



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK
EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 6 / 2021



Inhalt

Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen	3
Überblick	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	8
2 Finanzielle Entwicklungen	20
3 Konjunktorentwicklung	27
4 Preise und Kosten	37
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	44
6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	53
Kästen	57
1 Vergleich der jüngsten Inflationsentwicklung in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet	57
2 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte vom 28. April bis zum 27. Juli 2021	65
3 Solidität nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften während der Pandemie	71
4 Auswirkungen der Versorgungsengpässe auf den Handel	81
5 Preise von EU-Emissionszertifikaten vor dem Hintergrund des Maßnahmenplans zur Berücksichtigung von Klimaschutzaspekten der EZB	87
Aufsätze	93
1 Geleistete Arbeitszeit im Euro-Währungsgebiet	93
2 Die GLRG III und ihr Einfluss auf die Kreditvergabebedingungen der Banken	118
Statistik	145

Abkürzungen

Länder

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

Sonstige

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

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

Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen

Überblick

Wirtschaftstätigkeit

Die Erholung der Weltwirtschaft setzt sich fort, wenngleich die anhaltenden Lieferengpässe und die Ausbreitung der ansteckenderen Delta-Variante des Coronavirus (Covid-19) die kurzfristigen Wachstumsaussichten trüben. Die jüngsten Umfrageergebnisse deuten insbesondere in den Schwellenländern auf ein leichtes Nachlassen der Wachstumsdynamik hin. Verglichen mit den Projektionen des Eurosystems vom Juni 2021 wurden die Aussichten für die weltwirtschaftliche Expansion in den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2021 leicht nach oben korrigiert, insbesondere für 2022. Demnach dürfte das Wachstum des globalen realen BIP (ohne Euroraum) 2021 bei 6,3 % liegen und sich 2022 auf 4,5 % und 2023 auf 3,7 % verlangsamen. Auch die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums wurde gegenüber den vorangegangenen Projektionen nach oben revidiert. So wird nun für 2021 mit einem Anstieg von 9,2 %, für 2022 von 5,5 % und für 2023 um 3,7 % gerechnet. Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass sich die weltweiten Importe zu Jahresbeginn 2021 besser entwickelten als erwartet und der Handel in einem Konjunkturaufschwung stärker prozyklisch reagiert. Die Exportpreise der Wettbewerber des Euroraums wurden angesichts höherer Rohstoffpreise und einer kräftigeren Nachfrage für das laufende Jahr nach oben korrigiert. Die Risiken für die Basisprojektionen hinsichtlich der Weltwirtschaft betreffen in erster Linie den weiteren Verlauf der Pandemie. Die sonstigen Risiken für die globalen Aussichten sind den Projektionen zufolge in Bezug auf das Weltwirtschaftswachstum nach unten und in Bezug auf die globale Inflation nach oben gerichtet.

Die Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet hat sich im zweiten Quartal des laufenden Jahres mit 2,2 % stärker erholt als erwartet und dürfte auch im dritten Quartal ein starkes Wachstum verzeichnen. Diese konjunkturelle Belebung ist den erfolgreichen Impfkampagnen in Europa zuzuschreiben, dank derer weite Teile der Wirtschaft wieder öffnen konnten. Der Dienstleistungssektor profitiert von der Aufhebung von Beschränkungen, da die Menschen nun wieder in Geschäften einkaufen, Restaurants besuchen und touristische Reisen unternehmen. Das verarbeitende Gewerbe entwickelt sich dynamisch, obwohl die Produktion weiterhin durch Engpässe bei Material und Ausrüstung gebremst wird. Bislang hat die Ausbreitung der Delta-Variante keine erneuten Lockdown-Maßnahmen erforderlich gemacht. Sie könnte aber die Erholung des Welthandels und das vollständige Wiederhochfahren der Wirtschaft verlangsamen.

Die Konsumausgaben steigen, wenngleich die Verbraucherinnen und Verbraucher in Anbetracht des Pandemiegeschehens noch etwas zurückhaltend sind.

Auch die Lage am Arbeitsmarkt verbessert sich rasch, was steigende Einkommen und höhere Ausgaben in Aussicht stellt. Die Arbeitslosigkeit sinkt, und die Zahl der Personen, die in Programme zur Arbeitsplatzsicherung eingebunden sind, ist gegenüber dem Höchststand von 2020 um rund 28 Millionen gesunken. Die Belebung der binnenwirtschaftlichen und der globalen Nachfrage sorgt bei den Unternehmen für einen weiter zunehmenden Optimismus, der wiederum die Investitionen stützt. Zugleich dürfte es noch einige Zeit dauern, bis die wirtschaftlichen Schäden der Pandemie behoben sind. Es gibt nach wie vor gut 2 Millionen weniger Erwerbstätige als vor der Pandemie. Betroffen sind vor allem jüngere Arbeitskräfte und geringer Qualifizierte. Zudem ist noch immer eine erhebliche Anzahl der Beschäftigten in Programme zur Arbeitsplatzsicherung eingebunden.

Während der finanzpolitische Kurs nach dem Ausbruch der Pandemie deutlich gelockert worden war, wurden in den vergangenen Monaten nur wenige weitere Konjunkturmaßnahmen verabschiedet, da die Länder ihre Haushaltsplanungen für 2022 noch nicht abgeschlossen haben und die wirtschaftliche Erholung offenbar etwas schneller voranschreitet als erwartet.

Vor diesem Hintergrund gelangen die Expertinnen und Experten der EZB in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2021 zu der Einschätzung, dass sich die Haushaltsaussichten für den Euroraum gegenüber den Juni-Projektionen verbessert haben. Die Defizitquote dürfte 2021 mit 7,1 % hoch bleiben (nach 7,3 % im Vorjahr). Danach wird angesichts der abklingenden Pandemie und des sich festigenden Aufschwungs jedoch ein rascher Rückgang erwartet. Im Jahr 2022 dürfte die Defizitquote bei 3,0 % und 2023 (am Ende des Projektionszeitraums) bei 2,1 % liegen. Analog hierzu dürfte sich auch die Staatsverschuldung im Euroraum entwickeln. Sie wird voraussichtlich 2021 mit knapp 99 % des BIP einen Höchststand erreichen und bis 2023 auf rund 94 % des BIP sinken. Um die wirtschaftliche Erholung zu unterstützen, sollte die Geldpolitik weiterhin durch eine ambitionierte, zielgerichtete und koordinierte Finanzpolitik ergänzt werden. Insbesondere das Programm „Next Generation EU“ wird dazu beitragen, eine stärkere und einheitliche Erholung im Euroraum zu gewährleisten. Zudem wird es den ökologischen und digitalen Wandel beschleunigen, Strukturreformen unterstützen und das langfristige Wachstum fördern.

Die Wirtschaft dürfte sich auf mittlere Sicht kräftig erholen. Den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2021 zufolge wird die Jahreswachstumsrate des realen BIP 2021 bei 5,0 %, 2022 bei 4,6 % und 2023 bei 2,1 % liegen. Verglichen mit der vorherigen Projektionsrunde hat sich der Ausblick für das laufende Jahr verbessert. Ausschlaggebend hierfür waren die Ergebnisse des ersten Halbjahres, die über den Erwartungen lagen. Der Ausblick für die wirtschaftliche Entwicklung in den Jahren 2022 und 2023 blieb indes nahezu unverändert.

Inflation

Die Inflationsrate im Euro-Währungsgebiet erhöhte sich im August auf 3,0 %.

Im Herbst dürfte sie weiter zunehmen, nächstes Jahr jedoch wieder zurückgehen. Der gegenwärtige Anstieg der Inflationsrate dürfte größtenteils vorübergehender Natur sein. Geschuldet ist er vor allem folgenden Faktoren: dem starken Anziehen der Ölpreise seit etwa Mitte letzten Jahres, dem Auslaufen der Mehrwertsteuersenkung in Deutschland, verzögerten Sommerschlussverkäufen im Jahr 2020 und einem durch zeitweilige Material- und Ausrüstungsengpässe bedingten Kostendruck. Im Verlauf des kommenden Jahres werden sich diese Faktoren vermutlich abschwächen oder aus der Berechnung der jährlichen Teuerungsrate herausfallen. Der Druck auf die zugrunde liegende Inflation ist gestiegen. Im Zuge der fortschreitenden wirtschaftlichen Erholung und gestützt durch die geldpolitischen Maßnahmen des EZB-Rats dürfte sich die zugrunde liegende Inflation mittelfristig erhöhen. Dies dürfte jedoch lediglich schrittweise erfolgen. Es wird noch dauern, bis die Wirtschaft wieder mit voller Kapazitätsauslastung arbeitet, weshalb nur moderate Lohnzuwächse zu erwarten sind. Die Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen sind zwar weiter gestiegen, weisen aber immer noch einen gewissen Abstand zum Zielwert der EZB (2 %) auf.

Diese Einschätzung spiegelt sich in den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2021 wider, wonach sich die jährliche Teuerungsrate 2021 auf 2,2 %, 2022 auf 1,7 % und 2023 auf 1,5 % belaufen wird; damit wurde der Ausblick gegenüber den Juni-Projektionen nach oben korrigiert. Die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel wird den Projektionen zufolge im laufenden Jahr im Schnitt bei 1,3 %, 2022 bei 1,4 % und 2023 bei 1,5 % liegen. Auch dies stellt eine Aufwärtskorrektur im Vergleich zu den Juni-Projektionen dar.

Risikobewertung

Der EZB-Rat bewertet die Risiken für die Konjunkturaussichten als weitgehend ausgewogen. Die Wirtschaftstätigkeit könnte die Erwartungen der EZB übertreffen, falls die Verbraucherinnen und Verbraucher zuversichtlicher werden und weniger sparen als derzeit erwartet. Auch eine raschere Verbesserung der Pandemielage könnte dazu führen, dass der Aufschwung kräftiger ausfällt als aktuell erwartet. Sollten die Lieferengpässe länger andauern und sich in unerwartet hohen Lohnzuwächsen niederschlagen, könnte sich der Preisdruck als persistenter erweisen. Zugleich könnten sich die Konjunkturaussichten eintrüben, wenn sich die Pandemielage verschlechtert und sich dadurch das weitere Wiederhochfahren der Wirtschaft verzögert, oder wenn Lieferengpässe länger anhalten als derzeit angenommen und die Produktion bremsen.

Finanzielle und monetäre Bedingungen

Damit sich das Wirtschaftswachstum erholen und die Inflation steigen kann, sind weiterhin günstige Finanzierungsbedingungen für alle

Wirtschaftssektoren erforderlich. Die Marktzinsen sind im Sommer gesunken, haben aber jüngst wieder angezogen. Insgesamt bleiben die Finanzierungsbedingungen für die Wirtschaft günstig.

Die Terminzinskurve des EONIA (Euro Overnight Index Average) hat sich bei den mittleren Zeithorizonten deutlich nach unten verschoben. Am kurzen Ende ist sie aber weitgehend unverändert geblieben, was darauf hindeutet, dass die Marktteilnehmer nicht mit einer unmittelbar bevorstehenden Leitzinsänderung rechnen.

Im Berichtszeitraum (10. Juni bis 8. September 2021) sanken die langfristigen risikofreien Zinssätze zunächst und spiegelten damit unter anderem die überarbeitete Forward Guidance der EZB wider, die im Zuge der Veröffentlichung der neuen geldpolitischen Strategie im Anschluss an die EZB-Ratssitzung im Juli kommuniziert wurde. In den letzten Wochen des Berichtszeitraums kehrte sich die Entwicklung der langfristigen risikofreien Zinsen dann jedoch teilweise wieder um. Die Spreads zwischen den Staatsanleiherenditen und dem Zinssatz für Tagesgeld-Swaps (OIS-Satz) blieben länderübergreifend weitgehend unverändert. Risikoreiche Anlagen zeigten sich ungeachtet zunehmender Sorgen in Bezug auf die Ausbreitung der Delta-Variante insgesamt robust. Die Aktienkurse zogen an und wurden dabei im Wesentlichen durch eine kräftige Erholung der Wachstumserwartungen für die Unternehmensgewinne gestützt, die nur teilweise durch einen Anstieg der Aktienrisikoprämien ausgeglichen wurde. Analog zum Kursanstieg an den Aktienmärkten verkleinerten sich die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum weiter.

Die Geldschöpfung im Euro-Währungsgebiet verlangsamte sich im Juli 2021. Dies stellte eine weitere Normalisierung nach der signifikanten Geldmengenexpansion im Zusammenhang mit den früheren Wellen der Pandemie dar.

Die wichtigste Triebfeder der Geldschöpfung war nach wie vor die inländische Kreditvergabe, die vor allem durch die Anleihekäufe des Eurosystems getragen wurde. Das Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor stabilisierte sich in der Nähe des niedrigeren langfristigen Vorpandemieniveaus. Dabei blieben die Finanzierungsbedingungen sehr günstig. Die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen und private Haushalte liegen auf einem historisch niedrigen Niveau. Die Vergabe von Krediten an private Haushalte zeigt sich stabil, insbesondere die Gewährung von Wohnungsbaukrediten. Die etwas schwächere Dynamik der Unternehmenskredite liegt vor allem darin begründet, dass die Firmen noch über ausreichende Finanzierungsmittel verfügen, da sie während der ersten Pandemiewelle reichlich Geld aufgenommen hatten. Sie haben also hohe Liquiditätsbestände und behalten zunehmend Gewinne ein, wodurch ihr Außenfinanzierungsbedarf abnimmt. Für größere Unternehmen ist zudem die Emission von Anleihen eine attraktive Alternative zu Bankkrediten. Solide Bankbilanzen sorgen weiterhin dafür, dass genügend Kredite zur Verfügung stehen.

Allerdings haben viele Unternehmen und private Haushalte während der Pandemie mehr Schulden aufgenommen. Sollten sich die Konjunkturaussichten eintrüben, könnten sie in finanzielle Schieflage geraten, was wiederum die Qualität der Bankbilanzen verschlechtern würde. Politische Unterstützung ist weiterhin unerlässlich, um zu verhindern, dass sich bilanzielle Belastungen und restriktivere Finanzierungsbedingungen gegenseitig verschärfen.

Geldpolitische Beschlüsse

Auf der geldpolitischen Sitzung im September nahm der EZB-Rat eine Beurteilung der wirtschaftlichen Lage und seiner Pandemiemaßnahmen vor.

Auf Grundlage einer gemeinsamen Beurteilung der Finanzierungsbedingungen und der Inflationsaussichten ist der EZB-Rat zu der Einschätzung gelangt, dass günstige Finanzierungsbedingungen auch dann aufrechterhalten werden können, wenn der Umfang des Nettoerwerbs von Vermögenswerten im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) gegenüber den beiden Vorquartalen moderat reduziert wird.

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

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

Die von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2021 deuten darauf hin, dass sich die globale Konjunkturerholung fortsetzt. Allerdings werden die kurzfristigen Wirtschaftsaussichten durch die anhaltenden Lieferengpässe und die Ausbreitung der ansteckenderen Delta-Variante des Coronavirus (Covid-19) getrübt. Die jüngsten Umfrageergebnisse lassen insbesondere in den Schwellenländern eine leichte Verringerung der Wachstumsdynamik erkennen. Verglichen mit der vorangegangenen Projektionsrunde wurden die Aussichten für die weltwirtschaftliche Aktivität vor allem für 2022 leicht aufwärts korrigiert. Demnach dürfte das Wachstum des globalen realen BIP (ohne Euroraum) 2021 bei 6,3 % liegen und sich 2022 auf 4,5 % und 2023 auf 3,7 % verlangsamen. Die Auslandsnachfrage nach Waren und Dienstleistungen des Euroraums wurde gegenüber den vorangegangenen Projektionen ebenfalls nach oben revidiert. So wird nun für 2021, 2022 und 2023 mit einem Anstieg von 9,2 %, 5,5 % bzw. 3,7 % gerechnet. Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass sich die weltweiten Importe zu Jahresbeginn 2021 besser entwickelten als erwartet. Auch hellten sich die globalen Wachstumsaussichten auf, und der Handel reagiert in einem Konjunkturaufschwung stärker prozyklisch. Die Exportpreise der Wettbewerber des Euroraums wurden angesichts höherer Rohstoffpreise und einer kräftigeren Nachfrage für das laufende Jahr nach oben korrigiert. Die Risiken für die Basisprojektionen hinsichtlich der Weltwirtschaft beziehen sich in erster Linie auf den weiteren Verlauf der Pandemie. Die sonstigen Risiken für die globalen Aussichten sind den Projektionen zufolge mit Blick auf das Weltwirtschaftswachstum nach unten und auf die globale Inflation nach oben gerichtet.

Weltwirtschaftliche Entwicklung und Welthandel

Vor dem Hintergrund steigender Covid-19-Infektionen, ungleichmäßiger Impffortschritte in den einzelnen Ländern und der Einführung von restriktiven Maßnahmen schwächte sich die weltwirtschaftliche Entwicklung im ersten Halbjahr 2021 ab. In den Industrieländern führte die zunehmende Zahl von Neuinfektionen Anfang 2021 zu einer Verschärfung der restriktiven Maßnahmen. Zum Ende des Frühjahrs konnte die Wirtschaft in einigen führenden Industrieländern dank erfolgreich verlaufener Impfkampagnen schrittweise wieder hochgefahren werden, was auch die weltwirtschaftliche Lage etwas entlastete. Zugleich verschlechterte sich jedoch die pandemische Lage in den Schwellenländern, die langsamer mit den Impfungen vorankamen. Demzufolge verringerte sich das Wachstum des weltweiten realen BIP (ohne Euroraum) im ersten Quartal 2021 auf 0,8 % und im zweiten Jahresviertel auf geschätzte 0,6 %, nachdem es sich im Schlussquartal 2020 noch um 2,5 % erhöht hatte. Die Konjunktur in den aufstrebenden Volkswirtschaften dürfte sich im zweiten Quartal weitgehend im Einklang mit den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Juni 2021 entwickelt haben. Im Fall der Industrieländer dürfte sie hingegen

schwächer ausgefallen sein, weil sich das Wachstum in den Vereinigten Staaten als nicht so dynamisch erwies wie erwartet.

Die Umfrageindikatoren signalisieren angesichts fortbestehender Lieferengpässe eine langsamere Erholung der Konjunktur weltweit, besonders aber in den Schwellenländern. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor sank im August den dritten Monat in Folge und lag bei 51,3 Punkten nach 54,9 Zählern im Vormonat. Wenngleich der Index über der Wachstumsschwelle bleibt, zeigt er gegenüber dem zweiten Quartal eine leichte Abschwächung an. So ging der EMI sowohl in den Industrie- als auch den Schwellenländern zurück, wobei Letztere erstmals seit Juni 2020 unter die Wachstumsschwelle fielen (49,3 im August nach 52,0 im Juli). Die Dienstleistungskomponente des EMI für die Produktion in der Gesamtindustrie verringerte sich gegenüber ihrem im Mai erreichten Höchststand von 60,5 Punkten drastisch und lag zuletzt bei 51,5 Zählern. Besonders ausgeprägt war dieser Rückgang in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Der EMI für das verarbeitende Gewerbe sank ebenfalls und fiel in den Schwellenländern unter die Expansionsschwelle, wenngleich er sich insgesamt knapp oberhalb dieser Grenze hielt (50,7 nach 53,2). Mit einem höheren Tempo in den Industrieländern und einem geringeren in den Schwellenländern ist die weltwirtschaftliche Erholung nach wie vor zweigeteilt. Gleichwohl lassen die jüngsten EMI-Ergebnisse darauf schließen, dass sich die Divergenz zwischen den beiden Regionen, aber auch zwischen den Sektoren verringert (siehe Abbildung 1).

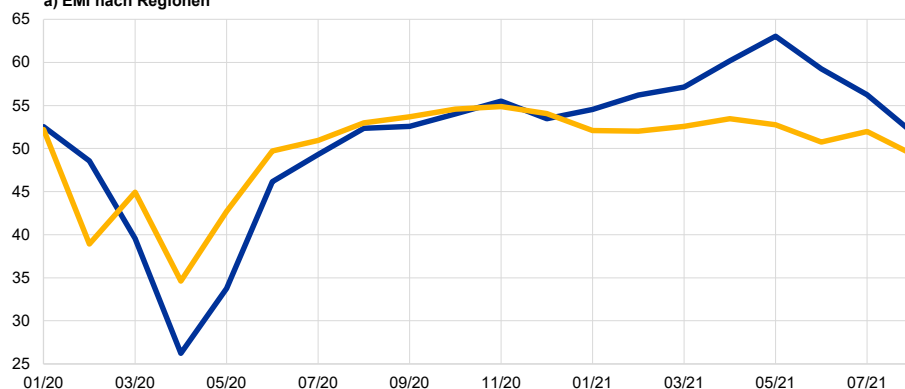
Abbildung 1

Globaler Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion (ohne Euroraum) nach Regionen und Sektoren

(Diffusionsindizes)

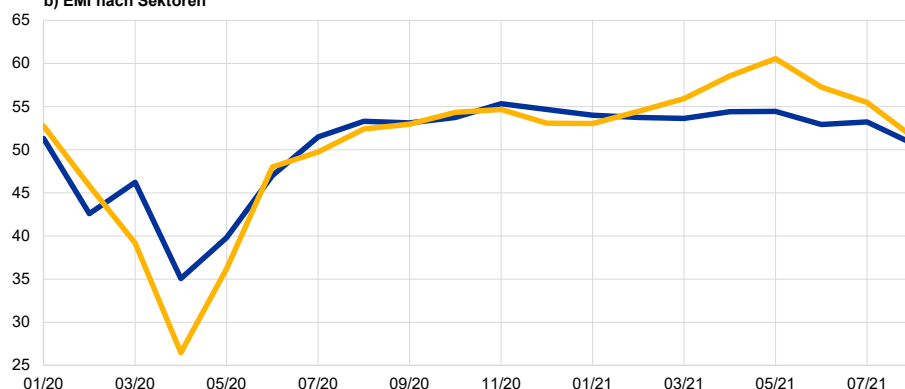
■ Industrieländer (ohne Euroraum)
■ Schwellenländer

a) EMI nach Regionen



■ Verarbeitendes Gewerbe
■ Dienstleistungssektor

b) EMI nach Sektoren



Quellen: Markt und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2021.

Die Finanzierungsbedingungen sind weiterhin akkommodierend. Seit dem Stichtag für die gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Juni 2021 wurden die Finanzierungsbedingungen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften leicht gestrafft, blieben aber in den Schwellenländern weitgehend stabil. Angesichts einer immer noch kräftigen Wachstumsdynamik bei allerdings steigenden Kurzfristrisiken bewegten sich die internationalen Finanzmärkte weiterhin überwiegend innerhalb einer bestimmten Bandbreite. Wegen des Wiederanstiegens der Covid-19-Infektionen und der Sorge, dass die Zentralbanken (einschließlich des Federal Reserve System) ihre Wertpapierankäufe in naher Zukunft zurückfahren könnten, sahen sich die Anleger veranlasst, größere Vorsicht walten zu lassen. In einigen Industrieländern erreichten die Aktienmärkte zwar abermals neue Höchststände, doch die Kurs-Gewinn-Verhältnisse, die in die Indizes der finanziellen Bedingungen einfließen, sind nach einer historisch sehr guten Berichtssaison in den Vereinigten Staaten und anderen Industrieländern deutlich gesunken. Zunehmende Befürchtungen, dass sich die Konjunktur langsamer als erwartet erholen könnte,

zeigten sich auch in den Spreads von Unternehmensanleihen, die in einigen Ländern (vor allem aufstrebenden Volkswirtschaften) leicht stiegen, wenngleich dies ausgehend von historisch niedrigen Werten geschah. Die Märkte für risikofreie Staatsanleihen entwickelten sich auf niedrigem Niveau weitgehend unverändert. Dies war darauf zurückzuführen, dass der Abwärtsdruck, der aus Safe-Haven-Zuflüssen im Zusammenhang mit der befürchteten Ausbreitung der Delta-Variante resultierte, durch zunehmende Erwartungen ausgeglichen wurde, die Federal Reserve könnte bereits im laufenden Jahr mit der Verlangsamung ihrer Wertpapierankäufe beginnen.

