

Perspektiven der deutschen Wirtschaft für die Jahre 2021 bis 2023

Die deutsche Wirtschaft überwindet die pandemiebedingte Krise und steht am Beginn eines starken Aufschwungs. Dabei wird davon ausgegangen, dass die Pandemie durch eine erfolgreiche Impfkampagne rasch und nachhaltig zurückgedrängt wird. Dies ermöglicht es, die Schutzmaßnahmen zügig zurückzufahren. Damit eröffnen sich den privaten Haushalten zuvor verschlossene Konsummöglichkeiten, und der private Verbrauch wird vor allem im Rest dieses Jahres und 2022 außerordentlich stark expandieren. Zusätzlichen Schwung erhält er dadurch, dass ein Teil der während der Pandemie unfreiwillig gebildeten Ersparnisse ausgegeben wird. Daneben wird der Aufschwung von den Exporten angetrieben, die von der nur allmählich nachlassenden Erholung des Welthandels profitieren.

Unter diesen Voraussetzungen legt das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) in kalenderbereinigter Betrachtung im laufenden und kommenden Jahr um etwas unter 4% beziehungsweise gut 5% zu. Im Jahr 2023 schwächt sich sein Zuwachs auf immer noch nahezu 2% ab. Das Vorkrisenniveau wird schon in diesem Sommer wieder erreicht. Die gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten werden bereits ab dem kommenden Jahr überdurchschnittlich ausgelastet.

Die Inflationsrate gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) wird im laufenden Jahr kräftig auf 2,6% anziehen. Ausschlaggebend sind die wieder höheren Mehrwertsteuersätze, die neu eingeführten CO₂-Emissionszertifikate sowie die stark gestiegenen Preise für Rohöl und auch Nahrungsmittel. Dabei sind zum Jahresende Teuerungsraten um 4% möglich. Die Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel dürfte dagegen – zusätzlich bereinigt um den Mehrwertsteuereffekt – wie schon im Vorjahr bei nur etwas über 1% liegen. Bis 2023 könnte sie im Gefolge des Aufschwungs, der verbesserten Arbeitsmarktlage und wieder stärker anziehender Löhne auf 1,7% steigen. Da von Energie und Nahrungsmitteln dann kein überdurchschnittlicher Teuerungsdruck mehr ausgeht, ermäßigt sich die Gesamtrate auf gleichfalls 1,7%.

Die Staatsfinanzen stützen auch im laufenden Jahr die Wirtschaft erheblich. Die Defizit- und Schuldenquote steigen dabei weiter auf über 5% beziehungsweise über 70%. In den kommenden Jahren sinken sie dann jeweils wieder deutlich. Dies liegt daran, dass sich die Wirtschaft erholt und die fiskalischen Krisenhilfen auslaufen oder zurückgeführt werden.

Verglichen mit der Vorausschätzung vom Dezember 2020 wird für den gesamten Projektionszeitraum ein beträchtlich höheres BIP erwartet. Im Einklang mit dem stärkeren Aufschwung wird auch eine durchgehend etwas höhere Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel projiziert. Der Preisanstieg auf der Verbraucherstufe insgesamt wird darüber hinaus im laufenden und kommenden Jahr vor allem deshalb erheblich höher eingeschätzt, weil sich Energie deutlich stärker als damals erwartet verteuert. Während die Risiken für das Wirtschaftswachstum aus heutiger Sicht ausgeglichen erscheinen, überwiegen für die Preisentwicklung die Aufwärtsrisiken.

Erholung der deutschen Wirtschaft erlitt im Winterhalbjahr 2020/2021 pandemiebedingt deutlichen Rückschlag, ...

Konjunktureller Ausblick¹⁾

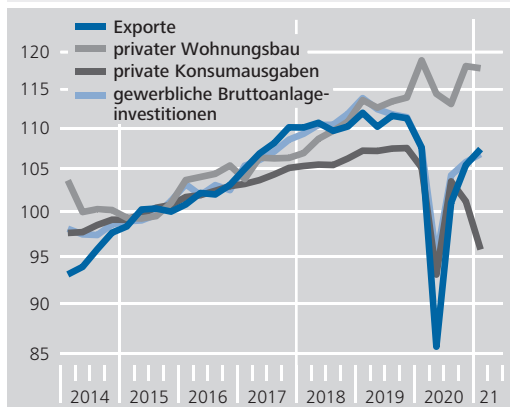
Die deutsche Wirtschaft litt im Winterhalbjahr 2020/2021 weiter unter der Coronavirus-Pandemie. Nachdem sich das Pandemiegeschehen im Herbst 2020 wieder intensiviert hatte, wurden die staatlichen Eindämmungsmaßnahmen erneut erheblich verschärft. Wie schon während der ersten Pandemiewelle im Frühjahr 2020 traf dies vor allem einige Dienstleistungsbereiche wie das Gastgewerbe, die Kulturbranche oder Teile des stationären Einzelhandels hart. Die weggefallenen Konsummöglichkeiten ließen die Sparquote der privaten Haushalte zuletzt wieder nahezu auf ihr Rekordniveau vom zweiten

Vierteljahr 2020 steigen. Spiegelbildlich brach der private Konsum, der sich zuvor kräftig erholt hatte, erneut ein. Nicht unmittelbar von den Eindämmungsmaßnahmen betroffene Wirtschaftsbereiche wie der Bau und die Industrie expandierten dagegen überraschend kräftig. Letztere profitierte von dem sich schnell erholenden Welthandel, der sich in starken Exportzuwächsen niederschlug. Die global schnell ansteigende Nachfrage nach Industriewaren führte allerdings zusammen mit angebotsseitigen Störungen bei einigen Vorprodukten zu zunehmenden Lieferengpässen. Weil Halbleiter fehlten, musste beispielsweise die Kfz-Produktion im Winterquartal gedrosselt werden. Insgesamt sank das reale BIP im letzten Jahresviertel 2020 und im ersten Vierteljahr 2021 saison- und kalenderbereinigt um zusammengekommen 1,3 %. Damit ging es geringfügig stärker zurück als in der Projektion vom Dezember 2020 erwartet worden war.²⁾ Das Vorkrisenniveau vom vierten Vierteljahr 2019 wurde zu Jahresbeginn um 5 % verfehlt.

... erhält aber im Sommerhalbjahr durch erhebliche Lockerung der Schutzmaßnahmen erneut starken Schub

Wichtige Komponenten der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage

2015 = 100, saison- und kalenderbereinigt, log. Maßstab



Quelle: Statistisches Bundesamt.
 Deutsche Bundesbank

Projektion vom Juni 2021

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Position	2020	2021	2022	2023
Reales BIP, kalenderbereinigt	- 5,1	3,7	5,2	1,7
Reales BIP, unbereinigt	- 4,8	3,7	5,1	1,6
Harmonisierter Verbraucherpreisindex	0,4	2,6	1,8	1,7
ohne Energie und Nahrungsmittel	0,7	1,6	1,5	1,7

Quelle: Statistisches Bundesamt. 2021 bis 2023 eigene Projektionen.
 Deutsche Bundesbank

Im Sommerhalbjahr 2021 dürfte die deutsche Wirtschaft diesen Rückschlag aber überwinden und stark wachsen. Die Infektionszahlen gingen seit Ende April beträchtlich zurück, und die Eindämmungsmaßnahmen wurden, regional unterschiedlich, bereits deutlich gelockert. In dieser Projektion wird davon ausgegangen, dass die Pandemie – vor allem gestützt auf eine erfolgreiche Impfkampagne – auch zukünftig rasch und nachhaltig weiter zurückgedrängt wird. Die Eindämmungsmaßnahmen dürften daher in den nächsten Monaten weiter erheblich gelockert werden. Vor allem in den zuvor besonders beeinträchtigten Dienstleistungsbereichen und beim privaten Konsum sorgt dies für starke Aufholeffekte. Die Ausfuhren sollten – angetrieben von einer unverändert lebhaften Nachfrage aus dem Ausland – weiter kräftig zulegen. Vor allem im zweiten Vierteljahr dürften

¹ Die hier vorgestellten Vorausschätzungen für Deutschland wurden am 26. Mai 2021 abgeschlossen. Sie gingen in die am 10. Juni 2021 von der EZB veröffentlichte Projektion für den Euroraum ein.
² Vgl.: Deutsche Bundesbank (2020a).

sie allerdings ebenso wie die Industrieproduktion noch etwas durch Lieferengpässe bei Vorprodukten zurückgehalten werden. Die insgesamt sehr günstigen Aussichten spiegeln sich in den laut ifo Institut seit einigen Monaten erheblich verbesserten Geschäftserwartungen der deutschen Unternehmen wider. Insgesamt könnte das BIP sein Vorkrisenniveau bereits im dritten Vierteljahr 2021 wieder erreichen.

Starkes Wirtschaftswachstum schwächt sich erst 2023 ab

Auch im weiteren Verlauf des Projektionszeitraums dürfte die deutsche Wirtschaft zunächst mit viel Schwung wachsen. Die hohen Exportzuwächse flachen nur allmählich ab. Dies stützt zusammen mit einer hohen Kapazitätsauslastung in der Industrie die Unternehmensinvestitionen. Vor allem aber legt der private Konsum weiter außerordentlich kräftig zu. Er bleibt die maßgebliche Triebfeder des starken Aufschwungs. Dabei ist unterstellt, dass die corona-bedingten Einschränkungen in den ersten Monaten des kommenden Jahres auslaufen. Vorübergehend überschreitet der private Konsum dann seinen durch die Einkommensentwicklung angelegten Expansionspfad, weil die während der Pandemie gebildeten Zusatzerparnisse teilweise ausgegeben werden. Gegen Ende des Projektionszeitraums kehrt sich dieser Schub um. Die dann von niedrigem Niveau aus wieder langsam steigende Sparquote hat zur Folge, dass der private Konsum im Verlauf des Jahres 2023 schwächer zulegt als die realen verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte.³⁾ Letztere steigen im Projektionszeitraum dank der Verbesserungen am Arbeitsmarkt mit zunehmend höheren Raten. Die fiskalische Stützung, die 2020 und 2021 Einkommenseinbußen umfangreich abfederte, entfällt 2022 weitgehend.

BIP-Niveau deutlich höher als im Dezember 2020 projiziert

Damit ergibt sich für die deutsche Wirtschaft insgesamt ein sehr günstiger Ausblick: Die rasche Erholung von der Krise setzt sich in einem vorübergehend starken, zum Projektionshori-

³ In den jahresdurchschnittlichen Wachstumsraten wird dies durch den hohen Überhang aus dem Jahr 2022 noch verdeckt.

Geschäftserwartungen

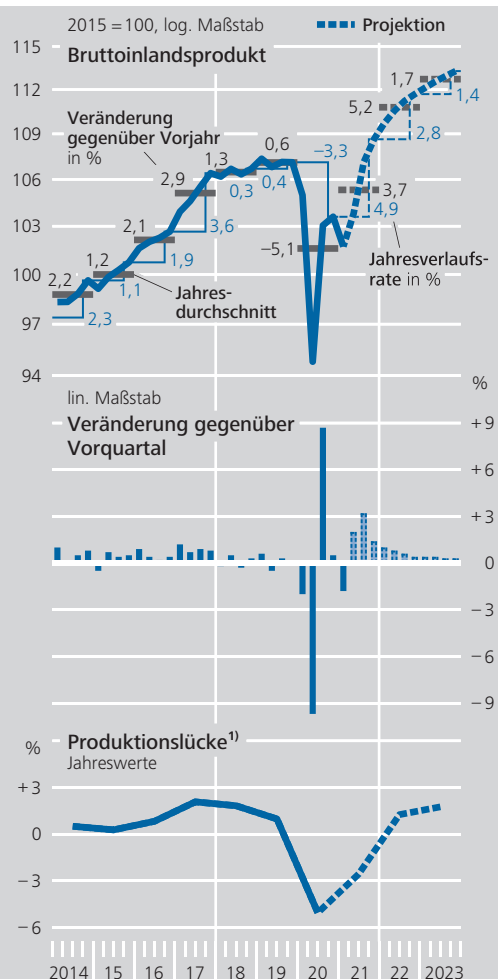
Salden, saisonbereinigt



Quelle: Ifo-Institut.
 Deutsche Bundesbank

Gesamtwirtschaftliche Produktion und Produktionslücke

Preis-, saison- und kalenderbereinigt



Quelle: Statistisches Bundesamt und eigene Berechnungen. 2021 bis 2023 eigene Projektionen. ¹ Abweichung des BIP vom geschätzten Produktionspotenzial.
 Deutsche Bundesbank

Technische Komponenten zur BIP-Wachstumsprojektion

in % bzw. Prozentpunkten

Position	2020	2021	2022	2023
Statistischer Überhang am Ende des Vorjahres ¹⁾	0,0	2,0	3,2	0,8
Jahresverlaufsrate ²⁾	-3,3	4,9	2,8	1,4
Jahresdurchschnittliche BIP-Rate, kalenderbereinigt	-5,1	3,7	5,2	1,7
Kalendereffekt ³⁾	0,4	0,0	-0,1	-0,2
Jahresdurchschnittliche BIP-Rate ⁴⁾	-4,8	3,7	5,1	1,6

Quelle: Statistisches Bundesamt. 2021 bis 2023 eigene Projektionen. **1** Saison- und kalenderbereinigter Indexstand im vierten Quartal des Vorjahres in Relation zum kalenderbereinigten Quartalsdurchschnitt des Vorjahres. **2** Jahresveränderungsrate im vierten Quartal, saison- und kalenderbereinigt. **3** In % des BIP. **4** Abweichungen in der Summe rundungsbedingt.

Deutsche Bundesbank

Revisionen gegenüber der Projektion vom Dezember 2020

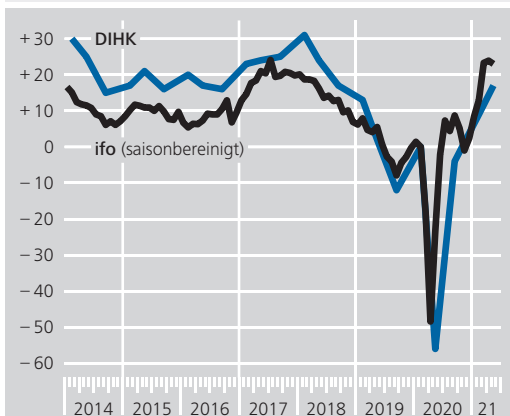
Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Position	2021	2022	2023
BIP (real, kalenderbereinigt)			
Projektion vom Juni 2021	3,7	5,2	1,7
Projektion vom Dezember 2020	3,0	4,5	1,8
Differenz (in Prozentpunkten)	0,7	0,7	-0,1
Harmonisierter Verbraucherpreisindex			
Projektion vom Juni 2021	2,6	1,8	1,7
Projektion vom Dezember 2020	1,8	1,3	1,6
Differenz (in Prozentpunkten)	0,8	0,5	0,1

Deutsche Bundesbank

Exportserwartungen

Salden



Quellen: ifo Institut und Deutscher Industrie- und Handelskammertag (DIHK).

