausleihungen ersetzen. Aufgrund der Besonderheiten der aktuellen Krise ist die Gefahr, dass ein Moral Hazard hohe Kosten durch die Kreditvergabe an nicht existenzfähige Unternehmen verursachen könnte, jedoch geringer.²⁷ Anders als in vorherigen Finanzkrisen wurde der wirtschaftliche Schock dieses Mal nicht durch ein übermäßiges Risikoverhalten verursacht, sodass die Liquiditätsengpässe der Unternehmen in den meisten Fällen vorübergehender Art sein dürften. Darüber hinaus können die Unternehmen ihre pandemiebedingten Verluste teilweise durch die umfangreiche fiskalische Unterstützung ausgleichen.

5 Haushaltspolitische Maßnahmen auf der Einnahmenseite

In einigen Ländern des Euro-Währungsgebiets wurde vorübergehend die Mehrwertsteuer herabgesetzt, um den Konsum nach den strikten Lockdown-Maßnahmen wieder anzukurbeln. So senkte Deutschland von Juli bis Dezember 2020 den Regelsatz von 19 % um 3 Prozentpunkte und den ermäßigten Mehrwertsteuersatz von 7 % um 2 Prozentpunkte; Irland reduzierte den Regelsatz der Mehrwertsteuer von 23 % für die Zeit von September 2020 bis Februar 2021 um 2 Prozentpunkte. Unter der Annahme einer vollständigen Weitergabe hätte Deutschlands Mehrwertsteuersenkung die HVPI-Inflationsrate für das Euro-Währungsgebiet vom Juli 2020 damit um rund 0,6 Prozentpunkte verringert.²⁸ Der tatsächliche Effekt dieser Maßnahme ist jedoch ungewiss, da sie zeitlich befristet ist und in einer Situation ergriffen wurde, in der die Wirtschaftsleistung schwach und die Unsicherheit groß war. Im Euroraum gibt es wenig Erfahrung mit derartigen

²⁵ Siehe A. D'Ignazio und C. Menon, Causal Effect of Credit Guarantees for Small- and Medium-Sized Enterprises: Evidence from Italy, *Scandinavian Journal of Economics*, Bd. 122, 2020, S. 191-218.

²⁶ Siehe V. Ioannidou, J. M. Liberti, T. Mosk und J. Sturgess, Intended and Unintended Consequences of Government Credit Guarantee Programs, in: C. Mayer, S. M. Onado, M. Pagano und A. Polo (Hrsg.), *Finance and Investment: The European Case*, 2018.

²⁷ Zu einer Erörterung der Risiken einer „Zombifizierung“ der Wirtschaft und vorbeugender politischer Maßnahmen siehe L. Laeven, G. Schepens und I. Schnabel, Zombification in Europe in times of pandemic, *VoxEU*, 11. Oktober 2020.

²⁸ Siehe EZB, [Die Bedeutung indirekter Steuern für die Inflation und die Inflationsaussichten im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 6, *Wirtschaftsbericht 6/2020*, September 2020.

Konjunkturmaßnahmen. Allerdings zeigen empirische Belege für das Vereinigte Königreich,²⁹ wo während der Weltfinanzkrise die Mehrwertsteuer zur Stimulierung des privaten Konsums vorübergehend gesenkt wurde, dass Unternehmen die niedrigeren Steuersätze zunächst größtenteils weitergaben. Nach zwei Monaten wurden einige Preissenkungen aber wieder rückgängig gemacht. In diesem konkreten Fall gelang es durch die zeitweilige Mehrwertsenkung, Konsumausgaben für Gebrauchsgüter vorzuziehen. Erste Hinweise aus einer Verbraucherumfrage in Deutschland deuten hingegen darauf hin, dass zwar rund die Hälfte der Verbraucher einen Rückgang der Preise wahrgenommen hatten, aber nur 11 % beabsichtigten, ursprünglich für 2021 geplante Anschaffungen früher zu tätigen. Daraus lässt sich schließen, dass die befristete Mehrwertsteuersenkung einen nur begrenzt konsumsteigernden Effekt hatte.³⁰

Die Wirksamkeit der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkungen als Stimulierungsmaßnahme wurde durch die anhaltenden Einschränkungen und Verhaltensänderungen beeinträchtigt. Insbesondere war festzustellen, dass die Sektoren, die am stärksten von den Eindämmungsmaßnahmen betroffen waren und in der Übergangsphase nach den umfassenden Lockdowns häufig weiterhin Angebotsengpässen unterlagen, weniger von dieser Maßnahme profitierten. Deutlicher stützten die Mehrwertsteuersenkungen hingegen den Konsum von Gebrauchsgütern. Aus diesem Grund beschränkten einige Länder (etwa Belgien und Österreich) die Mehrwertsteuersenkungen auf stärker betroffene Sektoren wie die Reiseverkehrsbranche und das Hotel- und Gastgewerbe. In den meisten Ländern werden die Mehrwertsteuersenkungen Anfang 2021 auslaufen. Im Anschluss ist – sofern die Wirtschaft noch unter einer gedämpften Nachfrage leidet – mit einem zeitweiligen Konsumrückgang zu rechnen.

Einige Euro-Länder sehen in ihren Haushaltsplanungen 2021 eine Senkung der direkten Steuern oder der Sozialbeiträge vor. So hat Frankreich für 2021 eine Senkung der Produktionssteuern angekündigt. Damit soll die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen verbessert werden. Zwar boten einige Länder den Unternehmen gewisse Steueranreize etwa in Form von Investitionszuschüssen, aber die Körperschaftsteuertarife wurden bislang nicht nennenswert gesenkt. Generell kann sich eine niedrigere Körperschaftsteuer positiv auf das Potenzialwachstum auswirken, da sie die Wachstumsfreundlichkeit des Steuersystems erhöht.³¹ Es ist jedoch eher unwahrscheinlich, dass eine solche Senkung auf kurze Sicht erhebliche positive Auswirkungen auf das Wachstum zeitigt. Erstens begünstigt eine niedrigere Körperschaftssteuer üblicherweise Betriebe mit Gewinnen und somit nicht jene Unternehmen, die pandemiebedingte Verluste verzeichnen. Zweitens kommen empirische Untersuchungen zu dem Schluss, dass Steueranreize die Investitionsentscheidungen von Unternehmen in Zeiten hoher Unsicherheit wie in

²⁹ Siehe C. Crossley, H. 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.

³⁰ Siehe Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, [Jahresgutachten 2020/21 – Corona-Krise gemeinsam bewältigen, Resilienz und Wachstum stärken](#), 2020.

³¹ Siehe EZB, [Die Zusammensetzung der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 5/2017, August 2017.

der aktuellen Krise nicht sonderlich stark beeinflussen.³² Was die Besteuerung von Erwerbseinkommen anbelangt, so führten einige Länder (z. B. Griechenland) Subventionsprogramme ein, durch die Unternehmen für neu eingestellte Beschäftigte vorübergehend keine Sozialbeiträge oder Steuern entrichten müssen. Solche befristeten und zielgerichteten Maßnahmen können sich als wirksame Instrumente erweisen, um in der Erholungsphase eine Verlagerung von Arbeitskräften zu fördern. Weitreichende Senkungen der Einkommensteuer oder der Sozialbeiträge auf vorübergehender (wie etwa in Griechenland) oder dauerhafter Basis (z. B. in den ärmeren Regionen Italiens) sind zwar üblicherweise deutlich kostspieliger, es ist jedoch davon auszugehen, dass sie dem Beschäftigungswachstum mittel- bis langfristig zuträglich sind.

6 Liquiditätsmaßnahmen auf der Einnahmenseite

In den Lockdown-Phasen wurde die Liquiditätsausstattung der Unternehmen auch durch verschiedene steuerliche Maßnahmen, insbesondere Steuerstundungen, gestärkt; erwartungsgemäß dürften diese keine wesentlichen Auswirkungen auf den öffentlichen Finanzierungssaldo 2020 haben. Bereits in einem frühen Stadium der Pandemie ergriffen alle Euro-Länder Maßnahmen, um den auf Unternehmen, die massiv von den Lockdowns betroffen waren, lastenden Druck durch anstehende Steuerzahlungen zu mindern. Die Höhe der gesamten Steuerverbindlichkeiten der Unternehmen verringerte sich hierdurch in der Regel nicht. Die Zahlungstermine, die in den Zeitraum der umfassenden Lockdowns im ersten Halbjahr fielen, wurden aber auf spätere Termine verschoben, sodass den Unternehmen zusätzliche Liquidität zur Verfügung stand. Zu den ergriffenen Maßnahmen gehörten Stundungen von Steuerzahlungen (für Mehrwertsteuer, Körperschaft- und Einkommensteuer) und von Sozialbeiträgen, eine Herabsetzung der Körperschaftsteuervorauszahlungen (die hauptsächlich anhand des Vorjahresergebnisses festgelegt werden) und eine Beschleunigung von Steuererstattungen sowie die Aussetzung von Vollstreckungsmaßnahmen bei Steuerrückständen. In den meisten Ländern beliefen sich die Steuerstundungen auf 0,5 % bis 2 % des BIP. In einigen Fällen waren sie jedoch umfangreich und betragen etwa in Luxemburg annähernd 8 % des BIP (gemäß der Haushaltsübersicht 2021 des Landes). Allerdings ist der Gesamteffekt dieser Maßnahmen auf den öffentlichen Finanzierungssaldo 2020 aus zwei Gründen recht gering. Erstens waren die gestundeten Steuern in den meisten Ländern bereits im zweiten Halbjahr 2020 fällig. Zweitens werden die erwarteten Einnahmen dem Jahr zugerechnet, in dem die Steuerschuld entstanden ist, selbst wenn die Zahlung erst in den Folgejahren zu entrichten ist.

³² Siehe I. Guceri und M. Albinowski, Investment Responses to Tax Policy Under Uncertainty, Working Paper des CESifo, Nr. 7929, 2019.

Steuerliche Liquiditätsmaßnahmen waren ein wirksames Instrument zur Verbesserung der Liquiditätslage der Unternehmen. Da Steuerverbindlichkeiten in der Regel verzögert auf eine Veränderung der Einnahmen reagieren, wirken sich solche steuerlichen Maßnahmen stabilisierend auf die Unternehmenserträge aus. Wenngleich ihr breitflächiger Einsatz in der Covid-19-Krise ein Novum darstellt, wurden steuerliche Liquiditätsmaßnahmen in begrenztem Umfang bereits während der weltweiten Finanzkrise angewendet (z. B. in Italien und Spanien). Für ihre Wirksamkeit gibt es nur wenige Belege. Eine nennenswerte Ausnahme bildet eine empirische Analyse der Effekte, die die Stundung der Abgabenlast auf Arbeits-einkommen im Jahr 2009 in Schweden hatte.³³ Diese Studie deutet darauf hin, dass sich Steuerstundungen positiv auswirken, weil sie insbesondere bei jüngeren und höher verschuldeten Unternehmen kurzfristige Liquiditätsengpässe abmildern und die Wahrscheinlichkeit einer schweren finanziellen Notlage der Betriebe nach der Krise verringern.

Kasten 2

Reaktion der EU auf die Covid-19-Krise

Stephan Haroutunian

Die Europäische Union (EU) hat zur Bewältigung der Krise im Zusammenhang mit dem Coronavirus (Covid-19) Maßnahmen in nie dagewesenem Umfang ergriffen, die eine wichtige Ergänzung zu den auf Länderebene getroffenen finanzpolitischen Maßnahmen darstellen.

Dabei bilden die nationalen finanzpolitischen Maßnahmen die erste Verteidigungslinie. Angesichts des Ausmaßes der Krise und der Tatsache, dass nicht alle Mitgliedstaaten über denselben fiskalischen Handlungsspielraum verfügen, wurde jedoch befunden, dass eine darüber hinausgehende, übergreifende Reaktion der EU die Erholung unterstützen und das Risiko einer Fragmentierung in der EU verringern kann.

Das Vorgehen der EU ist zudem auf die Herausforderungen zugeschnitten, die sich in den verschiedenen Krisenphasen ergeben. Mit kurzfristigen Aktionen wurde der dringenden Notwendigkeit Rechnung getragen, der Krise während des ersten Lockdowns entgegenzuwirken. Die eher mittel- bis langfristigen Gegenmaßnahmen zielen hingegen darauf ab, die erforderlichen fiskalischen Impulse insbesondere in den anfälligeren Mitgliedstaaten so aufrechtzuerhalten, dass auf lange Sicht die Voraussetzungen für eine wettbewerbsfähigere EU geschaffen werden.

Als erstes Maßnahmenpaket wurde Folgendes beschlossen:

Zu den wichtigsten Sofortmaßnahmen zählte die Aktivierung der **allgemeinen Ausweichklausel des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP)**.³⁴ Die allgemeine Ausweichklausel ermöglicht allen Mitgliedstaaten eine koordinierte, zeitlich befristete Abweichung von den regulären fiskalpolitischen Anforderungen des SWP, sofern dadurch nicht die mittelfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen gefährdet wird. Damit können die Mitgliedstaaten die notwendigen haushaltspolitischen Maßnahmen ergreifen, um in einer allgemeinen Krisensituation, die durch einen schweren Wirtschaftsabschwung im Euro-Währungsgebiet oder in der EU insgesamt verursacht wurde, eine

³³ Siehe J. R. Brown, G. Martinsson und C. Thomann, Government Lending in a Crisis, Research Paper des Swedish House of Finance, Nr. 20-28, 2020.

³⁴ Siehe EZB, [Die Covid-19-Krise und ihre Auswirkungen auf die Finanzpolitik](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 4/2020, Juni 2020.

antizyklische Reaktion zu erzielen. Der ECOFIN-Rat hat die Klausel erstmals seit ihrer Aufnahme in das Regelwerk im Jahr 2011 aktiviert. Gemäß der Erklärung der EU-Finanzministerinnen und -minister vom 23. März 2020 zum Stabilitäts- und Wachstumspakt angesichts der Covid-19-Krise³⁵ soll die Anwendung der allgemeinen Ausweichklausel die nötige Flexibilität gewährleisten, um alle erforderlichen Maßnahmen zur Begrenzung der pandemiebedingten Auswirkungen zu ergreifen und gegebenenfalls darüber hinaus durch weitere diskretionäre Anreize und koordinierte Maßnahmen breitere Unterstützung zu leisten. Die Maßnahmen sollen von den Mitgliedstaaten so konzipiert werden, dass sie – je nach Erfordernis – zeitnah, zeitlich befristet und zielgerichtet sind.

Auf diese Weise soll sichergestellt werden, dass der regelgebundene Handlungsrahmen der EU die Umsetzung von Notmaßnahmen erleichtert. Insbesondere verabschiedete die Europäische Kommission einen speziellen **befristeten Rahmen für staatliche Beihilfen**, um die staatliche Unterstützung für Unternehmen zu beschleunigen. Zugleich betonte sie jedoch die Notwendigkeit der Wahrung einheitlicher Wettbewerbsbedingungen im Binnenmarkt.

Was den EU-Haushalt betrifft, so hat die Europäische Kommission die **Investitionsinitiative zur Bewältigung der Coronakrise** ins Leben gerufen. Damit können Finanzmittel im Rahmen der EU-Kohäsionspolitik zur Bewältigung der Folgen der Covid-19-Krise eingesetzt werden.

In einem zweiten Schritt wurden drei Sicherheitsnetze im Gesamtvolumen von 540 Mrd € eingerichtet, um die Hilfsmaßnahmen der Mitgliedstaaten für Arbeitnehmer und Unternehmen zu flankieren und den Zugang der Länder zu Finanzmitteln zu sichern. Mit diesem Maßnahmenpaket sollen den Unternehmen Liquiditätshilfen zur Verfügung gestellt und die Mitgliedstaaten bei der Finanzierung ihrer Krisenbewältigungsmaßnahmen unterstützt werden.