Auf kurze Sicht wirft der Wiederanstieg der Corona-Infektionszahlen einen Schatten auf die ansonsten robuste Konjunkturerholung. Den Erwartungen nach wird die Weltwirtschaft im zweiten Halbjahr wieder Schwung aufnehmen, wenn die einzelnen Volkswirtschaften angesichts sinkender Infektionsraten und – insbesondere in den Industrieländern – schneller Impffortschritte nach und nach wieder hochgefahren werden. Tatsächlich konnte in vielen Industriestaaten bereits über die Hälfte der Bevölkerung geimpft werden, während die Impfkampagnen in den Schwellenländern wesentlich langsamer voranschreiten. Mit einer vermeldeten Impfquote von rund 70 % stellt China hier eine Ausnahme dar. Die wegen der ansteckenderen Delta-Variante wieder steigenden Infektionszahlen trüben den Ausblick in letzter Zeit. In den Industrieländern führen die erhöhten Inzidenzen verglichen mit den Tiefständen im Sommer noch immer zu deutlich mehr Hospitalisierungen und Todesfällen, wenngleich die Zahlen nach wie vor niedriger sind als Anfang 2021. Während einige Länder, vor allem China und Japan, wieder dazu übergegangen sind, (lokale) Lockdowns zu verhängen, bevorzugen andere stattdessen weniger stark einschränkende Maßnahmen und weiten beispielsweise die Pflicht zum Tragen von Masken aus. In diesen Ländern dürften sich die wirtschaftlichen Folgen der erneut steigenden Infektionszahlen in einem veränderten Konsumverhalten – vor allem in den kontaktintensiven Sektoren – manifestieren. Durch die voranschreitenden Impfungen und das hinzugewonnene Wissen, wie Ansteckungen verhindert werden können, haben sich die wirtschaftlichen Risiken allerdings verringert. Wenn es den Behörden gelingt, den Anstieg der Hospitalisierungs- und Todesrate zu begrenzen, darf erwartet werden, dass die Auswirkungen der Infektionswelle lediglich vorübergehender Natur sind und die laufende Erholung nicht zum Stillstand kommt.

Die fiskalische Unterstützung dürfte im laufenden Jahr sowohl in den Industrie- als auch den Schwellenländern allmählich zurückgeführt werden.

Der IWF prognostiziert in seinem Fiscal Monitor vom April 2021, dass die Haushaltsdefizite in den Industrie- und den Schwellenländern ab 2021 sinken werden, da die pandemiebedingten Maßnahmen auslaufen und die automatischen Stabilisatoren angesichts der wirtschaftlichen Erholung in den einzelnen Ländern zu wirken beginnen. Das Tempo, mit dem der Ausgleich der Haushalte angegangen wird, dürfte sich allerdings von Land zu Land unterscheiden. In den Vereinigten Staaten wird das umfangreiche Konjunkturprogramm der Biden-Regierung die wirtschaftliche Erholung 2021 stützen und im Prognosezeitraum auch der

Weltwirtschaft zugutekommen.¹ Für das Vereinigte Königreich wird mit einem Abbau des Haushaltsdefizits gerechnet, wenngleich einige auslaufende Unterstützungsmaßnahmen bis September 2021 verlängert wurden. Auch in Brasilien und Russland dürften die Haushalte konsolidiert werden, während in Indien aufgrund einer Verschlechterung der pandemischen Lage kürzlich weitere finanzpolitische Hilfen beschlossen wurden.

Die weltwirtschaftlichen Aussichten, insbesondere jene für 2022, haben sich gegenüber den vorherigen Projektionen insgesamt leicht aufgehellt. Nach einer projizierten Zuwachsrate von 6,3 % im Jahr 2021 dürfte das weltweite reale BIP (ohne Euroraum) 2022 um 4,5 % und 2023 um 3,7 % steigen. Die Erholung der Weltwirtschaft von der Krise wird den Projektionen zufolge weiterhin uneinheitlich verlaufen. Dabei dürften die Industrieländer außerhalb des Euroraums ihren vor der Pandemie verzeichneten Wachstumspfad Anfang 2022 vor allem dank der Entwicklung in den Vereinigten Staaten wieder erreichen. In China, das als erstes Land von der Pandemie heimgesucht wurde, sich aber aufgrund starker politischer Unterstützung am schnellsten erholen konnte, kehrte das reale BIP bereits Ende letzten Jahres auf den vor der Krise eingeschlagenen Pfad zurück. Im Gegensatz dazu dürfte die Erholung in anderen Schwellenländern schleppend verlaufen. Im Vergleich zu den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Juni 2021 wurde die Wachstumsrate für 2021 um 0,1 Prozentpunkte und für 2022 um 0,3 Prozentpunkte nach oben korrigiert, während sie für 2023 unverändert geblieben ist. Hinter den günstigeren weltwirtschaftlichen Aussichten für das Jahr 2022 steht hauptsächlich eine Umschichtung der Staatsausgaben in den Vereinigten Staaten². In geringerem Umfang hängen sie auch damit zusammen, dass sich eine bereits projizierte Erholung in Japan verzögert, da hohe Infektionszahlen im Sommer 2021 die Wiedereinführung von restriktiven Maßnahmen in einigen großen Präfekturen, darunter Tokio, erforderten.

Die Wirtschaft der Vereinigten Staaten dürfte angesichts kräftiger fiskalischer Impulse und der allmählich schwindenden Lieferengpässe wachsen, wenngleich dieser Ausblick durch den jüngsten Anstieg der Corona-Infektionen unterminiert wird. Die konjunkturelle Aktivität belebte sich im zweiten Quartal des Jahres weiter und legte annualisiert um 6,5 % zu (nach 6,4 % im Vorquartal). Dies war weniger als in den Projektionen des Eurosystems vom Juni 2021 angenommen und ging auf unerwartet schwache Staatsausgaben und einen negativen Beitrag der Vorratsveränderungen zurück. Wachstumsfördernd wirkten die privaten Konsumausgaben, die ihrerseits von den zu Jahresbeginn gewährten Einkommensbeihilfen und einer raschen Lockerung der coronabedingten Beschränkungen profitierten. Die Investitionstätigkeit war nach wie vor stark

¹ Der Rettungsplan für die US-Wirtschaft (American Rescue Plan) im Umfang von insgesamt 1,9 Billionen USD (8,9 % des BIP) beinhaltet eine Verlängerung der Arbeitslosenhilfe, weitere Einmalzahlungen an Privathaushalte und eine Aufstockung der Ausgaben zur Finanzierung gesundheits- und bildungspolitischer Maßnahmen sowohl auf lokaler als auch auf bundesstaatlicher Ebene. Die US-Regierung hat ferner zwei neue mittelfristige Haushaltspläne angekündigt, die bereits in den gesamtwirtschaftlichen Basisprojektionen der EZB vom September enthalten sind. Allerdings dürfte ihr Einfluss auf die Wirtschaftstätigkeit geringer sein als im Fall des obigen Rettungsplans.

² Nach der jüngsten Veröffentlichung der Projektionen des Congressional Budget Office wurde das Wachstum des realen BIP in den Vereinigten Staaten für Ende dieses und Anfang nächsten Jahres nach oben revidiert. Dies führte dazu, dass staatliche Konsum- und Investitionsausgaben nicht so stark vorgezogen werden wie in den Projektionen vom Juni 2021 angenommen.

ausgeprägt. Der jüngste Anstieg des Bestands an unerledigten Aufträgen in bestimmten Branchen wie der Fahrzeugherstellung spiegelt angebotsseitige Engpässe wider. Die Verhandlungen im Kongress über die beiden in den Juni-Projektionen bereits enthaltenen Haushaltspläne sind noch im Gange und verleihen dem Ausblick eine gewisse Unsicherheit. Während die umfangreiche Unterstützung seitens der Politik und die erwartete allmähliche Verringerung der Angebotsengpässe das Wachstum auf mittlere Sicht fördern dürften, werden die kurzfristigen Aussichten durch die starke Zunahme der Covid-19-Infektionen, die insbesondere in Bundesstaaten mit niedrigen Impfquoten durch die virulentere Delta-Variante bedingt ist, getrübt. Im Ergebnis scheinen die Verbraucher, die die Erholung bislang getragen haben, vorsichtiger geworden zu sein. So sanken die privaten Konsumausgaben im Juli um 0,1 %, während sich die Sparquote der Privathaushalte erhöhte. Der Beschäftigungszuwachs blieb im Juli ebenfalls hinter den Erwartungen zurück, vor allem in kontaktintensiven Branchen wie dem Freizeit- und Gastgewerbe. Die Gesamtinflation stabilisierte sich im Juli auf hohem Niveau und wird den Projektionen zufolge bis Ende 2021 bei rund 5 % verharren. Dies lässt sich dadurch erklären, dass Angebotsengpässe die Preise für Pkw und andere Güter in die Höhe treiben und es zu einer Normalisierung der Nachfrage nach Dienstleistungen sowie zu höheren Rohstoffpreisen und einer positiven Produktionslücke gekommen ist. In den Jahren 2022-2023 dürfte die Inflation auf einen Wert nahe 2 % zurückkehren, da sich die Engpässe aufgelöst und sich die Unternehmen auf die neuen Nachfragemuster nach der Pandemie eingestellt haben werden.

Im Vereinigten Königreich dürfte die Wirtschaft trotz des jüngsten Wiederanstiegs der Corona-Fälle auf einem nachhaltigen Erholungspfad bleiben. Nach einer starken Kontraktion im Jahr 2020 stieg das reale BIP im zweiten Quartal des laufenden Jahres wieder an und wird seine Erholung den Projektionen zufolge weiter fortsetzen. Das weit fortgeschrittene Impfprogramm wird den Erwartungen nach große Teile der Bevölkerung vor schweren Covid-19-Verläufen schützen (auch bei Infektionen mit der Delta-Variante), sodass nicht mit erneuten Mobilitätseinschränkungen, die negativen Einfluss auf die Konjunktur hätten, zu rechnen ist. Das Wirtschaftswachstum dürfte sich weiterhin auf robuste private Konsumausgaben und private Investitionen stützen können. Dies ist den von der Regierung im März verabschiedeten zusätzlichen Staatsausgaben im Umfang von 2,7 % des BIP zu verdanken. Die Vorratsveränderungen dürften die kurzfristige Volatilität der Produktion nach wie vor erhöhen. Der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise verlangsamte sich von 2,5 % im Juni auf 2,0 % im Juli. Die Kerninflation sank unterdessen ebenfalls, und zwar von 2,3 % auf 1,8 %. Der Rückgang der jährlichen Gesamtteuerungsrate war hauptsächlich der Preisentwicklung bei Freizeit- und Kulturdienstleistungen sowie Bekleidung zuzuschreiben. Dabei führten die höheren Preise nach dem Lockdown im vergangenen Jahr zu negativen Basiseffekten im laufenden Jahr. Dieser Rückgang dürfte sich als vorübergehend erweisen, da die Inflation den Erwartungen zufolge im August wieder deutlich angezogen hat und in den Monaten darauf weiter auf rund 4 % steigen wird. Neben direkten, von der Energiekomponente ausgehenden Effekten, auf die rund die Hälfte des projizierten Anstiegs entfällt, dürften auch die Güterpreise weiter zulegen. Darin spiegelt sich ein globaler Preisdruck wider, der

höheren Rohstoffpreisen und Frachtkosten sowie Angebotsengpässen zuzuschreiben ist.

In China wird die Wachstumsdynamik kurzfristig durch temporäre Hemmnisse gebremst, auf mittlere Sicht dürfte die konjunkturelle Aktivität jedoch spürbar zulegen.

Die Einführung strikterer Eindämmungsmaßnahmen aufgrund einer Zunahme der Corona-Fälle sowie schwere Überschwemmungen und einige Angebotsengpässe lassen auf eine Wachstumsverlangsamung im dritten Quartal schließen. Die Industrieproduktion, die Einzelhandelsumsätze und die Investitionen blieben im Juli hinter den Erwartungen zurück, stiegen aber weiter an. Der EMI für das verarbeitende Gewerbe sank im August auf 49,2 Punkte und lag damit erstmals seit April 2020 unterhalb der Wachstumsschwelle. Dies erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass sich die Aktivität in diesem Sektor im dritten Quartal abgeschwächt hat. Der EMI für die Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor des Landes ging ebenfalls zurück und belief sich zuletzt auf 46,7 Zähler. Ausschlaggebend hierfür waren die strengeren Eindämmungsmaßnahmen. Mitte August setzte jedoch ein Rückgang der lokalen Covid-19-Neuinfektionen ein, sodass diese auf ein sehr niedriges Niveau sanken. Zudem besteht ausreichend politischer Spielraum, um das Wachstum anzukurbeln, sollte sich die konjunkturelle Eintrübung verschärfen. Der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise verlangsamte sich im Juli auf 1,0 %, während der jährliche Preisauftrieb auf der Erzeugerebene nach einem geringfügigen Rückgang auf 8,8 % im Juni im Folgemonat wieder leicht auf 9 % zunahm. Ausschlaggebend für die Entwicklung der Erzeugerpreise waren kräftige Preissteigerungen im Energiesektor und im Bergbau. Alles in allem bleibt die Teuerung auf der Verbraucherstufe gedämpft, was vor allem mit dem anhaltenden Preisrückgang bei Nahrungsmitteln – insbesondere der Normalisierung der Schweinefleischpreise – zusammenhängt, während sich die Kraftstoffpreise erhöhten.

In Japan wurde die Konjunktur weiterhin durch die coronabedingten Restriktionen in Mitleidenschaft gezogen, sodass sich die konjunkturelle Belebung bis zum Jahresende 2021 verzögern dürfte.

Die Erholung vom ursprünglichen Covid-19-Schock kam Anfang des laufenden Jahres zum Stillstand, da angesichts steigender Infektionszahlen die Restriktionen verschärft wurden. Dementsprechend ging das reale BIP im ersten Quartal zurück. Im zweiten Jahresviertel belebte sich die Wirtschaftstätigkeit etwas. Grund hierfür war, dass die Inlandsnachfrage, und insbesondere der private Konsum, stärker wieder anzog als erwartet, obwohl im April und Mai erneut Maßnahmen zur Infektionsbekämpfung eingeführt wurden. Ein rapider Anstieg der Corona-Fälle führte dazu, dass in einer Reihe von Präfekturen – darunter in Tokio – dann ein viertes Mal der Notstand ausgerufen wurde. Der damit einhergehende Rückgang der Mobilität war zwar zunächst begrenzt, in jüngster Zeit jedoch deutlicher spürbar. So sank der EMI für den Dienstleistungssektor im August weiter auf 42,9 Punkte. Die Industrieproduktion war im Juli rückläufig, und der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe verringerte sich im August auf 51 Zähler. Für das Schlussquartal wird mit einer solideren Erholung gerechnet. Dies gilt unter der Voraussetzung, dass sich die pandemische Lage vor dem Hintergrund steter Impffortschritte nach und nach verbessert und die Maßnahmen zur Infektionskontrolle aufgehoben werden. Das

Wachstum dürfte in nächster Zeit durch die fortgesetzten fiskalischen und geldpolitischen Stützungsmaßnahmen sowie eine anhaltende Erholung der Auslandsnachfrage getragen werden. Die jährliche Änderungsrate der Verbraucherpreise insgesamt lag im Juli bei -0,3 % (nach zuvor -0,5 %). Die Kerninflation beschleunigte sich zugleich von -1,1 % auf -0,8 %. Der Inflationsanstieg wurde durch höhere Energiepreise und Beherbergungskosten beeinflusst, die dazu beitrugen, die Auswirkungen des starken Rückgangs der Mobilfunkgebühren auszugleichen. Die zugrunde liegende Inflation (ohne Berücksichtigung von Sonderfaktoren) dürfte nach wie vor nach oben tendieren. Sie lässt damit auf eine positivere Entwicklung schließen, als die Daten zur Gesamtinflation nahelegen.

In den mittel- und osteuropäischen EU-Mitgliedstaaten wird die konjunkturelle Entwicklung den Projektionen zufolge allmählich wieder Fahrt aufnehmen und dabei durch finanz- und geldpolitische Impulse gestützt werden. In diesen Ländern schwächte sich die Erholung in der ersten Jahreshälfte 2021 ab, da eine neue Corona-Welle die Wirtschaft belastete. Das Wachstum des realen BIP sollte sich im Verlauf des Jahres wieder beschleunigen und kräftig bleiben, denn die weitere Lockerung der Restriktionen und die steigenden Impfquoten dürften das Wachstum beleben. Angesichts der erheblichen Unterstützung durch die Fiskal- und die Geldpolitik nimmt die Unsicherheit ab und das Vertrauen zu. Daher wird in den Prognosen davon ausgegangen, dass die Binnennachfrage die Haupttriebfeder der Erholung sein wird.

In den großen rohstoffexportierenden Ländern wird die konjunkturelle Erholung durch ein günstiges außenwirtschaftliches Umfeld gestützt. In Russland hat das reale BIP wieder seinen Vorkrisenstand erreicht und dürfte über den Projektionszeitraum hinweg robust wachsen. Der Anstieg der weltweiten Nachfrage nach Öl stützt eine höhere Ölförderung und den Export. Die projizierte Erholung der Konsumausgaben und der Investitionen dürfte in dieser Zeitspanne ebenfalls das Wachstum beflügeln. Anhaltend hohe Nahrungsmittelpreise und eine steigende Nachfrage hatten einen Inflationsdruck zur Folge, der seinerseits zu einer restriktiveren Geldpolitik führte. In Brasilien hat sich die wirtschaftliche Entwicklung trotz des erneuten Anstiegs der Covid-19-Fälle als robust erwiesen. Gestützt wird sie durch ein kräftiges Exportwachstum und eine fortgesetzte Belebung der Investitionen (unter Herausrechnung idiosynkratischer Faktoren). Der recht rasche Wiederanstieg des Verbrauchervertrauens und der Einzelhandelsumsätze sowie die erneute Einführung von Transferzahlungen an Familien mit niedrigem Einkommen und von Maßnahmen zur Beschäftigungsförderung werden den privaten Konsumausgaben auf kurze Sicht zugutekommen, wenngleich die Zahlungen und Maßnahmen einen geringeren Umfang haben als im vergangenen Jahr. Der geldpolitische Kurs wurde als Reaktion auf den steigenden Inflationsdruck erstmals gestrafft, da hohe Rohstoffpreise wie auch inländische Faktoren (Dürren in einigen Regionen, ein Anstieg der Energiekosten und eine Belebung der Nachfrage) dafür sorgen dürften, dass die Inflation in nächster Zeit auf einem hohen Niveau bleibt.

Für die Türkei wird auf mittlere Sicht ein beständiges Wirtschaftswachstum projiziert. Nach dem anfänglichen coronabedingten Schock erholte sich die Wirtschaft in der Türkei rasch und hat sich gegenüber dem anschließenden

Wiederanstieg der Neuinfektionen als stabil erwiesen. Im zweiten Jahresviertel 2021 fiel der Zuwachs des realen BIP mit einem Plus von 0,9 % zum Vorquartal überraschend positiv aus. Die Entwicklung wurde hauptsächlich durch die Konsumausgaben der privaten Haushalte bestimmt, und das trotz der Ergreifung erneuter Eindämmungsmaßnahmen im Mai und restriktiverer Finanzierungsbedingungen. Aber auch die Nettoexporte wirkten wachstumsfördernd. Das Wachstum des realen BIP sollte in nächster Zeit weiterhin gedämpft, dabei aber ausgewogener ausfallen, sofern der jüngst vollzogene politische Kurswechsel in Richtung makroökonomischer Stabilität fortgesetzt wird.

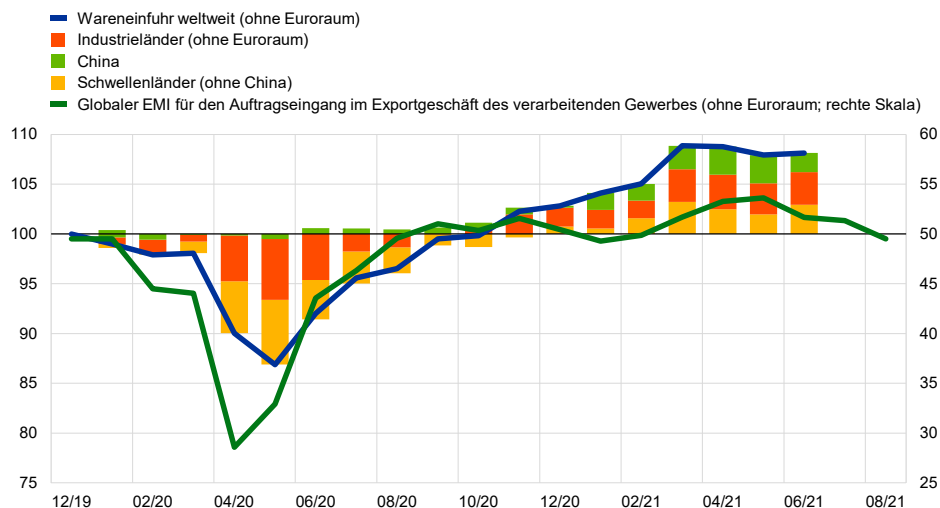
Der Welthandel dürfte mittelfristig ein robustes Wachstum aufweisen, allerdings beginnt sich auf die kurze Sicht eine Abschwächung abzuzeichnen.

Nachdem sich der Welthandel in dynamischem Tempo vom Covid-19-Schock erholt hatte, entsprechen die Wachstumsraten seit dem ersten Quartal 2021 wieder dem vor der Pandemie beobachteten Niveau. In jüngster Zeit gibt es allerdings Anzeichen einer Abkühlung des Handelswachstums, was den aktuellen Daten zufolge in erster Linie den Auswirkungen von Lieferengpässen geschuldet ist. Die Wareneinfuhren gaben im Mai weiter nach, zeigten sich im Juni aber weitgehend stabil und lagen nach wie vor in der Nähe des im März verzeichneten hohen Niveaus. Die Importe von Dienstleistungen bleiben deutlich hinter ihrem Vorpandemiestand zurück, und es gibt nur wenige Hinweise darauf, dass die Erholung an Breite gewinnt. Hochfrequente Daten zu internationalen Flügen und Hotelbuchungen deuten darauf hin, dass der Handel in den Bereichen Tourismus und sonstige Dienstleistungen in den vergangenen Monaten nicht weiter gewachsen ist. Der globale EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes (ohne Eurogebiet) ging im August abermals zurück und lag knapp unterhalb der Wachstumsschwelle. Zugleich waren die Lieferzeiten laut dem entsprechenden EMI im August noch immer länger als auf dem Höhepunkt der Pandemie, als Rekordwerte verzeichnet wurden. Die Lieferengpässe waren vor allem darauf zurückzuführen, dass die Nachfrage nach gewerblichen Erzeugnissen stärker als erwartet wieder angezogen hat, und dürften zum Jahresanfang 2022 allmählich nachlassen. Die Nachfrage nach gewerblichen Erzeugnissen fiel wesentlich kräftiger aus als die Dienstleistungsnachfrage, die weiterhin durch die Eindämmungsmaßnahmen gedämpft wurde. Da die Volkswirtschaften inzwischen besser mit restriktiven Maßnahmen umgehen können und die Verbraucher vermehrt Geld für Dienstleistungen ausgeben, könnte die Nachfrageseite hinsichtlich der Angebotsengpässe an Bedeutung verlieren. Derzeit werden die angebotsseitigen Störungen jedoch durch idiosynkratische Faktoren wie etwa Kapazitätsbeschränkungen in der Halbleiterindustrie, Corona-Ausbrüche und Wetterextreme bestimmt.

Abbildung 2

Wareneinfuhr und Auftragseingang im Exportgeschäft weltweit (ohne Euroraum)

(linke Skala: Index: Dezember 2019 = 100; rechte Skala: Diffusionsindex)



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

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2021 (EMI-Daten) bzw. Juni 2021 (Wareneinfuhr weltweit).