Deutsche Bundesbank

zont hin aber wieder allmählich an Fahrt verlierenden Aufschwung fort. Nach dem massiven Einbruch um 5 % im vergangenen Jahr könnte das kalenderbereinigte reale BIP in diesem und dem folgenden Jahr mit etwas unter 4 % beziehungsweise gut 5 % stark zulegen. Im Jahr 2023 schwächt sich sein Zuwachs dann auf immer noch nahezu 2 % ab. Dabei verdeckt die jahresdurchschnittliche Betrachtung, dass das BIP schon im Verlauf dieses Jahres um nahezu 5 % ansteigt und sein jährlicher Zuwachs bereits im Verlauf des kommenden Jahres auf unter 3 % zurückgeht. Gegenüber der Projektion vom Dezember 2020 erreicht die Wirtschaftsleistung nicht nur ihr Vorkrisenniveau ein halbes Jahr früher, es wird auch für den gesamten Projektionszeitraum ein beträchtlich höheres BIP-Niveau erwartet. Ausschlaggebend hierfür ist vor allem eine höhere Auslandsnachfrage, die zu stärkeren Exporten führt.

Aufgrund des auf die Coronakrise folgenden starken Aufschwungs überschreitet die Wirtschaftsleistung bereits ab dem Jahr 2022 wieder das langfristige Produktionspotenzial. Die gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten werden somit überdurchschnittlich stark beansprucht. Dabei wird angenommen, dass das Produktionspotenzial am Projektionshorizont durch die Pandemie lediglich um etwas weniger als 1 % gedrückt wird. Die Zuwachsrate des Produktionspotenzials wird im laufenden Jahr auf 1,0 % geschätzt. In den kommenden beiden Jahren steigt sie dann vor allem aufgrund wieder höherer Beiträge der Sachkapitalbildung auf jeweils 1,2 % an.

Gesamtwirtschaftliche Kapazitäten schon 2022 überdurchschnittlich ausgelastet

Die Exporte stiegen im vergangenen Winterhalbjahr deutlich stärker an als zuvor erwartet. Der Welthandel erholte sich ungeachtet der in vielen Ländern verschärften Pandemielage weiter schwungvoll, und die deutsche Industrie sah sich einer starken Auslandsnachfrage gegenüber. Zudem verbesserten sich die mittelfristigen Rahmenbedingungen: So schlossen die EU und das Vereinigte Königreich noch vor dem Jahreswechsel ein Handelsabkommen ab. Zudem dürften mit der neuen US-Administration

Exporte steigen zunächst in der Grundtendenz kräftig, ...

Rahmenbedingungen für die gesamtwirtschaftlichen Vorausschätzungen

Die hier vorgelegte Projektion basiert auf Annahmen über die Weltwirtschaft, die Wechselkurse, die Rohstoffpreise und die Zinssätze, die von Fachleuten des Eurosystems festgelegt wurden. Ihnen liegen Informationen zugrunde, die am 18. Mai 2021 verfügbar waren. Die Annahmen über die wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum ergeben sich aus den Projektionen der nationalen Zentralbanken der Euro-Länder.¹⁾ Diese Projektionen beziehen die finanzpolitischen Maßnahmen ein, die entweder verabschiedet waren oder die hinreichend spezifiziert waren und deren Umsetzung als wahrscheinlich angesehen wurde.

Mit Blick auf die Coronavirus-Pandemie wird davon ausgegangen, dass die Impfkampagne in der Europäischen Union (EU) erfolgreich fortgesetzt wird. Die Eindämmungsmaßnahmen können so im weiteren Jahresverlauf zügig gelockert werden und in den ersten Monaten des Jahres 2022 weitgehend auslaufen.

Weltwirtschaft setzt Erholungsprozess fort

Die globale Wirtschaftsaktivität erholte sich im Schlussquartal des vergangenen Jahres schneller als in der Dezember-Projektion unterstellt. Zwar dämpften das in verschiedenen Regionen der Welt wieder aufflammende Infektionsgeschehen und die daraufhin ergriffenen Eindämmungsmaßnahmen das Wirtschaftswachstum im ersten Vierteljahr 2021 wohl deutlicher als zuvor erwartet. Mit allmählicher Überwindung der Pandemie erholt sich die globale Wirtschaftsaktivität jedoch. Sie dürfte auch in den nächsten beiden Jahren – mit etwas niedrigeren Raten als 2021 – weiter expandieren.

Die Wirtschaftsaktivität in den USA wird dabei bis ins kommende Jahr ganz erheblich von einem umfangreichen Konjunkturprogramm, dem American Rescue Plan, gestützt.²⁾ Das kurz vor Ende des vergangenen Jahres mit der EU erzielte Handels- und Kooperationsabkommen³⁾ lässt auch für das Vereinigte Königreich im Projektionszeitraum ein höheres Wirtschaftswachstum erwarten als im Dezember veranschlagt.⁴⁾ Damals war noch davon ausgegangen worden, dass sich die Verhandlungspartner bis Jahresende nicht einigen. China brachte die Pandemie zügig unter Kontrolle und kehrte bereits Mitte vergangenen Jahres zu seinem vor der Coronakrise erwarteten Expansionspfad zurück. In Indien hingegen dürfte die Wirtschaftsaktivität im laufenden Quartal durch die hohen Infektionszahlen stark eingebrochen sein. Bis zum Jahresende wird hier zwar mit einem Rückprall gerechnet. Für viele Schwellenländer lassen allerdings immer wieder auftretende Infektionshäufungen und nur langsam voranschreitende Impfungen einen eher gedämpften Erholungsprozess erwarten. Insbesondere im Hinblick auf den weiteren globalen Pandemieverlauf unterliegt der Ausblick für das internationale Umfeld nach wie vor hoher Unsicherheit.

Für die Weltwirtschaft ohne den Euroraum wird in diesem Jahr ein Anstieg von 6¼ %, im kommenden Jahr von 4¼ % und im Jahr 2023 um 3¾ % veranschlagt. Der internationale Handel (ohne den Euroraum) dürfte nach dem erheblichen Einbruch im

¹ Die Projektionen der nationalen Zentralbanken der Euro-Länder wurden am 26. Mai 2021 abgeschlossen.

² Vgl.: Deutsche Bundesbank (2021a).

³ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2021b).

⁴ Dies gilt trotz der deutlichen wirtschaftlichen Einbußen im ersten Vierteljahr 2021 aufgrund verschärfter Corona-Eindämmungsmaßnahmen.

Wichtige Annahmen der Projektion

Position	2020	2021	2022	2023
Wechselkurse für den Euro				
US-Dollar je Euro Effektiv ¹⁾	1,14 119,3	1,21 122,0	1,21 122,2	1,21 122,2
Zinssätze				
EURIBOR-Dreimonatsgeld Umlaufrendite öffentlicher Anleihen ²⁾	-0,4 -0,5	-0,5 -0,2	-0,5 0,0	-0,3 0,2
Rohstoffpreise				
Rohöl ³⁾	42,3	65,8	64,6	61,9
Sonstige Rohstoffe ^{4) 5)}	3,2	39,0	0,1	-8,0
Absatzmärkte der deutschen Exporteure ^{5) 6)}	-9,1	8,9	5,9	3,5

¹ Gegenüber 42 Währungen wichtiger Handelspartner des Euroraums (EWK-42-Gruppe), 1. Vj. 1999 = 100. ² Umlaufrendite deutscher Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von über neun bis zehn Jahren. ³ US-Dollar je Fass der Sorte Brent. ⁴ In US-Dollar. ⁵ Veränderung gegenüber Vorjahr in %. ⁶ Kalenderbereinigt.
 Deutsche Bundesbank

vergangenen Jahr mit Raten von 10¾ % im laufenden Jahr und 5 % im Jahr 2022 zunächst stärker zunehmen. Im Jahr 2023 sollte der Welthandel mit 3¾ % wieder im Gleichschritt mit der globalen Aktivität wachsen.

Fortschritte bei der Pandemiebekämpfung lassen kräftige Erholung im Euroraum erwarten

Die infolge der hohen Infektionszahlen verschärften Restriktionen dämpften die Wirtschaftsaktivität im Euroraum im Winterhalbjahr 2020/2021 deutlich weniger als im Frühjahr vergangenen Jahres. Der Aktivitätsrückgang fiel sogar noch milder aus als im Dezember erwartet. In erster Linie war der Dienstleistungssektor von den Einschränkungen betroffen. Die Industrie hingegen profitierte von der voranschreitenden Erholung der globalen Nachfrage. Letztere sollte die Wirtschaftsaktivität im Euroraum auch über den Projektionszeitraum stützen. Aufgrund der fortschreitenden Impfkampagne

und der schrittweisen Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen wird für die zweite Hälfte dieses Jahres mit einer kräftigen Erholung gerechnet, die sich mit etwas moderaterem Tempo in den kommenden beiden Jahren fortsetzt. Hierbei dürfte dem privaten Konsum eine besondere Rolle zukommen. Er sollte sich zügig erholen, wenn die privaten Haushalte bei einem Abbau der pandemiebedingten Restriktionen wieder einen größeren Anteil der verfügbaren Einkommen für Konsumausgaben nutzen.⁵⁾ Für den Euroraum (ohne Deutschland) wird nach einem Anstieg der Wirtschaftsaktivität um 5 % im laufenden Jahr ein Zuwachs um 4½ % für das Jahr 2022 und um 2¼ % für das Jahr 2023 projiziert. Damit wird eine dynamischere Erholung erwartet als in der Dezember-Projektion.

Die Absatzmärkte deutscher Exporteure expandieren zwar im Durchschnitt des laufenden Jahres weniger stark als der Welthandel. Dies ist aber in erster Linie auf den Einbruch der Importe des Vereinigten Königreichs im ersten Vierteljahr zurückzuführen. Im weiteren Verlauf dieses Jahres und im Jahr 2022 dürfte die Erholung der Absatzmärkte etwas dynamischer verlaufen als für den Welthandel. Im Jahr 2023 sind die Zuwachsraten nahezu identisch.

Technische Annahmen der Projektion

Die Rohölpreise stiegen in den Wintermonaten angesichts der erwarteten zügigen Erholung der globalen Nachfrage stark an. Im Durchschnitt des laufenden Jahres dürften sie rund 50 % über dem Stand liegen, der in

⁵ Das Ausmaß, zu dem pandemiebedingt akkumulierte Ersparnisse für das Nachholen verschobener Anschaffungen sowie zusätzliche oder qualitativ höherwertige Dienstleistungen genutzt werden, könnte in den einzelnen Mitgliedsländern unterschiedlich ausfallen. Hier spielt u. a. eine Rolle, wie schnell sich der jeweilige Arbeitsmarkt wieder von den Folgen der Pandemie erholt.

der Dezember-Projektion unterstellt worden war. Für die kommenden beiden Jahre wird jedoch, abgeleitet aus den Terminnotierungen, ein spürbarer Rückgang angenommen. Die Notierungen anderer Rohstoffe legten auf US-Dollar-Basis ebenfalls kräftig zu. Auch für sie wird bis zum Ende des Projektionszeitraums mit einem graduellen Rückgang gerechnet.

Der EZB-Rat richtete im Dezember 2020 vor dem Hintergrund der erwarteten negativen wirtschaftlichen Auswirkungen eines wieder stärkeren Infektionsgeschehens die Geldpolitik expansiver aus. Er erweiterte das Pandemie-Notfallankaufprogramm (Pandemic Emergency Purchase Programme: PEPP) um 500 Mrd € auf insgesamt 1 850 Mrd €. Zudem verlängerte er den Zeithorizont für die Nettoankäufe im Rahmen des PEPP bis mindestens März 2022. Ziel der Ankäufe ist es, in Abhängigkeit von den Marktbedingungen eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen zu vermeiden.⁶⁾ Angesichts der weiter gestiegenen Liquidität bewegten sich die Zinssätze am Geldmarkt in den vergangenen Monaten auf historisch niedrigem Niveau. Die zunehmende Hoffnung auf eine Bewältigung der Pandemie ließ dagegen die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen – im Zinsverbund mit den USA – seit Jahresbeginn spürbar ansteigen. Sie wurden auch weniger als sicherer Anlagehafen nachgefragt. Die verbesserten wirtschaftlichen Aussichten sorgten im Projektionszeitraum für etwas deutlicher aufwärtsgerichtete Terminnotierungen als in der Dezember-Projektion. Auch für die Bankkreditzinsen wird mit einem graduellen Anstieg gerechnet. Insgesamt bleiben die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und Konsumenten aber weiterhin sehr vorteilhaft.

Der Kurs des Euro gegenüber dem US-Dollar wurde seit Abschluss der Dezember-Pro-

Ölpreis

US-\$ je Barrel Brent, Quartalsdurchschnitte



Quellen: Bloomberg und Projektionen der EZB.
 Deutsche Bundesbank

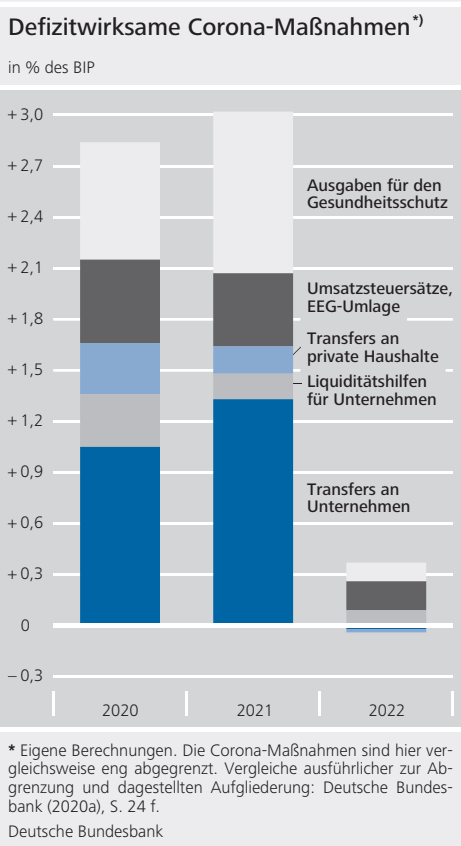
jektion von der Pandemie, den Impffortschritten und den auf beiden Seiten des Atlantiks ergriffenen geld- und wirtschaftspolitischen Maßnahmen beeinflusst. In dem für die Ableitung der Wechselkursannahmen relevanten Zeitraum notierte der Euro bei 1,21 US-\$ und damit 2 1/2 % über der Annahme der Dezember-Projektion. In Bezug auf 42 für den Außenhandel wichtige Währungen wertete der Euro nur sehr geringfügig auf.