1. Unterstützung bei der Minderung von Arbeitslosigkeitsrisiken in einer Notlage (SURE):

Hierbei handelt es sich um ein zeitlich befristetes, kreditbasiertes Instrument, das den Staaten finanzielle Unterstützung gewährt, indem während der Notlage Mittel zur Finanzierung nationaler Kurzarbeitsregelungen und bestimmter Gesundheitsausgaben bereitgestellt werden. Die Mitgliedstaaten erhalten von der EU Darlehen zu günstigen Bedingungen. Dabei knüpft das Gesamtkreditvolumen von 100 Mrd € so weit wie möglich an den EU-Haushalt an und wird zusätzlich durch Garantien der Mitgliedstaaten abgesichert. Diese Garantien sind unwiderruflich, nicht an Auflagen gebunden und unmittelbar abrufbar.

2. Unterstützung der Tätigkeit der Europäischen Investitionsbank (EIB): Auf Initiative der EIB-Gruppe wurde ein gesamteuropäischer Garantiefonds im Umfang von 25 Mrd € eingerichtet. Hierdurch können insbesondere kleinen und mittleren Unternehmen in der gesamten EU Finanzierungsmittel in Höhe von insgesamt 200 Mrd € zur Verfügung gestellt werden, unter anderem über nationale Förderbanken. Der Garantiefonds soll die nationalen Sicherungssysteme ergänzen und dafür Sorge tragen, dass die Unternehmen über hinreichend kurzfristige Liquidität verfügen, um auf mittlere bis lange Sicht weiter wachsen und florieren zu können.

3. Sicherheitsnetz für die Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets: Um die Finanzierung der Länder des Euroraums zu sichern, wurde das Instrument der Pandemie-Krisenhilfe entwickelt. Dieses basiert auf der bereits im Rahmen des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) bestehenden vorsorglichen Kreditlinie mit verschärfter Konditionalität (ECCL), angepasst an die spezifische Herausforderung. Durch dieses Instrument soll während der Krise der Zugang zu

³⁵ Siehe die [Erklärung der EU-Finanzministerinnen und -minister zum Stabilitäts- und Wachstumspakt angesichts der COVID-19-Krise](#) vom 23. März 2020.

Finanzmitteln sichergestellt werden. Anträge auf Pandemie-Krisenhilfe können bis zum 31. Dezember 2022 gestellt werden. Abgerufen werden können bis zu 2 % des BIP des jeweiligen Mitgliedstaats zum Jahresende 2019, wobei sich der Gesamtumfang auf 240 Mrd € beläuft. Einzige Bedingung für die Inanspruchnahme ist die Zusage des antragstellenden Landes, mit dieser Kreditlinie die nationale Finanzierung der direkten und indirekten Gesundheits-, Behandlungs- und Präventionskosten zu unterstützen, die sich aus der Covid-19-Krise ergeben. Die Kreditlinie wurde am 15. Mai 2020 vom Gouverneursrat des ESM eingerichtet. Zum Jahresende 2020 hatte allerdings noch kein Land Interesse an der Inanspruchnahme bekundet.

Um die Erholung weiter zu unterstützen, verabschiedete der Europäische Rat das wegweisende Hilfspaket „Next Generation EU“ (NGEU).³⁶

Das Paket hat ein Volumen von 750 Mrd € (zu Preisen von 2018). Zentraler Bestandteil ist eine Aufbau- und Resilienzfazilität (Recovery and Resilience Facility – RRF) mit einem Gesamtumfang von 672 Mrd €, davon werden 360 Mrd € in Form von Darlehen und 312,5 Mrd € in Form von Transfers als Finanzhilfen bereitgestellt. Die restlichen Mittel aus dem NGEU-Programm sind für andere Initiativen vorgesehen, wie etwa Forschung und Entwicklung (HorizonEurope), Krisenbewältigung im Rahmen der Kohäsionspolitik (REACT-EU), Kampf gegen den Klimawandel (Just Transition Fund) sowie Entwicklung des ländlichen Raums und Katastrophenschutz (RescEU). Den größten Posten bildet dabei REACT-EU. Bis Ende 2023 sollen sämtliche Gelder im Rahmen der RRF zugesagt und bis Ende 2026 sämtliche Zahlungen geleistet werden. Die Kommission erhält die Befugnis, im Auftrag der EU Finanzmittel in Höhe von bis zu 750 Mrd € (zu Preisen von 2018) an den Kapitalmärkten aufzunehmen, wobei die Nettokreditaufnahme spätestens mit Ablauf des Jahres 2026 endet. Der Tilgungsplan läuft bis Ende 2058. Den als besonders anfällig eingestuften EU-Ländern dürften erhebliche Nettotransfers aus der RRF zufließen. Um finanzielle Unterstützung aus der RRF zu erhalten, müssen die EU-Mitgliedstaaten nationale Aufbau- und Resilienzpläne erstellen, in denen sie ihre Reform- und Investitionsagenda für die Jahre 2021 bis 2023 darlegen. Diese Reformen und öffentlichen Investitionen sollen den im Rahmen des Europäischen Semesters aufgezeigten Herausforderungen Rechnung tragen und die Schaffung von Arbeitsplätzen, das Wachstumspotenzial sowie die wirtschaftliche und soziale Resilienz des betreffenden Mitgliedstaats stärken. Die RRF wurde am 9. November 2020 vom Europäischen Parlament verabschiedet. Damit ist auch die Forderung verbunden, dass jeder Aufbau- und Resilienzplan mindestens 40 % seines Budgets für Klimaschutz und Biodiversität und mindestens 20 % für digitale Investitionen und Reformen vorsehen soll.

7 Bedeutung für den fiskalischen Kurs

Die vorübergehende Wirkung der Krisenmaßnahmen erschwert die Interpretation des fiskalischen Kurses 2020 und 2021.

Wie bereits dargelegt, ist der Gesamtumfang der fiskalischen Maßnahmen in den Übersichten über die Haushaltsplanung 2021 deutlich geringer als im Jahr 2020. Somit wird auf die stark expansive Finanzpolitik 2020 im laufenden Jahr eine etwas geringere Stützung durch die öffentlichen Haushalte folgen, sofern nicht zusätzliche Maßnahmen ergriffen oder die bestehenden Maßnahmen als Reaktion auf ein Wiederaufflammen

³⁶ Siehe EZB, [Die Auswirkungen des Aufbauplans der EU auf die öffentlichen Finanzen](#), Kasten 8, Wirtschaftsbericht 6/2020, September 2020.

der Krise verlängert werden. Ursächlich hierfür ist jedoch vor allem das Auslaufen der haushaltspolitischen Notmaßnahmen, deren wirtschaftliche Implikationen sich von jenen gängiger Stimulierungsmaßnahmen unterscheiden und die einen nachhaltigeren positiven Effekt auf das Wirtschaftswachstum haben. Die Notmaßnahmen zielten nicht darauf ab, das Wachstum im ersten Halbjahr – als der Großteil dieser Ausgaben getätigt wurde – anzukurbeln. Vielmehr sollten sie jene Unternehmen und Beschäftigungsverhältnisse schützen, die den Lockdown ansonsten nicht überstanden hätten. Ihre Konjunkturreffekte werden während der Erholung stärker sichtbar werden, denn ohne die Notmaßnahmen wäre es zu einer Vielzahl von Unternehmenszusammenbrüchen und Entlassungen gekommen, und der Aufholprozess würde durch zeitraubende Restrukturierungsprozesse in ansonsten gesunden Betrieben und Verzerrungen am Arbeitsmarkt gebremst.

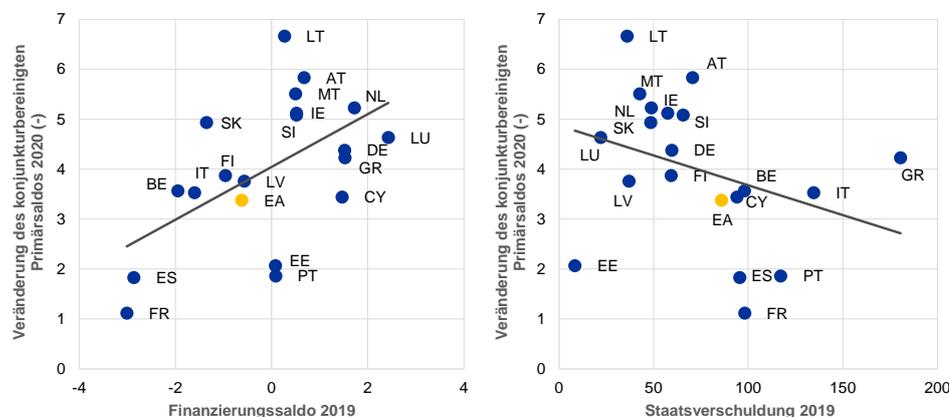
Die umfangreichen fiskalischen Maßnahmen, die 2020 ergriffen wurden, wirkten dem krisenbedingten Rückgang der Wirtschaftsleistung entgegen. Wie bereits dargelegt hatten die Besonderheiten der Coronakrise Einfluss auf die Wirksamkeit der fiskalischen Maßnahmen. Aus diesem Grund kann es irreführend sein, deren Wachstumseffekte anhand historischer Elastizitäten zu ermitteln. Modellschätzungen sollten daher die wirtschaftlichen Besonderheiten der Pandemie berücksichtigen. Eine erste modellgestützte Studie³⁷ legt nahe, dass die zu Krisenbeginn umgesetzten Notmaßnahmen dem pandemiebedingten Rückgang der Wirtschaftsleistung massiv entgegenwirkten und die Erholung beschleunigten. Der Studie zufolge reduzierte der Stabilisierungseffekt, der sich aus Kurzarbeitsregelungen und Garantien ergab, den gesamtwirtschaftlichen Verlust durch die Pandemie um ein Viertel, was einer Verbesserung des realen BIP um mehr als 4 Prozentpunkte entspricht. In dem Modell wird davon ausgegangen, dass Kurzarbeitsregelungen die Investitionen der Unternehmen stabilisieren, da sie deren Kosten senken und somit die Liquidität erhöhen. Zudem verringern sie die Dauer der Rezession, denn sie tragen dazu bei, kostenträchtige und zeitintensive Einstellungsverfahren während der Erholungsphase zu vermeiden. Darüber hinaus fördert das im Vergleich zur Arbeitslosenunterstützung großzügiger bemessene Kurzarbeitergeld die Nachfrage der privaten Haushalte. Es wird davon ausgegangen, dass Liquiditätshilfen die Investitionstätigkeit und Beschäftigung von Betrieben stabilisieren, bei denen es während der Krise zu Liquiditätsengpässen gekommen ist.

³⁷ Siehe P. Pfeiffer, W. Roeger und J. in 't Veld, The COVID19-Pandemic in the EU: Macroeconomic Transmission and Economic Policy Response, European Economy Discussion Paper der Europäischen Kommission, Nr. 127, 2020.

Abbildung 5

Lockerung des fiskalischen Kurses im Jahr 2020 und anfängliche Haushaltslage

(in % des BIP)



Quelle: Europäische Kommission, Herbstprognose 2020.

Anmerkung: Der Umfang der fiskalischen Lockerung 2020 wird hier als Veränderung des in der Herbstprognose 2020 der Europäischen Kommission ausgewiesenen konjunkturbereinigten Primärsaldos berechnet (zur Erleichterung der Interpretation mit geändertem Vorzeichen).

Der geschätzte Umfang der fiskalischen Lockerung spiegelt auch die

anfängliche Haushaltslage der Mitgliedstaaten wider.

Die bis 2020 günstige gesamtwirtschaftliche Entwicklung hatte einige Länder des Euroraums dazu veranlasst, ihre Haushaltsdefizite zurückzuführen und erhebliche Finanzpolster aufzubauen. So waren vor allem Länder mit einer günstigen Ausgangslage, d. h. einem Haushaltsüberschuss oder einem niedrigeren Schuldenstand, in der Lage, ihre Volkswirtschaft zeitnah und in erheblichem Maße zu unterstützen (siehe Abbildung 5).

Neben den genannten einzelstaatlichen Maßnahmen wird das Programm „Next Generation EU“ (NGEU) den Volkswirtschaften der Mitgliedstaaten in den Jahren 2021-2026 zusätzliche Wachstumsimpulse geben.

Diese dürften vor allem aus der vorgesehenen Ausweitung der staatlichen Investitionsausgaben resultieren. Die öffentlichen Finanzierungssalden der einzelnen Länder werden hiervon jedoch unberührt bleiben, da die entsprechenden Verbindlichkeiten auf EU-Ebene entstehen werden. Auch wenn es sich dabei um langfristige Verbindlichkeiten handelt, wird der Schuldendienst die Volkswirtschaften der EU auf lange Sicht belasten. In der Vereinbarung des Europäischen Rates vom Juli 2020 wird daher eine stetige und vorhersehbare Verringerung dieser Verbindlichkeiten bis zum 31. Dezember 2058 gefordert. Hinsichtlich der Tilgung der für die Zuschüsse aufgenommenen EU-Schulden vereinbarten die Mitgliedstaaten, auf eine Reform des Eigenmittelsystems hinzuarbeiten sowie höhere, am Bruttonationaleinkommen bemessene Beiträge der Mitgliedstaaten und neue, echte EU-Eigenmittel zu verwenden. Hierfür sollen die EU-Eigenmittelobergrenzen vorübergehend um 0,6 Prozentpunkte angehoben werden.

Damit das NGEU-Paket seine Wirkung entfalten kann, müssen die

Mitgliedsländer die europäischen Hilfsmittel in dieser außergewöhnlichen Zeit für dringend benötigte produktive Ausgaben verwenden und zugleich produktivitätssteigernde Reformen durchführen. Auf diese Weise könnte NGEU

zu einer rascheren, stärkeren und einheitlicheren Erholung beitragen sowie die wirtschaftliche Widerstandskraft und das Wachstumspotenzial in den Volkswirtschaften der Mitgliedstaaten erhöhen. Strukturpolitische Maßnahmen sind vor allem wichtig, um langjährige strukturelle und institutionelle Schwächen anzugehen und den ökologischen und digitalen Wandel zu beschleunigen. Dabei gilt es die nationalen Aufbau- und Resilienzpläne mit besonderer Aufmerksamkeit zu erstellen. So wird gewährleistet, dass die Mittel im Einklang mit den länderspezifischen Empfehlungen für die aufgezeigten Reformen verwendet werden.

8 Schlussbemerkungen und finanzpolitische Implikationen

Insgesamt reagierten die Euro-Länder in der Anfangsphase der Coronakrise mit sehr umfangreichen und relativ ähnlichen Maßnahmen, die erheblich dazu beitragen, die Auswirkungen der Pandemie auf die Wirtschaft des Euroraums einzudämmen. Da alle Euro-Länder gleichzeitig und in ähnlichem Ausmaß von dem wirtschaftlichen Schock getroffen wurden, waren die finanzpolitischen Reaktionen hinsichtlich ihres Umfangs und des eingesetzten Instrumentariums recht homogen. Angesichts der Besonderheiten der Krise ist davon auszugehen, dass dieses Instrumentarium gut auf die spezifischen Herausforderungen der ersten Krisenphase mit ihren umfassenden Lockdowns ausgerichtet war. Die Krisenmaßnahmen wurden durch Beschlüsse auf EU-Ebene unterstützt, so z. B. durch die Aktivierung der allgemeinen Ausweichklausel des Stabilitäts- und Wachstumspakts und die Verabschiedung eines speziellen befristeten Rahmens für staatliche Beihilfen, um die Verfügbarkeit staatlicher Stützungsmaßnahmen für Unternehmen zu beschleunigen.