Laut den Projektionen wird die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euro-Währungsgebiets aufgrund eines günstigeren außenwirtschaftlichen Umfelds zunehmen. Dabei wird dieses Jahr ein Anstieg um 9,2 %, für 2022 um 5,5 % und für 2023 um 3,7 % projiziert. Gegenüber den im Juni 2021 von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen entspricht dies einer Aufwärtskorrektur um 0,6 Prozentpunkte für 2021 und um jeweils 0,3 Prozentpunkte für die Jahre 2022 und 2023. Für das laufende Jahr ist dies vor allem darauf zurückzuführen, dass das Ergebnis für die weltweiten Einfuhren insbesondere in den Schwellenländern im ersten Quartal 2021 besser ausfiel als erwartet. So blieb der Handel trotz der auf die Konjunktur wirkenden negativen Faktoren relativ robust. Die Aufwärtsrevision für die Jahre 2022 und 2023 liegt in der Aufhellung der weltweiten Wachstumsaussichten begründet und spiegelt die stärker prozyklische Reaktion des Handels in einem Konjunkturaufschwung wider. Die Projektionen für das globale Importwachstum (ohne Euroraum) wurden für den Projektionszeitraum ebenfalls nach oben korrigiert. Demzufolge dürften die globalen Importe 2021 um 11,9 % ansteigen, 2022 dann um 5,3 % und 2023 um 4,1 %.

Mit Blick auf das Weltwirtschaftswachstum werden die Risiken für die Basisprojektionen als abwärtsgerichtet, die Risiken für die globale Inflationsentwicklung hingegen als aufwärtsgerichtet eingeschätzt. Im Einklang mit früheren Projektionen werden zwei alternative Szenarien für die weltwirtschaftlichen Aussichten herangezogen, um die Unsicherheit über den weiteren Pandemieverlauf zu veranschaulichen. Diese Szenarien spiegeln das Zusammenwirken der Pandemieentwicklung und der damit verbundenen Eindämmungsmaßnahmen wider.³ Aufwärtsrisiken für die weltweiten

³ Siehe hierzu EZB, [Alternative Szenarien für die wirtschaftlichen Aussichten des Euroraums](#), Kasten 4, in: Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, September 2021.

Inflationsaussichten bestehen überdies vor allem im Zusammenhang mit der Gefahr, dass sich der aktuelle Inflationsdruck stärker verfestigen könnte, wenn die Lieferengpässe länger anhalten als derzeit erwartet. Dies würde sich in höheren Inflationserwartungen niederschlagen, was wiederum eine frühere und stärkere Straffung der Geldpolitik bewirken könnte. Eine Verschärfung der globalen Finanzierungsbedingungen würde das Risiko bergen, dass die fragile Konjunkturbelebung insbesondere in den aufstrebenden Volkswirtschaften zum Stillstand kommt. Zudem würde sie die Finanzmarktvolatilität auf internationaler Ebene erhöhen und die negativen Auswirkungen der hohen Verschuldung auf das Wachstum verschärfen. Diese Faktoren überwiegen der Einschätzung nach die Aufwärtsrisiken für den Wirtschaftsausblick, die zum Tragen kommen könnten, wenn das Konjunkturpaket in den Vereinigten Staaten einen unerwartet umfangreichen expansiven Effekt entfaltet oder angehäufte Ersparnisse schneller abgebaut werden als aktuell projiziert. Die Risiken für das weltweite Wachstum werden daher nicht mehr als ausgewogen eingeschätzt (wie noch in den vorangegangenen Projektionen), sondern als abwärtsgerichtet.

Internationale Preisentwicklung

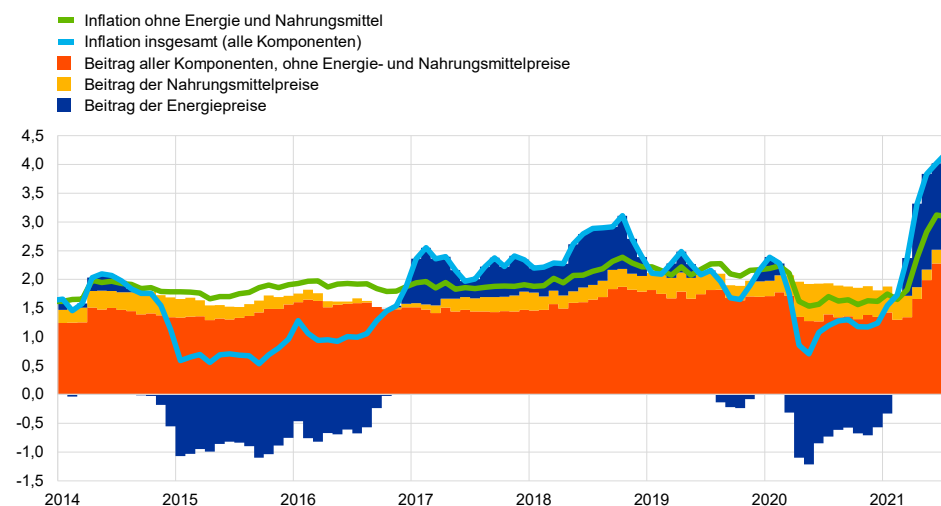
Die Ölnotierungen haben seit der letzten Projektionsrunde leicht angezogen, während sich die Preistrallie bei den Rohstoffen ohne Öl nicht fortsetzte. Zudem erwiesen sich die Ölmärkte vor dem Hintergrund verbesserter Aussichten für die globale Ölnachfrage abermals als volatil, da die Preise für Rohöl auf internationaler Ebene wegen der Uneinigkeit innerhalb der OPEC+-Gruppe vorübergehend zulegten. Die Marktteilnehmer gehen davon aus, dass die Ölnachfrage im laufenden Jahr zunehmen wird, weil die Mobilität schrittweise auf ihr vor der Pandemie verzeichnetes Niveau zurückkehren dürfte. Anfang August gaben die Notierungen jedoch nach. Grund waren steigende Corona-Neuinfektionen und die Aussicht einer geldpolitischen Straffung in den USA, die die Risikoneigung belastete. Die Kassakurse für Rohstoffe ohne Energie zeigten sich in den September-Projektionen verglichen mit dem Stand, der in den Projektionen vom Juni zugrunde gelegt wurde, kaum verändert. So brachte der jüngste Rückgang der Metallpreise, der mit einer schwächeren Nachfrage und der Nutzung strategischer Reserven in China zusammenhing, die von Sommer 2020 bis zum Ende des Frühjahrs 2021 beobachtete Preistrallie zum Stillstand.

Die Teuerung auf der Verbraucherstufe dürfte den Projektionen zufolge angesichts von Basiseffekten, Lieferengpässen und einer noch immer steigenden Nachfrage dieses Jahr weltweit zunehmen und sich anschließend über den restlichen Projektionshorizont abschwächen. Höhere Preise für Öl und sonstige Rohstoffe, sprunghaft ansteigende Seefrachtkosten und Störungen der Lieferketten haben den Inflationsdruck verstärkt. Dies zeigt sich insbesondere in den Industrieländern, wo das Wiederhochfahren der Wirtschaft und umfangreiche staatliche Stützungsmaßnahmen die Nachfrage der Verbraucher ankurbelten. Dies ließ die aktuellen Inflationsdaten auf der Verbraucherstufe in den meisten Industriestaaten über die historischen Durchschnittswerte steigen. In den OECD-Mitgliedstaaten kletterte die am Verbraucherpreisindex gemessene jährliche

Gesamtteuerungsrate von 4,0 % im Juni 2021 auf 4,2 % im Juli (siehe Abbildung 3). Damit stieg sie im Juli den neunten Monat in Folge an. Ausschlaggebend hierfür war hauptsächlich der Preisanstieg bei Nahrungsmitteln (von 1,9 % auf 3,1 %). Die Teuerung bei Energie legte indes nur geringfügig zu (von 16,9 % auf 17,4 %), was noch immer überwiegend auf Basisjahreffekte zurückzuführen ist. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet lag die VPI-Teuerungsrate im OECD-Raum unverändert bei 3,1 %. Die anhand des VPI ermittelte jährliche Gesamtteuerungsrate blieb in den Vereinigten Staaten mit 5,4 % stabil, erhöhte sich jedoch in Kanada und verringerte sich im Vereinigten Königreich. In Japan blieb sie nach einer Änderung des Basisjahrs im Juli im negativen Bereich, wenngleich sie gegenüber dem Vormonat von -0,5 % auf -0,3 % zunahm. Mit Blick auf die großen nicht der OECD angehörenden Schwellenländer beschleunigte sich die jährliche Gesamtinflation in Brasilien auf 9,0 %, blieb indes in Russland unverändert und war in Indien rückläufig. In China lag sie stabil bei rund 1 %.

Abbildung 3
Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Staaten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2021.

Sobald die höhere Vergleichsbasis für die Rohstoffpreise zum Tragen kommt und sich die Lieferengpässe (vermutlich Anfang 2022) verringern, dürfte sich der Anstieg der Verbraucherpreise weltweit verlangsamen. Ein ähnliches Verlaufsmuster wird auch in den Projektionen für die (in Landeswährung gerechneten) Exportpreise der Wettbewerber des Euroraums zugrunde gelegt, die im ersten Halbjahr 2021 erheblich gestiegen waren. Die Projektionen für diese Preise im Jahr 2021 wurden kräftig nach oben korrigiert, was größtenteils durch die jüngsten Datenveröffentlichungen in wichtigen Handelspartnerländern des Eurogebiets bedingt ist. Diese fielen im Vergleich zu den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Juni 2021 überraschend hoch aus. Auch die höheren Ölpreise und eine etwas stärkere Nachfrage in den Industrieländern spielte hier eine – wenn auch unbedeutendere – Rolle.

2 Finanzielle Entwicklungen

Die Terminzinskurve des EONIA (Euro Overnight Index Average) hat sich bei den mittleren Laufzeiten nach unten verschoben. Am kurzen Ende ist sie aber weitgehend unverändert geblieben, was darauf hindeutet, dass die Marktteilnehmer nicht mit einer unmittelbar bevorstehenden Leitzinsänderung rechnen. Im Berichtszeitraum (10. Juni bis 8. September 2021) sanken die langfristigen risikofreien Zinssätze zunächst und spiegelten damit unter anderem die überarbeitete Forward Guidance der EZB wider, die im Zuge der Veröffentlichung der neuen geldpolitischen Strategie im Anschluss an die EZB-Ratssitzung im Juli kommuniziert wurde. Angesichts überraschend hoher Zahlen zur Gesamtinflation sowie Spekulationen über eine Verlangsamung der Wertpapierkäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) kehrte sich die Entwicklung der langfristigen risikofreien Zinssätze in den letzten Wochen des Berichtszeitraums dann jedoch teilweise wieder um. Die Spreads zwischen den Renditen von Staatsanleihen und dem Zinssatz für Tagesgeld-Swaps (OIS-Satz) blieben länderübergreifend weitgehend unverändert. Risikoreiche Anlagen zeigten sich ungeachtet der zunehmenden Sorgen in Bezug auf die Ausbreitung der Delta-Variante des Coronavirus (Covid-19) insgesamt robust. Die Aktienkurse zogen an und wurden dabei im Wesentlichen durch eine kräftige Erholung der Wachstumserwartungen für die Unternehmensgewinne gestützt. Ein Anstieg der Aktienrisikoprämien wirkte dem nur teilweise entgegen. Spiegelbildlich zum Kursanstieg an den Aktienmärkten verkleinerten sich die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum weiter.

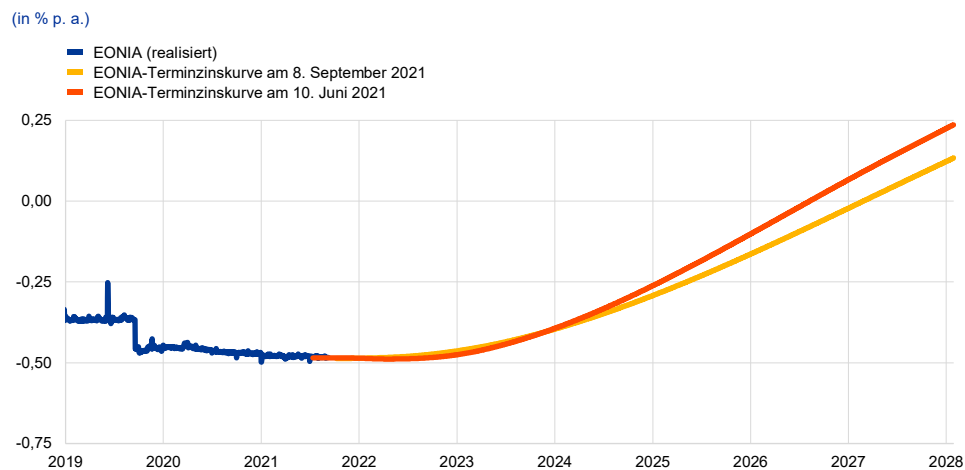
Der EONIA und der Tagesgeld-Referenzzinssatz €STR (Euro Short-Term Rate) notierten im Berichtszeitraum im Schnitt bei -48 bzw. -57 Basispunkten.⁴ Die Überschussliquidität erhöhte sich um etwa 189 Mrd € auf rund 4 395 Mrd €. Dies war im Wesentlichen auf die Wertpapierkäufe im Rahmen des PEPP und des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) zurückzuführen, aber auch auf das achte gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäft der dritten Reihe (GLRG III.8), über das 109,83 Mrd € aufgenommen wurden. Dieser Anstieg der Überschussliquidität infolge gestiegener geldpolitischer Aktiva wurde durch einen Nettorückgang der sonstigen Aktiva um rund 180 Mrd € im Berichtszeitraum gedämpft.

Im Berichtszeitraum verschob sich die EONIA-Terminzinskurve bei den mittleren Laufzeiten nach unten und blieb am kurzen Ende flach (siehe Abbildung 4). Im kurzfristigen Bereich, also bis etwa Ende 2024, blieb die EONIA-Terminzinskurve weitgehend unverändert. Dies deutet darauf hin, dass die Marktteilnehmer nicht mit einer Leitzinsänderung in absehbarer Zeit rechnen. Im mittleren Segment sanken die Zinssätze allerdings. Grund hierfür war unter anderem die überarbeitete Forward Guidance der EZB, die im Zuge der Verabschiedung der

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

neuen geldpolitischen Strategie nach der EZB-Ratssitzung im Juli kommuniziert worden war.

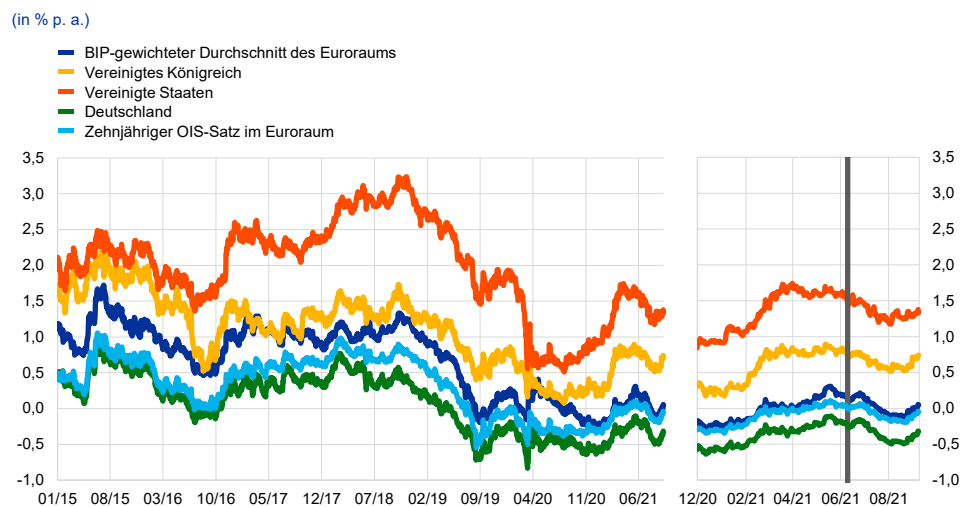
Abbildung 4
EONIA-Terminzinssätze



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

Die Renditen von Staatsanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet waren im Berichtszeitraum angesichts der Erwartung einer anhaltenden Unterstützung durch die Geldpolitik rückläufig (siehe Abbildung 5). Die Staatsanleiherenditen entwickelten sich weitgehend parallel zu den risikofreien Zinssätzen. Die Renditen der einzelnen Länder bewegten sich im betrachteten Zeitraum im Gleichlauf und näherten sich in mehreren Ländern ihren historischen Tiefständen, wenngleich sich der Rückgang in den letzten Wochen des Berichtszeitraums teilweise wieder umkehrte. So sank die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsschuldtitle aus dem Eurogebiet insgesamt um rund 7 Basispunkte auf -0,05 % und die Rendite zehnjähriger deutscher Bundesanleihen um etwa 7 Basispunkte auf -0,32 %. Eine ähnliche Entwicklung war in den Vereinigten Staaten zu beobachten. Dort fielen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen um 10 Basispunkte auf 1,34 %.

Abbildung 5
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen



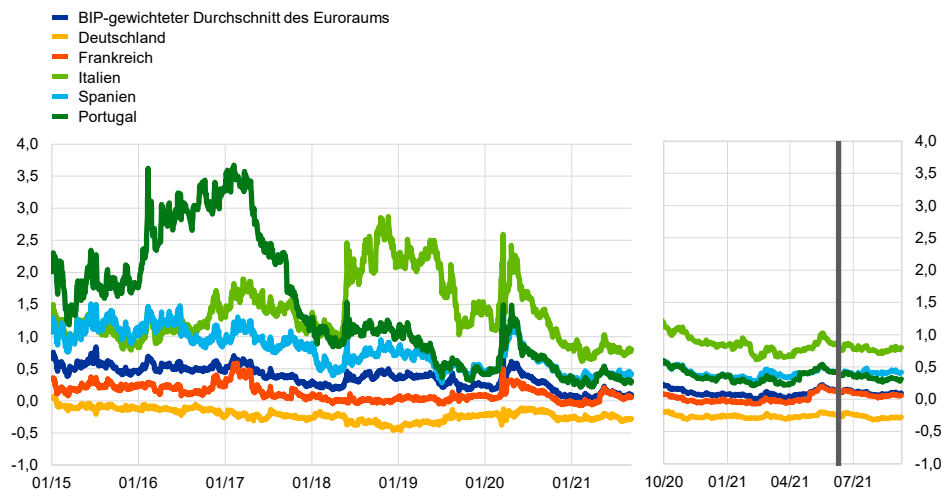
Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 10. Juni 2021. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 8. September 2021.

Die Renditeabstände langfristiger Staatsanleihen aus dem Euroraum gegenüber dem entsprechenden OIS-Satz blieben länderübergreifend weitgehend gleich und wurden dabei von den geldpolitischen Beschlüssen und der Kommunikation im Anschluss an die EZB-Ratssitzung im Juli getragen (siehe Abbildung 6). Die Spreads der Staatsanleiherenditen gegenüber den risikofreien Zinssätzen wiesen in den einzelnen Ländern kaum Veränderungen auf, wie sich am aggregierten Spread zwischen der BIP-gewichteten Durchschnittsrendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Eurogebiet und dem entsprechenden OIS-Satz ablesen lässt, der um 3 Basispunkte auf 0,10 % zurückging. Folglich liegt diese Kennzahl nun nach wie vor in der Nähe der sehr niedrigen Werte, die gegen Jahresende 2020 zu Buche standen, da der im Frühsommer verzeichnete Anstieg nur von temporärer Natur war. Ein leichter Rückgang der zehnjährigen Spreads war in Portugal (um 9 Basispunkte auf 0,31 %) und Frankreich (um 7 Basispunkte auf 0,06 %) zu beobachten. Unterdessen verharrte der Renditeabstand zehnjähriger italienischer Staatsanleihen bei 0,80 %, und der Spread zehnjähriger spanischer Anleihen erhöhte sich um 3 Basispunkte auf 0,42 %. Diese verhaltenen Entwicklungen dürften auf den im Juni gefassten und im Juli bekräftigten EZB-Ratsbeschluss zurückzuführen sein, im dritten Quartal das gegenüber den ersten Monaten des Jahres deutlich höhere Ankauftempo beizubehalten. Inmitten dieser ruhigen Entwicklung an den Staatsanleihemärkten wurden die ersten Anleiheemissionen im Rahmen des Programms „Next Generation EU“ (NGEU) erfolgreich am Markt platziert.

Abbildung 6

Renditeabstände zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Euroraum zum OIS-Satz

(in Prozentpunkten)



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

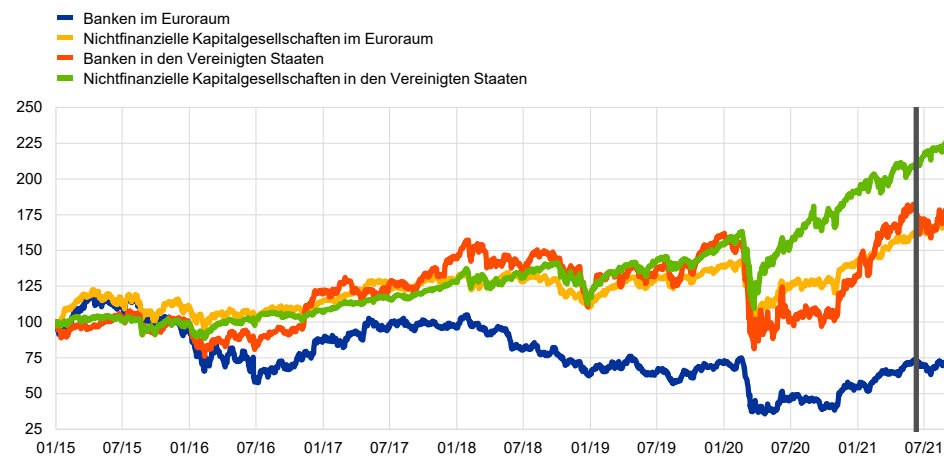
Anmerkung: Die Renditeabstände errechnen sich durch Subtraktion des zehnjährigen OIS-Satzes von der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen. Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 10. Juni 2021. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 8. September 2021.

Trotz einer gewissen vorübergehenden Volatilität, die auf Nachrichten über die Ausbreitung der Delta-Variante zurückzuführen war, standen die Aktienkurse auf beiden Seiten des Atlantiks im Plus und wurden dabei vor allem durch eine weitere Verbesserung der Gewinnerwartungen getragen (siehe Abbildung 7). Die Aktiennotierungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften legten im Eurogebiet um 3,1 % und in den Vereinigten Staaten um 6,6 % zu. In den USA erreichten sie damit neue Höchststände. Die Kurse von Bankaktien gaben in den Vereinigten Staaten etwas nach, im Euroraum blieben sie hingegen weitgehend stabil. Die Kursanstiege bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften wurden hauptsächlich von starken Gewinnerwartungen und etwas niedrigeren Diskontierungssätzen getragen, die wiederum Ausdruck der anhaltenden Unterstützung durch die Geldpolitik waren. Allerdings gab es auch einen negativen Einflussfaktor auf die Aktienkurse im Eurogebiet: So stieg die Aktienrisikoprämie (die zusätzliche Risikoentschädigung, die Anleger dafür verlangen, dass sie Aktien statt risikoloser Anleihen halten) geringfügig an. Insgesamt standen die Notierungen auf breiter Front im Plus, obwohl die Pandemie die Aktienmärkte der einzelnen Euro-Länder unterschiedlich stark in Mitleidenschaft gezogen hat.

Abbildung 7

Aktienindizes im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(Index: 1. Januar 2015 = 100)



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 10. Juni 2021. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 8. September 2021.

Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum

verkleinerten sich abermals und bestätigten damit die Widerstandsfähigkeit des Marktes für risikoreiche Anlagen (siehe Abbildung 8). Spiegelbildlich zum

Kursanstieg an den Aktienmärkten gingen die Renditeabstände von

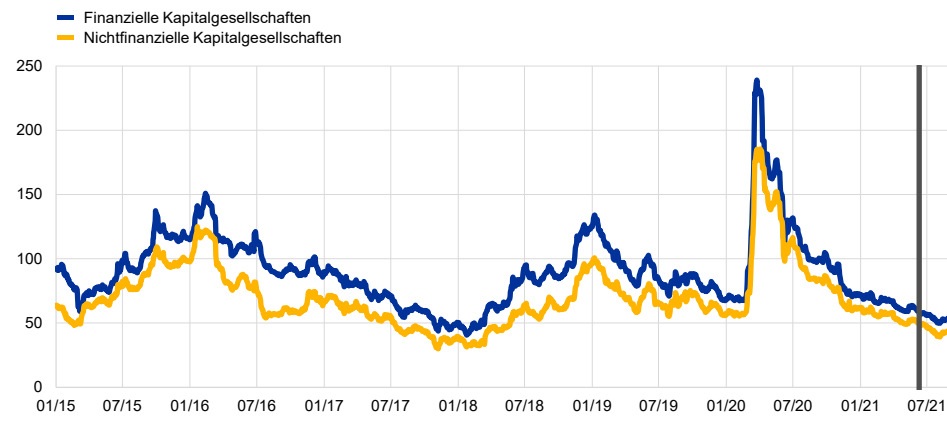
Unternehmensanleihen aus dem Eurogebiet weiter zurück. Bei Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften schrumpfte der Spread gegenüber dem risikofreien Zinssatz im Berichtszeitraum um rund 5 Basispunkte und bei entsprechenden Anleihen des Finanzsektors um etwa 4 Basispunkte. Damit kehrten die Spreads auf ihr Vorpandemieniveau zurück. Der anhaltende Abwärtstrend der letzten Monate ist zu großen Teilen der Zusatzprämie auf Anleihen geschuldet.

Darunter ist die Komponente der Unternehmensanleihespreads zu verstehen, die sich nicht durch wirtschaftliche, kredit- oder unsicherheitsbezogene Faktoren erklären lässt. Diese Zusatzprämie könnte indes die anhaltende fiskal- und geldpolitische Unterstützung widerspiegeln. Es gibt jedoch nach wie vor vereinzelte Anfälligkeiten im Unternehmenssektor, und die aktuellen Spreads scheinen auf der Annahme zu beruhen, dass die Stützungsmaßnahmen fortgeführt werden.

Abbildung 8

Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum

(in Basispunkten)



Quellen: Markt-iBoxx-Indizes und EZB-Berechnungen.

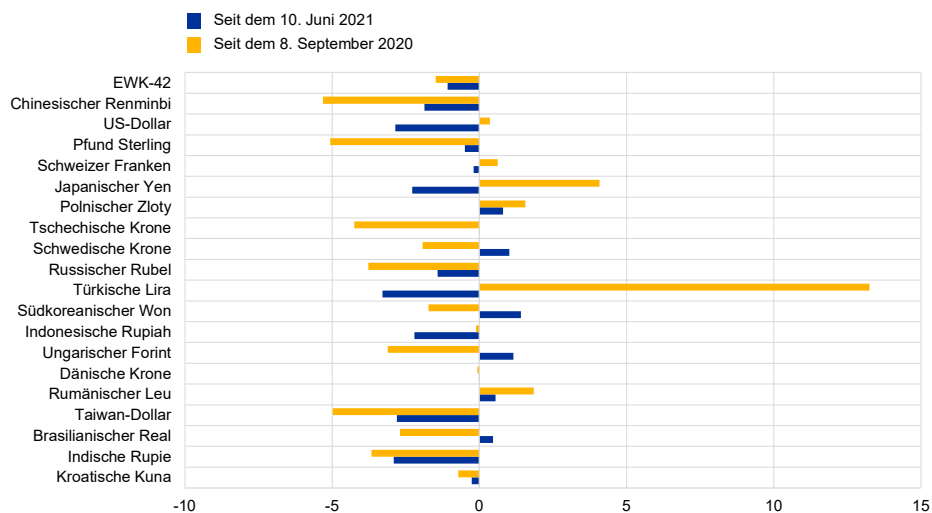
Anmerkung: Die Renditeabstände errechnen sich als Differenz zwischen den Asset-Swapraten und der risikofreien Zinsrate. Die Indizes umfassen Investment-Grade-Anleihen mit unterschiedlichen Laufzeiten (wobei die Restlaufzeit mindestens ein Jahr beträgt). Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 10. Juni 2021. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 8. September 2021.

Was die Devisenmärkte betrifft, so wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung leicht ab und spiegelte damit eine breit angelegte Abschwächung gegenüber allen wichtigen Währungen wider (siehe Abbildung 9). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 42 der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets, gab im betrachteten Zeitraum um 1,1 % nach. Gegenüber dem US-Dollar wertete der Euro um 2,9 % ab. Grund dafür war, dass sich die Diskrepanz zwischen den Erwartungen zur Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze im Euroraum und in den Vereinigten Staaten vergrößerte, da in den USA mit einer schnelleren Normalisierung der Geldpolitik gerechnet wird als im Euroraum. Auch in Relation zu anderen wichtigen Währungen verlor der Euro an Wert, beispielsweise zum japanischen Yen (-2,3 %), zum chinesischen Renminbi (-1,9 %), zum Pfund Sterling (-0,5 %) und zum Schweizer Franken (-0,2 %). Indessen lag er gegenüber den Währungen einiger EU-Länder, die nicht dem Euro-Währungsgebiet angehören, im Plus, so zum Beispiel gegenüber dem ungarischen Forint (+1,2 %), der schwedischen Krone (+1,0 %) und dem polnischen Zloty (+0,8 %).

Abbildung 9

Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

(Veränderung in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: „EWK-42“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 42 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums. Eine positive Veränderung zeigt eine Aufwertung des Euro an, eine negative eine Abwertung. Stichtag für die Berechnung der prozentualen Veränderung war der 8. September 2021.

3 Konjunkturerholung

Die Konjunkturerholung im Euro-Währungsgebiet gewinnt zunehmend an Dynamik. Das reale BIP stieg im zweiten Quartal 2021 wieder an, liegt aber noch immer rund 2,5 % unter dem Vorpandemiestand vom vierten Quartal 2019. Das BIP-Wachstum wurde dabei maßgeblich von der Binnennachfrage und hier vor allem von den privaten Konsumausgaben getragen, die wiederum von der schrittweisen Aufhebung der Eindämmungsmaßnahmen profitierten. Der Außenhandel trug nur geringfügig zum BIP-Wachstum bei. Auf der Produktionsseite wurde die Wertschöpfung hauptsächlich durch das Wiederaufleben der Aktivität im Dienstleistungssektor gestützt, während die Industrie und das Baugewerbe nur einen marginalen Beitrag leisteten. Die positiven Daten für das zweite Quartal markieren den Beginn einer konjunkturellen Erholung. In den vorangegangenen beiden Quartalen war das Wachstum geschrumpft, da die neuerliche Verschärfung der Corona-Pandemie (Covid-19) in den Wintermonaten die Wiedereinführung strikterer Eindämmungsmaßnahmen erfordert hatte.

Zu Beginn der zweiten Jahreshälfte deuteten Branchen- und Verbraucherumfragen sowie hochfrequente Indikatoren auf ein abermals kräftiges Wachstum im dritten Quartal hin, wenngleich die Pandemie noch andauert und Lieferengpässe bestehen. Die Branchenumfragen zeigen weiterhin eine deutliche Zunahme der Aktivität im Dienstleistungssektor an. Grund hierfür sind weitere Fortschritte bei den Impfkampagnen; sie sorgen dafür, dass die Hospitalisierungsraten trotz steigender Infektionszahlen niedrig bleiben und dass auch bei kontaktintensiven Tätigkeiten wieder mehr Normalität einkehrt. Die Lage im verarbeitenden Gewerbe und im Baugewerbe wird dagegen noch immer durch Lieferengpässe beeinträchtigt. Gleichwohl ist das Unternehmervertrauen nach wie vor hoch.

Es wird davon ausgegangen, dass sich das Tempo des Aufschwungs nach Ablauf des dritten Quartals, für das ein starkes Wachstum erwartet wird, schrittweise normalisiert, denn der Impffortschritt dürfte eine weitere Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen ermöglichen, und die Angebotsengpässe dürften sich verringern. Auf mittlere Sicht ist damit zu rechnen, dass die konjunkturelle Erholung im Euroraum zunehmend von einer kräftigen globalen Nachfrage und einer sich zugleich immer weiter stabilisierenden binnenwirtschaftlichen Nachfrage getragen wird. Hinzu kommt die anhaltende Unterstützung durch die Geld- und Finanzpolitik. Diese Einschätzung deckt sich weitgehend mit dem Basisszenario, das die Expertinnen und Experten der EZB in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2021 zugrunde legen. Sie gehen davon aus, dass das jährliche Wachstum des realen BIP 2021 bei 5,0 %, 2022 bei 4,6 % und 2023 (dem Ende des Projektionszeitraums) bei 2,1 % liegen wird und dass die vierteljährlichen Wachstumsraten der wirtschaftlichen Aktivität bis Jahresende 2021 zu ihren Vorpandemiständen zurückgekehrt sein werden. Dies entspricht einer Aufwärtsrevision der Konjunkturaussichten für das laufende Jahr, verglichen mit den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2021. Hauptgrund für diese Korrektur waren die Ergebnisse des ersten Halbjahrs, die über den Erwartungen lagen. Der Ausblick für

die wirtschaftliche Entwicklung in den Jahren 2022 und 2023 ist hingegen nahezu unverändert.

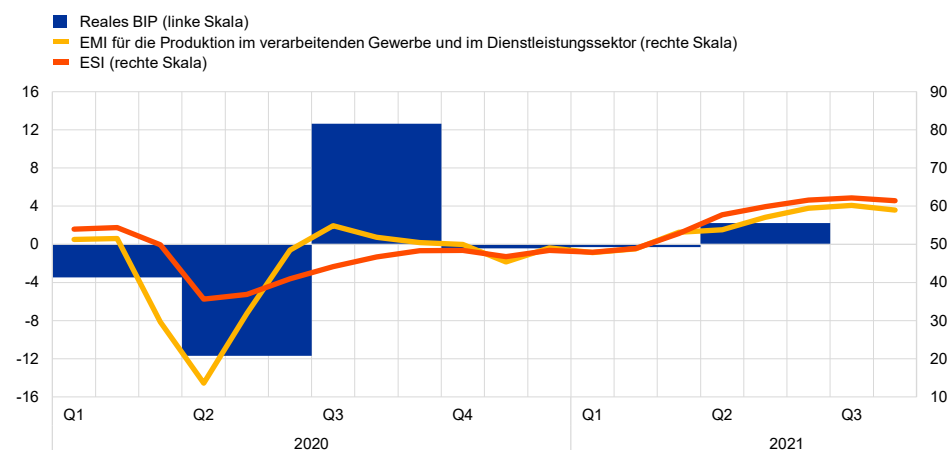
Insgesamt werden die Risiken für die Wachstumsaussichten im Euroraum als weitgehend ausgewogen erachtet. Einerseits könnte sich das Tempo der Erholung noch erhöhen, wenn die privaten Haushalte ihre in der Pandemie zusätzlich gebildeten Ersparnisse rascher abbauen als erwartet, sich die Aussichten für die weltweite Nachfrage weiter verbessern oder sich die derzeitigen angebotsseitigen Engpässe unerwartet schnell auflösen. Andererseits könnte das Wachstum hinter den projizierten Raten zurückbleiben, wenn sich die Pandemie aufgrund der Verbreitung neuer Virusvarianten verschärft oder sich die Störungen auf der Angebotsseite als langwieriger und stärker produktionshemmend erweisen als vorhergesehen.

Die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum hat sich im zweiten Quartal erholt und verzeichnete einen Anstieg um 2,2 % gegenüber dem vorangegangenen Jahresviertel. Dies ist ein Hinweis auf einen deutlichen Aufschwung, wengleich dieser durch Lieferengpässe gebremst wird. Nach einer technischen Rezession um den Jahreswechsel kehrte die Wachstumsrate des realen BIP im zweiten Quartal wieder in den positiven Bereich zurück, obwohl die Eindämmungsmaßnahmen in diesem Zeitraum größtenteils noch fortbestanden (siehe Abbildung 10). Die in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2021 enthaltene Wachstumsrate wurde somit übertroffen. Hierin zeigt sich, dass die Konjunktur weniger stark auf die Covid-19-Einschränkungen reagierte. Die vierteljährliche Aktivität lag 2,5 % unterhalb des Vorpandemieniveaus Ende 2019. Ausschlaggebend für das Wachstum im zweiten Quartal war ein starker Anstieg der Binnennachfrage und hier insbesondere der privaten Konsumausgaben. Der Außenhandel trug nur in geringem Maße zum BIP-Wachstum bei, während sich die Vorratsveränderungen leicht negativ auswirkten.

Abbildung 10

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 und Markit.

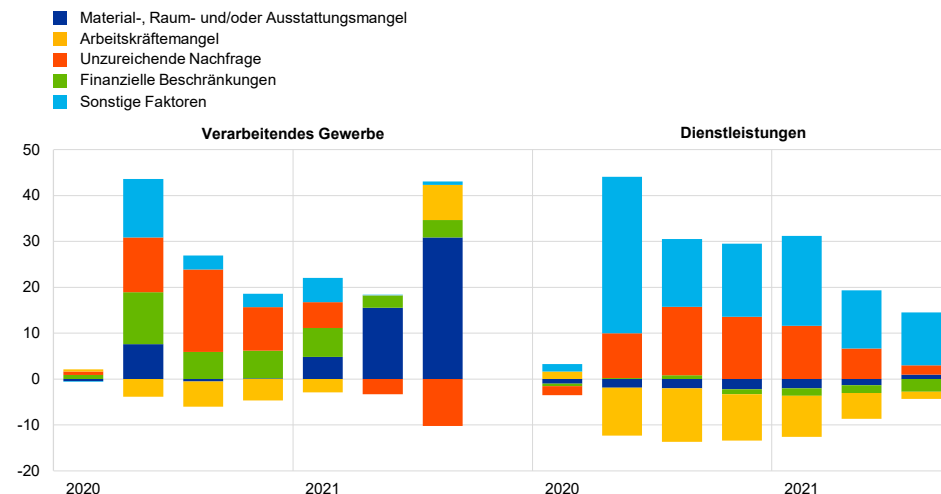
Anmerkung: Das euroraumweite BIP wird als vierteljährliche Wachstumsrate ausgewiesen. Für den EMI und ESI werden monatliche Daten gezeigt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2021 (reales BIP) bzw. August 2021 (EMI und ESI).

Im zweiten Quartal dürfte die Produktion in der Industrie stärker von den angebotsseitigen Engpässen gebremst worden sein als im Dienstleistungsgewerbe.

Die Wertschöpfung in der Industrie und im Baugewerbe trugen nur geringfügig zum Wachstum im zweiten Quartal bei. Grund hierfür waren die anhaltenden Störungen auf der Angebotsseite (siehe Abbildung 11), die sich unter anderem in einem allgemeinen Mangel an Vorleistungen (darunter Halbleiter, Metalle und Kunststoffe) sowie in fortbestehenden Transportschwierigkeiten zeigten. Der Dienstleistungssektor erholte sich dagegen deutlich. Zurückzuführen war dies auf die schrittweise Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen und den damit verbundenen Anstieg von Verbrauchervertrauen und Konsumausgaben.

Abbildung 11 Produktionshemmende Faktoren im Euroraum

(in % der Umfrageteilnehmer; Differenz gegenüber dem langfristigen Durchschnitt)



Quelle: Europäische Kommission.

Anmerkung: Der langfristige Durchschnitt ist für den Zeitraum von 2003 bis 2019 berechnet. Die vierteljährliche Umfrage wird im ersten Quartalsmonat durchgeführt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2021.

Die Arbeitsmarktlage im Euroraum verbesserte sich im zweiten Quartal 2021, wobei Programme zur Arbeitsplatzsicherung weiterhin Unterstützung boten.

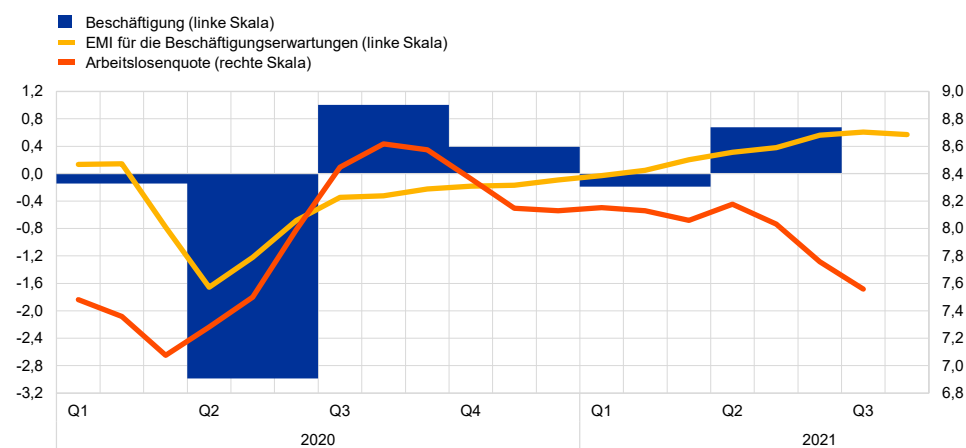
Die Beschäftigung und die Zahl der insgesamt geleisteten Arbeitsstunden stiegen in diesem Zeitraum um 0,7 % bzw. 2,7 % gegenüber dem vorangegangenen Jahresviertel (siehe Abbildung 12). Sie liegen 1,3 % bzw. 4,2 % unterhalb des Vorpandemiensstands vom vierten Quartal 2019. Bei der geleisteten Arbeitszeit vollzog sich dabei eine stärkere Anpassung als bei der Beschäftigung, was auf die unterstützende Wirkung der Programme zur Arbeitsplatzsicherung zurückzuführen ist.⁵ Im Juli sank die Arbeitslosenquote auf 7,6 %, und es nahmen geschätzt 2,7 % der Erwerbspersonen an Arbeitsplatzsicherungsmaßnahmen teil. Verglichen mit einem Durchschnitt von 6,2 % in den ersten fünf Monaten des laufenden Jahres ist dieser Anteil deutlich gesunken. Hierin spiegelt sich die Aufhebung von Corona-Beschränkungen wider. Allerdings ist der Anteil der sich in solchen Programmen befindenden Beschäftigten weiterhin sehr hoch. Dies verdeutlicht, dass die vollständige Anpassung am Arbeitsmarkt noch nicht erreicht ist.

⁵ Siehe EZB, Geleistete Arbeitszeit im Euro-Währungsgebiet, im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Abbildung 12

Beschäftigung, EMI für die Beschäftigungserwartungen und Arbeitslosenquote im Euroraum

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



Quellen: Eurostat, Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der EMI für die Beschäftigungserwartungen und die Arbeitslosenquote werden monatlich, die Angaben zur Beschäftigung vierteljährlich ausgewiesen. Der EMI ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2021 (Beschäftigung), August 2021 (EMI) bzw. Juli 2021 (Arbeitslosenquote).

Kurzfristige Indikatoren deuten auf weitere Verbesserungen am Arbeitsmarkt hin.

Der monatliche Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor sank im August leicht auf 55,7 Punkte nach 56,1 Zählern im Juli. Er blieb damit aber deutlich oberhalb der Schwelle von 50 Punkten, die einen Beschäftigungszuwachs signalisiert. Seit seinem Allzeittief vom April 2020 hat sich der EMI für die Beschäftigung vollständig erholt und befindet sich aktuell nach wie vor in der Nähe seines Wertes vom Juli 2021, der den höchsten Stand seit März 2000 markierte.

Die Verbraucherinnen und Verbraucher zeigen sich weiterhin verhalten optimistisch, da sich ihre finanzielle Situation trotz der anhaltenden Unsicherheit im Zusammenhang mit der Pandemie verbessert.

Die privaten Konsumausgaben sind im zweiten Quartal 2021 wieder kräftig gestiegen (um 3,7 % gegenüber dem Vorquartal). Angesichts der fortlaufenden Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen, der positiven Entwicklung beim Arbeitseinkommen und der sich abzeichnenden Normalisierung der Sparneigung privater Haushalte dürfte hier auch im dritten Jahresviertel mit einer hohen Wachstumsrate zu rechnen sein. Das Verbrauchervertrauen ist nach wie vor hoch. Im Juli und August ging der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Verbraucher leicht auf -5,3 Punkte zurück, nachdem er zuvor fünf Monate in Folge gestiegen war. Gleichwohl liegt er damit weiterhin über seinem langfristigen Durchschnittswert seit 1990 (von -10,6 Punkten) und über seinem Stand vor der Pandemie (von -6,4 Zählern im Februar 2020). Die Pkw-Neuzulassungen befanden sich im Juni immer noch 20 % unter ihrem Vorpandemieniveau. Die verhaltenen Ausgaben für Kfz dürften jedoch nicht einer schwachen Verbrauchernachfrage, sondern eher den anhaltenden Lieferengpässen geschuldet sein. Dafür spricht das erhöhte Vertrauen in der Industrie, dem eine gedämpfte Produktion im Automobilsektor

gegenübersteht.⁶ Nach zwei Monaten mit einem positiven Wachstum sank das Umsatzvolumen im Einzelhandel im Juli um 2,3 % im Vormonatsvergleich, war damit jedoch weiterhin um 2,6 % höher als im Februar 2020.

Das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte hat Schätzungen zufolge im zweiten Quartal 2021 stark zugenommen und dürfte im dritten Jahresviertel weiter steigen.

Getragen wird das Einkommen vom Arbeitnehmerentgelt, das in der Regel mit einer höheren Konsumneigung als andere Einkommensquellen einhergeht. Dies wird durch die monatlichen Daten zu den Bankeinlagen der Privathaushalte bestätigt, die auf eine gewisse Normalisierung von April bis Juli 2021 hindeuten. Gemäß einer Analyse der Bestimmungsfaktoren der im Zuge der Pandemie sprunghaft gestiegenen Ersparnisse privater Haushalte besteht jedoch keine hohe Wahrscheinlichkeit, dass die angehäuften Ersparnisse unmittelbar für Konsumzwecke genutzt werden.⁷ Diese Einschätzung wird durch die jüngsten Umfrageergebnisse der Europäischen Kommission untermauert, denen zufolge Privathaushalte davon ausgehen, dass sie in den kommenden zwölf Monaten größere Anschaffungen in ähnlichem Umfang wie vor der Krise tätigen werden. Überdies rechnen die Teilnehmer der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey) vom August 2021 angesichts der anhaltenden pandemiebedingten Unsicherheit nicht vor Frühjahr 2022 mit einer Rückkehr zu einer normalen wirtschaftlichen und sozialen Interaktion.

Die Unternehmensinvestitionen (ohne Bauten) verbesserten sich im zweiten Quartal 2021, und auch für die Zeit danach deuten Kurzfristindikatoren auf eine kräftige Nachfrage nach Investitionsgütern hin.