Finanzpolitik auch 2021 sehr expansiv

Finanzpolitische Maßnahmen erhöhen das staatliche Defizit 2021 im Vorjahresvergleich um etwa 1% des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Dies liegt vor allem an strukturellen Mehrausgaben. Im weiteren Verlauf wird der Staatshaushalt dann insbesondere durch im Jahr 2022 entfallende Corona-Hilfsmaßnahmen entlastet.

Corona-Hilfsmaßnahmen im engeren Sinne wirken im Jahr 2021 mit 3% des BIP stark auf das Defizit. Sie werden damit gegenüber 2020 noch leicht ausgeweitet. Im Jahr 2022 laufen sie dann weitgehend aus. Auch für

⁶ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2021c).



die nur im Schuldenstand erfassten garantierten Kredite und Kapitaleinlagen wird ab 2022 ein Rückgang unterstellt. Die Ansätze zu den Corona-Maßnahmen basieren auf den getroffenen Annahmen zu Pandemiefortgang, Eindämmungsmaßnahmen und Wirtschaftsentwicklung. Dabei bleiben sie weit unter den hohen Ausgabenermächtigungen des Bundeshaushalts. Diese umfassen neben einer umfangreichen globalen Mehrausgabe erhebliche weitere Puffer etwa bei den Unternehmenshilfen. Gleichwohl ist die Unsicherheit bezüglich der Inanspruchnahme weiterhin außergewöhnlich hoch.

Über die Corona-Maßnahmen im engeren Sinne hinaus sind in der Projektion weitere finanzpolitische Maßnahmen berücksichtigt. Bei den Gebietskörperschaften schlagen Steuersenkungen zu Buche. So entfällt seit Jahresbeginn für die meisten Steuerpflichtigen der Solidaritätszuschlag. Zudem wur-

den Freibeträge und Tarif der Einkommensteuer angepasst, was automatische Mehreinnahmen durch die Steuerprogression zum guten Teil ausgleicht. Steuerlich wird außerdem die Abschreibung beschleunigt (u. a. für Anlagegüter der Informations- und Kommunikationstechnologien).⁷⁾ Mehreinnahmen kommen ab dem Jahr 2021 hingegen von den neuen Zertifikaten für CO₂-Emissionen im Verkehr und bei der Gebäudeheizung sowie von Zuflüssen aus dem EU-Programm Next Generation EU (NGEU). Aus NGEU sind für die Jahre 2021 bis 2023 Transfers an Deutschland von jeweils 0,2 % des BIP eingestellt. Diese fließen überwiegend in bestehende Programme und senken insoweit das staatliche Defizit.⁸⁾ Ausgabenseitig belasten vor allem ab 2021 zusätzliche staatliche Investitionszuschüsse (nicht zuletzt für Klimaschutz und Digitalisierung), das höhere Kindergeld und die neue Grundrente. Für die Sozialversicherungen ist unterstellt, dass der Bund auch 2022 höhere Beitragssätze durch nochmals höhere Bundeszuschüsse verhindert. Im Jahr 2023 sind diese nach derzeitigem Stand aber nicht vorgesehen, sodass es hier zu einem deutlichen Anstieg der Beitragssätze kommt. Insgesamt steigen die Beitragssätze über den Projektionshorizont um 1½ Prozentpunkte. Vom Anstieg betroffen sind vor allem die Zusatzbeitragssätze der Krankenkassen.

⁷ Vgl. ausführlicher zu den steuerlichen Maßnahmen: Deutsche Bundesbank (2021d), S. 65.

⁸ Insgesamt werden die deutschen Staatsfinanzen per saldo durch NGEU belastet. Denn die erwarteten Zahlungen zur Finanzierung der gesamten NGEU-Transfers übersteigen die Transfers an Deutschland deutlich. Vgl.: Deutsche Bundesbank (2021d), S. 70.

die internationalen Handelsbeziehungen wieder berechenbarer geworden sein. Vor diesem Hintergrund drehten die kurzfristigen Exporterwartungen der Unternehmen gemäß ifo Institut in den letzten Monaten stark in den optimistischen Bereich. Auch die auf 12 Monate ausgerichteten, vom Deutschen Industrie- und Handelskammertag (DIHK) erhobenen Exporterwartungen sind zunehmend zuversichtlich und erreichten beinahe wieder ihr langjähriges Mittel.

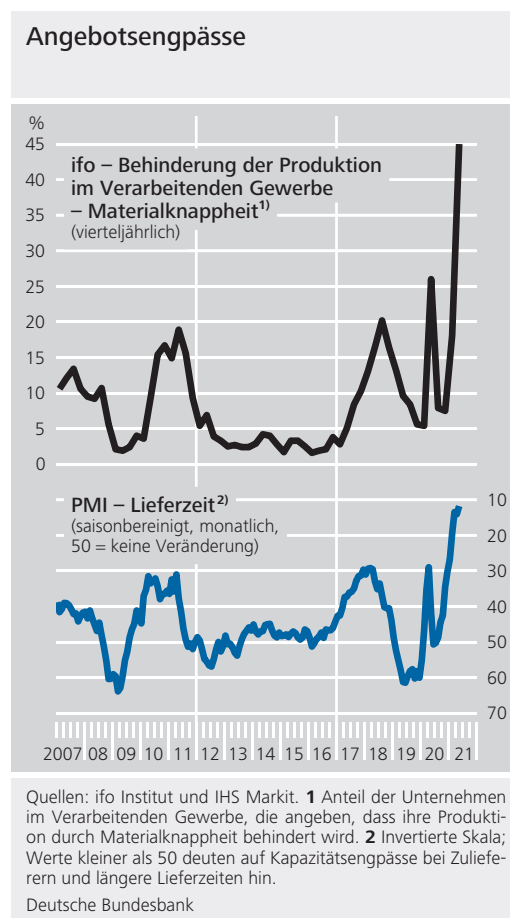
... werden aber vorübergehend durch Angebotsengpässe gebremst ...

Die Exporte dürften somit grundsätzlich weiter kräftig zulegen. Allerdings trug die stark anziehende globale Nachfrage nach Industriewaren zusammen mit angebotsseitigen Störungen dazu bei, dass Unternehmen in jüngster Zeit über steigende Lieferzeiten und zunehmende Knappheiten bei bestimmten Rohstoffen und Vorprodukten klagten. Besonders ausgeprägt erscheinen die Engpässe bei bestimmten Halbleiterbausteinen. Dies führte in der deutschen Automobilwirtschaft bereits zu Produktionsdrosselungen.⁴ Es ist davon auszugehen, dass diese Spannungen im Laufe des Sommerhalbjahres nur allmählich nachlassen und den Exportanstieg zunächst noch bremsen. In der Projektion ist aber unterstellt, dass sich die Angebotsengpässe gegen Ende des Jahres auflösen. Die Unternehmen sollten dann die hohen Auftragsbestände nach und nach abarbeiten können, was den Exporten einen zusätzlichen Schub verleihen dürfte.

... und verlieren später an Schwung

Im weiteren Verlauf des Projektionszeitraums lässt das Expansionstempo der Exporte wieder nach. Der Welthandel wächst dann deutlich moderater, und die deutschen Exporteure verlieren auf ihren Absatzmärkten leicht Marktanteile. Dies gilt insbesondere für den Handel mit den Partnern im Euroraum, da die deutschen Unternehmen angesichts hierzulande vergleichsweise kräftig steigender Arbeitskosten an preislicher Wettbewerbsfähigkeit einbüßen.

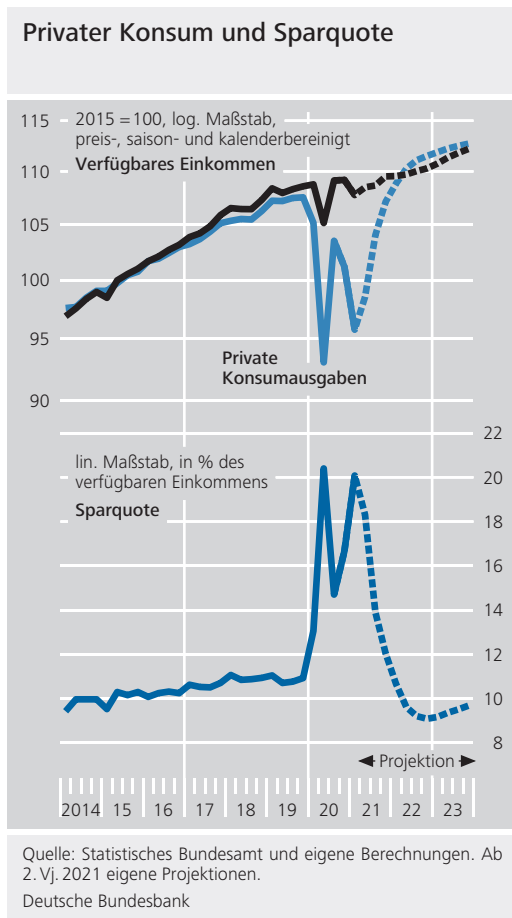
Die Unternehmensinvestitionen stiegen im Winterhalbjahr 2020/2021 zwar weiter an, ihr Wachstumstempo verringerte sich gegenüber



dem außerordentlich starken Zuwachs im dritten Quartal 2020 aber erheblich. Hierbei spielte wohl auch eine Rolle, dass aufgrund von Schutzmaßnahmen verschlossene Vertriebskanäle sowie möglicherweise Lieferschwierigkeiten in der Kfz-Branche Investitionen in betriebliche Fahrzeugflotten dämpften. Im Sommerhalbjahr sollten die gewerblichen Investitionen aber wieder stärker zulegen. Die Pandemie flaut ab, was die Unsicherheit über die Absatzperspektiven senkt und Öffnungen im Kfz-Handel ermöglicht. Zudem stieg die Kapazitätsauslastung in der Industrie zuletzt erstmalig seit zwei Jahren wieder über ihren langfristigen Durchschnitt, sodass zunehmend Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen erforderlich werden. Auch im weiteren Verlauf sollten die Unternehmensinvestitionen angesichts ihres krisenbedingten Aufholbedarfs, dynamischer Exporte und eines hohen Auslastungsgrades zunächst weiter kräftig expandieren. Gegen Ende des

Gewerbliche Investitionen legen mit abflauernder Pandemie zunächst dynamisch zu

⁴ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2021e), S. 52 f.



Privater Verbrauch treibt in der kurzen Frist die Erholung der Wirtschaft stark an ...

Projektionszeitraums dürfte sich ihr Wachstumstempo wieder normalisieren.

Das zeitliche Profil der privaten Konsumausgaben wird stark von der Pandemie geprägt. Im vergangenen Winterhalbjahr ging der private Verbrauch angesichts des angespannten Pandemiegeschehens und der strikten Eindämmungsmaßnahmen kräftig zurück. Die verschärfte Beschränkung der Konsummöglichkeiten führte erneut zu einem sprunghaften Anstieg der Sparquote der privaten Haushalte. Schon in der ersten Pandemiewelle im Frühjahr 2020 war zu beobachten, dass vor allem pandemiebedingte Gründe – die Sorge vor Ansteckung und insbesondere verschlossene Konsummöglichkeiten – zu Minderausgaben und einer unfreiwilligen Ersparnisbildung führten. Klassische Vorsichtsmotive aufgrund befürchteter Einkommensverluste spielten dagegen nur eine untergeordnete Rolle.⁵⁾ Im laufenden Sommerhalbjahr sollte sich der private Konsum schnell erholen. Die Infektionslage entspannte sich zuletzt deutlich. Fortschritte bei der Impf-

kampagne sollten das Pandemiegeschehen über den Sommer nachhaltig zurückdrängen, sodass die Eindämmungsmaßnahmen weiter breitflächig gelockert werden können. Damit verlieren die pandemiebedingten Spargründe rasch an Bedeutung.

Auch im weiteren Verlauf wird der private Konsum zunächst erheblich stärker zulegen als es die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte nahelegen, und die Sparquote wird schnell sinken. Wenn in den ersten Monaten des Jahres 2022 annahmegemäß alle nennenswerten Einschränkungen auslaufen und Spar- beziehungsweise Konsumententscheidungen nicht mehr unmittelbar von der Pandemie beeinflusst sind, erreicht sie ihr Vorkrisenniveau. Danach fällt die Sparquote weiter, weil angenommen wird, dass etwa ein Viertel der Ersparnisse, die während der Pandemie unfreiwillig gebildet wurden, im weiteren Projektionszeitraum für zusätzliche Konsumausgaben verwendet wird (vgl. die Ausführungen auf S. 25 ff.). Ende 2022 durchschreitet die Sparquote ihre Talsohle und steigt wieder in Richtung ihres Vorkrisenwerts an. Dadurch verlangsamt sich das Wachstumstempo des privaten Konsums am Ende des Projektionszeitraums spürbar. Langfristig dürfte die Sparquote wieder ein ähnliches Niveau erreichen wie vor der Pandemie. Dies geschieht allerdings erst jenseits des Projektionshorizonts. Erst dann wächst der private Verbrauch wieder stärker im Einklang mit den verfügbaren Einkommen.

... und erhält mittelfristig Schub durch teilweise Auflösung unfreiwillig gebildeter Ersparnisse

Die Wohnungsbauinvestitionen stiegen im Winterhalbjahr 2020/2021 in der Grundtendenz kräftig an.⁶⁾ Dies dürfte sich im Sommerhalbjahr fortsetzen. Dafür spricht eine weiterhin robuste Wohnungsnachfrage, die sich an der hohen Anzahl neuer Aufträge und Baugenehmigungen

Wohnungsbauinvestitionen kräftig im Aufwind

⁵ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2020b).

⁶ Im ersten Vierteljahr 2021 gingen die Wohnungsbauinvestitionen geringfügig zurück. Einige Investitionen waren aufgrund der Wiederanhebung der Mehrwertsteuersätze zum Jahreswechsel vorgezogen worden und entfielen daher im ersten Jahresviertel. Außerdem belasteten vergleichsweise ungünstige Witterungsverhältnisse in den ersten beiden Monaten des Jahres die Bauaktivität.