Die Erholung muss durch geeignete Maßnahmen gefördert werden, die dem weiteren Pandemieverlauf und der Wirksamkeit der verschiedenen politischen Instrumente Rechnung tragen. Der Umfang der in den Übersichten über die Haushaltsplanung 2021 angekündigten Stimulierungsmaßnahmen variiert erheblich. Auch wenn eine angemessene Stimulierung der Erholung zuträglich wäre, so müssen bei der Ausgestaltung diesbezüglicher Maßnahmen die Beschränkungen und vorübergehenden örtlichen Lockdowns berücksichtigt werden, die die Wirksamkeit vieler herkömmlicher Stimulierungsmaßnahmen begrenzen. Zugleich erscheint die Verlängerung von Notmaßnahmen für jene Sektoren sinnvoll, in denen Unternehmen noch von Eindämmungsmaßnahmen betroffen sind, aufgrund ihres Geschäftsmodells nach der Pandemie aber existenzfähig sein dürften. Länder mit fiskalischem Spielraum haben freiere Hand bei der Durchführung solcher Maßnahmen. Staaten mit begrenztem Haushaltsspielraum sollten hingegen Prioritäten setzen und zielgerichtete Stimulierungsmaßnahmen ergreifen, wozu etwa die fortgesetzte Unterstützung der schwächsten Bevölkerungsgruppen zählt.

Längerfristige Maßnahmen zur Förderung der Erholung sollten die wachstumsfreundlichere Ausgestaltung der öffentlichen Finanzen zum Ziel haben. Die Volkswirtschaften dürften sich nach Beendigung der Eindämmungsmaßnahmen wieder erholen. Der Aufschwung könnte jedoch durch die Nachwirkungen des Lockdowns beeinträchtigt werden, etwa durch eine übermäßige Verschuldung der am stärksten betroffenen Unternehmen oder durch strukturelle Verhaltensänderungen der Betriebe und privaten Haushalte, wie zum Beispiel eine stärkere Digitalisierung. Folglich könnten zusätzliche Stimulierungsmaßnahmen der Erholung mittelfristig zuträglich sein, sollten aber einen notwendigen ökonomischen Strukturwandel nicht behindern. Tatsächlich steigert eine angemessene Strukturpolitik die wachstumsfördernde Wirkung der bereitgestellten Mittel. Es ist daher unerlässlich, dass die über das Hilfspaket „Next Generation EU“ freigesetzten Mittel rasch abgerufen und in wachstumsfreundliche Investitionsprojekte gelenkt werden. Staatliche Mehrausgaben sollten darauf abzielen, das Potenzialwachstum zu steigern und insbesondere die langfristigen Ziele der EU in den Bereichen Klimaschutz und Digitalisierung zu unterstützen.

Sobald eine solide Konjunkturerholung zu verzeichnen ist, wird es entscheidend darauf ankommen, durch die Ausgestaltung der Finanzpolitik mittelfristig die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung sicherzustellen. Zwar sollten die Länder ihre finanzpolitische Unterstützung nicht vorschnell zurücknehmen. Angesichts der drastisch gestiegenen Schuldenstände ist es für die Mitgliedstaaten des Euroraums aber unumgänglich, mittelfristig glaubwürdige Haushaltskonsolidierungsstrategien zu verfolgen. Ferner hat die Covid-19-Krise gezeigt, dass der Aufbau umfangreicher Finanzpolster in wirtschaftlich günstigen Zeiten entscheidend dazu beiträgt, die Folgen eines plötzlichen, exogenen Ereignissen geschuldeten Abschwungs zu bewältigen.

Statistik

Statistik

Inhaltsverzeichnis

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

Zusätzliche Informationen

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

Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP ¹⁾ (Veränderung gegen Vorperiode in %)						VPI (Veränderung gegen Vorjahr in %)							
	G 20	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	OECD-Länder		Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich (HVPI)	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum ²⁾ (HVPI)	
							Insgesamt	Ohne Energie und Nahrungsmittel						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2017	3,8	2,3	1,7	1,7	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	0,6	6,6	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8	
2019	2,8	2,2	1,4	0,3	6,1	1,3	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2	
2019 Q4	0,5	0,6	0,0	-1,9	1,6	0,1	1,9	2,1	2,0	1,4	0,5	4,3	1,0	
2020 Q1	-3,4	-1,3	-3,0	-0,5	-10,0	-3,7	2,1	2,2	2,1	1,7	0,5	5,0	1,1	
Q2	-6,6	-9,0	-18,8	-8,3	11,7	-11,7	0,9	1,6	0,4	0,6	0,1	2,7	0,2	
Q3	8,1	7,5	16,0	5,3	2,7	12,4	1,3	1,7	1,2	0,6	0,2	2,3	0,0	
2020 Juli	-	-	-	-	-	-	1,2	1,7	1,0	1,0	0,3	2,7	0,4	
Aug.	-	-	-	-	-	-	1,3	1,6	1,3	0,2	0,2	2,4	-0,2	
Sept.	-	-	-	-	-	-	1,3	1,7	1,4	0,5	0,0	1,7	-0,3	
Okt.	-	-	-	-	-	-	1,2	1,6	1,2	0,7	-0,4	0,5	-0,3	
Nov.	-	-	-	-	-	-	1,2	1,6	1,2	0,3	-0,9	-0,5	-0,3	
Dez.	-	-	-	-	-	-	.	.	1,4	.	.	.	-0,3	

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes; saisonbereinigt)									Wareneinfuhr ¹⁾		
	Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex						Globaler Einkaufsmanagerindex ²⁾			Global	Industrieländer	Schwellenländer
	Global ²⁾	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungen	Auftrags-eingänge im Exportgeschäft			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,8	4,4	3,2	5,6
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,5	-0,3	-0,7
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	.	.	.
2020 Q1	46,1	47,9	47,4	44,4	42,0	44,2	46,7	45,9	46,0	-2,6	-2,0	-3,3
Q2	37,9	37,3	30,5	31,5	52,6	31,3	40,6	36,9	35,0	-9,7	-9,2	-10,2
Q3	51,9	53,1	57,5	45,6	54,7	52,4	52,6	51,7	48,9	9,1	8,9	9,2
Q4	54,1	56,8	50,5	48,2	56,3	48,1	54,5	54,0	50,8	.	.	.
2020 Juli	50,2	50,3	57,0	44,9	54,5	54,9	51,4	49,8	46,3	-4,5	-4,7	-4,2
Aug.	52,6	54,6	59,1	45,2	55,1	51,9	53,3	52,4	49,5	3,6	2,4	4,9
Sept.	53,0	54,3	56,5	46,6	54,5	50,4	53,1	53,0	51,0	9,1	8,9	9,2
Okt.	54,2	56,3	52,1	48,0	55,7	50,0	53,6	54,4	50,3	8,5	8,3	8,7
Nov.	54,8	58,6	49,0	48,1	57,5	45,3	55,3	54,7	51,5	.	.	.
Dez.	53,5	55,3	50,5	48,5	55,8	49,1	54,6	53,1	50,5	.	.	.

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
2018	-0,45	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2020	-0,55	-0,46	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,64	-0,07
2020 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
Sept.	-0,55	-0,47	-0,52	-0,49	-0,46	-0,41	0,24	-0,09
Okt.	-0,55	-0,47	-0,54	-0,51	-0,49	-0,47	0,22	-0,10
Nov.	-0,56	-0,47	-0,54	-0,52	-0,51	-0,48	0,22	-0,10
Dez.	-0,56	-0,47	-0,56	-0,54	-0,52	-0,50	0,23	-0,10

Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

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

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

2.2 Zinsstrukturkurven

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

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euroraum ^{1), 2)}					Euroraum ^{1), 2)}	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euroraum ^{1), 2)}			
	3 Monate	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2020 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
Sept.	-0,62	-0,64	-0,69	-0,71	-0,50	0,15	0,56	0,20	-0,69	-0,78	-0,58	-0,04
Okt.	-0,71	-0,75	-0,80	-0,81	-0,60	0,15	0,75	0,27	-0,81	-0,88	-0,68	-0,17
Nov.	-0,72	-0,72	-0,75	-0,75	-0,55	0,17	0,73	0,32	-0,75	-0,81	-0,62	-0,13
Dez.	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24

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		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	375,5	3 386,6	766,3	264,9	172,6	115,8	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2 746,2	22 310,7
2019	373,6	3 435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2 915,5	21 697,2
2020	360,0	3 274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3 217,3	22 703,5
2020 Juni	353,9	3 237,4	733,8	202,8	160,9	82,7	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	206,2	161,6	79,3	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	207,6	161,9	78,9	123,8	641,3	677,3	355,8	253,6	841,5	3 391,7	22 874,2
Sept.	359,2	3 260,7	800,6	215,7	162,0	75,4	119,0	638,1	669,1	347,2	245,9	822,8	3 365,5	23 306,9
Okt.	355,1	3 180,4	784,7	220,4	162,0	69,8	112,9	641,0	660,8	350,5	240,0	809,1	3 418,7	23 451,4
Nov.	377,7	3 391,8	824,1	238,4	167,0	80,5	130,3	692,7	653,1	364,4	249,2	820,1	3 549,0	25 384,9
Dez.	394,0	3 530,9	852,2	249,1	170,2	88,6	140,6	718,0	697,6	373,2	252,2	814,8	3 695,3	26 773,0

Quelle: Refinitiv.

2 Finanzielle Entwicklungen

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

	Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite					Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz ³⁾	Mit anfänglicher Zinsbindung					Effek- tiver Jahres- zinssatz ³⁾		
			Bis zu 2 Jah- ren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr	Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren		Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren		Mehr als 10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2019 Dez.	0,03	0,42	0,22	0,78	5,58	16,55	5,36	5,28	5,87	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	5,56	5,69	6,23	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	5,48	5,58	6,13	2,20	1,43	1,54	1,38	1,36	1,71	1,41
März	0,02	0,36	0,30	0,64	5,61	16,19	5,49	5,45	5,89	2,06	1,39	1,54	1,34	1,35	1,64	1,39
April	0,02	0,36	0,22	0,73	5,39	16,06	3,61	5,50	5,54	1,99	1,30	1,54	1,35	1,43	1,67	1,43
Mai	0,02	0,36	0,23	0,70	5,27	16,06	4,14	5,30	5,64	1,83	1,47	1,58	1,40	1,41	1,70	1,42
Juni	0,02	0,35	0,23	0,71	5,29	16,01	4,43	5,14	5,57	1,87	1,44	1,64	1,38	1,39	1,68	1,42
Juli	0,02	0,35	0,22	0,74	5,17	15,92	4,75	5,27	5,71	2,00	1,43	1,59	1,34	1,38	1,67	1,40
Aug.	0,02	0,35	0,19	0,71	5,21	15,88	5,35	5,35	5,89	1,91	1,42	1,61	1,31	1,40	1,67	1,40
Sept.	0,02	0,35	0,18	0,70	5,24	15,86	5,07	5,25	5,75	1,94	1,39	1,61	1,31	1,37	1,66	1,38
Okt.	0,02	0,35	0,20	0,69	5,19	15,83	5,14	5,26	5,80	2,03	1,37	1,56	1,27	1,36	1,64	1,36
Nov. ^(p)	0,02	0,35	0,20	0,72	5,13	15,75	5,00	5,25	5,90	2,04	1,37	1,54	1,28	1,35	1,63	1,35

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

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

	Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Gewichteter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio €			Mehr als 1 Mio €			
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2019 Dez.	0,01	0,00	0,42	2,09	2,01	2,28	2,08	1,58	1,53	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	0,32	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	1,51	1,47	1,15	1,09	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	1,25	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	0,32	1,96	1,89	1,51	1,79	1,55	1,15	1,50	1,23	1,17	1,42	1,49
Juli	0,00	-0,18	0,27	1,87	1,98	1,86	1,86	1,60	1,31	1,51	1,23	1,17	1,38	1,51
Aug.	0,00	-0,20	0,39	1,85	1,88	1,90	1,94	1,57	1,40	1,49	1,29	1,31	1,20	1,51
Sept.	0,00	-0,20	0,26	1,90	1,95	2,11	1,94	1,54	1,44	1,49	1,22	1,32	1,31	1,51
Okt.	0,00	-0,21	0,26	1,84	1,94	2,20	1,96	1,56	1,47	1,50	1,22	1,42	1,40	1,53
Nov. ^(p)	-0,01	-0,20	0,42	1,84	2,01	2,00	1,98	1,58	1,43	1,46	1,22	1,29	1,22	1,50

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 Juni	1 671	536	190	.	119	673	153	517	199	82	.	46	139	50
Juli	1 670	514	160	.	122	728	146	478	181	61	.	41	156	39
Aug.	1 668	505	156	.	121	744	142	384	153	56	.	29	112	34
Sept.	1 690	511	165	.	113	754	146	453	181	63	.	43	126	40
Okt.	1 658	504	158	.	114	742	141	392	181	43	.	36	93	40
Nov.	1 625	492	153	.	116	731	132	393	193	39	.	37	83	41
Langfristig														
2017	15 353	3 560	3 059	.	1 223	6 866	643	247	66	73	.	18	83	7
2018	15 746	3 688	3 162	.	1 247	7 022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16 313	3 818	3 398	.	1 321	7 151	626	247	69	74	.	20	78	7
2020 Juni	17 106	3 973	3 453	.	1 433	7 569	678	424	100	94	.	38	172	20
Juli	17 108	3 936	3 162	.	1 445	7 890	675	304	55	66	.	32	140	12
Aug.	17 194	3 930	3 172	.	1 442	7 969	680	161	21	45	.	3	85	8
Sept.	17 288	3 949	3 179	.	1 460	8 006	694	315	65	80	.	27	124	19
Okt.	17 300	3 939	3 215	.	1 456	7 978	713	286	47	89	.	27	91	32
Nov.	17 277	3 918	3 196	.	1 455	7 987	722	212	42	58	.	17	78	17

Quelle: EZB.