Die Investitionen im Euro-Währungsgebiet (ohne Bauten) erhöhten sich im zweiten Quartal dieses Jahres um 1,0 % gegenüber dem Vorquartal, in dem ein Rückgang in ähnlichem Umfang verzeichnet worden war. Sie liegen jedoch immer noch 17 % unter dem Wert des Schlussquartals 2019, also unter ihrem Vorpandemieniveau. Mit Blick auf die größten Länder des Euroraums verzeichneten Deutschland, Frankreich und Italien im zweiten Jahresviertel einen Anstieg der Investitionen ohne Bauten. In Spanien hingegen waren sie rückläufig und in den Niederlanden weitgehend stabil. Zudem gingen die Investitionen in Fahrzeuge im Eurogebiet das zweite Quartal in Folge zurück. Ursächlich hierfür waren wahrscheinlich die Engpässe bei den Vorleistungen, die infolge der anhaltenden Störungen in den Lieferketten auftraten. Die Ausrüstungen ohne Fahrzeuge blieben dagegen relativ robust. Die Kurzfristindikatoren für das dritte Quartal 2021 lassen trotz persistenter Engpässe in den Lieferketten auf eine kräftige Nachfrage nach Investitionsgütern schließen. Der Auftragseingang für Investitionsgüter nimmt zu. So lag der entsprechende EMI im Juli und August weiterhin deutlich im Wachstumsbereich. Die Lieferzeiten der Zulieferer verkürzten sich indessen etwas, blieben aber länger als üblich. Infolgedessen hellten sich im August auch die Produktionserwartungen auf. Aktuelle Angaben der Unternehmen im Investitionsgütersektor zufolge wirkt sich im Euroraum jedoch vor allem der Mangel an Material und Ausrüstung

⁶ Siehe Kasten 4 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

⁷ Siehe EZB, [Höhere Ersparnisbildung der privaten Haushalte infolge von Covid-19: eine aktualisierte Analyse](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 5/2021, August 2021.

angebotsbeschränkend aus. Der Anteil der Unternehmen, die von Nachfrageproblemen berichten, ist dagegen nach wie vor niedrig. Gemeldet wurde zudem – allerdings nur von einem relativ geringen Anteil der Unternehmen in diesem Sektor – ein Arbeitskräftemangel, der deutlich über dem langfristigen Durchschnitt liegt. Die Daten aus der aktuellen Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet stehen ebenfalls mit einer Verbesserung der Investitionsaussichten im Einklang.⁸ Die Banken berichteten von einer steigenden Nachfrage nach Krediten für Anlageinvestitionen im zweiten Quartal 2021. Sie gingen überdies davon aus, dass sich die Nachfrage nach langfristigen Krediten (die üblicherweise zur Finanzierung von Investitionen verwendet werden) im dritten Jahresviertel verbessern wird. Zwar sind die Investitionsaussichten auf mittlere Sicht weiterhin mit einigen Risiken behaftet, die mit potenziellen Anfälligkeiten der Unternehmen im Zusammenhang stehen,⁹ doch dürfte ein kontinuierlicher Abbau der Engpässe auf der Angebotsseite, mit dem in den kommenden Quartalen gerechnet wird, die Aussichten stützen.

Die Wohnungsbauinvestitionen erhöhten sich im zweiten Quartal weiter und dürften sich trotz zunehmender angebotsseitiger Einschränkungen weiterhin dynamisch entwickeln. Im zweiten Vierteljahr 2021 stiegen die

Wohnungsbauinvestitionen um 0,9 % gegenüber dem Vorquartal und lagen damit 1,2 % über ihrem Vorkrisenniveau im Schlussquartal 2019. In der zweiten Jahreshälfte 2021 dürften sie sich im Euroraum trotz einer weiteren Verschärfung der Lieferengpässe weiterhin positiv entwickeln. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator für aktuelle Entwicklungen in der Bauproduktion ging in den ersten beiden Monaten des dritten Quartals zwar leicht zurück, lag aber noch immer deutlich über seinem langfristigen Durchschnitt. Der EMI für den Wohnungsbau stieg im August im Vergleich zum Vormonat an und nahm damit oberhalb der Wachstumsschwelle weiter zu. Den Umfrageergebnissen der Europäischen Kommission zufolge war die Wohnraumnachfrage bis vor Kurzem robust. Dies geht sowohl aus dem hohen Niveau der kurzfristigen Kauf- bzw. Bauabsichten der Verbraucherinnen und Verbraucher als auch aus der erneut signifikant besseren Einschätzung der Gesamtauftragslage seitens der Unternehmen hervor. Einerseits könnte das Auslaufen einiger pandemiebedingter Stützungsmaßnahmen des Staates eine gewisse Normalisierung der Nachfrage nach Wohneigentum begünstigen. Andererseits wirken sich Angebotsengpässe derzeit besonders stark auf die Entwicklung der Wohnungsbauinvestitionen aus. Dabei haben sich die Angebotsengpässe weiter verschärft: Nach einem bereits deutlichen Anstieg im zweiten Quartal erhöhten sich die wahrgenommenen Produktionshemmnisse im Baugewerbe aufgrund eines Material- und Arbeitskräftemangels im Juli und August weiter. Angebotsseitige Engpässe spiegeln sich auch in den EMI-Umfragen für das Baugewerbe wider, die sehr lange Lieferzeiten zeigen. Insgesamt dürften die Angebotseinschränkungen auf kurze Sicht einige Risiken für die anhaltende Dynamik der Wohnungsbauinvestitionen bergen.

⁸ Siehe [Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Juli 2021](#) (nur auf Englisch verfügbar).

⁹ Nähere Informationen zur Finanzlage nichtfinanzieller Unternehmen während der Pandemie finden sich in Kasten 3 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Der Anstieg der Ausfuhren des Euroraums blieb im zweiten Quartal 2021

moderat. Die Exporte des Eurogebiets erhöhten sich im zweiten Jahresviertel 2021 um 2,2 %. Negativ beeinflusst wurde die Entwicklung durch ein verhaltenes Exportgeschäft im verarbeitenden Gewerbe, auf dem weiterhin Engpässe im Seetransport und bei den Vorleistungen lasteten.¹⁰ Die nominalen Angaben zu den Warenausfuhren wiesen im Juni einen Rückgang von 0,7 % gegenüber dem Vormonat aus, der fast alle Länder betraf. Die einzigen Ausnahmen unter den wichtigsten Exportmärkten waren die Türkei, Nordamerika und Mexiko. Auftragsbezogene Indikatoren für die Warenausfuhren deuten für die Zukunft auf eine starke, aber sich abschwächende Dynamik im Zuge der Normalisierung der Weltwirtschaft und des internationalen Handels hin. Die Dienstleistungsausfuhren dürften sich weiter verbessern, da die Exporte von Reisedienstleistungen durch die Lockerung der Mobilitätsbeschränkungen gestützt werden. Die Wareneinfuhren des Eurogebiets und der Handel innerhalb des Euroraums schwächten sich im Juni ab, nachdem sie infolge der kräftigen Erholung der Binnennachfrage spürbare Zuwächse verzeichnet hatten. Die Importe erhöhten sich insgesamt um 2,3 % gegenüber dem Vorquartal. Angesichts dessen leistete der Außenhandel im zweiten Quartal 2021 mit 0,1 Prozentpunkten einen leicht positiven Wachstumsbeitrag zum BIP.

Aktuelle Daten deuten auf eine weitere Aufhellung der Konjunktur im Euro-Währungsgebiet im zweiten Halbjahr hin.

Obwohl sich die Umfrageergebnisse ausgehend von ihren Höchstständen Ende Juni zuletzt abgeschwächt haben, stehen sie trotz der andauernden und auf breiterer Front zu beobachtenden Angebotsengpässe – besonders im verarbeitenden Gewerbe – (siehe Abbildung 11) nach wie vor mit einem anhaltend robusten Wachstum im dritten Quartal 2021 im Einklang. Der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor stieg weiter an und lag im Juli und August trotz einer leichten Abflachung im August bei durchschnittlich 59,6 Punkten nach 56,8 Zählern im zweiten Quartal. Dahinter verbarg sich in erster Linie eine weitere Verbesserung im Dienstleistungssektor, während die Aktivität im verarbeitenden Gewerbe zwar immer noch kräftig war, aber von den angebotsseitigen Engpässen weiterhin beeinträchtigt wurde. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung steht ebenfalls mit einem stärkeren Wachstum im dritten Quartal im Einklang, obgleich der Indikator im August ausgehend von seinem Höchststand im Juli leicht gesunken ist. Das Verbrauchervertrauen liegt nach wie vor auf einem hohen Niveau, nachdem die meisten Einschränkungen im Freizeitbereich aufgehoben wurden. Zurückzuführen ist dies auf den soliden Impffortschritt, der dazu beigetragen hat, die Zahl der Hospitalisierungen und Todesfälle trotz eines gewissen Wiederanstiegs der Infektionszahlen in den vergangenen Monaten in Grenzen zu halten. Die Investitionsabsichten verbessern sich weiter. Zudem stützen der voranschreitende Einsatz von Mitteln aus dem Aufbaupaket „Next Generation EU“ und die akkommodierende Geldpolitik weiterhin die Erholung und die Finanzstabilität im Allgemeinen. Allerdings ist die Unsicherheit nach wie vor hoch, nicht zuletzt mit Blick auf die Ausbreitung neuer und ansteckenderer Virusvarianten und die fortdauernden Produktionseinschränkungen wegen anhaltender Angebotsengpässe.

¹⁰ Siehe Kasten 4 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Es ist noch immer offen, ob sich alle Sektoren bald bzw. vollständig von den Folgen der Pandemie erholen werden.

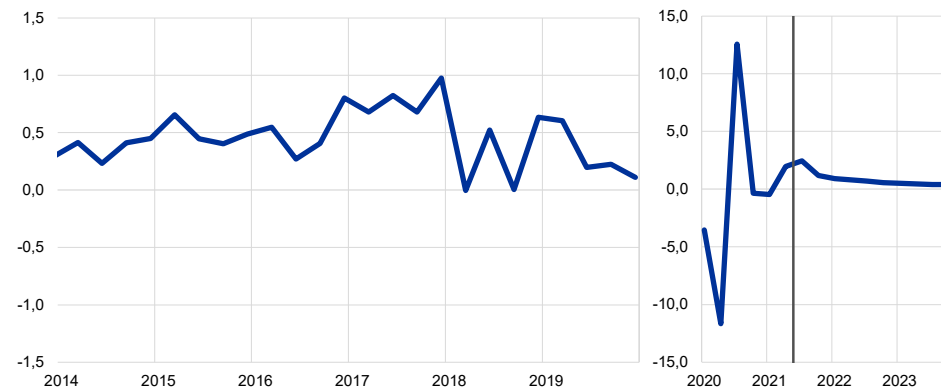
Die anhaltende Covid-19-Pandemie birgt nach wie vor Herausforderungen für die konjunkturellen Entwicklungen, obwohl die Erholung erwartungsgemäß verläuft. Trotz moderater Ausweitungen lokaler Eindämmungsmaßnahmen und der anhaltenden Produktionsengpässe in einigen Euro-Ländern bleiben die Wachstumsaussichten dynamisch. Dies liegt daran, dass die Erholung der Wirtschaftstätigkeit im Euroraum in den wichtigsten Sektoren an Breite gewinnt, die Impfkampagnen voranschreiten, sich der Arbeitsmarkt positiv entwickelt, sich Lerneffekte aus der Pandemie zeigen, die Auslandsnachfrage kräftig ist und die Geld- und Finanzpolitik weiterhin unterstützend wirken. Dies spiegelt sich in den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2021 wider. Den darin enthaltenen Berechnungen zufolge wird das jährliche reale BIP 2021 um 5,0 %, 2022 um 4,6 % und 2023 um 2,1 % wachsen (siehe Abbildung 13). Die Aufwärtskorrektur um 0,4 Prozentpunkte für das Jahr 2021 ist in erster Linie Ausdruck der über den Erwartungen der Juni-Projektionen liegenden Ergebnisse in den ersten beiden Quartalen des Jahres. Zugleich wurden die Projektionen für das vierteljährliche Wachstum im zweiten Halbjahr leicht nach unten korrigiert. Das Wachstumsprofil für 2022 und 2023 blieb weitgehend unverändert. Den Projektionen zufolge wird die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum bis zum Schlussquartal 2021 wieder zu den vierteljährlichen Wachstumsraten vor der Pandemie zurückkehren und damit ein Quartal früher als in den Juni-Projektionen angenommen. Maßgeblich hierfür sind eine sukzessive Festigung der Binnennachfrage, die auf den Annahmen beruht, dass die Eindämmungsmaßnahmen in den kommenden Quartalen weiter gelockert und angebotsseitige Engpässe Anfang 2022 aufgelöst werden sowie dass die weltwirtschaftliche Erholung weiter anzieht und die umfangreichen politischen Stützungsmaßnahmen fortgesetzt werden.¹¹

¹¹ Siehe EZB, [Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), September 2021.

Abbildung 13

Wachstum des realen BIP des Euroraums (einschließlich Projektionen)

(Veränderung gegen Vorquartal in %; saison- und arbeitstägig bereinigte Quartalswerte)



Quellen: Eurostat sowie EZB, Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, September 2021.

Anmerkung: Die Daten sind saison- und arbeitstägig bereinigt. Aufgrund von Daten, die erst nach dem Redaktionsschluss für die Projektionen veröffentlicht wurden, können historische Daten von den jüngsten Eurostat-Veröffentlichungen abweichen. Die vertikale Linie markiert den Beginn des Projektionszeitraums. Diese Abbildung gibt keine Bandbreiten für die projizierten Werte an. Dies trägt der Tatsache Rechnung, dass die Standardberechnung der Bandbreiten (auf Basis historischer Projektionsfehler) die erhöhte Unsicherheit im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie nicht erfassen würde. Stattdessen werden in Kasten 4 in: EZB, Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, September 2021, alternative Szenarien auf der Grundlage unterschiedlicher Annahmen zum weiteren Verlauf der Corona-Pandemie, den damit verbundenen Eindämmungsmaßnahmen und dem Ausmaß wirtschaftlicher Langzeitschäden dargelegt.

4 Preise und Kosten

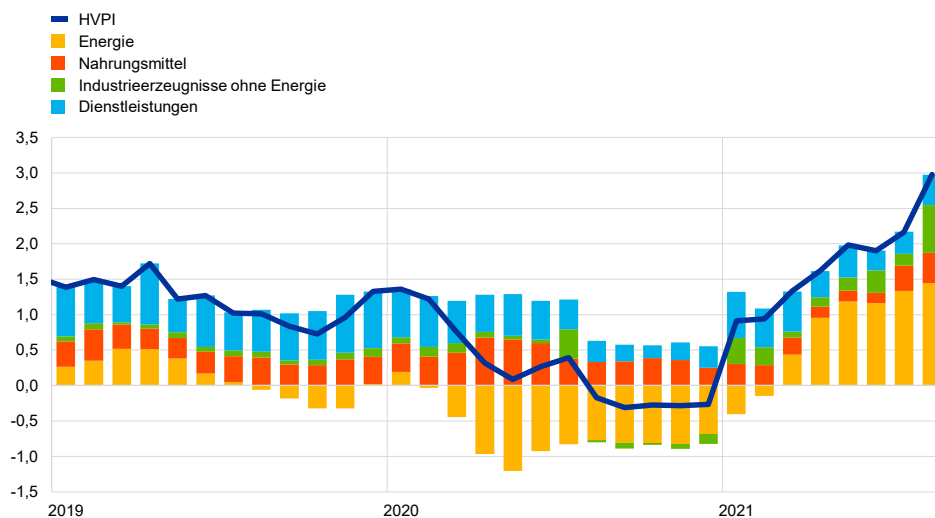
Die am HVPI gemessene jährliche Teuerung im Euro-Währungsgebiet ist der Schnellschätzung von Eurostat zufolge weiter gestiegen, und zwar auf 3,0 % im August 2021 nach 2,2 % im Juli und 1,9 % im Juni. Im Herbst dürfte sie weiter zunehmen, im kommenden Jahr jedoch zurückgehen. Maßgebliche Faktoren für den temporären Anstieg der Inflationsrate sind das starke Anziehen der Ölpreise seit Mitte letzten Jahres, das Auslaufen der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland, verspätete Sommerschlussverkäufe im Jahr 2020 und ein durch zeitweilige Engpässe bei Material und Ausrüstungen bedingter Kostendruck. Im Jahresverlauf 2022 werden sich diese Faktoren vermutlich abschwächen oder aus der Berechnung der jährlichen Teuerungsrate herausfallen. Der zugrunde liegende Inflationsdruck hat sich verstärkt. Im Zuge der fortschreitenden wirtschaftlichen Erholung dürfte sich die zugrunde liegende Inflation – gestützt durch geldpolitische Maßnahmen – mittelfristig erhöhen. Diese Zunahme dürfte lediglich schrittweise erfolgen, denn es wird noch dauern, bis die Wirtschaft wieder mit voller Kapazitätsauslastung arbeitet, sodass nur moderate Lohnzuwächse zu erwarten sind. Die Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen sind weiter gestiegen, weisen jedoch immer noch einen gewissen Abstand zum Zielwert der EZB von 2 % auf. Diese Einschätzung deckt sich mit den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2021. Den darin enthaltenen Berechnungen zufolge wird sich die jährliche HVPI-Inflation 2021 auf 2,2 %, 2022 auf 1,7 % und 2023 auf 1,5 % belaufen. Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel wird jeweils 1,3 %, 1,4 % bzw. 1,5 % betragen. Verglichen mit den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2021 wurden die Aussichten sowohl für die HVPI-Gesamtinflation als auch für die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel nach oben revidiert.

Die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI erhöhte sich im Juli und August, was im Wesentlichen auf temporäre Faktoren zurückzuführen war. Laut der Schnellschätzung von Eurostat belief sich die am HVPI gemessene Inflationsrate im August auf 3,0 % nach 2,2 % im Juli und 1,9 % im Juni (siehe Abbildung 14). Ein maßgeblicher Faktor für diese jüngste Zunahme waren die Energiepreise, die bedingt durch positive Basiseffekte und hohe monatliche Preissteigerungen kräftig zunahmen, sodass die Jahresänderungsrate im August bei 15,4 % lag. Auch die Preise für Nahrungsmittel erhöhten sich im Vorjahresvergleich, und zwar von 0,5 % im Juni auf 1,6 % im Juli und weiter auf 2,0 % im August. Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel stieg im August auf 1,6 %, nachdem sie zuvor von 0,9 % im Juni auf 0,7 % im Juli gesunken war. Ihre jüngste Volatilität war im Wesentlichen auf die Entwicklung der Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie zurückzuführen, die sich im August deutlich gegenüber dem Vorjahr erhöhten. Der Anteil der Positionen, die auf imputierten Preisen basieren, lag weiterhin auf dem im Juni verzeichneten niedrigen Niveau. Dadurch hielt sich die

Unsicherheit, mit der die Signale für die Dynamik der zugrunde liegenden Inflation behaftet waren, gegenüber den ersten Monaten 2021 in Grenzen.¹²

Abbildung 14
Gesamtinflation und Beiträge der Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2021 (Schnellschätzung).

Neben dem von den Energiepreisen ausgehenden Aufwärtseffekt wurde die Gesamtinflation abermals von anderen temporären Faktoren beeinflusst (siehe Abbildung 15). Sie bestimmten den Inflationsverlauf der letzten Monate. Die vorübergehende Mehrwertsteuersenkung in Deutschland im zweiten Halbjahr 2020 lief im Januar 2021 aus, was in der zweiten Jahreshälfte zu aufwärtsgerichteten Basiseffekten führen dürfte. In einigen Euro-Ländern wurden Termine und Umfang der Schlussverkäufe in Ladengeschäften geändert, woraus sich ein kräftiger Aufwärtseffekt auf die Jahresänderungsrate der Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie ergab. Die Rate stieg von 0,7 % im Juli auf 2,7 % im August und lag damit deutlich über ihrem langfristigen Durchschnitt von 0,6 %, wobei etwa 0,5 Prozentpunkte dieses Anstiegs auf Basiseffekte im Zusammenhang mit Schlussverkäufen zurückzuführen waren. Aber auch der von Liefer- und Produktionsengpässen ausgehende Preisdruck entlang der Wertschöpfungskette spielte eine Rolle. Schätzungen zufolge wirkten sich im August die Anpassungen der HVPI-Gewichte im Jahr 2021 nicht länger aus (siehe Abbildung 15). Somit war der im August beobachtete Abwärtseffekt auf die jährliche Inflationsrate genauso hoch wie im Juli. Bleibt bei der Schätzung der Gesamtinflation und der Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel für August der Einfluss der Änderungen der HVPI-Gewichte unberücksichtigt, fallen die Raten dann fast um einen halben Prozentpunkt höher aus. HVPI-Gewichtungseffekte dürften in den kommenden Monaten für eine gewisse Volatilität sorgen. Die meisten Faktoren, die derzeit die Entwicklung der Gesamtinflation bestimmen, werden Anfang 2022 wahrscheinlich

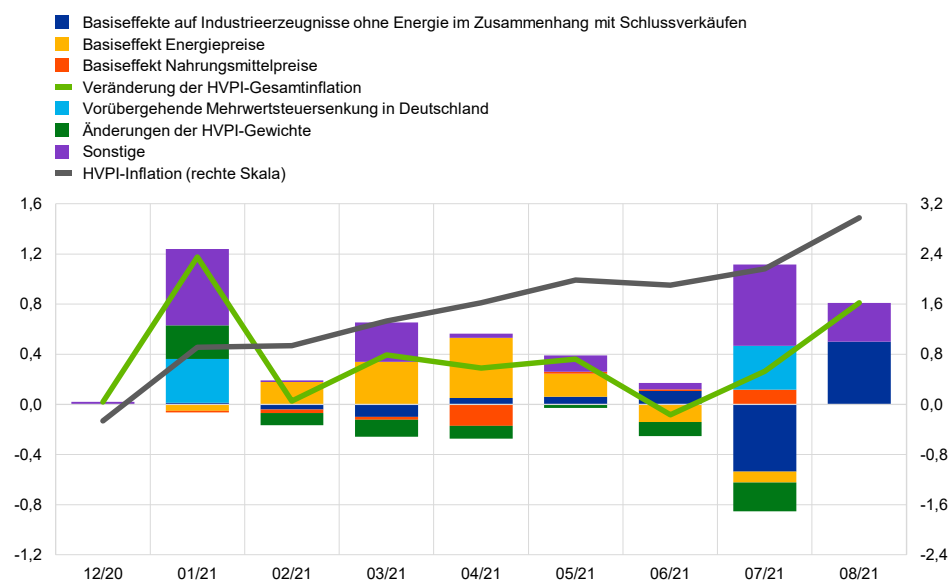
¹² Der Anteil der imputierten Preise für HVPI-Komponenten betrug im Juli 3 % und im August 4 % nach 13 % im Januar. Bei den Positionen im HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel war der Anteil der imputierten Preise mit 3 % im Juli und 5 % im August gegenüber 18 % im Januar weiterhin niedrig.

nicht mehr in den jährlichen Zuwachsraten zum Tragen kommen. Dies gilt insbesondere für den Einfluss der Mehrwertsteuersenkung und die aktuell sehr hohe Inflationsrate für Energie, die seit April 2021 mehr als 10 % beträgt.

Abbildung 15

Beiträge von Basiseffekten und anderen temporären Faktoren zur monatlichen Veränderung der jährlichen HVPI-Inflation

(Veränderung in Prozentpunkten; Beiträge)



Quellen: Eurostat, Deutsche Bundesbank, Prognose der kurzfristigen nationalen Inflationsentwicklung (Narrow Inflation Projection Exercise – NIPE) vom September und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der von der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland ausgehende Beitrag basiert auf Schätzungen der Deutschen Bundesbank im Monatsbericht vom November 2020. Es wird davon ausgegangen, dass die Effekte der Gewichte im August jenen vom Juli entsprechen. Sie können sich jedoch mit der Veröffentlichung der endgültigen HVPI-Daten ändern, da dann genauere Schätzungen möglich sind. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2021.

Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation sind zuletzt gestiegen und lagen in einigen Fällen über dem vor der Corona-Pandemie (Covid-19) verzeichneten Stand (siehe Abbildung 16).