Zu den Sparmotiven privater Haushalte während der Pandemie und ihren Implikationen für die Projektion

Die Ausgaben für den privaten Konsum variieren im Konjunkturverlauf normalerweise weniger stark als die gesamtwirtschaftliche Aktivität. Während der Coronakrise zeigte sich allerdings ein anderes Bild: Der private Konsum unterlag im pandemiebedingten Auf und Ab sogar stärkeren Ausschlägen als das Bruttoinlandsprodukt (BIP). Er war damit ein wesentlicher Treiber der Schwankungen der Wirtschaftsleistung. Ein Blick auf die Bestimmungsfaktoren des privaten Konsums zeigt, dass dies nicht auf die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte zurückzuführen war. Die verfügbaren Einkommen wurden während der pandemiebedingten Krise durch umfangreiche staatliche Hilfen gestützt. Angesichts ihrer Stabilität führten die Ausgabenkürzungen der privaten Haushalte vor allem in der ersten Infektionswelle im Frühjahr 2020 und erneut im Winterhalbjahr 2020/2021 zu einem außerordentlichen Anstieg der Sparquote.

Die Beweggründe für die vermehrte Ersparnis in den letzten 12 Monaten – und damit für den Großteil der Veränderungen im Konsum – lassen sich anhand der Ergebnisse aus dem jüngsten Bundesbank-Online-Panel-Haushalte (BOP-HH) im März 2021 untersuchen.¹⁾ Die Hälfte der Teilnehmerinnen und Teilnehmer gab an, in den vorangegangenen 12 Monaten am Monatsende im Durchschnitt mehr Geld übriggehabt zu haben als vor der Pandemie. Diese Angabe wurde häufiger von Befragten

mit höherem Haushaltseinkommen (sowie älteren Befragten) gemacht.²⁾ Für nahezu alle diese Personen (95 %) waren eingeschränkte Konsummöglichkeiten aufgrund von Maßnahmen zur Eindämmung der Coronavirus-Pandemie – etwa wegen angeordneter Geschäftsschließungen oder Reiseeinschränkungen – ein wichtiger Grund für die gestiegene Ersparnis. Gut jede fünfte Person schränkte ihre Ausgaben für Waren oder Dienstleistungen zudem aus Sorge vor einer Ansteckung mit dem Coronavirus ein. Demgegenüber führte nicht einmal jede zehnte Person die Furcht vor Einkommensverlusten als Grund für eine höhere Ersparnis an. Die Kluft zwischen diesem klassischen Vorsichtsmotiv und pandemiebedingt unfreiwilliger Konsumzurückhaltung vergrößerte sich im Vergleich zur vorangegangenen Befragungsrunde aus dem August 2020 deutlich.³⁾

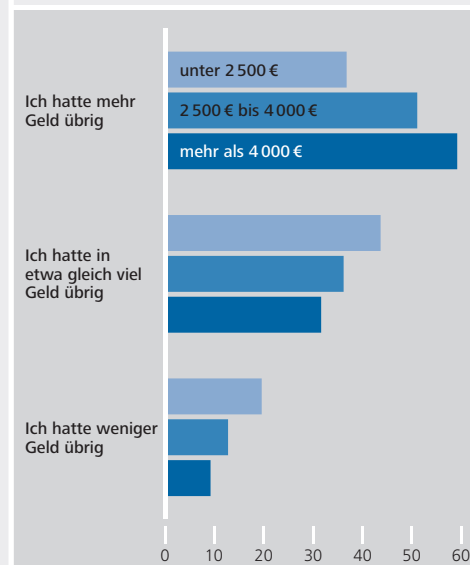
¹ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2021f). Für Ergebnisse nach der ersten Infektionswelle vgl.: Deutsche Bundesbank (2020b) oder – für den Euroraum – Dossche und Zlatanos (2020).

² Gleichwohl hatte auch jeweils mehr als ein Drittel der Teilnehmer aus Haushalten mit einem niedrigeren Einkommen sowie der jüngeren Teilnehmer (16 bis 29 Jahre) durchschnittlich mehr Geld übrig als vor der Pandemie.

³ Damals führte noch etwa ein Fünftel der Befragten klassische Vorsichtsmotive an, wohingegen 49 % wegen verschlossener Konsummöglichkeiten und 34 % aus Sorge vor Ansteckung ihre Konsumausgaben reduzierten. Zudem unterschieden sich die Gründe für eine höhere Ersparnis damals stärker nach Haushaltseinkommen und Alter. Vgl.: Deutsche Bundesbank (2020b).

Finanzlage der Haushalte

in %, nach monatlichem Netto-Haushaltseinkommen



Quelle: Bundesbank-Online-Panel-Haushalte, März 2021. Antworten von 2402 Umfrageteilnehmern auf die Frage: „Wenn Sie einmal bitte die finanzielle Situation in Ihrem Haushalt in den letzten 12 Monaten mit Ihrer Finanzlage vor Ausbruch der Coronavirus-Pandemie vergleichen: Welche der folgenden Aussagen trifft auf Sie zu: Mein / unser Haushalt hat am Monatsende im Durchschnitt mehr / in etwa gleich viel / weniger Geld übriggehabt?“.

Deutsche Bundesbank

Gründe für höhere Ersparnis

in %, Mehrfachnennungen möglich

Furcht vor Einkommensverlusten	7
Corona-Restriktionen	95
Sorge vor Ansteckung	22
Sonstiges	7

Quelle: Bundesbank-Online-Panel-Haushalte, März 2021. Antworten von 1 208 (50,3 %) Umfrageteilnehmern, die in den letzten 12 Monaten im Durchschnitt mehr Geld übrig hatten als vor Ausbruch der Coronavirus-Pandemie.
Deutsche Bundesbank

Die Erkenntnisse aus dem BOP-HH legen demnach einen engen Zusammenhang zwischen dem Pandemiegeschehen und der Sparquote nahe. Ein zeitlicher Gleichlauf zeigt sich auch in den Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. Dieser Zusammenhang hat Implikationen für die Projektion: Die Sparquote – und damit auch der private Konsum – dürfte sich schnell normalisieren, sobald aufgrund des nachlassenden Pandemiegeschehens zuvor verschlossene Konsummöglichkeiten wieder verfügbar sind. In der Projektion ist unterstellt, dass pandemiebedingte Einschränkungen in den ersten Monaten des Jahres 2022 auslaufen. Dann kehrt die Sparquote zumindest wieder zu ihrem Vorkrisenniveau zurück. Darüber hinaus ist von großer Bedeutung, ob die während der Pandemie unfreiwillig gebildeten Ersparnisse im Vermögen der Haushalte verbleiben oder für zusätzliche Konsumausgaben verwendet werden. In letzterem Fall stellt sich die Frage, in welchem Umfang und über welchen Zeitraum dies geschieht.⁴⁾

Um sich einer Antwort auf diese Fragen zu nähern, wurden diejenigen Teilnehmerinnen und Teilnehmer am BOP-HH mit zusätzlichen pandemiebedingten Ersparnissen gebeten, sich vorzustellen, die Pandemie sei vorüber. Sie wurden anschließend gefragt, wofür sie die während der Pandemie angefallenen zusätzlichen Ersparnisse verwenden möchten. Insgesamt gaben 70 % der Befragten an, dass sie diese „Corona-Ersparnisse“ zumindest teilweise für Waren oder Dienstleistungen ausgeben würden. Keine der übrigen, als nicht unmittelbar konsumtiv angesehenen Verwendungszwecke wurde von mehr als einem Drit-

tel der Personen ausgewählt.⁵⁾ Da Befragte aus Haushalten mit einem höheren (geringeren) Einkommen vermutlich während der Krise mehr (weniger) Ersparnisse anhäuften, wurden die Antworten zunächst nach Haushaltseinkommen gewichtet.⁶⁾ Aus der Umfrage geht bei Mehrfachnennungen nicht hervor, welcher Anteil der Ersparnisse auf die einzelnen Verwendungsoptionen entfällt. Deshalb wurden die Ergebnisse zusätzlich nach Verwendungszweck gewichtet. Hierzu wurden zwei „Rand“-Fälle betrachtet:

- 1) Im ersten Fall wurde unterstellt, dass lediglich diejenigen Personen, die planen, ihre Zusatzerparnisse ausschließlich für den Kauf von Waren und Dienstleistungen zu verwenden, ihre Corona-Ersparnisse wieder ausgeben werden. Bezogen auf den Anteil der Ersparnisse, der für zusätzliche Konsumausgaben verwendet wird, stellt dies daher den unteren Fall dar.
- 2) Im zweiten Fall wurde unterstellt, dass die Ersparnisse jeder Person gleichmäßig auf die gewählten Verwendungszwecke verteilt werden. Der Anteil an Waren oder Dienstleistungen dürfte allerdings in Fällen, in denen Ersparnisse beispielsweise auch in Immobilien oder Aktien investiert werden, unterdurchschnittlich sein. Insofern stellt dies im Hinblick auf den Anteil wieder ausgegebener Corona-Ersparnisse den oberen Fall dar.

⁴ Die im Vergleich zu den Erwartungen aus der Projektion vom Dezember 2019 zusätzlich akkumulierten Ersparnisse könnten Ende des Jahres 2021 rd. 210 Mrd € betragen.

⁵ Die übrigen Antwortmöglichkeiten (Anteil der Nennungen in Klammern) lauteten: Investitionen in Immobilien (12 %), Geldanlage ohne Immobilien – bspw. Aktien, Fonds, Girokonto – (30 %), Schenkungen (9 %), Spenden für wohltätige Zwecke (16 %), Schuldenabbau (13 %), Sonstiges (25 %). Mehrfachnennungen waren möglich.

⁶ Haushalte mit höherem Einkommen hatten nicht nur häufiger als solche mit niedrigen Einkommen mehr Geld übrig als vor der Pandemie. Sie dürften auch höhere Beträge unfreiwillig gespart haben. Die Gewichtung erfolgt über den Mittelwert der jeweiligen Einkommensgruppe relativ zum mittleren Einkommen über alle Gruppen. Für Details zu den Einkommensgruppen vgl.: Deutsche Bundesbank (2021f), S. 25.

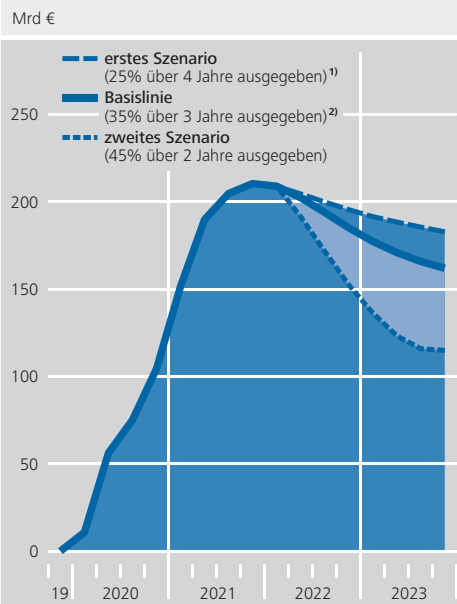
Insgesamt ergibt sich dadurch für den Anteil der während der Pandemie zusätzlich gebildeten Ersparnisse, der in Zukunft für Konsumausgaben verwendet wird, eine Untergrenze von 25 % und eine Obergrenze von 45 %. Für die Basislinie der Projektion wurde mit 35 % die Mitte dieser Spanne angesetzt. Dies würde bedeuten, dass die Sparquote für eine Weile ihren Vorkrisenstand spürbar unterschreitet.

Die Ergebnisse des BOP-HH lassen jedoch keine Rückschlüsse darüber zu, in welchem Zeitraum die zusätzlichen Konsumausgaben getätigt werden. Ein großer Teil der Corona-Ersparnisse entfällt wohl auf Haushalte mit höherem Einkommen, die zusätzliche Ausgaben – etwa für Urlaubsreisen – auf eine längere Zeitspanne verteilen könnten. Vor diesem Hintergrund wird hier unterstellt, dass die Sparquote ab dem ersten Vierteljahr 2022 für drei Jahre unter ihren Vorkrisenstand fällt.⁷⁾

Auf längere Sicht sollte die Sparquote wieder auf einen höheren Wert zurückkehren, der in der Nähe ihres Vorkrisenstandes liegen dürfte. Nahezu 70 % aller Personen, die am BOP-HH teilnahmen, planen, nach der Pandemie langfristig einen ähnlichen Anteil ihres Einkommens für Konsumausgaben aufzuwenden wie vor der Pandemie.⁸⁾ Dies spricht gegen langfristige Auswirkungen der Pandemie auf das Spar- beziehungsweise Konsumverhalten der Verbraucherinnen und Verbraucher.

Aufgrund der Bedeutung der hier getroffenen Annahmen für die Projektion wurden mithilfe einer Sensitivitätsanalyse die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen unterschiedlicher Annahmen bezüglich des Anteils der wieder ausgegebenen Ersparnisse und der Dauer, in der dies geschieht, abgeschätzt. Angelehnt an die beschriebenen „Rand“-Fälle wurde in einem ersten Szenario unterstellt, dass lediglich 25 % der Corona-Ersparnisse (die Untergrenze) über einen längeren Zeitraum von 2022 bis 2025 ausgegeben werden. In einem zweiten Szenario wurde angenommen, dass ein Anteil von 45 % der während der Pandemie angehäuften Ersparnisse (die Obergrenze)

Pandemiebedingt zusätzlich akkumulierte Ersparnisse⁷⁾



* Berechnet als Differenz der kumulierten Ersparnisse der privaten Haushalte während der Pandemie im Vergleich zur Projektion vom Dezember 2019. Ab 2. Vj. 2021 eigene Projektionen. **1** Bis zum Ende des Projektionszeitraums werden 12,5 % ausgegeben. **2** Bis zum Ende des Projektionszeitraums werden 23 % ausgegeben.
 Deutsche Bundesbank

innerhalb von nur zwei Jahren wieder für Konsumzwecke ausgegeben wird.

Mithilfe des makroökonomischen Modells der Bundesbank wurde simuliert, wie sich diese alternativen Pfade für den privaten Konsum auf das BIP und den Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) auswirken. Dabei wurde im Einklang mit der Basislinie der Projektion berücksichtigt, dass die aus den zusätzlichen Ersparnissen finanzierten Konsumausgaben wohl zu einem größer als üblichen Teil in Importe fließen, da insbesondere mehr für Auslandsreisen ausgegeben werden dürfte. Dies mildert die BIP-Wirkungen ab. Zudem wurde unterstellt, dass die Unternehmen Anpassungen der Löhne als Reaktion auf die veränderte gesamtwirtschaftliche Nachfrage in

⁷ Damit würde knapp ein Viertel der Corona-Ersparnisse im Projektionszeitraum abgebaut. Eine ähnliche Größenordnung wurde auch schon in der Projektion vom Dezember 2020 veranschlagt.