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

2.7 Wachstumsraten und Umlauf von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

(in Mrd €; Veränderung in %)

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien				
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften		
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte						
											FMKGs	FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
Umlauf												
2017	16 593,2	4 079,8	3 214,5	.	1 293,4	7 304,7	700,9	7 950,7	612,5	1 245,6	6 092,6	
2018	16 962,8	4 192,8	3 332,0	.	1 318,6	7 445,8	673,5	7 023,5	465,0	1 099,2	5 459,2	
2019	17 596,3	4 368,2	3 578,6	.	1 405,7	7 557,2	686,5	8 587,9	538,4	1 410,7	6 638,8	
2020 Juni	18 777,5	4 509,0	3 642,6	.	1 552,0	8 242,3	831,6	7 510,3	388,4	1 171,0	5 950,8	
Juli	18 777,6	4 450,3	3 321,8	.	1 566,3	8 618,4	820,9	7 436,1	376,7	1 149,4	5 910,1	
Aug.	18 862,1	4 435,2	3 328,3	.	1 563,4	8 713,2	822,0	7 723,5	395,0	1 191,3	6 137,2	
Sept.	18 977,9	4 460,1	3 344,1	.	1 573,2	8 760,5	840,0	7 537,2	364,9	1 127,8	6 044,6	
Okt.	18 958,6	4 442,5	3 372,5	.	1 569,3	8 720,1	854,2	7 230,6	348,2	1 102,8	5 779,6	
Nov.	18 901,9	4 410,0	3 349,2	.	1 570,7	8 717,7	854,3	8 235,9	448,5	1 313,1	6 474,3	
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 Juni	7,3	4,5	4,6	.	11,6	8,2	20,6	0,0	-0,2	0,1	0,0	
Juli	7,3	3,2	4,1	.	12,0	9,2	19,5	0,1	-0,3	0,3	0,1	
Aug.	7,7	2,8	4,6	.	12,1	10,2	18,2	0,3	-0,1	0,5	0,3	
Sept.	7,9	2,7	4,3	.	11,7	10,6	21,2	0,6	-0,1	0,5	0,7	
Okt.	8,2	2,5	4,7	.	12,0	11,0	24,2	1,0	0,1	2,2	0,8	
Nov.	7,5	1,7	2,7	.	11,6	10,7	24,4	1,2	0,0	2,1	1,1	

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

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

	EWK-19						EWK-42	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2018	100,0	95,7	94,0	90,5	80,2	95,8	117,3	95,1
2019	98,2	93,3	92,9	88,7	78,6	93,1	115,5	92,4
2020	99,7	93,7	94,0	.	.	.	119,4	94,0
2020 Q1	97,5	91,8	92,3	88,0	77,9	92,9	115,2	91,2
Q2	98,8	93,1	93,2	88,6	81,3	93,9	118,1	93,4
Q3	101,2	94,9	95,3	90,0	78,5	94,0	121,7	95,6
Q4	101,3	94,9	95,3	.	.	.	122,3	95,7
2020 Juli	100,5	94,6	94,7	-	-	-	120,3	94,9
Aug.	101,6	95,1	95,7	-	-	-	122,4	96,0
Sept.	101,6	95,0	95,5	-	-	-	122,5	95,9
Okt.	101,4	94,9	95,3	-	-	-	122,4	95,8
Nov.	100,7	94,4	94,7	-	-	-	121,6	95,2
Dez.	101,9	95,5	95,8	-	-	-	123,0	96,1
				<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>				
2020 Dez.	1,2	1,2	1,2	-	-	-	1,1	1,0
				<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>				
2020 Dez.	4,6	3,7	3,5	-	-	-	7,2	5,5

Quelle: EZB.

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

2.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	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
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2020	7,875	7,538	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2020 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
Q3	8,086	7,527	26,479	7,445	353,600	124,049	4,441	0,905	4,8454	10,364	1,075	1,169
Q4	7,901	7,559	26,667	7,443	360,472	124,607	4,505	0,903	4,8718	10,268	1,078	1,193
2020 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
Sept.	8,033	7,542	26,741	7,442	360,605	124,501	4,473	0,909	4,8602	10,428	1,079	1,179
Okt.	7,923	7,575	27,213	7,442	362,529	123,889	4,541	0,907	4,8747	10,397	1,074	1,178
Nov.	7,815	7,562	26,466	7,446	359,842	123,610	4,495	0,896	4,8704	10,231	1,079	1,184
Dez.	7,960	7,542	26,311	7,441	359,016	126,278	4,479	0,906	4,8703	10,174	1,081	1,217
							<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>					
2020 Dez.	1,9	-0,3	-0,6	-0,1	-0,2	2,2	-0,4	1,1	0,0	-0,6	0,3	2,8
							<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>					
2020 Dez.	2,1	1,3	3,2	-0,4	8,6	4,2	4,8	7,0	1,9	-2,9	-1,0	9,5

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 Q4	27 829,5	27 882,0	-52,5	11 517,1	9 375,3	9 891,3	12 093,9	-85,5	5 693,1	6 412,8	813,6	14 759,7
2020 Q1	27 462,6	27 541,7	-79,1	11 265,3	9 318,6	8 883,9	11 121,5	-99,0	6 546,2	7 101,6	866,3	15 525,9
Q2	28 140,0	28 240,0	-100,0	11 316,2	9 503,7	9 854,1	11 939,3	-70,7	6 135,5	6 797,0	905,0	15 283,6
Q3	28 088,2	28 098,3	-10,1	11 165,5	9 335,2	9 972,6	12 062,8	-97,6	6 138,1	6 700,3	909,6	15 138,5
Bestände in % des BIP												
2020 Q3	246,0	246,1	-0,1	97,8	81,8	87,3	105,6	-0,9	53,8	58,7	8,0	132,6
Transaktionen												
2019 Q4	-361,2	-424,2	63,0	-166,0	-66,3	157,2	13,2	-5,3	-344,7	-371,1	-2,5	-
2020 Q1	608,6	594,5	14,1	-33,0	-59,8	-129,0	59,6	12,3	754,8	594,7	3,4	-
Q2	153,0	111,7	41,4	81,7	173,6	383,2	201,2	38,0	-353,1	-263,1	3,2	-
Q3	195,6	101,1	94,5	39,3	-15,8	86,8	113,7	-31,0	97,1	3,2	3,4	-
2020 Juni	-86,9	-144,2	57,3	-43,9	-20,8	115,0	134,5	18,4	-176,2	-257,9	-0,2	-
Juli	205,6	206,3	-0,7	64,1	39,9	9,5	59,0	5,1	127,4	107,5	-0,6	-
Aug.	48,9	-2,5	51,4	16,4	-7,5	57,8	33,4	-14,4	-12,2	-28,5	1,3	-
Sept.	-58,9	-102,8	43,8	-41,3	-48,3	19,5	21,3	-21,6	-18,2	-75,8	2,6	-
Okt.	168,0	135,6	32,5	13,5	-3,4	65,8	-19,7	-0,2	86,1	158,6	2,9	-
Nov.	219,6	182,9	36,7	36,4	100,4	84,5	-91,9	12,6	88,7	174,3	-2,6	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen												
2020 Nov.	893,4	672,3	221,2	-22,7	100,5	526,4	231,5	19,8	359,2	340,3	10,8	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP												
2020 Nov.	7,8	5,9	1,9	-0,2	0,9	4,6	2,0	0,2	3,1	3,0	0,1	-

Quelle: EZB.

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

3 Konjunktorentwicklung

3.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung								Außenbeitrag 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	11 217,1	10 731,7	6 041,3	2 301,2	2 312,0	1 099,5	714,9	491,2	77,2	485,4	5 305,5	4 820,2
2018	11 587,6	11 119,9	6 222,8	2 368,7	2 431,3	1 178,5	745,7	500,6	97,1	467,7	5 576,0	5 108,3
2019	11 935,5	11 492,0	6 377,9	2 454,3	2 624,2	1 258,9	771,9	586,7	35,6	443,5	5 755,7	5 312,2
2019 Q4	3 015,4	2 907,6	1 606,3	621,8	679,5	317,4	192,8	167,7	0,1	107,8	1 449,6	1 341,8
2020 Q1	2 918,0	2 824,6	1 539,0	625,8	647,9	311,6	175,0	159,6	11,9	93,3	1 389,0	1 295,7
Q2	2 598,7	2 518,4	1 346,4	627,4	544,6	273,6	143,6	125,7	0,0	80,3	1 106,9	1 026,7
Q3	2 897,3	2 762,4	1 529,2	640,6	618,5	308,9	180,8	127,0	-25,9	134,9	1 297,4	1 162,5
<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 Q4	0,1	1,2	0,1	0,3	6,2	-0,4	-0,5	32,6	-	-	0,1	2,2
2020 Q1	-3,7	-3,3	-4,5	-0,6	-5,8	-2,5	-9,7	-7,2	-	-	-3,8	-2,9
Q2	-11,7	-11,1	-12,4	-2,2	-15,9	-12,4	-18,0	-20,7	-	-	-18,9	-18,2
Q3	12,4	10,4	13,9	4,8	13,6	13,3	25,4	1,2	-	-	16,8	12,2
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2017	2,6	2,3	1,8	1,1	3,8	3,4	5,4	2,8	-	-	5,5	5,2
2018	1,9	1,9	1,5	1,2	3,2	3,8	3,7	1,2	-	-	3,6	3,7
2019	1,3	1,9	1,3	1,9	5,8	3,5	2,3	16,4	-	-	2,5	3,9
2019 Q4	1,0	1,3	1,2	2,0	5,0	1,9	0,6	17,3	-	-	1,8	2,5
2020 Q1	-3,2	-1,7	-3,9	0,8	1,1	-2,5	-10,0	27,1	-	-	-3,1	0,3
Q2	-14,7	-14,1	-16,0	-1,9	-20,4	-14,2	-26,6	-24,9	-	-	-21,5	-20,6
Q3	-4,3	-4,1	-4,6	2,2	-4,3	-3,7	-7,6	-1,2	-	-	-8,9	-8,9
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2019 Q4	0,1	1,1	0,0	0,1	1,3	0,0	0,0	1,4	-0,3	-1,0	-	-
2020 Q1	-3,7	-3,2	-2,4	-0,1	-1,3	-0,3	-0,6	-0,4	0,6	-0,5	-	-
Q2	-11,7	-10,8	-6,6	-0,5	-3,5	-1,3	-1,1	-1,1	-0,2	-0,9	-	-
Q3	12,4	10,1	7,3	1,1	2,9	1,4	1,4	0,1	-1,2	2,3	-	-
<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	0,2	0,4	-	-
2018	1,9	1,8	0,8	0,2	0,6	0,4	0,2	0,0	0,1	0,1	-	-
2019	1,3	1,8	0,7	0,4	1,2	0,4	0,1	0,7	-0,5	-0,5	-	-
2019 Q4	1,0	1,3	0,7	0,4	1,1	0,2	0,0	0,8	-0,9	-0,3	-	-
2020 Q1	-3,2	-1,6	-2,1	0,2	0,2	-0,3	-0,6	1,1	0,1	-1,6	-	-
Q2	-14,7	-13,7	-8,5	-0,4	-4,6	-1,5	-1,7	-1,4	-0,1	-1,0	-	-
Q3	-4,3	-3,9	-2,5	0,5	-0,9	-0,4	-0,5	-0,1	-1,0	-0,4	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

3 Konjunktorentwicklung

3.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</i>												
2017	10 056,2	176,2	2 002,0	498,9	1 909,4	469,6	468,2	1 134,6	1 146,7	1 900,0	350,7	1 160,9
2018	10 383,7	174,5	2 052,2	528,2	1 963,8	500,3	476,9	1 167,2	1 206,6	1 957,9	356,1	1 203,8
2019	10 693,2	178,5	2 064,5	570,1	2 026,8	530,6	481,3	1 204,8	1 251,4	2 020,4	364,7	1 242,3
2019 Q4	2 701,7	45,3	520,7	145,6	512,2	134,9	119,7	304,4	316,5	510,9	91,4	313,8
2020 Q1	2 624,7	44,9	500,3	142,0	480,2	133,2	121,1	302,6	306,2	508,0	86,3	293,3
Q2	2 339,3	45,0	427,7	125,8	379,4	127,5	115,5	297,1	259,7	491,9	69,7	259,5
Q3	2 604,4	44,0	494,6	144,0	469,8	136,5	118,9	304,8	290,6	519,1	82,2	292,8
<i>In % der Wertschöpfung</i>												
2019	100,0	1,7	19,3	5,3	19,0	5,0	4,5	11,3	11,7	18,9	3,4	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2019 Q4	0,1	1,0	-0,7	0,2	0,2	0,9	-0,3	0,6	0,2	0,4	0,0	0,1
2020 Q1	-3,4	-1,6	-3,9	-3,2	-6,2	-1,3	-0,9	-0,8	-3,3	-2,1	-6,8	-6,9
Q2	-12,0	-0,2	-15,0	-12,6	-21,3	-4,4	-2,5	-2,4	-15,8	-6,9	-23,0	-9,3
Q3	12,2	0,4	15,9	14,0	23,1	7,0	3,3	2,2	12,0	9,6	21,6	14,4
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2017	2,6	0,5	3,4	1,9	2,8	6,5	1,6	0,9	5,0	1,2	2,1	2,3
2018	1,9	-0,2	1,6	2,4	1,8	6,4	0,9	1,3	3,7	1,0	0,9	1,6
2019	1,3	0,7	-0,9	3,0	1,9	4,7	1,3	1,5	1,6	1,1	1,3	1,6
2019 Q4	0,9	0,8	-1,4	1,8	1,8	4,4	0,8	1,7	0,7	1,1	1,1	1,7
2020 Q1	-2,9	-1,0	-4,9	-2,7	-5,7	2,0	-0,4	0,4	-2,7	-1,3	-6,4	-6,1
Q2	-14,7	-0,8	-19,0	-14,7	-25,8	-4,8	-3,4	-2,4	-18,3	-8,3	-28,2	-14,9
Q3	-4,4	-0,3	-5,9	-3,4	-8,9	1,9	-0,4	-0,5	-8,6	0,3	-12,7	-3,3
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2019 Q4	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2020 Q1	-3,4	0,0	-0,8	-0,2	-1,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,4	-0,2	-
Q2	-12,0	0,0	-2,9	-0,7	-3,9	-0,2	-0,1	-0,3	-1,9	-1,3	-0,8	-
Q3	12,2	0,0	2,9	0,7	3,8	0,4	0,2	0,3	1,3	1,9	0,6	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
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	0,3	0,3	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
2019	1,3	0,0	-0,2	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
2019 Q4	0,9	0,0	-0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,2	0,1	0,2	0,0	-
2020 Q1	-2,9	0,0	-1,0	-0,1	-1,1	0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	-
Q2	-14,7	0,0	-3,7	-0,8	-4,9	-0,2	-0,2	-0,3	-2,1	-1,6	-1,0	-
Q3	-4,4	0,0	-1,2	-0,2	-1,7	0,1	0,0	-0,1	-1,0	0,0	-0,4	-

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	5,9	25,0	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	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,2	6,8
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,5	6,0	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,7
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2017	1,6	2,0	-0,7	-0,5	0,9	1,2	1,8	3,2	-1,6	2,5	3,6	1,2	1,1
2018	1,6	1,8	0,1	-0,4	1,5	2,7	1,6	3,9	-1,1	2,0	2,8	1,2	0,2
2019	1,2	1,4	0,0	-1,9	0,8	2,0	1,3	3,6	-0,4	1,5	1,3	1,5	0,6
2019 Q4	1,0	1,3	-0,3	-1,6	0,2	1,2	1,2	2,8	0,2	-0,1	1,1	1,5	0,9
2020 Q1	0,4	0,6	-1,4	-3,2	-0,4	1,1	0,3	2,3	0,1	-1,1	0,3	1,2	-0,1
Q2	-3,0	-3,1	-2,6	-3,8	-2,2	-1,0	-5,7	0,5	-1,0	-2,0	-4,8	0,2	-5,9
Q3	-2,1	-2,0	-2,3	-3,0	-2,7	0,8	-4,2	0,9	-0,9	0,1	-3,6	0,6	-3,7
Geleistete Arbeitsstunden													
<i>Gewichte in %</i>													
2017	100,0	80,7	19,3	4,3	15,0	6,7	25,9	3,0	2,5	1,0	13,6	21,8	6,2
2018	100,0	81,1	18,9	4,3	15,0	6,8	25,8	3,0	2,5	1,0	13,8	21,7	6,1
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,8	3,1	2,4	1,0	13,9	21,8	6,1
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2017	1,1	1,6	-1,1	-0,8	0,6	1,1	1,1	3,1	-2,3	2,4	3,4	0,5	0,6
2018	1,7	2,1	0,0	0,1	1,4	3,3	1,5	4,1	-0,9	2,7	3,2	1,3	0,5
2019	0,9	1,2	-0,4	-2,6	0,3	1,8	0,9	3,6	-0,2	1,4	1,1	1,3	0,4
2019 Q4	0,5	0,9	-0,9	-1,9	-0,6	0,4	0,8	2,8	0,1	1,3	0,7	1,2	0,1
2020 Q1	-3,8	-2,9	-7,3	-3,8	-4,2	-4,4	-5,7	0,8	-2,5	-5,3	-2,6	-1,2	-8,1
Q2	-16,8	-15,4	-22,9	-6,9	-15,8	-17,9	-27,7	-5,9	-6,0	-16,9	-16,6	-5,8	-28,6
Q3	-4,6	-4,3	-5,9	-2,0	-5,6	-0,8	-8,6	-1,5	-2,4	-3,3	-6,3	0,0	-7,3
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2017	-0,5	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,1	-0,7	-0,1	-0,6	-0,1	-0,2	-0,7	-0,4
2018	0,1	0,3	-0,1	0,6	-0,1	0,6	-0,1	0,2	0,2	0,7	0,4	0,1	0,3
2019	-0,3	-0,2	-0,4	-0,7	-0,5	-0,2	-0,4	0,0	0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
2019 Q4	-0,5	-0,4	-0,6	-0,3	-0,8	-0,8	-0,4	0,0	-0,1	1,4	-0,4	-0,3	-0,7
2020 Q1	-4,1	-3,6	-6,0	-0,6	-3,8	-5,4	-6,0	-1,5	-2,6	-4,3	-2,9	-2,4	-8,0
Q2	-14,3	-12,8	-20,9	-3,2	-13,9	-17,0	-23,3	-6,4	-5,0	-15,3	-12,4	-6,0	-24,1
Q3	-2,6	-2,3	-3,7	1,0	-3,0	-1,6	-4,6	-2,4	-1,5	-3,4	-2,8	-0,5	-3,8

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVO 2010.