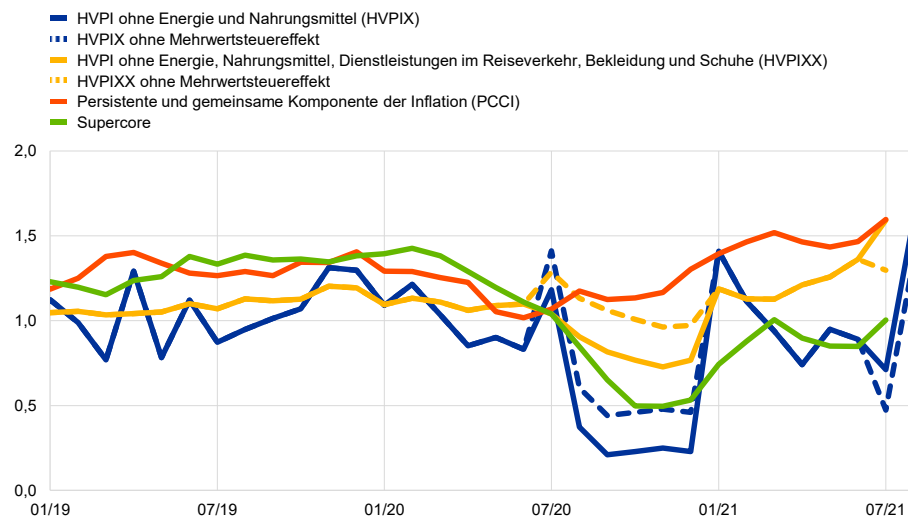
Mit Ausnahme der Angaben für den HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel beziehen sich die aktuellsten verfügbaren Daten für die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation auf Juli 2021. Der HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr sowie Bekleidung und Schuhe erhöhte sich von 1,4 % im Juni auf 1,6 % im Juli. Die modellbasierte persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI), auf die sich die veränderten Gewichte und die vorübergehende Mehrwertsteuersenkung in Deutschland weniger stark auswirken, stieg im selben Zeitraum von 1,5 % auf 1,6 % und der Supercore-Indikator von 0,8 % auf 1,0 %. Der Anteil der Positionen im HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel, bei denen es zu Preisänderungen von mehr als 2 % kam, wuchs im Juli auf 36 % und ist damit höher als vor der Pandemie. Dennoch liegen die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation derzeit deutlich unter 2 %.¹³

¹³ Siehe auch EZB, Die als „Supercore“ bezeichnete Messgröße der zugrunde liegenden Inflation, Kasten 2, in: [Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2018, Juni 2018, sowie EZB, Die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) als Messgröße der zugrunde liegenden Inflation, Kasten 3 im selben Aufsatz.

Abbildung 16

Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der von der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland ausgehende Beitrag basiert auf Schätzungen der Deutschen Bundesbank im Monatsbericht vom November 2020. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2021 (Schnellschätzung des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel) bzw. Juli 2021 (alle anderen Messgrößen).

Bei den Industrierzeugnissen ohne Energie hat sich der Preisdruck in den letzten Monaten weiter verstärkt.

Die Änderungsrate der inländischen Erzeugerpreise für verkaufte Konsumgüter ohne Nahrungsmittel, die als Indikator für den Preisdruck auf den nachgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette dient, stieg nach 1,3 % im Mai und 1,4 % im Juni auf 1,9 % im Juli, womit sie deutlich über ihrem langfristigen Durchschnitt von 0,6 % lag. Die entsprechende jährliche Teuerungsrate der Einfuhrpreise kehrte sich ins Positive und erreichte einen Stand von 1,2 % im Juli und 0,1 % im Juni, was einer Steigerung um 2,0 bzw. 0,9 Prozentpunkte gegenüber Mai entspricht. Zum Teil könnte dies mit dem Aufwärtsdruck zusammenhängen, der vom jüngsten Rückgang des effektiven Euro-Wechselkurses ausgeht. Auf den vorgelagerten Stufen der inländischen Preissetzungskette lag die Inflationsrate bei den Vorleistungsgütern bei jährlich 10,7 % im Juni und 12,6 % im Juli und damit 1,4 bzw. 3,3 Prozentpunkte über dem Stand vom Mai. Auch der Anstieg der Importpreise nahm zu, und zwar von 10,6 % im Mai auf 12,5 % im Juni und 13,8 % im Juli. Aufgrund der jüngsten Entwicklung der Vorleistungskosten könnte in den kommenden Monaten daher zusätzlicher Aufwärtsdruck auf die Preise von Industrierzeugnissen ohne Energie entstehen. Es ist allerdings weiterhin unsicher, inwieweit und wann die höheren Preise auf die letzten Produktionsstufen und die Verbraucherpreise durchwirken werden. Dies wird vor allem davon abhängen, in welchem Maße sich die globalen Kostenschöcks bei den Vorleistungen in den kommenden Quartalen als dauerhaft erweisen.

Die Messgrößen des Lohnwachstums im Euro-Währungsgebiet werden durch temporäre Faktoren beeinflusst.

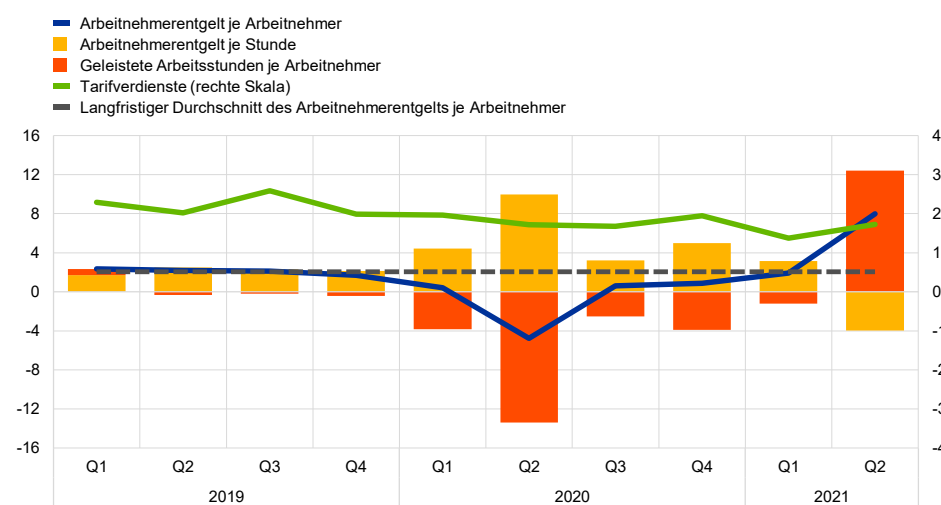
Die jährliche Zuwachsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer lag im zweiten Quartal bei 8,0 %, verglichen mit 1,9 % im ersten Jahresviertel (siehe Abbildung 17). Dieser deutliche Anstieg ist auf die Jahreswachstumsrate der geleisteten Arbeitsstunden je Arbeitnehmer

zurückzuführen, die sich im zweiten Quartal aufgrund von pandemiebedingten Basiseffekten auf 12,4 % erhöhte. Das jährliche Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Stunde sank von 3,1 % im ersten Quartal auf -3,9 % im zweiten Vierteljahr. Dabei stieg die Änderungsrate der geleisteten Arbeitsstunden je Arbeitnehmer stärker an als jene des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer. Die Tarifverdienste erhöhten sich im zweiten Quartal 2021 um 1,7 %, verglichen mit 1,4 % im ersten Jahresviertel. Ursächlich hierfür waren im Wesentlichen mit der Pandemie zusammenhängende Einmalzahlungen in einzelnen Ländern.

Abbildung 17

Beiträge der Komponenten des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der langfristige Durchschnitt der Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer wird ab dem ersten Quartal 1999 ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2021.

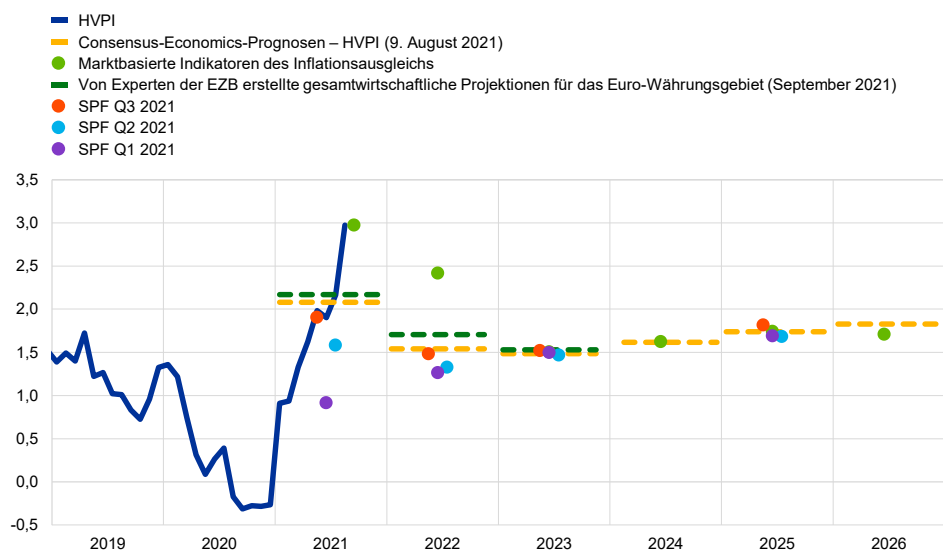
Die marktbasieren Messgrößen des längerfristigen Inflationsausgleichs sind gestiegen, während sich bei den umfragebasierten Messgrößen der Inflationserwartungen über verschiedene Zeithorizonte hinweg die Anzeichen für einen Wendepunkt erneut bestätigen. Die längerfristigen inflationsindexierten Swapsätze haben sich seit Mitte Juli 2021 erhöht. So legte beispielsweise der

fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren für das Euro-Währungsgebiet im Berichtszeitraum um rund 10 Basispunkte zu und lag erstmals seit nahezu drei Jahren bei 1,7 %. Zu dem Anstieg des marktbasieren Inflationsausgleichs könnte unter anderem beigetragen haben, dass die Marktteilnehmer das neu formulierte Inflationsziel der EZB allmählich internalisieren und dass entsprechende Anpassungen der Forward Guidance erfolgt sind. Laut dem [ECB Survey of Professional Forecasters \(SPF\)](#) für das dritte Quartal 2021 sowie den jüngsten von Consensus Economics veröffentlichten Daten wurden die umfragebasierten längerfristigen Inflationserwartungen gegenüber dem zweiten Quartal nach oben korrigiert (siehe Abbildung 18).

Abbildung 18

Umfragebasierte Indikatoren der Inflationserwartungen und marktbasierende Indikatoren des Inflationsausgleichs

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, Thomson Reuters, Consensus Economics, EZB (SPF) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Zeitreihe der marktbasierenden Indikatoren des Inflationsausgleichs basiert auf der einjährigen Kassa-Inflationsrate und dem einjährigen Terminalsatz in einem Jahr, dem einjährigen Terminalsatz in zwei Jahren, dem einjährigen Terminalsatz in drei Jahren und dem einjährigen Terminalsatz in vier Jahren. Die jüngsten Angaben zu den marktbasierenden Indikatoren des Inflationsausgleichs beziehen sich auf den 8. September 2021. Der Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB für das erste Quartal 2021 wurde im Juli 2021 durchgeführt. Stichtag für die in den EZB-Projektionen enthaltenen Daten war der 26. August 2021 (bzw. der 16. August 2021 für die Annahmen).

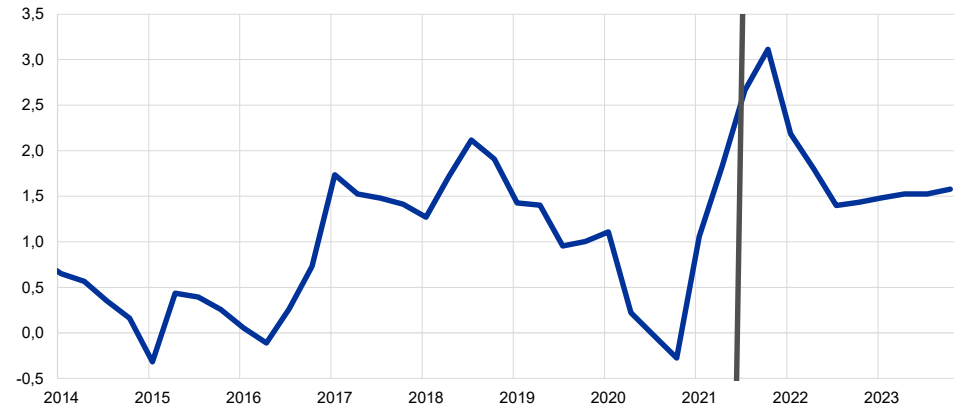
Gemäß den aktuellen Projektionen der EZB vom September 2021 wird die Gesamtinflation bis zum Jahresende moderat ansteigen, bevor sie im ersten Halbjahr 2022 wieder zurückgehen und dann bis zum Ende des Projektionszeitraums wieder allmählich anziehen wird.

Laut Projektion dürfte die am HVPI gemessene Gesamtinflation im laufenden Jahr bei durchschnittlich 2,2 % liegen, wobei sie im vierten Quartal aufgrund verschiedener ausgeprägter Basiseffekte ihren Höchststand erreichen wird. In den Jahren 2022 und 2023 wird die Gesamtinflation auf 1,7 % bzw. 1,5 % sinken (siehe Abbildung 19). Im Vergleich zu den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Juni 2021 wurde die HVPI-Inflationsrate für 2021 um 0,3 Prozentpunkte, für 2022 um 0,2 Prozentpunkte und für 2023 um 0,1 Prozentpunkte nach oben korrigiert. Dies hängt damit zusammen, dass die jüngsten Inflations- und Konjunkturdaten besser ausgefallen sind und dass sich der Druck auf der Angebotsseite, der aus den Störungen der globalen Wertschöpfungsketten resultiert, erhöht hat. Lässt man den vorübergehenden Inflationsanstieg im Jahr 2021 außer Acht, so deutet das mittelfristige Inflationsprofil auf einen steigenden aufwärtsgerichteten Preisdruck hin, der auf die Erholung der Wirtschaft und der Nachfrage zurückgeht. Der angebotsseitige Aufwärtsdruck auf die Preise dürfte indessen nachlassen. Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel wird sich den Erwartungen zufolge 2021 auf 1,3 %, 2022 auf 1,4 % und 2023 auf 1,5 % belaufen. Im Vergleich zu den Projektionen des Eurosystems vom Juni 2021 entspricht dies einer Aufwärtskorrektur um 0,2 Prozentpunkte für 2021 sowie um jeweils 0,1 Prozentpunkte für 2022 und 2023.

Abbildung 19

Teuerung nach dem HVPI im Euroraum (einschließlich Projektionen)

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat sowie EZB, [Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, September 2021](#), veröffentlicht am 9. September 2021 auf der Website der EZB.

Anmerkung: Die vertikale Linie markiert den Beginn des Projektionszeitraums. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2021 (Ist-Daten) bzw. das vierte Quartal 2023 (Projektionen). Stichtag für die in den Projektionen enthaltenen Daten war der 26. August 2021 (bzw. der 16. August 2021 für die Annahmen).

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

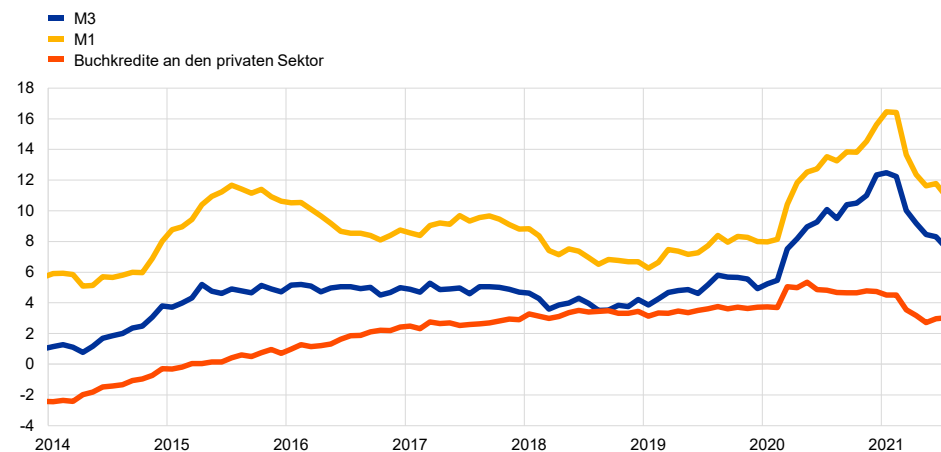
Die Geldschöpfung im Euro-Währungsgebiet verlangsamte sich im Juli 2021. Nach der erheblichen Geldmengenexpansion im Zuge der vorangegangenen Wellen der Corona-Pandemie (Covid-19) normalisierte sich das Geldmengenwachstum damit weiter. Die wichtigste Triebfeder der Geldschöpfung war nach wie vor die inländische Kreditvergabe, die vor allem von den Anleihekäufen des Eurosystems getragen wurde. Das Wachstum der Kredite an den privaten Sektor stabilisierte sich auf einem niedrigeren Niveau in der Nähe der langfristigen vor der Pandemie verzeichneten Stände. Dabei blieben die Finanzierungsbedingungen weiterhin sehr günstig. Das Außenfinanzierungsvolumen der Unternehmen ging im zweiten Quartal 2021 insgesamt zurück. Zugleich waren die Gesamtkosten der Außenfinanzierung im Juli etwas höher als im April. Ausschlaggebend hierfür waren vor allem höhere Eigenkapitalkosten, während die Kosten der marktbasiereten Fremdfinanzierung etwas sanken und die Kosten für Bankkredite weitgehend unverändert blieben.

Das Wachstum des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 verlangsamte sich im Juli 2021. Die Jahreswachstumsrate von M3 sank im Juli auf 7,6 %, nachdem sie im Vormonat noch bei 8,3 % gelegen hatte (siehe Abbildung 20). Ursächlich hierfür waren immer noch negative Basiseffekte im Zusammenhang mit dem außerordentlich hohen Liquiditätsbedarf in der ersten Jahreshälfte 2020. In der Quartalsbetrachtung kehrte das Geldmengenwachstum wieder zu seinem längerfristigen Durchschnittsniveau zurück. Die kürzerfristige M3-Dynamik blieb indes robust, da das Tempo der Geldschöpfung vor dem Hintergrund der umfangreichen geldpolitischen Stützungsmaßnahmen weiter hoch war. Betrachtet man die einzelnen Komponenten, so war das kräftige M3-Wachstum im Wesentlichen dem eng gefassten Geldmengenaggregat M1 geschuldet, das die liquidesten Komponenten von M3 enthält. Die Jahreswachstumsrate von M1 sank im Juli auf 11,0 % nach 11,8 % im Juni, wofür vor allem die schwächere Zunahme der täglich fälligen Einlagen von Unternehmen und privaten Haushalten ausschlaggebend war. Während die sonstigen kurzfristigen Einlagen das jährliche M3-Wachstum im Juli erneut bremsen, leisteten die marktfähigen Finanzinstrumente abermals einen kleinen positiven Wachstumsbeitrag. Ursächlich hierfür waren das niedrige Zinsniveau und die Suche der Investoren nach Rendite.

Abbildung 20

M3, M1 und Buchkredite an den privaten Sektor

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Buchkredite sind um Verkäufe und Verbriefungen sowie um fiktives Cash-Pooling bereinigt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2021.

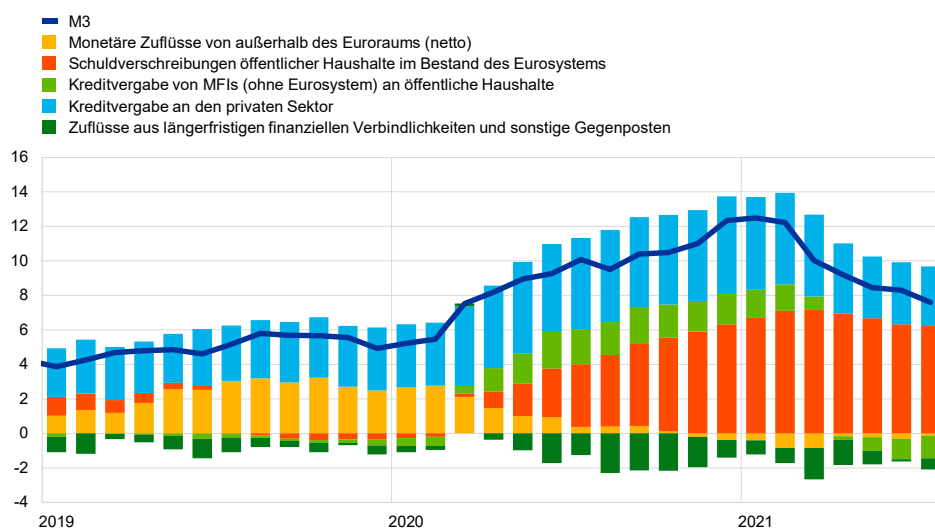
Das Wachstum der täglich fälligen Einlagen schwächte sich weiter ab. Der jährliche Zuwachs dieser Einlagen verlangsamte sich von 12,2 % im Juni auf 11,3 % im Juli. Verantwortlich hierfür war in erster Linie die Entwicklung der Einlagenbestände der Unternehmen und privaten Haushalte. Während der Pandemie hatte der geldhaltende Sektor eine starke Präferenz für täglich fällige Einlagen gezeigt, die vor allem auf Vorsichtsmotive zurückzuführen war. In den vergangenen Monaten ist das Tempo der Einlagenbildung der Unternehmen und Privathaushalte vor dem Hintergrund des Impffortschritts und der konjunkturellen Erholung wieder auf das vor der Pandemie verzeichnete Niveau gesunken. Die Einlagenbestände der Unternehmen entwickelten sich von Land zu Land unterschiedlich und spiegelten damit den heterogenen Liquiditätsbedarf sowie die Unterschiede zwischen den nationalen finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen wider. Die Jahreswachstumsrate des Bargeldumlaufs blieb im Juli indes mit 8,9 % relativ stabil, nachdem sie im Mai gesunken war.

Die Geldschöpfung wurde weiterhin maßgeblich von den Ankaufprogrammen des Eurosystems bestimmt. Wie bereits in den Vormonaten leistete der Nettoerwerb von Schuldverschreibungen öffentlicher Haushalte durch das Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) den größten Beitrag zum M3-Wachstum (siehe die roten Balkenabschnitte in Abbildung 21). Auch die Kredite an den privaten Sektor trugen zur M3-Dynamik bei (siehe die blauen Balkenabschnitte). Von der Kreditvergabe der Banken an öffentliche Haushalte ging ein negativer Wachstumsbeitrag aus, da Staatsanleihen veräußert und zudem weniger neue Staatsschuldtitle emittiert wurden (siehe die hellgrünen Balkenabschnitte). Gleichzeitig wirkten sich die monetären Zuflüsse von außerhalb des Euroraums (netto) mehr oder minder neutral auf die Geldschöpfung aus (siehe die gelben Balkenabschnitte). Die sonstigen Gegenposten trugen abermals negativ zum Wachstum der weit gefassten Geldmenge bei (siehe die dunkelgrünen

Balkenabschnitte), während die Banken angesichts der günstigen Bedingungen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) weiterhin bestehende längerfristige Verbindlichkeiten durch GLRG-Mittel ersetzen.

Abbildung 21
M3 und Gegenposten

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



Quelle: EZB.

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

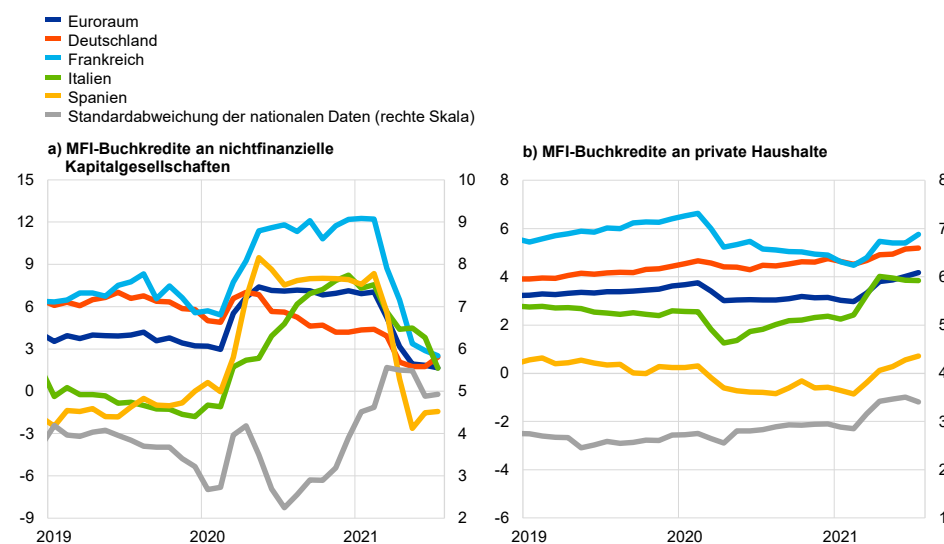
Das Wachstum der Buchkredite an den privaten Sektor stabilisierte sich auf einem niedrigeren Niveau in der Nähe der vor der Pandemie verzeichneten Werte.