⁸ Die übrigen Antworten waren nahezu gleich verteilt: 18 % gaben an, ihre Konsumausgaben langfristig zu steigern, 13 % wollen sie vermindern.

die Preise weitergeben ohne dabei etwaige Produktivitätseffekte einzubeziehen. Dies soll der besonderen Situation Rechnung tragen, dass Unternehmen bestrebt sein dürften, die während der Coronakrise erlittenen Gewinneinbußen durch höhere Preise zumindest teilweise zu kompensieren.⁹⁾ Zusätzliche Preiseffekte aus den in der Basislinie in den Jahren 2022 und 2023 angespannten Gütermärkten sind hingegen nicht berücksichtigt. Zudem erfolgt die Preisreaktion im Modell generell verzögert. Die Inflationsrate wird im hier betrachteten Zeitraum von zwei Jahren daher nur vergleichsweise wenig beeinflusst.

Im Fall des auf der Untergrenze beruhenden (ersten) Szenarios steigt der private Konsum im Jahr 2022 weniger stark an. Das reale BIP würde das Niveau der Basislinie sowohl im Jahr 2022 als auch 2023 um rund 0,2 % unterschreiten. Im auf der Obergrenze basierenden (zweiten) Szenario würde die Basislinie dagegen im Jahr 2022 um etwa 0,6 % und im darauffolgenden Jahr noch um 0,3 % über-

troffen. Für die Preise ergeben sich dagegen schwächere Effekte. So läge die HVPI-Rate im ersten Szenario kaum merklich unterhalb der Basislinie. Der stärkere Wirtschaftsaufschwung im zweiten Szenario führt hingegen mit etwas Verzögerung zu einem höheren Preisanstieg. Die HVPI-Rate läge im Jahr 2023 ein Zehntel oberhalb der Basislinie. Diese Simulationsergebnisse verdeutlichen, dass in der Projektion eine vorsichtige Setzung gewählt wurde: In dem ersten Szenario wären die Abweichungen von der Basislinie nach unten kleiner als die Abweichungen nach oben in dem zweiten Szenario.

⁹ Zur Modellierung der Preisgleichungen im makroökonomischen Modell vgl.: Deutsche Bundesbank (2019a).

zu Jahresbeginn ablesen lässt.⁷⁾ Die Nachfragebedingungen dürften angesichts der erwarteten Erholung am Arbeitsmarkt auch im weiteren Projektionszeitraum günstig bleiben und die Wohnungsbauinvestitionen anschieben. Zusätzlichen Auftrieb gibt das weiterhin günstige Zinsumfeld. Auch wird ein Teil der während der Pandemie unfreiwillig gebildeten Ersparnisse für Investitionen in Immobilien genutzt, was letztere vorübergehend erhöht.⁸⁾ Gegen Ende des Projektionszeitraums sollten die Wohnungsbauinvestitionen auch wegen der demografisch bedingt per saldo zurückgehenden Zahl an Haushaltsneugründungen deutlich moderater expandieren.

Die staatlichen Investitionen entwickeln sich im laufenden Jahr weiter dynamisch. Mehr Mittel fließen vor allem für Verkehrsinfrastruktur, Kinderbetreuung und Schulen. Danach verlangsamt sich der Zuwachs. Hierin schlägt sich nicht zuletzt nieder, dass die kommunalen Haushalte angespannt sind sowie einige Investitionspro-

gramme wie der Kommunalinvestitionsförderungsfonds auslaufen.

Aufgrund der Coronavirus-Pandemie wächst der reale Staatsverbrauch auch im laufenden Jahr stark. Treibend wirken Mehrausgaben für Impfungen und Tests. Im kommenden Jahr geht der Staatsverbrauch dann deutlich zurück, da die coronabedingten Aufwendungen weitgehend entfallen. Zum Ende des Projektionszeitraums ist das Verhältnis des realen Staatsverbrauchs zum BIP auf einem vergleichbaren Niveau wie vor der Coronavirus-Pandemie im Jahr 2019.

Coronakrise treibt Staatsverbrauch: 2021 nochmals erhebliche Mehrausgaben, die in Folgejahren wegfallen

Staatliche Investitionen 2021 weiter deutlich aufgestockt, Zuwachs danach moderat

⁷ Der Auftragseingang im Wohnungsbau ging zwar gegenüber dem Vorquartal zurück, lag aber erheblich über dem Vorkrisenniveau vom vierten Quartal 2019. Seit Kurzem stark gestiegene Lieferengpässe bei Baumaterialien könnten allerdings bremsend auf den Wohnungsbau wirken.

⁸ Umfrageergebnisse des Bundesbank-Online-Panel-Haushalte (BOP-HH) im März 2021 legen einen spürbaren, aber im Vergleich mit den Konsumausgaben deutlich geringeren Anteil nahe (vgl. die Ausführungen auf S. 25 ff.).

Importe steigen kräftig

Die Importe steigen im Projektionszeitraum kräftig. Ihr Zuwachs speist sich zunächst vor allem aus dem Bedarf an Vorleistungen für die vermehrte Produktion von Exporten und den steigenden Unternehmensinvestitionen, welche gleichfalls einen besonders hohen Importgehalt aufweisen. Hinzu kommt ab dem nächsten Jahr ein starker Impuls von den höheren Konsumausgaben der privaten Haushalte. Diese dürften einen Teil der während der Pandemie unfreiwillig angehäuften Ersparnisse für Auslandsreisen aufwenden. Dies schiebt die deutschen Dienstleistungsimporte an.

Leistungsbilanzüberschuss sinkt auf gut 6% des BIP

Der Überschuss in der deutschen Leistungsbilanz könnte im laufenden Jahr ähnlich hoch ausfallen wie 2020, als er 6,8% des nominalen BIP betrug. Der Handelsbilanzüberschuss geht etwas deutlicher zurück. Hier schlagen sich vor allem die kräftigen Verschlechterungen der Terms of Trade im Zuge der gestiegenen Preise für Rohöl und andere Rohstoffe nieder. Die zeitliche Abfolge der Erholung von Export- und Inlandsnachfrage wirkt diesem Effekt zunächst etwas entgegen: Während die Exporte bereits seit einiger Zeit wieder kräftig steigen, werden die Importe noch etwas länger durch die eingeschränkten Konsummöglichkeiten zurückgehalten. Im weiteren Projektionszeitraum, vor allem im Jahr 2022, legen die Inlandsnachfrage und in ihrem Gefolge auch die Importe schwungvoll zu. Der Leistungsbilanzüberschuss sinkt auf gut 6% des BIP.

■ Arbeitsmarkt

Arbeitsmarkt im Winterhalbjahr 2020/2021 sehr robust, aber Kurzarbeit stark in Anspruch genommen

Der Arbeitsmarkt erwies sich trotz des im Winterhalbjahr 2020/2021 deutlich aufgeflammt Pandemiegeschehens und der damit verbundenen Eindämmungsmaßnahmen als außerordentlich stabil.⁹⁾ Die Anpassung an die verminderte Wirtschaftsleistung erfolgte über eine Verringerung der Arbeitszeit, insbesondere über das Instrument der Kurzarbeit. Im ersten Quartal dieses Jahres erhielten im Durchschnitt wieder rund

Eckwerte der gesamtwirtschaftlichen Projektion

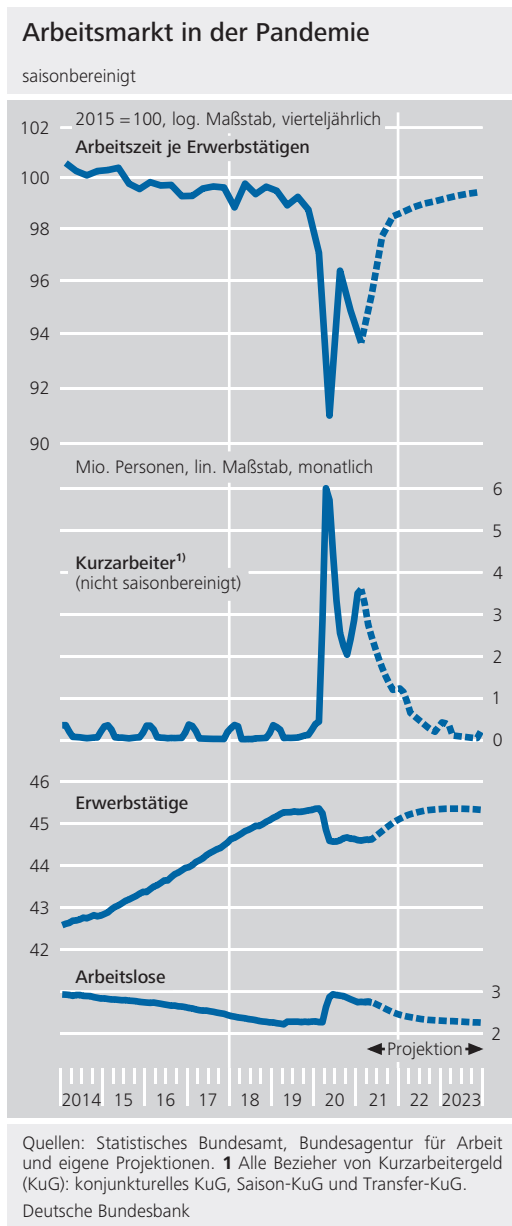
Veränderung gegenüber Vorjahr in %, kalenderbereinigt ¹⁾

Position	2020	2021	2022
BIP (real)	- 5,1	3,7	5,2
desgl. unbereinigt	- 4,8	3,7	5,1
Verwendung des realen BIP			
Private Konsumausgaben	- 6,2	0,6	8,9
nachrichtlich: Sparquote	16,2	16,1	9,6
Konsumausgaben des Staates	3,7	3,0	- 1,8
Bruttoanlageinvestitionen	- 3,5	5,0	5,0
Unternehmensinvestitionen ²⁾	- 8,2	5,9	7,0
Private Wohnungsbauinvestitionen	2,4	3,3	2,6
Exporte	- 10,2	10,0	6,2
Importe	- 9,0	9,9	7,1
nachrichtlich: Leistungsbilanzsaldo ³⁾	6,8	6,7	6,2
Beiträge zum BIP-Wachstum ⁴⁾			
Inländische Endnachfrage	- 3,2	2,1	5,2
Vorratsveränderungen	- 0,8	0,9	0,0
Exporte	- 4,8	4,4	2,9
Importe	3,7	- 3,7	- 2,9
Arbeitsmarkt			
Arbeitsvolumen ⁵⁾	- 5,2	1,5	3,8
Erwerbstätige ⁵⁾	- 1,0	- 0,1	1,1
Arbeitslose ⁶⁾	2,7	2,7	2,4
Arbeitslosenquote ⁷⁾	5,9	5,8	5,2
nachrichtlich: Erwerbslosenquote ⁸⁾	4,2	4,2	3,5
Löhne und Lohnkosten			
Tarifverdienste ⁹⁾	2,2	1,6	1,8
Bruttolöhne und -gehälter je Arbeitnehmer	0,0	2,6	3,2
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	0,6	2,7	3,0
Reales BIP je Erwerbstätigen	- 4,2	3,7	4,1
Lohnstückkosten ¹⁰⁾	5,0	- 1,0	- 1,0
nachrichtlich: BIP-Deflator	1,6	2,3	1,6
Verbraucherpreise ¹¹⁾			
ohne Energie	0,4	2,6	1,8
Energiekomponente	1,0	1,9	1,6
ohne Energie und Nahrungsmittel	- 4,5	8,4	3,3
Nahrungsmittelkomponente	0,7	1,6	1,5
	2,3	2,9	2,1

Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesagentur für Arbeit; Eurostat; 2021 bis 2022 eigene Projektionen. **1** Falls Kalendereinfluss vorhanden. Angaben in Ursprungswerten befinden sich in der Tabelle auf S. 37. **2** Private Anlageinvestitionen ohne Wohnungsbau. **3** In % des nominalen BIP. **4** Rechnerisch, in Prozentpunkten. Abweichungen in der Summe rundungsbedingt. **5** Inlandskonzept. **6** In Millionen Personen (Definition der Bundesagentur für Arbeit). **7** In % der zivilen Erwerbspersonen. **8** International standardisiert gemäß ILO-Definition, Eurostat-Abgrenzung. **9** Ursprungswerte auf Monatsbasis; gemäß Tarifverdienstindex der Bundesbank. **10** Quotient aus dem im Inland entstandenen Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und dem realen BIP je Erwerbstätigen. **11** Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI), Ursprungswerte.

Deutsche Bundesbank

⁹ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2021e), S. 55 f.



drei Millionen sozialversicherungspflichtig Beschäftigte konjunkturelles Kurzarbeitergeld. Außerdem war der Arbeitszeitausfall je Kurzarbeiter Anfang dieses Jahres sogar noch höher als im vergangenen Frühjahr. Beschäftigung und Arbeitslosigkeit blieben dagegen nahezu konstant.¹⁰⁾ Die Einschränkungen durch die Pandemie waren im vergangenen Winterhalbjahr zwar größer als in der Dezember-Projektion unterstellt. Insgesamt reagierte der Arbeitsmarkt darauf aber günstiger als damals erwartet.

Bereits im laufenden Sommerhalbjahr wird sich im Zuge der wirtschaftlichen Erholung die Lage am Arbeitsmarkt substantiell verbessern. Zu-

nächst steigt die Arbeitszeit der Beschäftigten wieder deutlich an, da die Kurzarbeit zurückgeführt wird, in einigen Bereichen die Arbeitszeitkonten wieder aufgefüllt werden und Überstunden anfallen. Im Durchschnitt des laufenden Jahres dürfte das anfangs gedrückte Beschäftigungsniveau dazu führen, dass der Stand des Vorjahres noch nicht ganz erreicht wird. Die Arbeitslosigkeit dürfte spiegelbildlich zur Beschäftigung in den kommenden Monaten mit deutlich schnellerem Tempo sinken. Insbesondere nach den Sommerferien ist damit zu rechnen, dass zuvor pandemiebedingt unterbliebene arbeitsmarktpolitische Maßnahmen wieder aufgenommen werden. Das vermindert die Zahl der erfassten Arbeitslosen ebenfalls. Die Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigenstunde dürfte sich schnell erholen.