3 Konjunktorentwicklung

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

	Erwerbs- personen in Mio.	Unter- beschäftigung in % der Erwerbs- personen	Arbeitslosigkeit ¹⁾											Vakanz- quote ³⁾
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ²⁾	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio.	In % der Er- werbs- per- sonen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2019)			100,0			82,0		18,3		51,3		48,7		
2017	161,861	4,1	14,589	9,0	4,4	11,949	8,1	2,640	18,6	7,558	8,7	7,031	9,4	1,9
2018	162,486	3,7	13,203	8,1	3,8	10,814	7,3	2,390	16,8	6,803	7,8	6,400	8,5	2,1
2019	163,200	3,5	12,233	7,5	3,3	9,999	6,7	2,234	15,6	6,269	7,2	5,963	7,9	2,3
2019 Q4	163,311	3,4	11,977	7,3	3,2	9,757	6,5	2,220	15,6	6,107	7,0	5,870	7,7	2,2
2020 Q1	162,385	3,4	11,852	7,3	3,1	9,617	6,5	2,235	15,8	6,028	6,9	5,824	7,7	1,9
Q2	159,969	3,5	11,886	7,4	2,5	9,589	6,6	2,297	16,8	6,258	7,3	5,629	7,6	1,6
Q3	162,001	3,6	13,373	8,3	3,1	10,769	7,3	2,604	18,5	6,832	7,9	6,540	8,7	.
2020 Juni	-	-	12,751	7,9	-	10,378	7,0	2,373	17,7	6,611	7,6	6,141	8,2	-
Juli	-	-	14,133	8,7	-	11,502	7,7	2,631	18,9	7,180	8,2	6,952	9,2	-
Aug.	-	-	14,049	8,6	-	11,431	7,6	2,618	18,6	7,140	8,1	6,910	9,1	-
Sept.	-	-	13,910	8,5	-	11,377	7,6	2,533	17,9	7,035	8,0	6,875	9,0	-
Okt.	-	-	13,781	8,4	-	11,216	7,5	2,565	18,0	6,997	8,0	6,783	8,9	-
Nov.	-	-	13,609	8,3	-	10,980	7,3	2,629	18,4	6,931	7,9	6,677	8,8	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Wurden noch keine Daten aus der jährlichen und vierteljährlichen Arbeitskräfteerhebung veröffentlicht, werden die Jahres- und Quartalswerte als einfacher Durchschnitt der Monatswerte ermittelt. Aufgrund technischer Probleme bei der Einführung der neuen integrierten Haushaltsbefragungen in Deutschland, die auch die Arbeitskräfteerhebung beinhalten, weisen die Angaben für den Euroraum ab dem ersten Quartal 2020 Daten aus Deutschland auf, die keine direkte Schätzung der Mikrodaten aus der Arbeitskräfteerhebung sind, sondern auf einer größeren Stichprobe basieren, die auch Daten aus den anderen integrierten Haushaltsbefragungen enthält.

2) Nicht saisonbereinigt.

3) Die Vakanzquote entspricht der Zahl der offenen Stellen in Relation zur Summe aus besetzten und offenen Stellen. Die Daten sind nicht saisonbereinigt und umfassen die Wirtschaftszweige Industrie, Baugewerbe und Dienstleistungen (ohne private Haushalte mit Hauspersonal und extraterritoriale Körperschaften und Organisationen).

3.5 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe						Produktion im Bau- gewerbe	EZB- Indikator für den Auftrags- eingang in der Industrie	Einzelhandelsumsätze				Pkw- Neuzulas- sungen
	Insgesamt		Hauptgruppen						Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Tank- stellen	
	Verarbei- tendes Gewerbe	Vorlei- stungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2018	0,7	1,0	0,6	1,1	1,4	-1,5	1,7	2,8	1,6	1,3	1,9	0,6	0,9
2019	-1,3	-1,2	-2,3	-1,8	1,4	-2,0	2,0	-4,3	2,4	0,9	3,7	0,7	1,8
2020	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-25,0
2020 Q1	-6,0	-6,1	-5,4	-10,2	-0,7	-5,4	-3,9	-6,5	-1,4	4,8	-4,7	-10,1	-27,4
Q2	-20,1	-21,1	-19,5	-28,0	-13,2	-10,4	-15,3	-26,4	-6,7	3,0	-11,1	-29,3	-50,8
Q3	-6,6	-7,1	-5,7	-11,5	-1,6	-4,2	-2,1	-7,8	2,4	2,6	3,2	-5,1	-6,9
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-9,2
2020 Juli	-6,9	-7,1	-8,7	-9,2	-1,5	-5,6	-3,3	-10,4	0,2	1,1	0,0	-5,9	-3,8
Aug.	-6,7	-7,3	-5,0	-12,5	-2,2	-4,4	0,4	-7,1	4,4	3,9	6,2	-3,7	-15,7
Sept.	-6,3	-6,9	-3,4	-13,0	-1,2	-2,7	-2,3	-6,0	2,6	2,9	3,4	-5,6	-1,8
Okt.	-3,5	-4,0	-0,9	-8,0	-1,6	0,2	-1,9	-3,3	4,2	5,0	5,3	-9,2	-4,8
Nov.	-0,6	-0,3	1,1	0,1	-2,2	-5,0	-1,3	.	-2,9	2,7	-5,2	-18,0	-14,9
Dez.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-8,0
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2020 Juli	5,6	6,1	5,1	6,8	4,9	1,6	0,0	2,2	-1,5	-0,2	-4,3	9,2	29,3
Aug.	0,4	0,1	3,3	-1,4	-0,6	1,3	4,1	4,0	4,1	2,1	5,5	2,2	-0,6
Sept.	0,2	0,2	0,7	0,9	1,4	0,3	-2,7	1,1	-1,5	-1,2	-1,7	-1,5	0,9
Okt.	2,3	2,1	2,3	2,9	0,3	2,1	0,0	2,4	1,4	2,0	1,6	-4,1	3,0
Nov.	2,5	3,3	1,5	7,0	-1,4	-3,9	1,4	.	-6,1	-1,7	-8,9	-10,6	-7,2
Dez.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	10,4

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

3 Konjunktorentwicklung

3.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)							Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)				
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher	Vertrauensindikator für das Baugewerbe	Vertrauensindikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen		Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe	Produktion im verarbeitenden Gewerbe	Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor	Zusammengesetzter EMI für die Produktion
		Vertrauensindikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor	Kapazitätsauslastung (in %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2015	98,7	-5,2	80,6	-11,7	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
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
2020	86,5	-14,4	.	-14,4	-7,7	-12,9	-16,6	.	48,6	48,0	42,5	44,0
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
Q3	86,9	-13,5	74,2	-14,5	-10,9	-11,4	-18,2	85,9	52,4	56,0	51,1	52,4
Q4	89,7	-8,8	.	-15,7	-8,5	-10,9	-15,6	.	54,6	56,7	45,0	48,1
2020 Juli	82,4	-16,2	72,1	-15,0	-11,4	-15,1	-26,2	85,5	51,8	55,3	54,7	54,9
Aug.	87,5	-12,8	-	-14,7	-11,8	-10,5	-17,2	-	51,7	55,6	50,5	51,9
Sept.	90,9	-11,4	-	-13,9	-9,5	-8,6	-11,2	-	53,7	57,1	48,0	50,4
Okt.	91,1	-9,2	76,3	-15,5	-8,3	-6,9	-12,1	86,2	54,8	58,4	46,9	50,0
Nov.	87,7	-10,1	-	-17,6	-9,3	-12,7	-17,1	-	53,8	55,3	41,7	45,3
Dez.	90,4	-7,2	-	-13,9	-7,9	-13,1	-17,4	-	55,2	56,3	46,4	49,1

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

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto)	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen 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	12,2	93,7	1,6	2,2	5,4	4,2	4,1	35,0	6,9	77,3	4,2	9,6	2,7
2018	12,4	93,4	1,8	2,0	6,4	2,7	4,7	35,4	5,9	77,9	1,9	7,0	1,5
2019	12,9	93,8	1,8	2,5	4,8	5,7	3,9	34,6	5,7	77,7	2,5	3,4	1,9
2019 Q4	12,9	93,8	1,0	2,5	2,5	5,7	3,9	34,6	5,7	77,7	2,5	-8,1	1,9
2020 Q1	13,8	93,6	0,8	2,6	-0,9	2,9	4,2	33,7	4,6	78,9	2,5	1,4	2,1
Q2	16,5	95,0	-3,6	3,2	-14,8	4,0	4,4	31,2	4,1	83,6	2,8	-28,8	1,9
Q3	17,6	95,6	1,0	3,5	-2,2	3,9	4,6	30,5	3,3	84,3	3,2	-14,2	2,1

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 Q4	1 099,5	1 035,1	64,5	610,4	519,8	254,0	247,4	205,9	205,5	29,2	62,3	16,4	19,0
2020 Q1	1 058,4	1 007,7	50,7	586,9	497,5	242,1	251,8	200,1	192,5	29,4	65,9	10,8	10,8
Q2	860,0	817,9	42,1	467,0	413,2	190,7	182,9	176,0	152,2	26,4	69,6	10,6	15,6
Q3	948,7	881,0	67,7	548,3	455,0	193,0	184,8	179,0	179,2	28,4	62,0	11,1	10,2
2020 Juni	301,5	283,2	18,3	169,3	145,3	65,4	62,1	57,3	55,0	9,3	20,8	3,3	5,1
Juli	310,6	293,5	17,1	178,7	149,5	63,3	60,8	59,0	62,0	9,6	21,1	3,4	3,8
Aug.	314,3	290,9	23,4	182,5	151,2	62,4	60,8	60,0	59,2	9,4	19,8	4,2	2,6
Sept.	323,7	296,6	27,1	187,0	154,3	67,4	63,2	59,9	58,0	9,4	21,2	3,5	3,8
Okt.	330,2	304,5	25,6	191,5	157,2	71,2	62,7	57,4	62,5	10,0	22,2	4,3	3,5
Nov.	336,8	312,3	24,6	197,8	163,7	71,1	61,6	58,7	58,2	9,3	28,8	4,5	3,3
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2020 Nov.	3 895,6	3 664,9	230,7	2 195,0	1 859,6	852,0	825,9	735,5	711,7	113,0	267,6	50,5	52,4
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2020 Nov.	34,1	32,1	2,0	19,2	16,3	7,5	7,2	6,4	6,2	1,0	2,3	0,4	0,5

1) Nicht saisonbereinigt.

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

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Zusammen			Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2019 Q4	2,3	-1,8	592,8	275,9	125,7	179,9	497,2	526,2	290,2	87,2	139,5	386,3	61,4
2020 Q1	-1,6	-4,1	578,5	274,9	116,0	176,3	480,9	507,6	283,1	83,1	134,0	370,6	56,4
Q2	-23,6	-21,6	447,0	218,0	87,5	132,9	369,1	422,9	220,8	77,4	119,3	319,7	26,1
Q3	-8,7	-11,6	531,6	248,1	108,0	164,5	447,9	468,9	242,7	83,2	133,9	358,9	34,1
2020 Juni	-10,4	-12,2	163,7	76,8	32,1	51,0	136,1	147,9	76,0	27,0	42,7	113,0	10,4
Juli	-10,6	-14,3	173,0	80,3	35,0	54,5	145,4	154,5	80,1	28,0	43,7	117,0	11,4
Aug.	-12,5	-13,4	176,0	82,1	35,9	54,2	147,6	155,2	79,8	27,6	44,6	119,7	11,8
Sept.	-3,4	-7,2	182,5	85,7	37,1	55,8	154,8	159,2	82,7	27,6	45,6	122,2	10,9
Okt.	-9,0	-11,6	186,1	86,1	37,4	58,8	158,1	160,9	85,5	26,7	44,8	122,6	10,9
Nov.	-0,9	-4,2	189,8	.	.	.	161,3	164,7	.	.	.	126,4	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2019 Q4	0,0	-1,8	107,3	108,0	108,8	106,3	107,1	107,2	104,8	106,5	113,7	110,3	97,2
2020 Q1	-4,0	-4,7	103,8	106,6	100,4	102,8	102,3	104,0	103,6	100,8	108,8	105,0	98,5
Q2	-23,6	-16,3	81,6	86,5	76,0	78,9	79,1	92,2	90,2	94,6	97,2	91,1	81,2
Q3	-7,2	-7,1	98,5	99,9	95,2	99,1	97,8	101,7	97,0	104,0	110,3	103,9	80,4
2020 Mai	-29,7	-20,9	81,0	85,4	76,0	78,6	79,1	92,0	89,5	93,6	98,2	91,7	79,7
Juni	-10,6	-7,7	89,8	91,8	83,8	90,7	87,7	95,9	91,4	101,0	104,2	97,0	81,2
Juli	-9,8	-10,2	95,5	95,9	92,4	98,0	94,5	100,2	95,8	104,1	107,9	101,4	79,8
Aug.	-10,8	-9,7	98,1	99,4	95,1	98,0	96,9	100,6	95,6	102,7	110,0	103,6	80,8
Sept.	-1,1	-1,4	102,0	104,4	98,0	101,2	102,1	104,1	99,5	105,1	113,1	106,8	80,7
Okt.	-7,6	-6,7	103,2	103,3	99,0	106,3	103,4	104,6	101,6	101,7	110,7	106,8	81,8

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 % (2020)	100,0	100,0	71,1	55,1	44,9	100,0	14,6	4,4	26,2	9,8	44,9	87,6	12,4	
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1	
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,1	1,9	
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6	
2020 Q1	104,7	1,1	1,1	0,8	1,5	0,1	0,6	1,4	0,1	-1,3	0,1	1,2	0,8	
Q2	105,5	0,2	0,9	-0,6	1,2	-0,4	0,7	3,5	-0,1	-7,9	0,3	0,2	0,5	
Q3	105,1	0,0	0,6	-0,7	0,7	0,0	-0,2	-1,9	0,4	0,9	-0,1	-0,1	0,4	
Q4	105,0	-0,3	0,2	-0,9	0,5	0,0	0,1	0,5	-0,6	0,5	0,3	-0,4	0,6	
2020 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.	104,9	-0,2	0,4	-0,9	0,7	-0,5	0,0	0,3	-1,7	0,0	0,0	-0,2	0,3	
Sept.	105,0	-0,3	0,2	-1,0	0,5	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,4	0,0	-0,4	0,4	
Okt.	105,2	-0,3	0,2	-0,8	0,4	0,1	0,0	0,4	0,1	0,4	0,1	-0,4	0,6	
Nov.	104,8	-0,3	0,2	-1,0	0,6	0,1	0,1	0,7	-0,1	-0,1	0,2	-0,4	0,5	
Dez.	105,2	-0,3	0,2	-1,0	0,7	0,1	0,0	-1,6	-0,1	1,6	0,2	-0,4	0,6	