Die Jahreswachstumsrate der Bankkredite an den privaten Sektor betrug im Juli 3,0 % (siehe Abbildung 20). Die Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte profitierte weiterhin von günstigen Finanzierungsbedingungen und der anhaltenden wirtschaftlichen Erholung. Während sich der jährliche Zuwachs der Unternehmenskredite im Juli geringfügig auf 1,7 % abschwächte (nach 1,8 % im Juni), stieg die Jahreswachstumsrate der Kredite an private Haushalte von 4,0 % auf 4,2 % (siehe Abbildung 22), wofür hauptsächlich die Hypothekendarlehen verantwortlich waren. Die etwas schwächere Dynamik der Unternehmenskredite lag vor allem darin begründet, dass die Firmen noch über ausreichende Finanzierungsmittel verfügen, da sie während der ersten Pandemiewelle reichlich Geld aufgenommen hatten. Sie haben also hohe Liquiditätsbestände und behalten zunehmend Gewinne ein, wodurch ihr Außenfinanzierungsbedarf abnimmt. Allerdings verbergen sich hinter dieser Gesamtentwicklung erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern, die unter anderem auf die uneinheitliche konjunkturelle Erholung zurückzuführen sind.

Abbildung 22

MFI-Buchkredite in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Standardabweichung)



Quelle: EZB.

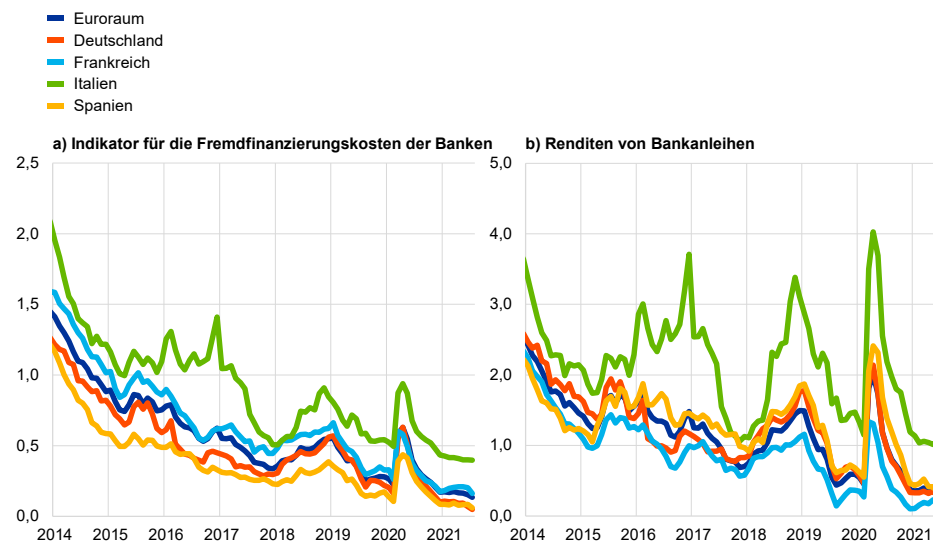
Anmerkung: Die Buchkredite sind um Verkäufe und Verbriefungen und bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften auch um fiktives Cash-Pooling bereinigt. Die Standardabweichung wird anhand der Minimal- und Maximalwerte einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2021.

Die Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum wurden durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB unterstützt und blieben deshalb niedriger als vor der Pandemie. Der Indikator für die Fremdfinanzierungskosten sank weiter und erreichte einen neuen Tiefstand (siehe Abbildung 23). Hierbei spielten mehrere Faktoren eine Rolle. Erstens ist die Versteilung der Zinsstrukturkurve, die die Kosten der Anleihefinanzierung im ersten Halbjahr 2021 in die Höhe getrieben hatte, inzwischen wieder absorbiert worden. Zweitens erheben die Banken im Euroraum seit Ausbruch der Pandemie immer häufiger negative Zinsen auf Unternehmenseinlagen. Auch die Einlagen privater Haushalte werden inzwischen vermehrt negativ verzinst, allerdings noch in relativ geringem Maße, da die Zinsträgheit hier recht hoch ist. Drittens trugen die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III), über die sich Banken zu sehr günstigen Bedingungen Liquidität verschaffen können, zu einer weiteren Lockerung der allgemeinen Finanzierungsbedingungen bei. Viertens leisten das APP- und das PEPP-Ankaufprogramm der EZB weiterhin einen Beitrag dazu, dass sich die Divergenzen zwischen den Finanzierungsbedingungen in den einzelnen Ländern sowie in den verschiedenen Risikoklassen und Laufzeitbereichen wieder dem niedrigeren vor der Pandemie verzeichneten Niveau annähern. Fünftens spielt auch das Programm „Next Generation EU“ in diesem Zusammenhang eine Rolle, dürfte es doch zu einer kräftigeren und einheitlicheren Erholung im gesamten Euro-Währungsgebiet und somit zu einer Verringerung des Kreditrisikos auf Ebene des Euroraums beitragen. Und schließlich werden die Preise für gedeckte Bankanleihen durch das dritte Programm der EZB zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3) direkt gestützt.

Abbildung 23

Indikator für die Fremdfinanzierungskosten der Banken

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



Quellen: EZB, Markit iBoxx und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der in den Indikator eingehende gewichtete Zinssatz für die einlagenbasierte Finanzierung entspricht dem Durchschnitt aus den Neugeschäftszinssätzen für täglich fällige Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist (gewichtet mit den jeweiligen Beständen). Bei den Bankanleiherenditen handelt es sich um die monatlichen Durchschnittsrenditen von vorrangigen Anleihen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2021.

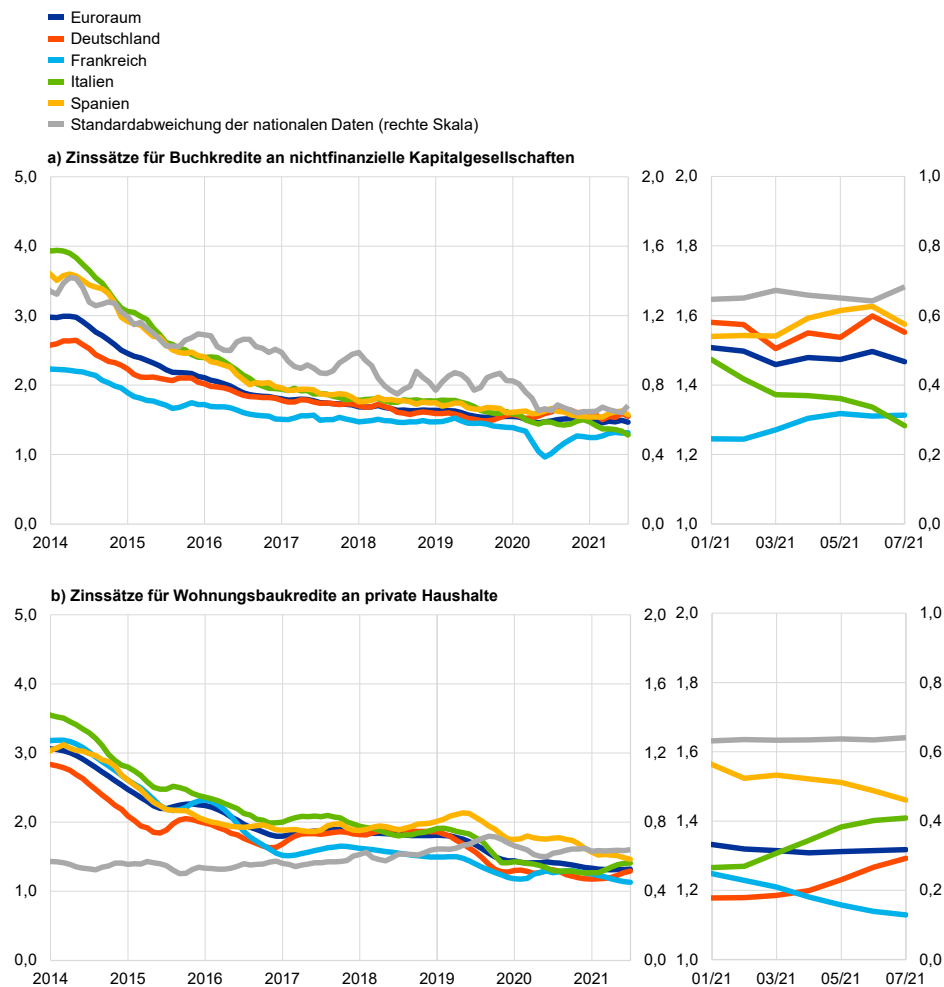
Die Kreditzinsen der Banken blieben in der Nähe ihrer historischen Tiefstände.

Die gewichteten Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und für Wohnungsbaukredite an private Haushalte waren im Juli 2021 mit 1,47 % bzw. 1,32 % mehr oder weniger unverändert (siehe Abbildung 24). Insgesamt spiegelt ihre Entwicklung den anhaltenden Effekt der geldpolitischen Maßnahmen der EZB wider. Allerdings verbergen sich dahinter unterschiedliche Entwicklungen in den größten Ländern des Euroraums sowie bei den verschiedenen Laufzeitkategorien und Größenklassen. Der Abstand zwischen den Bankkreditzinsen für sehr kleine Kredite und für große Kredite hat sich weiter auf einem Niveau stabilisiert, wie es vor der Pandemie verzeichnet worden war. Trotz der beträchtlichen Unsicherheit bezüglich des längerfristigen Einflusses der Pandemie auf die Wirtschaft haben die politischen Stützungsmaßnahmen einer breit angelegten Verschärfung der Finanzierungsbedingungen entgegengewirkt, die die anfänglichen negativen wirtschaftlichen Auswirkungen der Pandemie noch hätte verstärken können.

Abbildung 24

Gewichtete Kreditzinsen der Banken in ausgewählten Ländern des Euroraums

(in % p. a. (gleitender Dreimonatsdurchschnitt); Standardabweichung)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Indikatoren der Bankkreditkosten insgesamt errechnen sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monats-Durchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die Standardabweichung wird anhand einer festen Stichprobe von 12 Euro-Ländern ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2021.

Die Außenfinanzierungsströme der Unternehmen schwächten sich im zweiten Quartal 2021 insgesamt ab.

Die Jahreswachstumsrate der Außenfinanzierung verringerte sich von 4,3 % im März auf 2,2 % im Juni (siehe Abbildung 25, Grafik a), obwohl die Außenfinanzierungsströme auch weiterhin von den günstigen Finanzierungsbedingungen profitierten. Im zweiten Quartal 2021 stieg die Nettoemission börsennotierter Aktien sprunghaft an. Für die geringeren Außenfinanzierungsströme war indes hauptsächlich die schwächere Dynamik der Unternehmenskreditvergabe verantwortlich. Diese scheint die Folge der günstigen Entwicklungen zu sein, die aus der gestiegenen Bargeldhaltung, den höheren einbehaltenen Gewinnen, umfangreichen Liquiditätspolstern, attraktiven Konditionen für die marktbasierende Fremdfinanzierung sowie einer gesunkenen Kreditintensität der Sektoren, die die Erholung tragen, resultiert. Gleichwohl haben die Unternehmen in einem Umfeld, das von umfangreichen Liquiditätsbeständen und der anhaltenden

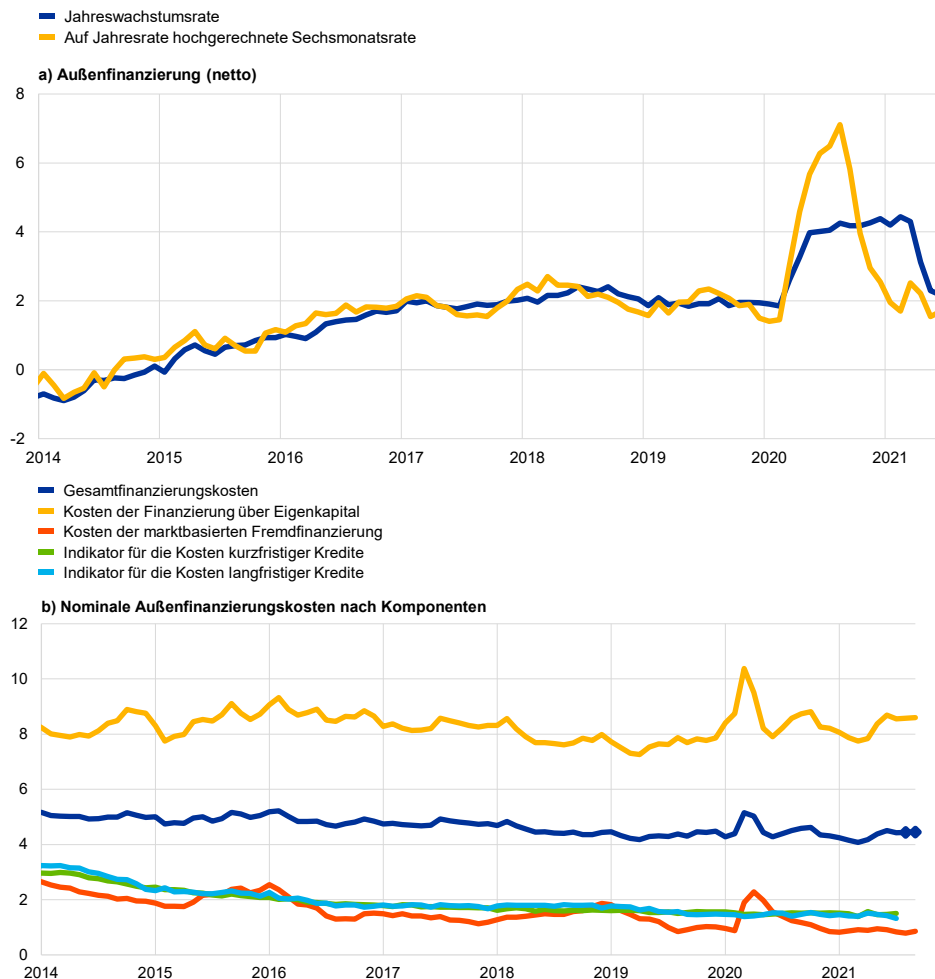
politischen Unterstützung geprägt ist, ihre kurzfristige Finanzierung zunehmend durch längerfristige Instrumente ersetzt. Diese Veränderung in der Laufzeitstruktur stützt die Annahme, dass es die Unternehmen zunehmend vorziehen, Außenfinanzierungsmittel anstelle von Liquiditätspolstern für Unternehmensinvestitionen zu verwenden.

Die nominalen Gesamtkosten der Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (bestehend aus Bankkrediten, Anleiheemissionen am Markt und der Finanzierung über Eigenkapital) haben sich seit April dieses Jahres erhöht. Im Juli 2021 betragen die Außenfinanzierungskosten 4,4 % und lagen damit rund 70 Basispunkte unter dem Höchststand vom März 2020 und 35 Basispunkte über dem historischen Tiefstand vom März 2021 (siehe Abbildung 25, Grafik b). Der im Juli verzeichnete Anstieg war hauptsächlich durch höhere Eigenkapitalkosten bedingt. Diese waren wiederum auf gestiegene Aktienrisikoprämien zurückzuführen, die durch die rückläufigen risikofreien Zinssätze nicht ausgeglichen wurden. Der Rückgang der risikofreien Zinsen hatte – zusammen mit der weiteren Verengung der Spreads von Unternehmensanleihen, insbesondere im Hochzinssegment – zur Folge, dass die Kosten für die marktbasierende Fremdfinanzierung noch etwas weiter sanken und nun wieder in der Nähe ihres historischen Tiefstands vom Januar 2021 liegen. Die Gesamtfinanzierungskosten sind Schätzungen zufolge von Juli bis zum 8. September weitgehend gleich geblieben. Während die Eigenkapitalkosten in diesem Zeitraum generell stabil waren, war bei den Kosten für die marktbasierende Fremdfinanzierung eine größere Volatilität zu beobachten: Sie sanken im August auf einen historischen Tiefstand, bevor sie aufgrund steigender risikofreier Zinsen wieder auf ihr Niveau vom Juli zurückkehrten.

Abbildung 25

Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

Anmerkung: Grafik a: Die Außenfinanzierung (netto) ist die Summe aus MFI-Buchkrediten, der Nettoemission von Schuldverschreibungen und der Nettoemission börsennotierter Aktien. Die MFI-Buchkredite sind um Verkäufe, Verbriefungen und Cash-Pooling bereinigt. Grafik b: Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften entsprechen dem gewichteten Mittel der Kosten von Bankkrediten, der marktbasiereten Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital, bezogen auf die entsprechenden Bestandsgrößen. Die dunkelblauen Rauten markieren die Nowcasts der Gesamtfinanzierungskosten für August und September 2021, die auf der Annahme beruhen, dass die Bankkreditzinsen unverändert auf ihrem Niveau von Juli 2021 verbleiben. In Grafik a beziehen sich die jüngsten Angaben auf Juni 2021. In Grafik b beziehen sich die jüngsten Angaben auf den 8. September 2021 (Kosten der marktbasiereten Fremdfinanzierung; Monatsdurchschnitt der täglichen Daten), den 3. September 2021 (Kosten der Finanzierung über Eigenkapital; wöchentliche Daten) bzw. Juli 2021 (Kreditkosten; monatliche Daten).

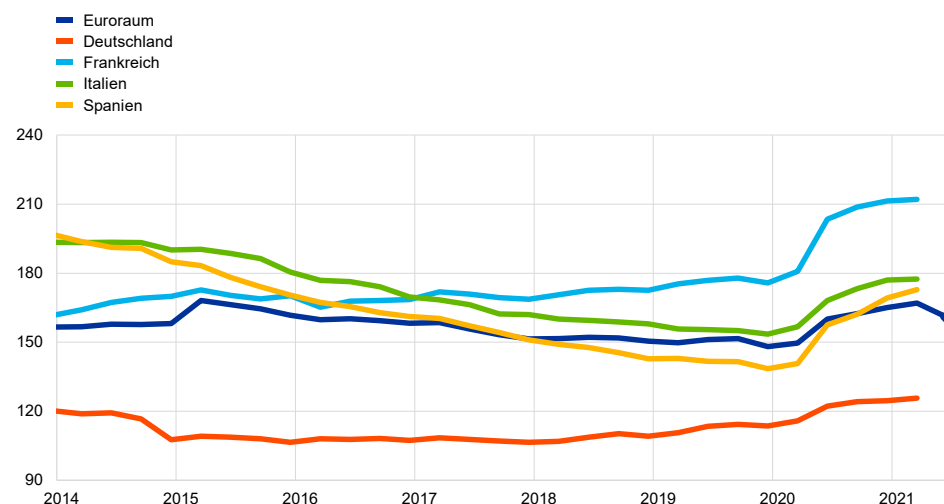
Die Bruttoverschuldung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum verringerte sich im zweiten Quartal 2021 leicht gegenüber den zuvor verzeichneten hohen Ständen (siehe Abbildung 26). Die an der Wertschöpfung gemessene Bruttoschuldenquote der Unternehmen sank im zweiten Quartal um 6 Prozentpunkte, da die Wertschöpfung kräftig zulegte. Dadurch verringerte sich der seit Ende 2019 verzeichnete kumulierte Anstieg dieser Verschuldungsmessgröße auf 12,7 Prozentpunkte. Insgesamt lässt sich die breit angelegte Zunahme der Bruttoverschuldung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften seit Anfang 2020 hauptsächlich mit der stärkeren Inanspruchnahme von Fremdfinanzierungsmitteln erklären. Allerdings entwickelte sich die Bruttoverschuldung je nach Unternehmensart und auch von Land zu Land uneinheitlich, worin der

unterschiedlich starke Einfluss der Pandemie und die verschiedenen politischen Reaktionen der einzelnen Länder zum Ausdruck kamen. Da die Firmen seit Ausbruch der Pandemie im März 2020 in großem Umfang liquide Aktiva aufgebaut haben, ist die Nettoschuldenquote erheblich weniger gestiegen als die Bruttoschuldenquote. Die Tatsache, dass die Bruttoverschuldung der Unternehmen im historischen Vergleich nach wie vor hoch ist, legt die Vermutung nahe, dass die Anfälligkeit der Unternehmen gegenüber negativen Schocks immer noch hoch sein könnte, insoweit als sich die Höhe der Liquiditätspolster von Sektor zu Sektor unterscheidet. Durch die finanzpolitischen Maßnahmen wurde indes verhindert, dass die Unternehmen angesichts stark negativer Bruttoersparnisse beträchtliche Finanzierungsengpässe erlitten. Alles in allem deuten diese Entwicklungen darauf hin, dass die Widerstandsfähigkeit der Unternehmen und ihre Fähigkeit zur Steigerung ihrer Investitionen im Wesentlichen von einer anhaltenden Erholung und einer fortgesetzten politischen Unterstützung abhängen.

Abbildung 26

Bruttoverschuldung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in ausgewählten Ländern des Euroraums

(in % der Bruttowertschöpfung)



Quellen: EZB, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Verschuldung ist definiert als die Summe aller Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ohne intrasektorale Kredite, begebene Schulverschreibungen und Pensionsverpflichtungen. Die blaue Raute markiert den Nowcast für das zweite Quartal 2021. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2021.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

Während der finanzpolitische Kurs nach dem Ausbruch der Corona-Pandemie (Covid-19) deutlich gelockert worden war, wurden in den vergangenen Monaten nur wenige weitere Konjunkturmaßnahmen verabschiedet. Dies hängt damit zusammen, dass die Länder ihre Haushaltsplanungen für 2022 noch nicht abgeschlossen haben und die wirtschaftliche Erholung offenbar etwas schneller voranschreitet als erwartet. Vor diesem Hintergrund gelangen die Expertinnen und Experten der EZB in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2021 zu der Einschätzung, dass sich die Haushaltsaussichten im Vergleich zum Juni verbessert haben. Die Defizitquote dürfte 2021 mit 7,1 % hoch bleiben (nach 7,3 % im Vorjahr). Für den Zeitraum danach wird angesichts der abklingenden Pandemie und des sich festigenden Aufschwungs ein rascher Rückgang projiziert. Im Jahr 2022 dürfte die Defizitquote bei 3,0 % und 2023 (am Ende des Projektionszeitraums) bei 2,1 % liegen. Es wird erwartet, dass sich diese Entwicklung auch in der euroraumweiten Staatsverschuldung widerspiegelt. Sie wird 2021 mit knapp 99 % des BIP einen Höchststand erreichen und bis 2023 auf rund 94 % des BIP sinken. Gleichwohl ist nach wie vor ein ambitionierter und koordinierter finanzpolitischer Kurs erforderlich. Wird die fiskalische Unterstützung zu früh zurückgenommen, besteht die Gefahr, dass die Erholung schwächer ausfällt und die längerfristigen negativen Folgen verstärkt werden. Zugleich sollten die finanzpolitischen Maßnahmen befristet und antizyklisch bleiben, während sie hinreichend zielgerichtet sein müssen, um Schwachstellen wirksam anzugehen und einen zügigen Aufschwung der Wirtschaft im Euroraum zu unterstützen. Der Aufbauplan „Next Generation EU“ (NGEU) dürfte eine wichtige Ergänzung zum nationalen finanzpolitischen Handeln darstellen, da er zu einer rascheren, stärkeren und einheitlicheren Erholung beiträgt.