Die starke gesamtwirtschaftliche Nachfrage dürfte den Arbeitsmarkt im Laufe des Jahres 2022 weiter beleben. Die kräftige Arbeitsnachfrage lässt die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung deutlich über ihr Vorkrisenniveau steigen. Die Arbeitszeit wird noch einmal beträchtlich ausgeweitet und erreicht nahezu den Stand vor der Pandemie. Die Arbeitslosigkeit sinkt weiter zügig.

Das Arbeitsangebot wird sich 2022 nach einer leichten Delle in den Jahren 2020 und 2021 wieder spürbar erhöhen. Während der Krise zogen sich einige Personen vom Arbeitsmarkt zurück. Es wird erwartet, dass mit der Erholung die meisten von ihnen zurückkehren, da sich die strukturellen Bedingungen nicht wesentlich verschlechtert haben.¹¹⁾ Die vorübergehend ge-

Arbeitsmarkt hellt sich im laufenden Sommerhalbjahr auf

Beschäftigung und Arbeitszeit legen im kommenden Jahr wieder kräftig zu

Arbeitsangebot steigt 2022 ebenfalls, Erwerbsbeteiligung und Zuwanderung erholen sich

¹⁰ Rückschläge bei Selbständigkeit und ausschließlich geringfügiger Beschäftigung wurden durch eine Zunahme der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung ausgeglichen.

¹¹ Es zogen sich vor allem ausschließlich geringfügig Beschäftigte ohne Anspruch auf Arbeitslosenunterstützung, wie Studenten mit Nebenjobs sowie solche, die Betreuungsaufgaben übernahmen (überwiegend Frauen), zurück. Das Betreuungsangebot für Kinder und Pflegebedürftige verschlechterte sich durch die Krise jedoch nicht strukturell. Die Nebenverdienstmöglichkeiten sollten relativ schnell wieder entstehen, sobald die Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie weitgehend aufgehoben werden. Einige ältere Beschäftigte dürften den Arbeitsmarkt allerdings dauerhaft verlassen haben.

drückte Einwanderung dürfte schnell wieder zunehmen. Nach netto 209 000 Zuwanderern im Jahr 2020 werden für den Projektionszeitraum 250 000 Personen pro Jahr unterstellt. Im Jahr 2022 könnten es einschließlich eines Nachholeffekts vorübergehend 300 000 Personen sein. Insgesamt dürfte die Zahl der Erwerbspersonen im Jahr 2022 noch einmal etwas stärker steigen, bevor ab 2023 die demografischen Bremswirkungen überwiegen.

Mittelfristig wieder zunehmende Angebotsengpässe; Funktionsweise des Arbeitsmarktes durch Pandemie nicht dauerhaft beeinträchtigt

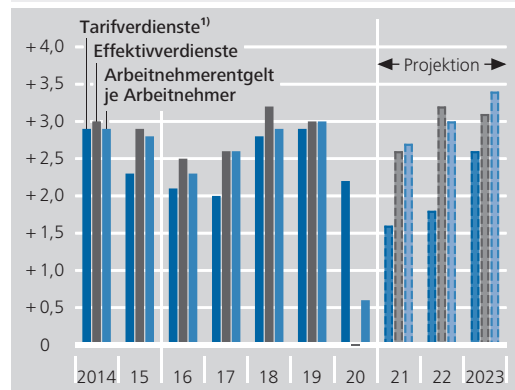
Im letzten Jahr des Projektionszeitraums dürften sich wieder die schon vor der Krise fühlbaren Angebotsengpässe am Arbeitsmarkt bemerkbar machen. Bereits im Laufe des Jahres 2023 dürfte die Beschäftigung kaum noch steigen, da das gesamtwirtschaftliche Arbeitsangebot nicht mehr wächst. Eher ist damit zu rechnen, dass die Arbeitszeit je Erwerbstätigen entgegen dem langfristigen Trend auch zum Ende des Projektionszeitraums noch zunimmt und damit über den Stand vor Beginn der Pandemie klettert. Es wird erwartet, dass die Pandemie die Funktionsweise des Arbeitsmarktes nicht nennenswert beeinträchtigt. Durch den massiven Einsatz von Kurzarbeit wurden während der Krise umfangreiche Entlassungen und der Verlust von betriebspezifischem Humankapital vermieden. Damit wurde einer Verfestigung von Arbeitslosigkeit vorgebeugt. Dies half in erster Linie den Stelleninhabern. Stärker gefährdet sind dagegen von Nachfrageverschiebungen betroffene potenzielle Berufs- oder Branchenwechsler, Berufseinsteiger und Zuwanderer. Insbesondere für diese Gruppen sind Einstiegshilfen und Weiterbildungsangebote hilfreich. Diese Anpassungen werden noch eine gewisse Zeit in Anspruch nehmen. Insofern könnte die Arbeitslosigkeit trotz hoher Arbeitsnachfrage zum Ende des Projektionszeitraums noch geringfügig über dem Vorkrisenniveau liegen.

■ Arbeitskosten und Preise

Die Tarifpartner vereinbarten zuletzt niedrige Lohnsteigerungen. Vor dem Hintergrund der Coronakrise spielte hierbei das Ziel, Arbeits-

Tarif- und Effektivverdienste sowie Arbeitnehmerentgelte

Veränderung gegenüber Vorjahr in %, auf Monatsbasis



Quelle: Statistisches Bundesamt und eigene Projektionen.
 1 Gemäß Tarifverdienstindex der Bundesbank.
 Deutsche Bundesbank

plätze zu erhalten, eine wesentliche Rolle. Zudem soll der Strukturwandel in großen Industriebranchen durch temporär kürzere tarifliche Arbeitszeiten begleitet werden. Auch für die laufenden und die in diesem Jahr noch ausstehenden Tarifverhandlungen werden überwiegend niedrige Abschlüsse erwartet.¹²⁾ In den kommenden beiden Jahren wird es jedoch aufgrund des starken wirtschaftlichen Aufschwungs, der zu einer hohen Kapazitätsauslastung und einer deutlich sinkenden Arbeitslosigkeit führt, zu höheren Lohnabschlüssen kommen. Aufgrund der Laufzeiten der zuvor abgeschlossenen Verträge mit niedrigeren Zuwächsen schlägt sich dies aber erst im letzten Jahr des Projektionszeitraums in spürbar höheren Steigerungen der Tarifverdienste nieder.¹³⁾ Gleichwohl reichen sie aber noch nicht wieder an die hohe Dynamik vor der Krise heran.

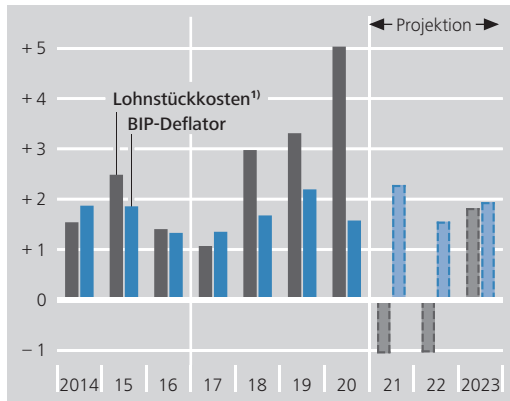
Tarifverdienste steigen krisenbedingt zunächst schwach, gegen Ende des Projektionszeitraums aber wieder deutlich stärker

¹² Im zweiten Halbjahr 2021 stehen in großen Branchen nur wenige Tarifverhandlungen an. Gleichwohl könnten die hohen projizierten Inflationsraten im Herbst zu höheren Lohnabschlüssen als hier unterstellt beitragen (vgl. Ausführungen zu den Risiken auf S. 38).

¹³ In den Vorausschätzungen der Tarifverdienststeigerungen werden sämtliche in der Tarifverdienststatistik der Bundesbank erfassten Abschlüsse der Vergangenheit (etwa 500 Tarifverträge und Besoldungsregelungen) berücksichtigt. Am Ende ihrer vertraglichen Laufzeit werden sie unter Beachtung gesamtwirtschaftlicher Rahmenbedingungen und branchenspezifischer Besonderheiten fortgeschrieben.

Lohnstückkosten und BIP-Deflator

Veränderung gegenüber Vorjahr in %, kalenderbereinigt



Quelle: Statistisches Bundesamt und eigene Projektionen.
¹⁾ Quotient aus dem im Inland entstandenen Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und dem realen BIP je Erwerbstätigen.
 Deutsche Bundesbank

Effektivverdienste legen wegen sinkender Kurzarbeit und steigender Arbeitszeiten bereits ab 2021 wieder kräftiger zu

Die Effektivverdienste sind von den Anpassungen auf dem Arbeitsmarkt wesentlich stärker als die Tarifverdienste betroffen. Im vergangenen Jahr stagnierten sie insbesondere aufgrund der massiv ausgeweiteten Kurzarbeit. Im Jahr 2021 erholen sie sich jedoch im Gegenzug deutlich schneller. Mit dem allmählichen Abbau der Kurzarbeit und daher schrittweise längeren Arbeitszeiten werden die Effektivverdienste rasch zulegen. Deshalb wird die Lohndrift schon in diesem Jahr wieder klar in den positiven Bereich zurückkehren. In den folgenden beiden Jahren tragen aufgrund der guten Wirtschaftslage auch erfolgsabhängige Prämienzahlungen und bezahlte Überstunden vermehrt zu einer positiven Lohndrift bei. Im Jahr 2023 wachsen die Effektivverdienste zudem wegen zunehmender Personalengpässe kräftig. Steigende Sozialbeitragsätze der Arbeitgeber – insbesondere für die gesetzliche Krankenversicherung – heben die Arbeitskosten (gemessen an den Arbeitnehmerentgelten je Arbeitnehmer) dann noch zusätzlich an.

Lohnstückkosten normalisieren sich; Binnen-teuerung durch aus spürbar

Die Lohnstückkosten dürften nach dem krisenbedingt starken Anstieg im Vorjahr in diesem und auch noch im kommenden Jahr wieder ein Stück weit zurückgehen. Darin zeigt sich ein nachlaufender gesamtwirtschaftlicher Anpassungsprozess: In der Krise blieben – nicht zuletzt dank arbeitsmarktpolitischer Instrumente –

sowohl die Beschäftigung als auch die Löhne vergleichsweise stabil. Die Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen litt erheblich unter der stark gedrückten Wirtschaftsaktivität. In der Folge sprangen die Lohnstückkosten nach oben. Dies wurde durch stark sinkende gesamtwirtschaftliche Gewinnmargen aufgefangen. In der nachfolgenden Erholung expandiert die Wirtschaftsleistung bereits in diesem Jahr kräftig, während der Lohnanstieg noch etwas länger gedämpft bleibt. Dies ermöglicht eine Normalisierung der Lohnstückkosten. Zugleich erholen sich nahezu spiegelbildlich die Gewinnmargen in diesem und im kommenden Jahr. Im Jahr 2023 werden dann die Lohnstückkosten wieder merklich ansteigen, und die Unternehmen könnten die Gewinnmargen angesichts des günstigen makroökonomischen Umfelds nochmals leicht ausweiten. Da die Schwankungen der Lohnstückkosten im gesamten Projektionszeitraum weitgehend durch die Gewinnmargen abgefedert werden, schwankt die am BIP-Deflator gemessene Binnenteuerung vergleichsweise wenig. Sie fällt aber durchaus spürbar aus. Im Jahr 2023 könnte der BIP-Deflator um nahezu 2 % zulegen.

Auf der Verbraucherstufe stieg die Inflationsrate (gemessen am HVPI) im ersten Vierteljahr 2021 sprunghaft von – 0,6 % im Vorquartal auf + 1,7 % an. Dazu trugen die wieder auf ihr früheres Niveau angehobenen Mehrwertsteuersätze und die neuen CO₂-Emissionszertifikate bei. Die Höhe dieser Effekte entsprach ungefähr dem in der Dezember-Projektion erwarteten Ausmaß.¹⁴⁾ Dagegen überraschte ein statis-

Inflationsrate zum Jahresbeginn 2021 aufgrund von Sondereffekten überraschend stark gestiegen

¹⁴⁾ Zu den Preiseffekten der vorübergehenden Senkung der Mehrwertsteuersätze vgl.: Deutsche Bundesbank (2020c, 2021g). Auswirkungen des Klimapakets auf die Inflationsrate und das Wirtschaftswachstum waren bereits seit Dezember 2019 Bestandteil der Projektion (vgl. dazu: Deutsche Bundesbank (2019b)). Nach Abschluss der damaligen Projektion wurde allerdings zum einen der CO₂-Preis merklich nach oben angepasst. Zum anderen wurde – gestützt auf die Mehreinnahmen durch den höheren CO₂-Preis – für die Umlage nach dem Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG-Umlage), die einen wichtigen Bestandteil der Strompreise darstellt, für die Jahre 2021 und 2022 eine Obergrenze vorgesehen und für das Jahr 2023 eine weitere Entlastung in Aussicht gestellt. Nimmt man diese Maßnahmen zusammen, so könnte sich die Inflationsrate dadurch im Jahr 2021 um 0,3 Prozentpunkte erhöhen.

tischer Sondereffekt, der sich aus der jährlichen Anpassung der Gewichte der einzelnen HVPI-Komponenten ergab und aufgrund der Corona-Krise stärker als sonst üblich ausfiel.¹⁵⁾ Dieser Sondereffekt erhöhte die Gesamtrate im Winterquartal um gut 0,3 Prozentpunkte. Außerdem zogen die Preise für Rohöl und – wegen der ungewöhnlich kühlen Witterung im Frühjahr – auch diejenigen für landwirtschaftliche Erzeugnisse unerwartet an. Dies trug dazu bei, dass die Teuerungsrate auch im Mai die Erwartungen der Dezember-Projektion noch um gut ½ Prozentpunkt übertraf.¹⁶⁾ Aber auch die Kernrate (ohne Energie und Nahrungsmittel) lag mit voraussichtlich 1,6% um ¼ Prozentpunkt über der damaligen Projektion. Das ist vor allem auf einen stärker als unterstellten Anstieg der Preise für Industriegüter ohne Energie zurückzuführen.