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungs- dienstleistungen		Verkehr	Nachrichten- übermittlung	Freizeitdienst- leistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige
	Zusammen	Ver- arbeitete Nahrungs- mittel	Unver- arbeitete Nahrungs- mittel	Zusammen	Industrie- erzeugnisse ohne Energie	Energie	Wohnungs- mieten					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
Gewichte in % (2020)	19,1	14,6	4,4	36,1	26,2	9,8	10,9	6,6	7,4	2,6	15,4	8,5
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5
2020	2,3	1,8	4,0	-1,8	0,2	-6,8	1,4	1,3	0,5	-0,6	1,0	1,4
2020 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
Q3	1,8	1,5	2,8	-2,0	0,4	-8,1	1,3	1,2	-0,4	-0,7	0,6	1,4
Q4	1,7	1,2	3,5	-2,4	-0,3	-7,8	1,2	1,2	-0,6	-1,5	0,6	1,3
2020 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.	1,7	1,5	2,3	-2,3	-0,1	-7,8	1,3	1,2	-0,8	-0,8	0,7	1,4
Sept.	1,8	1,4	3,1	-2,5	-0,3	-8,2	1,3	1,2	-0,6	-0,8	0,3	1,3
Okt.	2,0	1,3	4,3	-2,3	-0,1	-8,2	1,2	1,2	-0,9	-1,8	0,4	1,2
Nov.	1,9	1,2	4,2	-2,5	-0,3	-8,3	1,2	1,2	-0,6	-1,3	0,5	1,3
Dez.	1,3	1,1	2,1	-2,3	-0,5	-6,9	1,2	1,2	-0,3	-1,4	0,7	1,3

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

4 Preise und Kosten

4.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe ¹⁾										Bauge- werbe ²⁾	Preise für Wohn- immobilien ³⁾	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien ³⁾
	Insge- samt (Index: 2015 = 100)	Insgesamt	Industrie ohne Baugewerbe und Energie							Energie			
			Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorlei- stungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter						
							Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,1	0,9	1,9	2,8	0,2	5,7	2,0	4,4	4,7
2018	104,1	3,3	2,4	1,5	2,7	1,0	0,4	0,1	0,6	8,4	2,4	4,8	4,1
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	2,0	4,2	4,6
2019 Q4	104,4	-1,4	0,0	0,4	-1,2	1,4	1,7	2,4	0,7	-6,0	1,9	4,3	4,3
2020 Q1	103,7	-1,7	0,0	0,4	-1,4	1,1	2,3	3,3	0,6	-7,4	1,5	5,0	3,9
Q2	100,2	-4,5	-3,0	-0,5	-2,7	1,0	1,1	1,5	0,6	-15,5	0,9	5,0	5,8
Q3	101,4	-2,7	-2,0	-0,3	-1,8	0,8	0,5	0,3	0,6	-9,3	0,7	5,1	.
2020 Juni	100,5	-3,7	-2,3	-0,6	-2,5	1,1	0,7	0,8	0,5	-12,8	-	-	-
Juli	101,2	-3,2	-2,0	-0,4	-2,0	0,9	0,6	0,5	0,6	-10,9	-	-	-
Aug.	101,3	-2,6	-1,8	-0,3	-1,8	0,8	0,5	0,3	0,5	-8,7	-	-	-
Sept.	101,7	-2,3	-2,1	-0,3	-1,6	0,8	0,4	0,1	0,6	-8,3	-	-	-
Okt.	102,1	-2,0	-1,9	-0,2	-1,3	0,8	0,3	0,0	0,7	-7,7	-	-	-
Nov.	102,5	-1,9	-1,7	0,0	-0,6	0,8	0,1	-0,5	0,7	-7,5	-	-	-

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	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2018	103,4	1,4	1,7	1,5	1,7	1,9	1,5	2,2	60,4	-0,7	-5,9	4,3	-0,3	-5,7	5,7
2019	105,2	1,7	1,4	1,1	1,7	2,1	0,7	0,1	57,2	1,6	3,7	-0,1	2,6	7,4	-2,3
2020	.	.	.	.	.	.	.	.	37,0	1,5	3,5	-0,3	-0,9	0,0	-1,8
2020 Q1	106,5	1,9	1,4	1,2	2,6	1,8	-0,1	-1,2	45,9	1,8	7,4	-3,1	1,2	7,1	-4,9
Q2	107,4	2,4	1,4	0,7	4,8	1,4	-2,0	-4,4	28,5	-2,4	4,0	-8,1	-4,3	0,1	-9,2
Q3	106,5	1,1	0,7	0,1	1,6	0,8	-1,7	-2,9	36,5	2,1	1,9	2,4	-0,4	-1,6	1,0
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	37,4	4,4	0,8	7,9	0,0	-5,2	6,2
2020 Juli	-	-	-	-	-	-	-	-	37,3	-1,9	-0,5	-3,2	-3,9	-3,7	-4,2
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	37,4	4,9	2,2	7,3	1,9	-1,4	5,6
Sept.	-	-	-	-	-	-	-	-	34,9	3,6	4,0	3,2	1,0	0,2	1,9
Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	34,4	2,7	2,6	2,9	0,0	-1,3	1,4
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	36,5	3,8	1,0	6,6	-1,5	-6,9	5,0
Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	41,0	6,6	-1,1	14,0	1,5	-7,2	12,0

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
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
2020	-1,1	1,6	-0,9	-5,8	11,0	49,0	52,1	48,7	47,2
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
Q3	-1,5	0,9	-0,7	-7,8	12,5	49,4	52,9	49,3	47,7
Q4	1,7	2,5	-2,8	-7,6	7,1	56,7	52,6	51,6	48,3
2020 Juli	-1,1	-0,6	-0,1	-9,9	12,7	47,5	52,5	49,0	47,8
Aug.	-2,1	0,7	-1,1	-7,5	13,9	50,1	53,4	49,4	48,2
Sept.	-1,3	2,6	-1,0	-6,0	11,0	50,6	53,0	49,6	47,1
Okt.	0,7	3,1	-2,3	-7,0	9,3	52,9	53,1	50,5	48,7
Nov.	0,2	1,2	-4,2	-8,3	7,0	55,9	51,5	51,6	47,7
Dez.	4,1	3,3	-2,1	-7,4	4,9	61,4	53,1	52,6	48,4

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	1,8	1,9	1,9	1,7	1,5
2018	104,2	2,4	2,3	2,7	2,5	2,1	2,0
2019	106,8	2,5	2,7	1,9	2,3	2,7	2,2
2019 Q4	113,2	2,4	2,4	1,9	2,2	2,8	2,0
2020 Q1	103,1	3,5	3,6	3,0	3,1	4,4	1,9
Q2	115,0	3,6	4,5	0,6	3,5	3,7	1,7
Q3	105,0	1,5	2,1	-0,4	1,5	1,8	1,6

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 Versorgungs- wirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaft- liche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Lohnstückkosten												
2017	106,3	0,7	0,8	-0,6	1,3	0,4	-0,8	-2,0	4,2	1,3	1,8	1,0
2018	108,4	1,9	1,0	1,8	2,2	1,9	-0,1	0,3	4,4	1,9	2,3	2,5
2019	110,4	1,9	-0,9	3,3	1,0	1,4	0,8	0,4	2,6	1,1	2,6	2,0
2019 Q4	111,0	1,7	-0,1	2,6	0,9	1,1	0,0	1,0	-0,5	1,7	2,7	2,4
2020 Q1	114,0	4,3	-1,4	4,3	2,3	5,1	2,5	-0,3	1,1	4,4	4,9	7,1
Q2	119,3	8,4	-2,5	11,5	7,2	12,0	3,1	1,0	-4,9	9,4	10,8	21,7
Q3	113,9	2,9	-0,2	1,8	5,5	4,2	-0,8	-0,6	3,3	6,2	2,4	12,3
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2017	111,2	1,7	1,7	1,8	2,0	1,4	2,3	1,2	2,5	2,6	1,8	2,0
2018	113,6	2,2	1,2	1,9	1,9	2,1	2,3	2,4	3,7	2,8	2,1	3,2
2019	115,8	1,9	1,8	1,5	2,0	2,1	1,9	2,1	2,6	1,4	2,1	2,7
2019 Q4	116,7	1,7	2,4	1,0	1,4	1,6	1,6	1,6	1,4	1,3	2,3	2,6
2020 Q1	115,8	0,6	1,0	-0,4	-1,5	-1,1	2,2	-0,8	2,5	1,3	2,2	0,4
Q2	110,2	-4,7	0,6	-7,7	-7,7	-11,8	-2,4	-1,4	-5,2	-6,0	1,4	-7,1
Q3	117,2	0,6	2,6	-1,6	1,0	-1,0	0,2	-0,1	2,6	0,6	2,1	1,8
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2017	104,5	1,0	0,9	2,5	0,7	1,0	3,2	3,3	-1,6	1,3	0,0	1,0
2018	104,9	0,3	0,2	0,2	-0,3	0,3	2,4	2,1	-0,7	0,8	-0,2	0,7
2019	105,0	0,1	2,7	-1,7	1,0	0,7	1,0	1,7	0,0	0,3	-0,5	0,7
2019 Q4	105,2	0,0	2,5	-1,6	0,5	0,5	1,6	0,7	1,9	-0,4	-0,4	0,2
2020 Q1	101,5	-3,5	2,3	-4,5	-3,7	-5,9	-0,3	-0,5	1,4	-3,0	-2,5	-6,2
Q2	92,4	-12,1	3,1	-17,1	-13,8	-21,3	-5,3	-2,5	-0,4	-14,1	-8,5	-23,7
Q3	102,8	-2,3	2,8	-3,4	-4,2	-5,0	0,9	0,5	-0,7	-5,2	-0,3	-9,4
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2017	113,0	2,1	2,1	2,0	2,0	1,8	2,3	1,9	2,3	2,5	2,5	2,4
2018	115,2	1,9	0,8	2,0	0,9	1,9	2,0	2,3	2,8	2,1	2,1	2,7
2019	117,7	2,2	2,0	2,1	2,2	2,3	1,8	1,7	2,9	1,6	2,3	3,1
2019 Q4	118,3	2,0	2,3	1,7	2,0	1,8	2,0	1,5	1,1	1,6	2,6	3,5
2020 Q1	121,2	4,3	3,7	3,3	3,4	4,0	3,4	1,5	6,0	3,7	4,7	8,3
Q2	128,1	9,3	4,7	6,5	8,4	12,6	3,9	3,0	6,3	5,9	7,0	16,5
Q3	121,4	3,0	2,2	1,3	1,8	3,8	2,6	1,1	5,3	3,3	2,3	5,2
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2017	106,8	1,5	1,3	2,8	0,8	1,7	3,3	3,9	-1,5	1,5	0,6	1,4
2018	107,0	0,2	-0,4	0,3	-0,9	0,3	2,2	1,9	-1,3	0,5	-0,3	0,4
2019	107,5	0,4	3,4	-1,1	1,2	1,0	1,0	1,5	0,1	0,5	-0,2	0,9
2019 Q4	107,6	0,5	2,8	-0,8	1,4	1,0	1,6	0,7	0,5	0,0	-0,1	1,0
2020 Q1	107,7	0,6	3,0	-0,7	1,8	0,1	1,1	2,2	6,0	-0,1	-0,1	1,9
Q2	110,1	2,6	6,6	-3,7	3,9	2,7	1,1	2,7	17,5	-2,0	-2,7	0,5
Q3	107,8	0,4	1,8	-0,4	-2,7	-0,4	3,4	2,0	2,8	-2,5	0,2	-5,8

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											11	12
	M2					M3-M2							
	M1		M2-M1			6	7	8	9	10			
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte						Geldmarkt- fondsanteile			Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren
1	2	3	4	5	Bestände								
2017	1 112,6	6 636,4	7 749,0	1 198,7	2 261,3	3 460,0	11 209,0	74,6	509,6	80,7	664,8	11 873,9	
2018	1 164,2	7 114,7	8 278,9	1 128,3	2 298,9	3 427,2	11 706,1	74,4	521,8	82,0	678,2	12 384,3	
2019	1 221,5	7 726,9	8 948,4	1 073,2	2 362,4	3 435,7	12 384,1	78,7	529,1	19,4	627,1	13 011,3	
2019 Q4	1 221,5	7 726,9	8 948,4	1 073,2	2 362,4	3 435,7	12 384,1	78,7	529,1	19,4	627,1	13 011,3	
2020 Q1	1 265,3	8 079,2	9 344,5	1 075,3	2 368,6	3 443,9	12 788,3	109,9	537,2	48,1	695,2	13 483,6	
Q2	1 302,8	8 425,2	9 728,0	1 075,5	2 400,8	3 476,2	13 204,3	95,2	582,2	16,1	693,6	13 897,9	
Q3	1 330,5	8 617,0	9 947,5	1 077,0	2 423,4	3 500,4	13 447,9	100,3	612,8	1,6	714,8	14 162,7	
2020 Juni	1 302,8	8 425,2	9 728,0	1 075,5	2 400,8	3 476,2	13 204,3	95,2	582,2	16,1	693,6	13 897,9	
Juli	1 310,7	8 464,9	9 775,6	1 080,2	2 406,9	3 487,1	13 262,7	106,2	595,8	6,0	707,9	13 970,6	
Aug.	1 321,7	8 528,8	9 850,5	1 047,6	2 414,7	3 462,4	13 312,8	91,7	593,7	5,8	691,2	14 004,0	
Sept.	1 330,5	8 617,0	9 947,5	1 077,0	2 423,4	3 500,4	13 447,9	100,3	612,8	1,6	714,8	14 162,7	
Okt.	1 338,2	8 683,3	10 021,5	1 060,7	2 431,8	3 492,5	13 514,0	96,3	613,7	14,2	724,2	14 238,2	
Nov. ^(p)	1 351,2	8 780,1	10 131,3	1 030,6	2 446,2	3 476,9	13 608,2	101,2	612,9	12,1	726,2	14 334,4	
	Transaktionsbedingte Veränderungen												
2017	36,5	592,2	628,7	-108,7	34,2	-74,5	554,3	6,5	-11,3	-15,8	-20,6	533,7	
2018	50,6	468,0	518,6	-73,2	44,8	-28,5	490,1	-0,9	12,6	-0,9	10,8	500,9	
2019	57,3	605,9	663,2	-59,7	61,5	1,8	665,0	4,1	-2,1	-56,6	-54,6	610,3	
2019 Q4	17,8	130,5	148,3	-31,4	9,6	-21,8	126,5	4,6	-14,5	-1,0	-10,9	115,6	
2020 Q1	43,8	347,7	391,4	0,0	6,1	6,1	397,5	30,9	8,2	26,8	65,9	463,4	
Q2	37,5	343,0	380,5	2,1	32,6	34,7	415,3	-14,1	45,1	-32,8	-1,8	413,5	
Q3	27,7	269,0	296,7	5,7	23,0	28,6	325,4	5,9	29,8	-13,2	22,6	348,0	
2020 Juni	9,3	87,5	96,8	-19,5	11,4	-8,1	88,7	-0,2	22,2	-7,6	14,4	103,1	
Juli	7,9	118,7	126,6	9,4	6,3	15,7	142,3	12,0	13,6	-8,3	17,3	159,6	
Aug.	11,0	65,9	76,8	-31,7	8,0	-23,7	53,1	-14,3	-2,8	-0,1	-17,3	35,8	
Sept.	8,9	84,4	93,2	28,0	8,7	36,7	129,9	8,3	19,1	-4,9	22,5	152,5	
Okt.	7,6	65,2	72,8	-17,7	8,4	-9,2	63,6	-4,1	0,9	12,9	9,7	73,3	
Nov. ^(p)	13,1	102,4	115,5	-28,3	14,5	-13,8	101,7	5,3	-0,8	-1,9	2,6	104,3	
	Wachstumsraten												
2017	3,4	9,8	8,8	-8,2	1,5	-2,1	5,2	9,5	-2,2	-17,3	-3,0	4,7	
2018	4,5	7,0	6,7	-6,1	2,0	-0,8	4,4	-1,3	2,5	-1,6	1,6	4,2	
2019	4,9	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-71,4	-8,0	4,9	
2019 Q4	4,9	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-71,4	-8,0	4,9	
2020 Q1	7,1	11,0	10,4	-3,8	1,8	0,0	7,4	47,4	2,1	52,0	9,6	7,5	
Q2	9,7	13,2	12,7	-3,3	2,6	0,7	9,3	28,2	11,0	-56,6	8,8	9,3	
Q3	10,5	14,4	13,8	-2,1	3,0	1,4	10,3	36,7	12,6	-95,9	11,9	10,4	
2020 Juni	9,7	13,2	12,7	-3,3	2,6	0,7	9,3	28,2	11,0	-56,6	8,8	9,3	
Juli	9,8	14,1	13,5	-1,5	2,6	1,3	10,0	42,8	12,1	-77,5	10,9	10,1	
Aug.	10,4	13,7	13,3	-5,1	2,9	0,3	9,6	28,3	8,5	-69,0	7,9	9,5	
Sept.	10,5	14,4	13,8	-2,1	3,0	1,4	10,3	36,7	12,6	-95,9	11,9	10,4	
Okt.	10,7	14,3	13,8	-2,7	3,2	1,4	10,3	23,4	15,2	-69,5	13,8	10,5	
Nov. ^(p)	11,1	15,0	14,5	-4,3	3,8	1,2	10,8	38,0	14,5	-72,4	14,7	11,0	