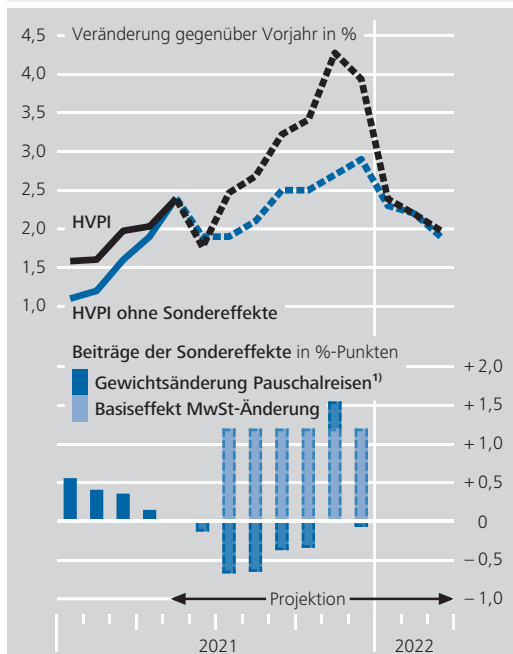
Im zweiten Halbjahr 2021 vorübergehend sehr hohe Teuerungsraten

In der zweiten Jahreshälfte steigt die Jahres-teuerungsrate voraussichtlich stark an. Dies liegt im Wesentlichen an dem erhöhenden Basis-effekt der im Vorjahr vorübergehend gesenkten Mehrwertsteuersätze. Der bereits ange-sprochene statistische Sondereffekt wirkt von Juli bis Oktober zwar zunächst dämpfend, im November dann aber verstärkend.¹⁷⁾ Insgesamt sind aus heutiger Sicht zum Jahresende für kurze Zeit Inflationsraten um 4% möglich.

Auch im Jahr 2021 insgesamt vergleichsweise hohe Inflations-rate, Kernrate ohne Sonder-effekte aber noch gedämpft

Im Jahresmittel 2021 dürfte der Preisanstieg 2,6% betragen. Dabei verteuern sich vor allem Energie, aber auch Nahrungsmittel. Ohne Energie und Nahrungsmittel steigt die Rate im Jahr 2021 wegen der Änderung der Mehrwert-steuersätze von 0,7% auf 1,6% an. Rechnet man die steuerlichen Einflüsse heraus, läge die Rate wohl wie im Vorjahr bei etwas über 1% und damit deutlich niedriger als noch im Jahr 2019 (+1,4%). Ausschlaggebend dafür ist der verzögert wirkende, preisdämpfende Einfluss der gesunkenen gesamtwirtschaftlichen Nach-frage. Er wird durch höhere Preise für Rohstoffe und gestiegene Transportkosten, die sich vor allem bei den gewerblichen Waren ohne Energie niederschlagen, nicht aufgewogen.

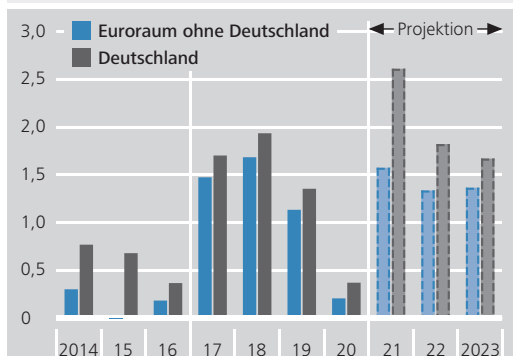
Einfluss ausgewählter Sondereffekte auf die Inflationsrate 2021



Quelle: Statistisches Bundesamt, eigene Berechnungen und Projektionen. 1) Veränderter Beitrag des HVPI-Teilindex Pauschalreisen aufgrund der Änderung des Gewichts dieser Teilkomponente im Jahr 2021 gegenüber 2020. Deutsche Bundesbank

Verbraucherpreise*)

Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quellen: Statistisches Bundesamt, Eurostat und eigene Berechnungen. 2021 bis 2023 eigene Projektionen (für Deutschland) und Berechnungen auf Basis von Projektionen des Eurosystems (für Euroraum ohne Deutschland). * Auf Basis des Harmonisierten Verbraucherpreisindex. Deutsche Bundesbank

Im Jahr 2022 könnte die Kernrate trotz des Wegfalls der Sondereffekte nahezu so hoch wie

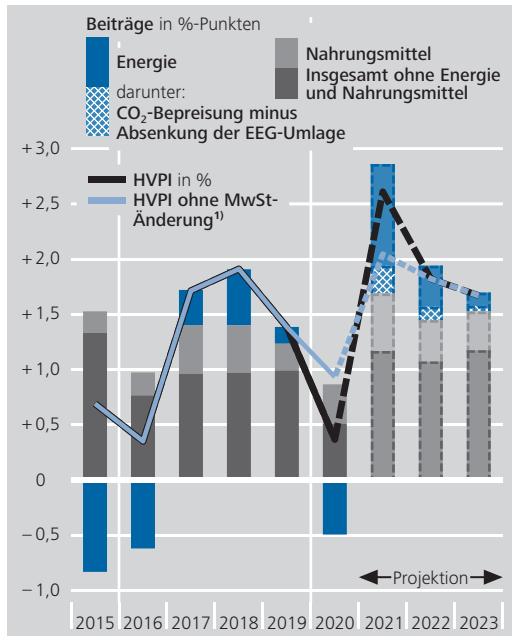
¹⁵ Vgl. hierzu: Deutsche Bundesbank (2021h).

¹⁶ Der angeführte statistische Sondereffekt hatte im Mai keinen nennenswerten Einfluss.

¹⁷ Im Jahresdurchschnitt gleichen sich die erhöhenden und dämpfenden Auswirkungen des Sondereffekts nahezu aus.

Beiträge der Komponenten zur HVPI-Gesamtrate

Veränderung gegenüber Vorjahr



Quelle: Statistisches Bundesamt, eigene Berechnungen und Projektionen. ¹⁾ Geschätzte Wirkung der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung im Jahr 2020: -0,6 Prozentpunkte (entspricht gut 60% der mechanischen Weitergabe); für das Jahr 2021 wird ein symmetrischer Effekt angenommen.

Deutsche Bundesbank

Kernrate 2022 und 2023 im Gefolge des starken Aufschwungs auf erhöhtem Niveau

im Jahr 2021 ausfallen. Ein wichtiger Grund hierfür ist der überdurchschnittliche gesamtwirtschaftliche Auslastungsgrad. Zudem dürfte es noch zu verzögerten Anpassungen an die gestiegenen Rohstoffpreise kommen. Im Jahr 2023 nehmen Lohnwachstum und Auslastungsgrad noch etwas zu. Vor diesem Hintergrund ist ein weiterer Anstieg der Kernrate möglich.

Gesamtrate gleicht sich mit auslaufenden Sondereffekten bis 2023 an Kernrate an

Die Gesamtrate ermäßigt sich im Jahr 2022 wohl wieder deutlich, weil die Sondereffekte weitgehend auslaufen.¹⁸⁾ Allerdings dürften sich Energie und Nahrungsmittel immer noch überdurchschnittlich verteuern, weil die Verbraucherpreise zum Teil verzögert auf den diesjährigen Anstieg der Preise für Rohöl und landwirtschaftliche Erzeugnisse reagieren. Dies sorgt dafür, dass die Gesamtrate weiterhin deutlich oberhalb der Kernrate liegt. Erst im Jahr 2023 schließt sich diese Lücke, und beide Raten betragen nach dieser Projektion dann 1,7%. Die Nahrungsmittelpreise ziehen aufgrund höherer Lohnzuwächse zwar überdurchschnittlich an.

Dem steht aber ein unterdurchschnittlicher Anstieg bei den Energiepreisen gegenüber. Hier überwiegt die dämpfende Wirkung der annahmegemäß rückläufigen Rohölpreise gegenüber der weiteren Anhebung der CO₂-Preise und steigenden Terminkursen für Elektrizität.

■ Öffentliche Finanzen

Die Staatsfinanzen stützen die Wirtschaft auch im laufenden Jahr erheblich. Das Defizit im Staatshaushalt steigt in diesem Zuge weiter auf eine Größenordnung von 5½% des BIP (2020: 4,5% des BIP). Der Anstieg ist vor allem auf Maßnahmen ohne direkten Corona-Bezug zurückzuführen. Beispielsweise erhöhen die Teilabschaffung des Solidaritätszuschlags und das angehobene Kindergeld die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte. Zudem fördern staatliche Zuschüsse private Investitionen in den Klimaschutz. Die fiskalische Stabilisierung durch spezielle, temporäre Corona-Maßnahmen wird noch etwas ausgeweitet. Dagegen wirkt defizitsenkend, dass der Konjunktoreinfluss auf den Staatshaushalt etwas weniger negativ ausfällt als 2020.¹⁹⁾ Die Staatsfinanzen reagieren dabei verzögert auf die im Jahresverlauf deutlich anspringende Wirtschaft. Dies liegt vor allem an der Lohn- und Arbeitsmarktentwicklung, die für den Staatshaushalt besonders wichtig ist.

Staatsfinanzen stützen Wirtschaft auch 2021 erheblich

Im kommenden Jahr sinkt das Defizit gemäß dieser Projektion dann erheblich auf 1½% des BIP. Denn mit weitgehend überwundener Krise fallen die Corona-Maßnahmen größtenteils weg. Zudem entlastet der Wirtschaftsauf-

Danach erheblicher Rückgang des staatlichen Defizits, vor allem 2022

¹⁸⁾ Die Entlastung bei der EEG-Umlage wiegt die Erhöhung bei den CO₂-Preisen in den Jahren 2022 und 2023 teilweise auf.

¹⁹⁾ In einer Krise ist es besonders schwierig, die konjunkturellen Einflüsse auf den Staatshaushalt abzuschätzen. Dies gilt nicht zuletzt für die gewinnabhängigen Steuern: Sie reagieren üblicherweise zum Teil zeitverzögert auf die wirtschaftliche Entwicklung. Die Modelle, mit denen der Konjunktoreinfluss auf den Staatshaushalt abgeschätzt wird, dürften aktuell aber zu langsam reagieren, da bspw. die Vorauszahlungen von Unternehmen bereits 2020 stark sanken.

schwung die Staatsfinanzen deutlich, und der Konjunkteinfluss auf den Staatshaushalt wird im Niveau leicht positiv. Im Jahr 2023 fällt das Defizit noch etwas weiter. Dies liegt insbesondere an kräftig steigenden Beitragssätzen für die gesetzliche Krankenversicherung.

*Strukturelles
 staatliches
 Defizit zum Ende
 des Projektions-
 zeitraums*

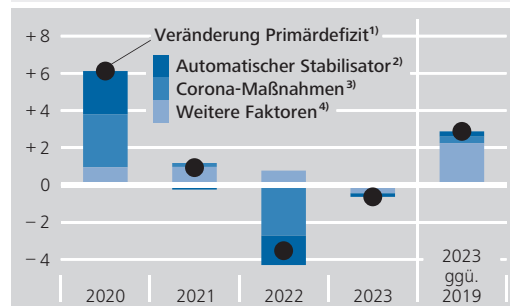
Im Vergleich zum Vorkrisenjahr 2019 stellt sich zum Ende des Projektionszeitraums die strukturelle Lage der Staatsfinanzen ungünstiger dar: Der strukturelle Überschuss von ½ % des BIP im Jahr 2019 schlägt in ein strukturelles Defizit um (Größenordnung von 1½ % des BIP).²⁰⁾ Ausschlaggebend ist, dass sich die Renten- und Gesundheitsausgaben sowie die Investitionszuschüsse stark erhöhen. Etwa ein Drittel des strukturellen Defizits ist auf die Sozialversicherungen und dabei vor allem auf die Rentenversicherung zurückzuführen. Das dort auch für die Folgejahre angelegte Defizit ist dann gemäß den aktuellen Regelungen durch höhere Beitragssätze auszugleichen, weil die Rücklagen weitgehend aufgebraucht sein werden.

*Schuldenquote
 steigt 2021
 zunächst weiter,
 sinkt danach
 aber deutlich*

Die Schuldenquote steigt im laufenden Jahr auf über 70 % (2020: 69,7 %). Dies liegt vor allem an den hohen Defiziten der Gebietskörperschaften. Zudem ist angesichts der großzügigen Haushaltsplanung unterstellt, dass die Kassenreserven des Bundes noch weiter zunehmen. Gebremst wird der Anstieg durch das Wachstum des nominalen BIP im Nenner und den weiteren Portfolioabbau der staatlichen Bad Banks. Bis 2023 sinkt die Schuldenquote dann auf eine Größenordnung von 65 %. Zwar werden auch in den kommenden Jahren noch Defizite erwartet. Diese sind dann aber deutlich niedriger. Zudem werden die Corona-Sondereffekte (Hilfskredite, Eigenkapitalzuführungen sowie höhere Kassenreserven) teils zurückgeführt, und die Portfolios staatlicher Bad Banks sinken weiter. Schließlich dämpft das wachsende nominale BIP im Nenner die Quote deutlich.

Stabilisierungsbeitrag des Staatshaushalts^{*)}

in % des BIP, Veränderung gegenüber Vorjahr



* Eigene Berechnungen. Eine positive Veränderung zeigt einen expansiven Fiskalimpuls. **1** Staatliches Defizit ohne Zinsausgaben. **2** Veränderung des konjunkturbedingten Defizits. **3** Für eine weitere Aufgliederung vgl. S. 22. **4** Alle weiteren Faktoren, die das Primärdefizit beeinflussen (u. a. Maßnahmen ohne direkten Bezug zur Coronakrise).

Deutsche Bundesbank

Risikobeurteilung

Die hier vorgestellten Perspektiven für das Wirtschaftswachstum und den Verbraucherpreisanstieg in Deutschland unterliegen verschiedenen Unsicherheiten. Der Fortgang der Pandemie und ihre gesamtwirtschaftlichen Folgen bleiben zwar weiterhin schwer einzuschätzen. Vor allem dank der laufenden Impfkampagne ist die Unsicherheit hier aber bereits erheblich gesunken. Für Deutschland wurden daher, anders als in den beiden gesamtwirtschaftlichen Vorausschätzungen vom Juni und Dezember 2020, keine Alternativszenarien mit unterschiedlichen Annahmen bezüglich der Pandemieentwicklung mehr erstellt.²¹⁾

*Pandemie-
 bedingte
 Unsicherheiten
 gesunken*

Allerdings treten nunmehr Unsicherheiten in den Vordergrund, welche die mittelbaren Folgewirkungen der Pandemie und die anstehende

²⁰ Aus den strukturellen Größen sind Konjunkteinflüsse und spezielle temporäre Effekte (im hier betrachteten Zeitraum weitgehend deckungsgleich mit den Corona-Maßnahmen) herausgerechnet.