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	2 241,5	1 798,6	285,0	149,1	8,8	6 317,9	3 703,1	561,9	2 052,2	0,8	987,7	208,2	415,8
2018	2 334,2	1 901,4	277,3	147,9	7,6	6 645,3	4 035,6	517,8	2 090,6	1,3	996,0	204,8	436,2
2019	2 482,3	2 068,7	256,9	150,2	6,5	7 041,2	4 397,1	492,3	2 151,0	0,8	1 032,7	217,1	468,0
2019 Q4	2 482,3	2 068,7	256,9	150,2	6,5	7 041,2	4 397,1	492,3	2 151,0	0,8	1 032,7	217,1	468,0
2020 Q1	2 610,8	2 191,4	264,0	147,9	7,6	7 173,7	4 535,9	472,2	2 165,0	0,6	1 151,5	224,3	472,6
Q2	2 869,9	2 396,8	318,6	148,3	6,2	7 349,4	4 683,8	462,7	2 202,0	0,9	1 084,9	226,5	466,0
Q3	2 958,3	2 481,2	323,3	146,9	6,9	7 491,0	4 816,7	446,5	2 226,9	1,0	1 058,3	240,4	469,6
2020 Juni	2 869,9	2 396,8	318,6	148,3	6,2	7 349,4	4 683,8	462,7	2 202,0	0,9	1 084,9	226,5	466,0
Juli	2 918,6	2 434,2	331,8	147,2	5,3	7 395,6	4 728,0	456,2	2 210,3	1,1	1 028,2	241,4	474,4
Aug.	2 937,5	2 462,5	323,7	146,9	4,3	7 437,8	4 768,3	450,7	2 217,7	1,1	1 005,9	233,7	467,9
Sept.	2 958,3	2 481,2	323,3	146,9	6,9	7 491,0	4 816,7	446,5	2 226,9	1,0	1 058,3	240,4	469,6
Okt.	2 969,1	2 488,2	328,8	147,0	5,1	7 534,5	4 856,7	443,3	2 233,5	1,1	1 052,1	236,9	479,5
Nov. ^(p)	2 969,1	2 503,8	313,4	146,4	5,5	7 594,6	4 903,4	441,0	2 249,2	1,1	1 073,3	239,2	482,1
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2017	182,3	184,0	-1,8	-0,8	1,0	255,0	305,2	-82,1	33,4	-1,5	51,6	8,0	27,3
2018	94,6	106,8	-9,7	-1,0	-1,4	326,6	325,4	-45,0	45,6	0,5	1,7	-3,6	19,2
2019	149,6	167,1	-18,9	1,7	-0,4	394,6	360,3	-26,2	61,0	-0,5	26,9	11,0	29,7
2019 Q4	34,4	38,7	-3,2	-1,9	0,8	85,7	84,2	-11,9	13,4	-0,2	-6,7	-2,4	2,5
2020 Q1	125,9	120,8	6,4	-2,2	1,0	131,3	138,1	-20,6	14,0	-0,2	116,1	6,8	4,5
Q2	261,2	206,7	55,4	0,4	-1,3	177,6	149,1	-9,2	37,4	0,3	-71,4	2,7	-6,5
Q3	94,7	88,6	6,6	-1,3	0,9	144,3	134,7	-15,6	25,0	0,1	46,1	14,6	3,9
2020 Juni	48,8	44,6	2,0	0,9	1,3	49,5	40,5	-2,2	11,2	0,0	-18,2	-5,6	4,7
Juli	56,3	42,7	15,4	-1,1	-0,7	48,9	46,0	-5,7	8,4	0,2	17,1	15,7	8,5
Aug.	18,5	27,5	-7,8	-0,3	-1,0	44,4	42,3	-5,4	7,5	-0,1	-21,0	-7,6	-6,5
Sept.	20,0	18,5	-1,0	0,1	2,5	51,0	46,4	-4,5	9,1	-0,1	50,0	6,6	1,8
Okt.	9,4	6,8	4,2	0,1	-1,8	43,3	39,8	-3,2	6,6	0,1	-7,1	-3,5	9,8
Nov. ^(p)	3,3	18,0	-14,6	-0,5	0,5	61,1	47,4	-2,1	15,7	0,1	24,4	2,5	2,6
Wachstumsraten													
2017	8,7	11,3	-0,7	-0,5	12,3	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,3	5,4	4,0	7,1
2018	4,2	5,9	-3,4	-0,7	-16,2	5,2	8,8	-8,0	2,2	66,7	0,2	-1,7	4,6
2019	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,1	2,9	-36,8	2,7	5,3	6,8
2019 Q4	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,1	2,9	-36,8	2,7	5,3	6,8
2020 Q1	9,7	12,1	-2,2	-1,0	24,5	6,1	9,8	-8,5	2,4	-56,9	16,9	5,7	2,7
Q2	19,2	20,7	21,1	-1,8	-13,8	7,4	11,3	-9,4	3,6	-48,0	5,0	3,7	0,6
Q3	21,1	22,4	24,9	-3,3	23,4	7,7	11,7	-11,3	4,2	-0,2	8,2	9,9	0,9
2020 Juni	19,2	20,7	21,1	-1,8	-13,8	7,4	11,3	-9,4	3,6	-48,0	5,0	3,7	0,6
Juli	20,5	21,5	27,2	-2,8	-15,6	7,4	11,3	-10,2	3,8	-39,9	8,7	10,2	3,5
Aug.	19,9	21,3	24,6	-3,4	-31,4	7,5	11,5	-11,0	4,0	-40,8	4,8	0,8	1,1
Sept.	21,1	22,4	24,9	-3,3	23,4	7,7	11,7	-11,3	4,2	-0,2	8,2	9,9	0,9
Okt.	20,5	21,6	27,0	-3,0	-28,5	7,9	11,9	-11,4	4,4	-34,0	7,4	7,0	2,7
Nov. ^(p)	20,3	21,6	24,9	-3,1	2,4	8,3	12,2	-11,1	4,9	-32,9	10,9	6,8	2,8

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.3 Kredite an Nicht-MFIs im 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	4 623,3	1 034,2	3 575,2	13 114,4	10 870,9	11 166,3	4 325,7	5 600,3	836,5	108,5	1 442,0	801,5
2018	4 684,1	1 008,4	3 664,3	13 416,5	11 123,0	11 483,4	4 405,0	5 741,9	849,8	126,4	1 519,9	773,6
2019	4 660,7	986,8	3 662,2	13 865,5	11 452,5	11 839,8	4 475,8	5 931,2	893,5	152,0	1 562,5	850,5
2019 Q4	4 660,7	986,8	3 662,2	13 865,5	11 452,5	11 839,8	4 475,8	5 931,2	893,5	152,0	1 562,5	850,5
2020 Q1	4 794,5	1 007,2	3 775,6	14 056,5	11 692,2	12 068,1	4 604,9	5 965,5	960,9	160,9	1 565,4	798,9
Q2	5 279,2	1 005,9	4 261,5	14 242,4	11 780,7	12 163,2	4 718,2	5 995,6	912,7	154,2	1 645,0	816,6
Q3	5 737,1	1 003,0	4 722,3	14 197,5	11 867,0	12 224,9	4 731,7	6 066,1	912,2	156,9	1 516,3	814,3
2020 Juni	5 279,2	1 005,9	4 261,5	14 242,4	11 780,7	12 163,2	4 718,2	5 995,6	912,7	154,2	1 645,0	816,6
Juli	5 563,8	1 004,6	4 547,4	14 114,6	11 808,6	12 179,6	4 727,6	6 016,4	910,0	154,5	1 489,2	816,9
Aug.	5 622,8	1 000,7	4 610,3	14 170,4	11 841,5	12 205,3	4 750,4	6 031,4	904,3	155,4	1 512,1	816,9
Sept.	5 737,1	1 003,0	4 722,3	14 197,5	11 867,0	12 224,9	4 731,7	6 066,1	912,2	156,9	1 516,3	814,3
Okt.	5 803,7	1 003,7	4 788,2	14 230,4	11 899,4	12 259,2	4 738,1	6 092,5	909,9	158,9	1 527,2	803,8
Nov. ^(p)	5 859,0	1 006,5	4 840,5	14 248,9	11 924,6	12 283,6	4 734,8	6 106,6	926,3	156,9	1 488,2	836,2
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2017	289,1	-43,6	332,0	363,1	274,4	316,6	85,4	173,3	19,3	-3,6	63,8	24,9
2018	91,5	-28,2	119,7	375,0	307,5	382,2	124,1	166,1	-0,3	17,7	88,5	-21,1
2019	-87,2	-23,3	-64,3	452,3	378,4	422,5	115,6	200,5	41,3	21,1	30,5	43,4
2019 Q4	13,0	-14,6	27,5	94,0	78,8	103,4	6,2	59,0	7,7	5,9	-0,7	15,8
2020 Q1	145,4	19,7	125,7	242,5	253,3	247,1	135,5	40,5	68,6	8,8	20,2	-31,0
Q2	465,3	-1,8	467,1	182,2	96,5	103,5	120,7	35,8	-53,4	-6,7	74,6	11,1
Q3	258,8	-2,8	261,6	153,8	104,6	86,8	29,1	71,9	0,5	3,0	44,2	5,0
2020 Juni	144,4	-6,1	150,5	16,6	-17,5	-7,7	3,6	17,9	-38,8	-0,2	17,0	17,1
Juli	97,0	-1,4	98,3	63,4	43,2	37,0	19,0	23,4	0,4	0,5	17,8	2,4
Aug.	65,7	-3,7	69,5	60,5	36,0	28,7	21,8	18,7	-5,5	0,9	21,1	3,4
Sept.	96,1	2,3	93,8	29,8	25,3	21,2	-11,7	29,8	5,6	1,6	5,3	-0,8
Okt.	55,1	1,0	54,1	37,2	33,0	37,5	7,4	26,5	-2,6	1,7	11,7	-7,5
Nov. ^(p)	51,1	2,8	47,9	18,0	33,1	40,6	1,2	15,1	18,8	-2,0	-38,9	23,8
Wachstumsraten												
2017	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,3	-3,2	4,6	3,2
2018	2,0	-2,7	3,4	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	0,0	16,3	6,1	-2,6
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,1	2,0	5,5
2019 Q4	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,1	2,0	5,5
2020 Q1	1,6	0,4	2,0	4,3	4,8	5,0	5,0	3,3	11,4	20,7	3,0	-0,6
Q2	13,5	0,4	17,2	4,7	4,7	4,8	6,5	3,2	3,9	16,3	7,1	0,7
Q3	18,9	0,0	24,1	4,9	4,7	4,6	6,5	3,5	2,6	7,5	9,1	0,1
2020 Juni	13,5	0,4	17,2	4,7	4,7	4,8	6,5	3,2	3,9	16,3	7,1	0,7
Juli	15,5	0,2	19,8	5,0	4,7	4,8	6,5	3,3	3,5	14,8	9,2	0,4
Aug.	16,6	-0,7	21,4	5,0	4,6	4,6	6,5	3,3	2,2	10,7	10,7	1,0
Sept.	18,9	0,0	24,1	4,9	4,7	4,6	6,5	3,5	2,6	7,5	9,1	0,1
Okt.	20,3	0,0	25,9	4,9	4,6	4,6	6,3	3,6	1,7	14,0	10,3	-1,4
Nov. ^(p)	21,4	0,3	27,2	4,8	4,8	4,7	6,3	3,6	4,2	7,4	6,9	0,8

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Im Einklang mit dem ESVG 2010 werden Holdinggesellschaften nichtfinanzieller Unternehmensgruppen seit Dezember 2014 nicht mehr dem Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, sondern dem Sektor der finanziellen Kapitalgesellschaften zugerechnet. In der MFI-Bilanzstatistik werden sie unter den nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und 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	4 325,7	4 360,0	985,1	821,6	2 518,9	5 600,3	5 867,2	655,0	4 216,1	729,2
2018	4 405,0	4 489,1	991,4	844,2	2 569,4	5 741,9	6 024,9	682,6	4 356,4	702,9
2019	4 475,8	4 578,4	967,5	877,9	2 630,3	5 931,2	6 223,7	720,2	4 523,7	687,4
2019 Q4	4 475,8	4 578,4	967,5	877,9	2 630,3	5 931,2	6 223,7	720,2	4 523,7	687,4
2020 Q1	4 604,9	4 706,4	1 003,0	917,4	2 684,4	5 965,5	6 254,1	715,2	4 564,7	685,6
Q2	4 718,2	4 830,2	958,0	993,2	2 767,0	5 995,6	6 276,7	701,1	4 603,7	690,7
Q3	4 731,7	4 845,3	930,7	1 014,4	2 786,6	6 066,1	6 334,1	702,6	4 667,5	696,0
2020 Juni	4 718,2	4 830,2	958,0	993,2	2 767,0	5 995,6	6 276,7	701,1	4 603,7	690,7
Juli	4 727,6	4 835,3	949,9	997,2	2 780,5	6 016,4	6 291,3	704,4	4 621,5	690,5
Aug.	4 750,4	4 858,8	943,4	1 015,5	2 791,5	6 031,4	6 307,2	702,6	4 632,7	696,1
Sept.	4 731,7	4 845,3	930,7	1 014,4	2 786,6	6 066,1	6 334,1	702,6	4 667,5	696,0
Okt.	4 738,1	4 845,2	916,5	1 011,2	2 810,4	6 092,5	6 359,4	704,7	4 690,1	697,7
Nov. ^(p)	4 734,8	4 841,1	911,4	1 004,1	2 819,3	6 106,6	6 376,3	701,9	4 708,5	696,3
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2017	85,4	135,2	0,2	39,2	46,1	173,3	165,5	45,2	133,9	-5,8
2018	124,1	175,9	18,0	32,8	73,3	166,1	188,4	41,2	134,2	-9,3
2019	115,6	143,3	-13,1	43,5	85,3	200,5	215,5	41,0	168,6	-9,1
2019 Q4	6,2	21,7	-9,2	8,8	6,7	59,0	61,6	9,5	51,7	-2,2
2020 Q1	135,5	136,7	33,1	44,1	58,3	40,5	38,1	-3,7	45,0	-0,8
Q2	120,7	131,0	-38,8	80,9	78,6	35,8	29,1	-12,3	39,4	8,8
Q3	29,1	34,2	-22,0	15,8	35,3	71,9	59,9	5,8	65,0	1,1
2020 Juni	3,6	14,2	-1,2	-4,7	9,5	17,9	16,6	3,4	11,8	2,7
Juli	19,0	16,9	-6,8	6,7	19,2	23,4	18,3	3,8	18,9	0,7
Aug.	21,8	22,8	-2,4	8,4	15,8	18,7	19,3	2,5	16,0	0,2
Sept.	-11,7	-5,5	-12,8	0,8	0,3	29,8	22,3	-0,5	30,1	0,2
Okt.	7,4	1,6	-13,8	-2,8	24,0	26,5	26,3	2,3	22,6	1,6
Nov. ^(p)	1,2	6,2	-3,2	-5,9	10,3	15,1	19,9	-3,6	19,1	-0,5
Wachstumsraten										
2017	2,0	3,2	0,0	5,0	1,8	3,2	2,9	7,4	3,3	-0,8
2018	2,9	4,1	1,8	4,0	2,9	3,0	3,2	6,3	3,2	-1,3
2019	2,6	3,2	-1,3	5,2	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2019 Q4	2,6	3,2	-1,3	5,2	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020 Q1	5,0	5,5	2,9	9,1	4,4	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	0,3	4,1	0,4
Q3	6,5	7,1	-3,8	17,3	6,8	3,5	3,1	-0,1	4,5	1,0
2020 Juni	6,5	7,1	-1,1	16,1	6,2	3,2	3,0	0,3	4,1	0,4
Juli	6,5	7,1	-2,2	16,3	6,5	3,3	3,0	0,4	4,2	0,7
Aug.	6,5	7,1	-3,3	17,0	6,8	3,3	3,0	0,3	4,1	0,8
Sept.	6,5	7,1	-3,8	17,3	6,8	3,5	3,1	-0,1	4,5	1,0
Okt.	6,3	6,8	-5,2	16,4	7,2	3,6	3,2	-0,1	4,6	1,5
Nov. ^(p)	6,3	6,9	-4,6	15,1	7,4	3,6	3,1	-1,1	4,7	1,3

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.5 Gegenposten zu M3 (ohne Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum)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	347,6	6 769,9	1 966,9	59,8	2 017,9	2 725,3	930,7	323,0	143,5	92,5
2018	389,2	6 817,4	1 940,0	56,1	2 099,7	2 721,6	1 030,0	460,2	187,0	194,9
2019	364,1	7 059,7	1 945,9	50,1	2 156,5	2 907,2	1 455,7	453,2	178,9	187,2
2019 Q4	364,1	7 059,7	1 945,9	50,1	2 156,5	2 907,2	1 455,7	453,2	178,9	187,2
2020 Q1	409,5	7 036,3	1 936,9	47,2	2 119,9	2 932,4	1 561,0	517,4	183,7	196,5
Q2	673,3	7 041,2	1 932,7	44,1	2 080,0	2 984,4	1 558,6	532,3	159,2	174,3
Q3	806,2	7 038,1	1 932,7	43,0	2 059,2	3 003,2	1 568,8	503,4	139,9	147,3
2020 Juni	673,3	7 041,2	1 932,7	44,1	2 080,0	2 984,4	1 558,6	532,3	159,2	174,3
Juli	756,1	7 043,9	1 933,7	43,6	2 047,0	3 019,6	1 536,6	555,7	162,3	174,1
Aug.	819,5	7 025,4	1 937,4	43,1	2 033,3	3 011,7	1 552,2	503,6	170,4	177,6
Sept.	806,2	7 038,1	1 932,7	43,0	2 059,2	3 003,2	1 568,8	503,4	139,9	147,3
Okt.	864,3	7 036,3	1 931,9	42,7	2 036,0	3 025,8	1 574,7	530,0	148,7	154,3
Nov. ^(p)	753,6	6 941,1	1 923,8	42,4	2 006,3	2 968,6	1 459,6	461,6	148,2	147,6
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2017	41,8	-73,6	-83,5	-6,6	-71,1	87,5	-96,7	-53,5	-61,2	-28,5
2018	45,5	51,0	-37,8	-4,9	16,1	77,6	88,4	42,6	16,2	23,6
2019	-24,4	105,7	-5,3	-3,3	27,4	87,0	309,4	17,2	-2,7	-2,5
2019 Q4	-21,1	3,8	-1,5	-3,4	-11,9	20,6	-3,9	-4,8	-5,3	-10,9
2020 Q1	45,7	-46,2	-6,7	-2,9	-47,5	10,9	66,1	8,8	4,7	9,3
Q2	264,0	-1,7	-2,4	-3,1	-14,3	18,0	-31,9	60,2	-24,5	-22,2
Q3	69,2	5,2	-3,1	-1,1	0,6	8,8	29,1	-19,5	-19,3	-27,1
2020 Juni	73,0	0,0	-0,9	-1,1	-6,6	8,6	7,8	7,4	-37,3	-37,0
Juli	19,3	-8,9	-1,4	-0,5	-8,1	1,2	-25,8	35,5	3,2	-0,2
Aug.	63,3	3,4	4,3	-0,5	-10,9	10,5	33,2	-56,9	8,1	3,5
Sept.	-13,5	10,7	-6,0	-0,1	19,6	-2,8	21,8	2,0	-30,5	-30,3
Okt.	58,2	-11,6	0,1	-0,3	-24,4	13,0	2,7	24,9	8,8	7,1
Nov. ^(p)	-110,7	-31,6	0,7	-0,3	-19,4	-12,6	-62,1	-45,0	-0,5	-6,7
Wachstumsraten										
2017	13,4	-1,1	-4,0	-9,6	-3,4	3,4	-	-	-29,8	-23,5
2018	13,0	0,8	-1,9	-8,0	0,8	2,9	-	-	8,1	7,7
2019	-6,3	1,5	-0,3	-5,9	1,3	3,1	-	-	-1,5	-1,5
2019 Q4	-6,3	1,5	-0,3	-5,9	1,3	3,1	-	-	-1,5	-1,5
2020 Q1	11,7	0,2	-0,1	-11,1	-2,6	2,8	-	-	-0,3	0,6
Q2	81,0	-0,5	-1,3	-19,5	-3,3	2,5	-	-	-10,5	-8,8
Q3	91,8	-0,5	-0,7	-19,4	-3,4	2,0	-	-	-24,1	-25,6
2020 Juni	81,0	-0,5	-1,3	-19,5	-3,3	2,5	-	-	-10,5	-8,8
Juli	85,5	-0,6	-0,1	-20,3	-4,1	2,1	-	-	-15,3	-15,6
Aug.	89,8	-0,2	1,2	-20,6	-4,3	2,4	-	-	-13,6	-16,6
Sept.	91,8	-0,5	-0,7	-19,4	-3,4	2,0	-	-	-24,1	-25,6
Okt.	108,5	-0,6	-0,8	-17,5	-3,8	2,1	-	-	-32,8	-34,6
Nov. ^(p)	85,3	-1,2	-0,8	-17,1	-4,8	1,3	-	-	-30,0	-34,3

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: Primärsaldo
	Insgesamt	Zentralstaat	Länder	Gemeinden	Sozialversicherung	
	1	2	3	4	5	6
2016	-1,5	-1,7	0,0	0,2	0,1	0,6
2017	-0,9	-1,4	0,1	0,2	0,1	1,0
2018	-0,5	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,0	0,2	1,0
2019 Q3	-0,8	.	.	.	.	0,9
Q4	-0,6	.	.	.	.	1,0
2020 Q1	-1,1	.	.	.	.	0,5
Q2	-3,7	.	.	.	.	-2,1

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						
		Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial- beiträge			Arbeitnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Sozial- ausgaben			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016	46,3	45,8	12,6	13,0	15,3	0,5	47,7	44,2	10,0	5,4	2,1	22,7	3,6
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,2	43,3	9,9	5,3	1,9	22,4	3,8
2018	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019	46,4	46,0	12,9	13,1	15,1	0,5	47,1	43,3	9,9	5,3	1,6	22,5	3,8
2019 Q3	46,4	45,9	12,8	13,1	15,1	0,5	47,1	43,3	9,9	5,3	1,7	22,4	3,8
Q4	46,4	46,0	12,9	13,1	15,1	0,5	47,1	43,3	9,9	5,3	1,6	22,5	3,8
2020 Q1	46,5	46,1	13,0	13,0	15,1	0,5	47,6	43,8	10,0	5,4	1,6	22,8	3,8
Q2	46,7	46,2	13,0	12,9	15,4	0,5	50,4	46,5	10,4	5,7	1,6	24,0	3,9

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	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	
														MFIs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2016	90,1	3,3	15,7	71,0	47,5	30,8	42,6	9,4	80,7	17,9	29,9	42,3	87,9	2,2
2017	87,7	3,2	14,6	70,0	48,2	32,1	39,5	8,6	79,0	16,5	29,0	42,3	85,8	1,9
2018	85,8	3,1	13,8	68,8	48,0	32,4	37,8	8,1	77,7	16,1	28,4	41,3	84,2	1,6
2019	84,0	3,0	13,1	67,9	45,4	30,6	38,6	7,7	76,3	15,7	27,9	40,4	82,6	1,4
2019 Q3	85,8	3,2	13,3	69,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	84,0	3,0	13,1	67,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020 Q1	86,3	3,1	13,4	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	95,1	3,2	14,4	77,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren¹⁾

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Veränderung der Schuldenquote ²⁾	Primär-saldo	Deficit-Debt-Adjustments								Zins-Wachstums-Differenzial	Nachrichtlich: Nettoneuverschuldung
			Insgesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva					Neubewertungseffekte und sonstige Volumensänderungen	Sonstige		
				Zusammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Anteile an Investmentfonds				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2016	-0,8	-0,6	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,4	1,6
2017	-2,4	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,3	0,9
2018	-1,9	-1,4	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-1,0	0,8
2019	-1,7	-1,0	0,1	0,3	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,0	-0,9	0,9
2019 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	0,3	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,0	-0,9	0,9
2020 Q1	-0,1	-0,5	0,5	0,7	0,5	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,0	1,8
Q2	8,9	2,1	3,5	3,0	2,8	0,2	-0,1	0,2	-0,2	0,7	3,4	7,4

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	Laufzeit von bis zu 1 Jahr	Emission	Tilgung
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2019	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,1
2019 Q3	12,7	11,2	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	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,1
2020 Q1	12,3	10,9	4,1	1,4	0,4	7,5	2,1	1,2	-0,2	2,4	2,0	0,1	1,0
Q2	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
2020 Juli	14,5	13,1	4,6	1,4	0,4	7,5	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,1	0,1	1,0
Aug.	14,8	13,4	5,1	1,4	0,3	7,4	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,2	0,1	0,9
Sept.	15,2	13,8	4,4	1,4	0,3	7,5	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,2	0,1	0,8
Okt.	15,0	13,6	3,9	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,2	0,0	0,8
Nov.	14,6	13,3	3,7	1,4	0,3	7,7	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,1	0,0	0,8
Dez.	14,2	12,9	4,0	1,4	0,3	7,7	1,8	1,1	-0,2	2,2	2,1	0,0	.

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	-0,4	-0,7	0,5	-4,3	-3,6	-2,4	0,3	
2017	-0,7	1,4	-0,7	-0,3	0,7	-3,0	-3,0	-2,4	1,9	
2018	-0,8	1,8	-0,5	0,1	1,0	-2,5	-2,3	-2,2	-3,5	
2019	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,5	-2,9	-3,0	-1,6	1,5	
2019 Q3	-1,8	1,5	-0,7	0,6	0,6	-2,7	-3,2	-2,0	2,0	
Q4	-2,0	1,5	0,1	0,5	1,5	-2,9	-3,0	-1,6	1,5	
2020 Q1	-2,6	1,2	-0,9	0,0	1,1	-3,4	-3,6	-2,3	2,0	
Q2	-5,7	-1,4	-2,9	-2,1	-1,7	-6,9	-5,8	-4,7	-2,3	
Verschuldung										
2016	105,0	69,3	9,9	74,1	180,8	99,2	98,0	134,8	103,1	
2017	102,0	65,1	9,1	67,0	179,2	98,6	98,3	134,1	93,5	
2018	99,8	61,8	8,2	63,0	186,2	97,4	98,1	134,4	99,2	
2019	98,1	59,6	8,4	57,4	180,5	95,5	98,1	134,7	94,0	
2019 Q3	102,2	61,0	9,0	61,3	178,1	97,5	100,1	136,8	96,5	
Q4	98,7	59,6	8,4	57,4	176,6	95,5	98,1	134,7	94,0	
2020 Q1	104,3	61,1	8,9	59,0	176,9	99,0	101,3	137,6	96,1	
Q2	115,3	67,4	18,5	62,7	187,4	110,1	114,1	149,4	113,2	
Finanzierungssaldo										
2016	0,2	0,2	1,9	0,9	0,0	-1,5	-1,9	-1,9	-2,6	-1,7
2017	-0,8	0,5	1,3	3,2	1,3	-0,8	-3,0	-0,1	-0,9	-0,7
2018	-0,8	0,6	3,1	2,0	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,3	2,4	0,5	1,7	0,7	0,1	0,5	-1,4	-1,0
2019 Q3	-1,4	-0,3	3,8	0,5	1,3	0,2	-0,2	0,7	-1,1	-1,9
Q4	-0,6	0,3	2,4	0,5	1,7	0,7	0,1	0,5	-1,3	-1,0
2020 Q1	-0,7	-0,2	1,4	-1,7	1,5	0,4	-0,1	-0,8	-1,9	-1,1
Q2	-1,7	-2,4	-1,8	-5,1	-1,5	-3,8	-1,9	-4,7	-3,6	-3,4
Verschuldung										
2016	40,4	39,7	20,1	54,5	61,9	82,8	131,5	78,5	52,4	63,2
2017	39,0	39,1	22,3	48,8	56,9	78,5	126,1	74,1	51,7	61,3
2018	37,1	33,7	21,0	45,2	52,4	74,0	121,5	70,3	49,9	59,6
2019	36,9	35,9	22,0	42,6	48,7	70,5	117,2	65,6	48,5	59,3
2019 Q3	37,1	35,4	20,0	42,9	49,3	71,1	119,6	67,7	48,8	60,1
Q4	36,9	35,9	22,0	42,6	48,7	70,5	117,2	65,6	48,3	59,3
2020 Q1	37,1	33,0	22,2	44,0	49,5	73,1	119,5	69,0	49,6	64,3
Q2	42,9	41,4	23,8	51,1	55,2	82,6	126,1	78,2	60,2	68,7

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2021

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

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

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

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 20. Januar 2021.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-BP-21-001-DE-N (Online-Version)