²¹ In der Juni-Projektion des Eurosystems wurden für den Euroraum insgesamt nochmals Szenarien mit alternativen Annahmen zum Pandemiegeschehen und den Auswirkungen der Coronakrise auf das langfristige Produktionspotenzial berechnet (vgl.: Europäische Zentralbank (2021)). Die makroökonomischen Implikationen dieser Variationen wären für Deutschland im Großen und Ganzen wohl ähnlich wie für den Euroraum insgesamt.

In der Gesamtschau Risiken für Wirtschaftswachstum etwa ausgeglichen, für Inflationsrate aufwärtsgerichtet

Erholungsphase betreffen. Denn auch hierfür fehlen historische Vergleichsmaßstäbe, und es ist mit Überraschungen zu rechnen. Besonders unsicher sind die Auswirkungen der Wiedereröffnung vieler Wirtschaftsbereiche auf den Preisausblick. In der Gesamtschau erscheinen die Risiken aus heutiger Sicht für das Wirtschaftswachstum in etwa ausgeglichen, während für die Inflation die Aufwärtsrisiken überwiegen.

Kurzfristig Unwägbarkeiten hinsichtlich des Tempos der Lockerungen; mittelfristig Rückschlaggefahr durch Virusmutationen

Hinsichtlich der unmittelbaren Auswirkungen der Pandemie bestehen kurzfristig Risiken in beide Richtungen. So könnten, abhängig vor allem vom Impfverlauf, nichtmedizinische Eindämmungsmaßnahmen sowohl früher und breitflächiger zurückgenommen werden als auch länger und in größerem Umfang bestehen bleiben. Im gesamten Projektionszeitraum könnte es zu größeren Rückschlägen kommen, falls das Virus in einer Weise mutiert, welche die Wirksamkeit der Impfstoffe substanziell reduziert. Diese Gefahr ist umso größer, je länger es dauert, die Pandemie weltweit zu bezwingen. Neben einer schwächeren Auslandsnachfrage könnten dann auch wieder unmittelbare Schutzvorkehrungen im Inland die deutsche Wirtschaft beeinträchtigen.

Aufwärtsrisiken für Wirtschaftsaktivität und Inflation, falls sich aufgestaute Nachfrage stärker entlädt

Für die Erholung in den von Einschränkungen betroffenen Branchen ist nicht nur die Geschwindigkeit maßgeblich, mit der momentan verschlossene Konsummöglichkeiten wieder zur Verfügung stehen. Eine wichtige Rolle spielt auch, in welchem Umfang die Verbraucherinnen und Verbraucher diese wieder nutzen. Die aufgestaute Nachfrage könnte sich auch früher und insgesamt stärker entladen, etwa falls die privaten Haushalte die während der Pandemie zusätzlich gebildeten Ersparnisse rascher oder in größerem Umfang für Konsumzwecke ausgeben sollten. Die modellbasierten Simulationsergebnisse legen nahe, dass die Projektion diesbezüglich eher vorsichtig positioniert ist. Vor allem die Wirtschaftsaktivität, aber auch die Inflation könnten in einem solchen Fall höher ausfallen (vgl. Ausführungen auf S. 27 f.). Dabei ist jedoch zu beachten, dass der Nachhol-

bedarf an Konsum und die Wettbewerbssituation sektoral sehr unterschiedlich sind. Gerade in den Branchen, die lange unter Einschränkungen litten, könnten kurzfristige Nachfragespitzen und Angebotsknappheiten zusätzlich Preisschübe auslösen. Dies gilt insbesondere, falls es hier infolge der Krise zu mehr Insolvenzen kommt als erwartet, diese kurzfristig das Angebot mindern und mittelfristig die Marktkonzentration erhöhen.

Die Anspannungen aufgrund einer starken Nachfragebelebung nach der Krise zeigen sich derzeit eindrucksvoll in der globalen Industrie. Steigende Lieferzeiten und anziehende Preise für wichtige Rohstoffe und Vorprodukte halten die Erholung auch hierzulande zurück und führen zu Kostendruck auf den vorgelagerten Stufen der Verbraucherpreise. Sollten sich die globalen Angebotsengpässe rascher auflösen als unterstellt, könnte die Wirtschaft noch früher ein höheres Leistungsniveau erreichen. Falls sich die Verknappungen jedoch als hartnäckiger herausstellen sollten, könnte die Erholung gedämpfter verlaufen, und zugleich dürften die Verbraucherpreise stärker steigen.

Weltweit befinden sich viele Volkswirtschaften in einer vergleichbaren Situation wie die deutsche. Sollte die wirtschaftliche Erholung in wichtigen Partnerländern stärker überschießen als erwartet, würde die deutsche Wirtschaft aufgrund ihrer starken Exportausrichtung davon zwar grundsätzlich profitieren. Gleichzeitig nähmen damit aber auch einige Risiken für die Weltwirtschaft zu: Die globale Erholung von der Coronakrise vollzieht sich bereits mit höchst ungleichem Tempo. Während einige Wirtschaftsräume wie die USA, das Vereinigte Königreich und China die Pandemie bereits zu großen Teilen unter Kontrolle haben, ist dies in vielen Schwellenländern noch länger nicht der Fall. Die daraus folgenden wirtschaftlichen Asymmetrien werden durch die zum Teil stark unterschiedlich expansiv ausgerichtete Geld- und Fiskalpolitik noch erheblich verschärft. Sie könnten beispielsweise zu Verwerfungen an den Finanzmärkten mit negativen realwirtschaftlichen

Unwägbarkeiten in Bezug auf globale Angebotsengpässe bei Rohstoffen und Vorprodukten in der Industrie

Aufwärtschancen, falls Wirtschaft in wichtigen Partnerländern stärker überschießt, aber auch zunehmende Gefahren aus asymmetrischer Erholung der Weltwirtschaft

Rückkopplungen führen. Die Asymmetrien gehen daher für sich genommen mit Abwärtsrisiken für die globale und auch für die deutsche Wirtschaft einher. Bei einer noch dynamischen Erholung der vorlaufenden Wirtschaftsräume könnten sich diese Risiken zuspitzen.

Höhere Teuerungsraten, falls Rohölpreis nicht wie unterstellt sinkt

Die stark anziehende globale Nachfrage führte auch dazu, dass sich der zu Beginn der Pandemie eingebrochene Rohölpreis kräftig erholte. Die Projektion basiert auf der Annahme, dass die Rohölpreise von dem erhöhten Niveau aus bis zum Projektionshorizont den Terminkursen folgend wieder spürbar absinken. Dies dämpft den projizierten Preisanstieg merklich und steht in einem gewissen Kontrast zur erwarteten Fortsetzung der globalen Wirtschaftserholung. Sollte sich der Ölpreis auf dem derzeitigen Niveau halten, oder – zum Beispiel im Gefolge einer möglicherweise noch stärker wachsenden Weltwirtschaft – weiter ansteigen, fiel die Teuerungsrate höher aus.

Ambitioniertere Klimaschutzziele führen vermutlich zu stärker steigenden Energiepreisen

Größere Risiken für stärker steigende Energiepreise dürften von der Klimaschutzpolitik ausgehen. So verschärfte die Bundesregierung nach einem grundlegenden Urteil des Bundesverfassungsgerichts jüngst die Klimaschutzziele für Deutschland substantiell. Die dafür erforderlichen Maßnahmen sind jedoch noch nicht spezifiziert. Möglich wäre beispielsweise, dass schon recht zeitnah der bestehende Festpreis für CO₂-Emissionsrechte spürbar angehoben wird. Hierdurch oder durch ähnliche Maßnahmen würde Energie zusätzlich verteuert.²² Die Implikationen für das Wirtschaftswachstum im Projektionszeitraum hängen stark davon ab, inwieweit die Klimaschutzpolitik mit internationalen Partnern abgestimmt wird und wie die dadurch dem Staat zusätzlich zufließenden Einnahmen verwendet werden.

²² Zu Modellsimulationen der makroökonomischen Effekte der Einführung der CO₂-Bepreisung vgl.: Deutsche Bundesbank (2019b). Die damaligen Berechnungen basierten auf dem Gesetzentwurf. Im weiteren Gesetzgebungsverfahren wurden u. a. die Preise für CO₂ angehoben.

Eckwerte der gesamtwirtschaftlichen Projektion – ohne Kalenderbereinigung

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Position	2020	2021	2022
BIP (real)	- 4,8	3,7	5,1
desgl. kalenderbereinigt	- 5,1	3,7	5,2
Verwendung des realen BIP			
Private Konsumausgaben	- 6,0	0,6	8,9
nachrichtlich: Sparquote	16,2	16,1	9,6
Konsumausgaben des Staates	3,7	3,0	- 1,8
Bruttoanlageinvestitionen	- 2,7	5,1	5,3
Unternehmensinvestitionen ¹⁾	- 7,4	6,1	7,6
Private Wohnungsbauinvestitionen	3,3	3,4	2,4
Exporte	- 9,4	10,1	6,1
Importe	- 8,4	9,9	7,0
nachrichtlich:			
Leistungsbilanzsaldo ²⁾	7,0	6,8	6,3
Beiträge zum BIP-Wachstum ³⁾			
Inländische Endnachfrage	- 3,0	2,1	5,2
Vorratsveränderungen	- 0,9	0,9	- 0,1
Exporte	- 4,4	4,4	2,8
Importe	3,5	- 3,7	- 2,9
Arbeitsmarkt			
Arbeitsvolumen ⁴⁾	- 4,7	1,5	3,5
Erwerbstätige ⁴⁾	- 1,0	- 0,1	1,1
Arbeitslose ⁵⁾	2,7	2,7	2,4
Arbeitslosenquote ⁶⁾	5,9	5,8	5,2
nachrichtlich: Erwerbslosenquote ⁷⁾	4,2	4,2	3,5
Löhne und Lohnkosten			
Tarifverdienste ⁸⁾	2,2	1,6	1,8
Bruttolöhne und -gehälter je Arbeitnehmer	0,0	2,6	3,2
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	0,6	2,7	3,0
Reales BIP je Erwerbstätigen	- 3,8	3,8	4,0
Lohnstückkosten ⁹⁾	4,5	- 1,0	- 1,0
nachrichtlich: BIP-Deflator	1,6	2,3	1,6
Verbraucherpreise ¹⁰⁾			
ohne Energie	0,4	2,6	1,8
Energiekomponente	1,0	1,9	1,6
ohne Energie und Nahrungsmittel	- 4,5	8,4	3,3
Nahrungsmittelkomponente	0,7	1,6	1,5
	2,3	2,9	2,1

Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesagentur für Arbeit; Eurostat; 2021 bis 2022 eigene Projektionen. ¹ Private Anlageinvestitionen ohne Wohnungsbau. ² In % des nominalen BIP. ³ Rechnerisch, in Prozentpunkten. Abweichungen in der Summe rundungsbedingt. ⁴ Inlandskonzept. ⁵ In Millionen Personen (Definition der Bundesagentur für Arbeit). ⁶ In % der zivilen Erwerbspersonen. ⁷ International standardisiert gemäß ILO-Definition, Eurostat-Abgrenzung. ⁸ Auf Monatsbasis; gemäß Tarifverdienstindex der Bundesbank. ⁹ Quotient aus dem im Inland entstandenen Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und dem realen BIP je Erwerbstätigen. ¹⁰ Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI).

*Inflations-
erwartungen
könnten steigen
und weiteren
Teuerungsdruck
ausüben*

Schließlich könnten die für die zweite Jahreshälfte 2021 projizierten, für Deutschland außergewöhnlich hohen Teuerungsraten die Inflationswahrnehmung sowie die Inflationserwartungen der Wirtschaftsakteure verschieben. Damit könnte sich auch das Lohn- und Preisset-

zungsverhalten ändern und weiteren Teuerungsdruck initiieren. Dies gilt insbesondere, falls der gesamtwirtschaftliche Preisanstieg in der näheren Zukunft angesichts der bestehenden Aufwärtsrisiken noch stärker ausfallen sollte als hier veranschlagt.

■ Literaturverzeichnis

Deutsche Bundesbank (2021a), Zu den makroökonomischen Implikationen des American Rescue Plan, Monatsbericht, Mai 2021, S. 16–18.

Deutsche Bundesbank (2021b), Wie werden die wirtschaftlichen Beziehungen zwischen dem Vereinigten Königreich und der Europäischen Union künftig geregelt?, Monatsbericht, Februar 2021, S. 16–17.

Deutsche Bundesbank (2021c), Geldpolitik und Bankgeschäft, Monatsbericht, Februar 2021, S. 24–40.

Deutsche Bundesbank (2021d), Öffentliche Finanzen, Monatsbericht, Mai 2021, S. 63–81.

Deutsche Bundesbank (2021e), Konjunktur in Deutschland, Monatsbericht, Mai 2021, S. 52–62.

Deutsche Bundesbank (2021f), Bundesbank-Online-Panel-Haushalte (BOP-HH) – Fragebogen Welle 15 – März 2021, abrufbar unter: <https://www.bundesbank.de/resource/blob/859146/83307f0eb4cd9dd033d1c52c23a280fa/mL/questionnaire-15-data.pdf>.

Deutsche Bundesbank (2021g), Preisanpassungen der Unternehmen im Zuge der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung im Jahr 2020, Monatsbericht, April 2021, S. 50–53.

Deutsche Bundesbank (2021h), Coronabedingte Sondereffekte beim HVPI im Jahr 2021, Monatsbericht, Februar 2021, S. 64–67.

Deutsche Bundesbank (2020a), Perspektiven der deutschen Wirtschaft für die Jahre 2021 bis 2023, Monatsbericht, Dezember 2020, S. 17–38.

Deutsche Bundesbank (2020b), Zum Sparverhalten privater Haushalte in der Pandemie, Monatsbericht, Dezember 2020, S. 28–29.

Deutsche Bundesbank (2020c), Wirkung der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung auf die Verbraucherpreise, Monatsbericht, November 2020, S. 57–59.

Deutsche Bundesbank (2019a), Übertragung von Lohnveränderungen auf die Preise im makroökonomischen Modell der Bundesbank, Monatsbericht, September 2019, S. 19–22.

Deutsche Bundesbank (2019b), Zu den Auswirkungen des Klimapakets auf Wirtschaftswachstum und Inflationsrate, Monatsbericht, Dezember 2019, S. 30–34.

Dossche, M. und S. Zlatanos (2020), COVID-19 and the increase in household savings: precautionary or forced?, ECB Economic Bulletin, 6/20.

Europäische Zentralbank (2021), Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, Juni 2021, abrufbar unter: https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202106_eurosystemstaff~7000543a66.en.html.