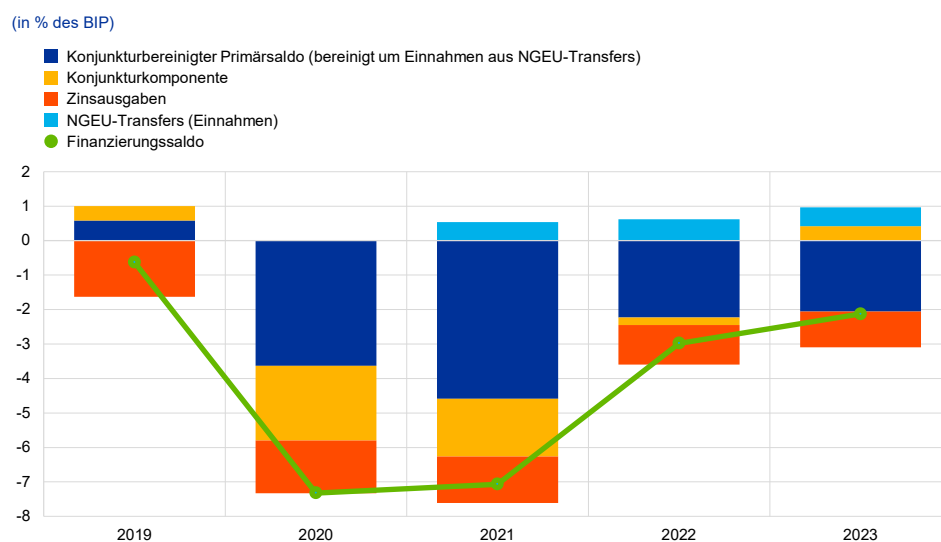
Den Projektionen vom September 2021 zufolge wird sich der öffentliche Finanzierungssaldo im Euroraum im laufenden Jahr nur geringfügig, ab 2022 jedoch deutlich verbessern.¹⁴ Die gesamtstaatliche Defizitquote im Eurogebiet belief sich 2020 auf 7,3 % und erreichte damit den höchsten Stand seit Einführung des Euro. Gemäß den aktuellen Projektionen wird sie in diesem Jahr nur geringfügig auf 7,1 % zurückgehen. Danach dürfte sie stärker sinken – auf 3,0 % im Jahr 2022 und 2,1 % im Jahr 2023 (siehe Abbildung 27). Die Ausweitung des Haushaltsdefizits im vergangenen Jahr war großteils einer Verschlechterung des konjunkturbereinigten Primärsaldos geschuldet. Diese war wiederum die Folge pandemiebedingter Stützungsmaßnahmen im Umfang von rund 4,2 % des BIP. Es wird davon ausgegangen, dass sich diese Maßnahmen zur Eindämmung der Krise und Unterstützung des Aufschwungs im laufenden Jahr auf rund 4,6 % des BIP erhöhen, da die Regierungen bestehende Notmaßnahmen verlängert oder nach und nach ausgeweitet bzw. zusätzliche – zum Teil mit NGEU-Mitteln finanzierte – Maßnahmen ergriffen haben, um die wirtschaftliche Erholung zu stützen.¹⁵ Eine

¹⁴ Siehe EZB, [Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), September 2021.

¹⁵ Die NGEU-Transfers werden sich im Projektionszeitraum 2021-2023 auf jährlich rund 0,6 % des BIP belaufen. Es wird angenommen, dass sie im Verbund mit dem begrenzten Umfang an Krediten einen zusätzlichen Konjunkturimpuls von insgesamt 1,5 % des BIP finanzieren. Dies deckt sich weitgehend mit den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Juni 2021.

weitere Ursache des Defizitanstiegs im vergangenen Jahr ist die stark negative Wirkung der Konjunkturkomponente, die ab 2021 geringer werden dürfte, wenn auch zunächst nur moderat. Der öffentliche Finanzierungssaldo dürfte sich ab dem Jahr 2022 deutlich gegenüber 2021 verbessern. Als Grund hierfür wird in den Projektionen ein höherer konjunkturbereinigter Primärsaldo genannt. Dieser ergibt sich daraus, dass ein Großteil der (nicht mit NGEU-Mitteln finanzierten) Notmaßnahmen auslaufen werden. Darüber hinaus dürfte die negative Wirkung der Konjunkturkomponente ab 2022 rasch nachlassen, sodass 2023 schließlich ein positiver Beitrag zu erwarten ist. Die allmählich sinkenden Zinsausgaben dürften sich – zwar in geringerem Maße, aber über den gesamten Projektionszeitraum hinweg – ebenfalls günstig auf den Finanzierungssaldo auswirken.

Abbildung 27
Öffentlicher Finanzierungssaldo und seine Zusammensetzung



Quellen: EZB und EZB, Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, September 2021.

Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf das Aggregat des Sektors Staat der Euro-Länder.

Der fiskalische Kurs im Eurogebiet war 2020 sehr expansiv und dürfte auch 2021 expansiv bleiben.¹⁶ Es wird erwartet, dass er nach den sehr umfangreichen Stützungsmaßnahmen ab dem Jahr 2022 wieder gestrafft wird, wenn sich die fiskalische Unterstützung mit dem Auslaufen der pandemiebedingten, befristeten Hilfsmaßnahmen nach und nach verringert. Im Jahr 2023 dürfte die Finanzpolitik

¹⁶ Der fiskalische Kurs spiegelt Richtung und Ausmaß des Impulses der diskretionären Fiskalpolitik auf die Volkswirtschaft – ohne die automatische Reaktion der öffentlichen Finanzen auf den Konjunkturzyklus – wider. Er wird hier anhand der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos ohne Anrechnung der staatlichen Unterstützungsleistungen für den Finanzsektor gemessen. Da die Einnahmen aus den NGEU-Transfers aus dem EU-Haushalt keine dämpfende Wirkung auf die Nachfrage haben, werden sie aus dem konjunkturbereinigten Primärsaldo herausgerechnet. Ferner ist zu beachten, dass die Fiskalprojektionen zum Eurogebiet, auf die in diesem Abschnitt Bezug genommen wird, nicht die Auswirkung der NGEU-Transfers auf die europäische, supranationale Defizit- bzw. Schuldenquote berücksichtigen. Zum Konzept des Fiskalkurses im Euroraum siehe EZB, [Der fiskalische Kurs im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2016, Juni 2016.

weitgehend neutral ausgerichtet sein.¹⁷ Dessen ungeachtet wird die wirtschaftliche Erholung während des gesamten Projektionszeitraums in noch immer hohen Maße durch Fiskalmaßnahmen unterstützt. Dies zeigt sich daran, dass der Primärsaldo nach wie vor deutlich negativ ist.

Die Länder des Eurogebiets haben nicht nur fiskalpolitische Maßnahmen zur Stützung ihrer Volkswirtschaften ergriffen, sondern auch umfangreiche Kreditgarantien übernommen bzw. Ermächtigungen dafür vorgesehen, um die Liquiditätsposition der Unternehmen zu stärken. In ihrer Gesamtheit belaufen sich diese Garantien und Ermächtigungen im Jahr 2021 auf rund 19 % des

euroraumweiten BIP. Die Inanspruchnahme der Garantien wird für den Zeitraum 2020-2021 auf insgesamt 5 % des BIP geschätzt. Dies entspricht weitgehend den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Juni 2021. Allerdings verbergen sich hinter dieser Schätzung deutliche Unterschiede auf Länderebene, sowohl hinsichtlich der Höhe der Garantien und Ermächtigungen als auch im Hinblick auf die Inanspruchnahme. Die Kreditgarantien stellen Eventualverbindlichkeiten der Staaten dar; bei Inanspruchnahme führen sie zu öffentlichen Mehrausgaben und damit zu einem Anstieg der Staatsverschuldung.

Gemäß den aktuellen Projektionen wird der öffentliche Finanzierungssaldo für das laufende Jahr nahezu den Projektionen vom Juni 2021 entsprechen, während er für 2022 und 2023 deutlich stärker nach oben korrigiert wurde. Die

Aufwärtsrevision des gesamtstaatlichen Finanzierungssaldos in Relation zum BIP beläuft sich für 2021 auf 0,1 Prozentpunkte und für die beiden Folgejahre auf 0,4 bzw. 0,5 Prozentpunkte. Sie ergibt sich in erster Linie aus einer Verbesserung der Konjunkturkomponente und in geringerem Umfang aus einem Rückgang der Zinsausgaben.

Die gesamtstaatliche Schuldenquote im Eurogebiet dürfte nach einem deutlichen Anstieg im Jahr 2020 im laufenden Jahr einen Höchststand von knapp 99 % erreichen und danach bis 2023 allmählich auf rund 94 % zurückgehen. Die Schuldenquote hatte sich 2020 um 14 Prozentpunkte erhöht.

2021 wird der noch immer stark defizitäre Primärsaldo nur teilweise durch einen deutlich schuldensenkenden Beitrag des Zins-Wachstums-Differenzials ausgeglichen. In den Jahren 2022 und 2023 dürfte die Schuldenquote indes zu sinken beginnen, da niedrigere Primärdefizite durch günstige Beiträge des Zins-Wachstums-Differenzials und in geringerem Umfang durch negative Deficit-Debt-Adjustments überwogen werden (siehe Abbildung 28). Im Ergebnis wird die öffentliche Schuldenquote am Ende des Projektionszeitraums nahezu 10 Prozentpunkte über ihrem Vorkrisenstand liegen. Gleichwohl hat die Coronakrise die Entwicklung der öffentlichen Schuldenstände etwas weniger belastet, als in ihrer Anfangsphase allgemein erwartet worden war.¹⁸

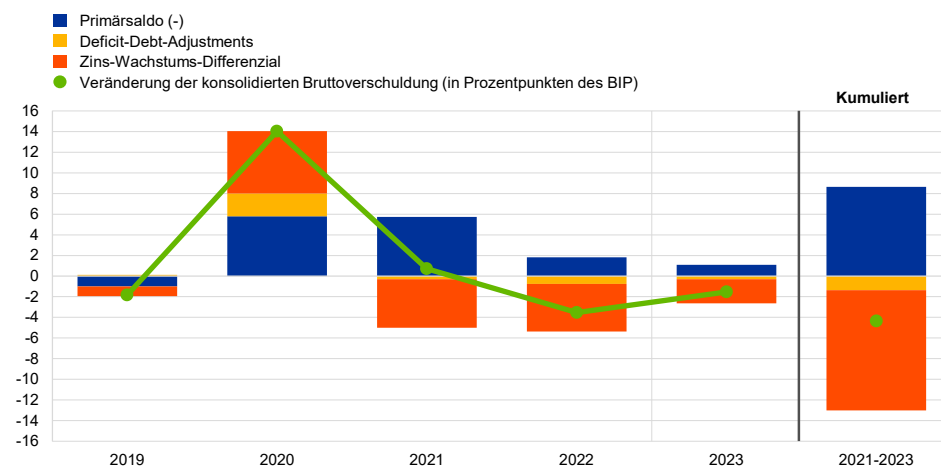
¹⁷ Der fiskalische Kurs im Eurogebiet belief sich den Schätzungen zufolge im Jahr 2020 auf -4,3 Prozentpunkte des BIP. Bereinigt um Einnahmen aus NGEU-Transfers dürfte er 2021 bei -1,1 Prozentpunkten, 2022 bei +2,3 Prozentpunkten und 2023 bei +0,2 Prozentpunkten des BIP liegen.

¹⁸ So gingen die Expertinnen und Experten der EZB in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2020 noch von einer rund 4 Prozentpunkte höheren Schuldenquote zum Jahresende 2022 aus als in ihren aktuellen Projektionen.

Abbildung 28

Veränderung der Staatsverschuldung und Bestimmungsfaktoren

(soweit nicht anders angegeben, in % des BIP)



Quellen: EZB und EZB, Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, September 2021.

Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf das Aggregat des Sektors Staat der Euro-Länder.

Die Unternehmen und privaten Haushalte, die am härtesten von der anhaltenden Pandemie getroffen werden, sollten auch künftig die dringend benötigte Unterstützung durch die nationale Finanzpolitik zeitnah und hinreichend zielgerichtet erhalten. Wird die fiskalische Unterstützung zu früh zurückgenommen, besteht die Gefahr, dass die Erholung schwächer ausfällt und die längerfristigen negativen Folgen verstärkt werden. Zugleich sollten die finanzpolitischen Maßnahmen befristet und antizyklisch bleiben, während sie hinreichend zielgerichtet sein müssen, um Schwachstellen wirksam anzugehen und eine zügige Erholung der Wirtschaft des Euroraums zu unterstützen. Sobald sich die Konjunktur in genügendem Maße erholt hat, ist eine allmähliche Verringerung der Haushaltsungleichgewichte möglich. Vorantreiben lässt sich dieser Prozess durch eine entschlossen wachstumsfreundlichere Ausgestaltung der öffentlichen Finanzen sowie durch Strukturreformen, die das Wachstumspotenzial der Volkswirtschaften im Euroraum erhöhen. Die Aufbau- und Resilienzfazilität von NGEU kann hierbei wertvolle Unterstützung leisten, indem sie nicht zuletzt den ökologischen und digitalen Wandel beschleunigt.

Kästen

1 Vergleich der jüngsten Inflationsentwicklung in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet

Gerrit Koester, Jakob Nordeman und Michel Soudan

Nachdem die Gesamtinflation im Jahr 2020 gesunken war, kam es in den vergangenen Monaten sowohl in den Vereinigten Staaten als auch im Euro-Währungsgebiet zu einem deutlichen Anstieg (siehe Abbildung A). Für diese Entwicklung waren in beiden Wirtschaftsräumen Basiseffekte ausschlaggebend, die im Zusammenhang mit der Erholung der Energiepreise von ihrem Rückgang im Vorjahr standen.¹

In den Vereinigten Staaten war der jüngste Anstieg der Gesamtinflation allerdings wesentlich stärker ausgeprägt als im Euroraum, was sich auch in der Veränderung des jeweiligen Preisniveaus widerspiegelt. So liegen die Indizes für die Gesamtinflation und die ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnete Teuerung im Eurogebiet nur rund 2 % über ihrem Stand vor der Corona-Pandemie (Covid-19) im Dezember 2019. Im Vergleich dazu haben sie sich in den USA um rund 6 % erhöht (siehe Abbildung B).

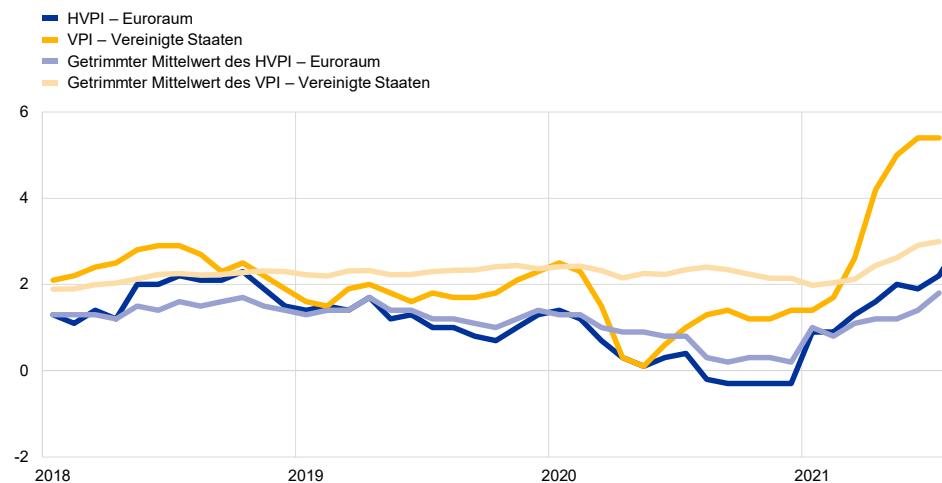
Für die Entwicklung der Gesamtteuerung war in den zurückliegenden Monaten – und dies gilt insbesondere für die Vereinigten Staaten – eine relativ geringe Zahl von Komponenten (z. B. Energie) verantwortlich, die sehr hohe Preissteigerungsraten aufwiesen. Dies lässt sich beispielsweise anhand der getrimmten Mittelwerte für die am VPI gemessene US-Inflationsrate und die am HVPI gemessene Inflationsrate des Euro-Währungsgebiets veranschaulichen, die um die Komponenten mit den höchsten und den niedrigsten Preissteigerungsraten bereinigt sind (siehe Abbildung A). Der getrimmte Mittelwert der Gesamtteuerungsrate in den Vereinigten Staaten (VPI) stieg von Januar bis Juli 2021 um rund 1,0 Prozentpunkte, der für die Gesamtinflationsrate des Euro-Währungsgebiets (HVPI) um 0,8 Prozentpunkte. Dagegen erhöhte sich die ungetrimmte Gesamtinflationsrate in den USA (VPI) in diesem Zeitraum um 4,0 Prozentpunkte, während sie im Eurogebiet (HVPI) um 1,3 Prozentpunkte zulegte.

¹ Siehe auch EZB, [Einfluss von Basiseffekten und Steuern auf den jüngsten Verlauf der Energiepreisinflation](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 3/2021, Mai 2021.

Abbildung A

Gesamtinflation und getrimmte Mittelwerte

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



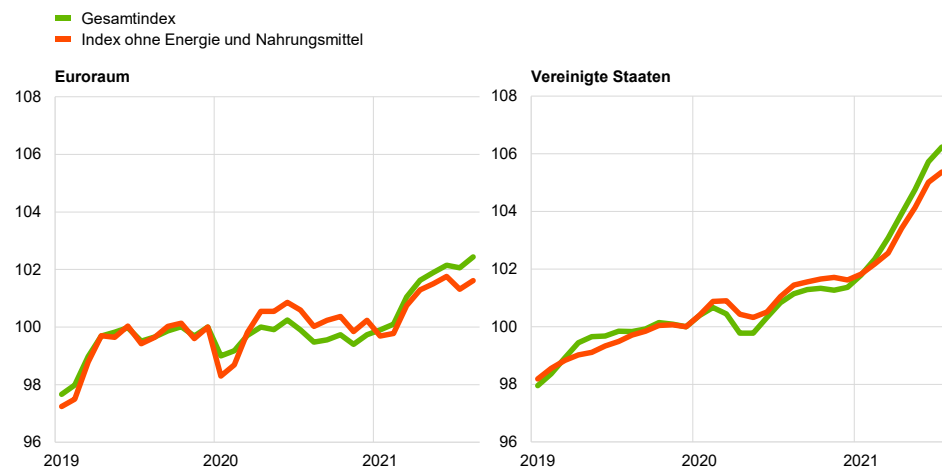
Quellen: Eurostat, Federal Reserve Bank of Cleveland und EZB.

Anmerkung: HVPI = Harmonisierter Verbraucherpreisindex; VPI = Verbraucherpreisindex. Auf Basis von Berechnungen der Federal Reserve Bank of Cleveland werden beim getrimmten Mittelwert für die USA 16 % der Komponenten des VPI herausgerechnet; für den HVPI des Euroraums sind es auf Basis von EZB-Berechnungen 15 %. Beim getrimmten Mittelwert werden für beide Indizes für jeden Monat rund 8 % von beiden Rändern der Verteilungskurve der Preisänderungen entfernt. Die jährlichen Veränderungsdaten werden anhand von neu skalierten Gewichten berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2021 bzw. für den HVPI auf August 2021.

Abbildung B

Indexstand des HVPI im Euroraum und des VPI in den Vereinigten Staaten

(Index: Dezember 2019 = 100)



Quellen: Eurostat, Federal Reserve Bank of Cleveland und EZB.

Anmerkung: HVPI = Harmonisierter Verbraucherpreisindex; VPI = Verbraucherpreisindex. Für den Euroraum bezieht sich die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel auf den HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel und für die USA analog auf den VPI ohne Energie und Nahrungsmittel. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2021 (USA) bzw. August 2021 (Euroraum).

Während die Teuerungsrate (VPI) ohne Energie und Nahrungsmittel in den Vereinigten Staaten jetzt wesentlich höher ist als vor der Pandemie, ist die Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPI) im Eurogebiet nach

wie vor niedriger (siehe Abbildung C).² Im Euroraum betrug die Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel im Juli 2021 0,7 %, verglichen mit 1,2 % im Februar 2020. In den Vereinigten Staaten lag sie hingegen schon im Februar 2020 auf einem deutlich höheren Niveau (2,4 %) und belief sich im Juli 2021 auf 4,3 %. Die unterschiedliche Inflationsentwicklung lässt sich neben der immer noch größeren Unterauslastung der Wirtschaft im Euroraum auf verschiedene Faktoren zurückführen. Erstens stiegen die Preise für Gebrauchtwagen und Lastkraftwagen in den Vereinigten Staaten im zweiten Quartal 2021 aus mehreren Gründen sprunghaft an: Neuwagen als enges Substitut waren nur in geringerem Maße verfügbar, weil sich die Produktion aufgrund von Engpässen bei der Halbleiterversorgung verlangsamte. Außerdem verkauften Autovermietungen angesichts einer steigenden Nachfrage nach Mietwagen beim Wiederhochfahren der Wirtschaft weniger eigene Gebrauchtfahrzeuge. Überdies wurde der Individualverkehr gegenüber öffentlichen Transportmitteln bevorzugt, und das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte wuchs aufgrund von fiskalischen Maßnahmen, wodurch die Nachfrage nach gebrauchten Pkw in den Vereinigten Staaten Auftrieb erhielt. Allein auf die Verteuerung von Gebrauchtwagen und Lkw entfiel mit 1,5 Prozentpunkten rund die Hälfte des Anstiegs der Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel. Diese erhöhte sich von Januar bis Juli 2021 von 1,4 % auf 4,3 %. Im Euroraum war dagegen in den letzten Monaten eine leichte Preissteigerung bei Neuwagen zu verzeichnen, die unter anderem mit Engpässen bei Zulieferern zusammenhing. Die Gebrauchtwagenpreise stiegen indes im Schnitt nicht übermäßig an, da die entsprechende Nachfrage nicht besonders stark zunahm. Außerdem haben Gebrauchtwagen im Euroraum ein deutlich geringeres Gewicht im Gesamtindex des HVPI (1,1 %, verglichen mit rund 3 % in den USA). Zweitens zogen die Preise für Dienstleistungen im Reiseverkehr sowie für Verkehrsdienstleistungen nach der Lockerung der coronabedingten Eindämmungsmaßnahmen in den Vereinigten Staaten kräftig an, was in den vergangenen Monaten mit einem hohen positiven Beitrag zur Teuerungsrate (VPI) verbunden war. Im Eurogebiet wurden die Eindämmungsmaßnahmen später aufgehoben, sodass auch die Entwicklung der Preise für Reiseverkehrs- und Verkehrsdienstleistungen gegenüber der in den USA verzögert ist.³ Durch die Wohnungsmieten verringert sich die Divergenz der Inflationsentwicklung in den beiden Wirtschaftsräumen geringfügig. Während die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel in den USA durch die Mieten gedrosselt wurde, war dies im Euroraum nicht zu beobachten. Dahinter verbergen sich ein größeres Gewicht dieser Komponente im US-Warenkorb und die starrere Mietpreisentwicklung im Eurogebiet während der Pandemie. Mit Blick auf die Entwicklung der Kerninflation sind allerdings auch einige Gemeinsamkeiten festzustellen. Sowohl diesseits wie auch jenseits des Atlantiks nahm der Beitrag der Konsumgüter ohne die volatilen Komponenten wie Bekleidung und Schuhe sowie Gebrauchtwagen zu (siehe Abbildung D). Dies dürfte einem Zusammenwirken

² Im Jahr 2021 vorgenommene Änderungen der HVPI-Gewichte haben auch die am HVPIX gemessene Inflationsentwicklung im Euroraum seit Jahresbeginn beeinflusst. Die Änderungen wirkten sich negativ auf die jüngste Entwicklung der HVPIX-Inflation aus; die entsprechende Teuerungsrate würde unter Berücksichtigung dieser Effekte viel näher am Niveau vom Februar 2020 liegen. [Weitere Einzelheiten](#) hierzu finden sich in: EZB, Wirtschaftsbericht 5/2021, Abschnitt 4 und insbesondere Abbildung 8, August 2021.

³ Außerdem hatten die 2021 erfolgten Änderungen der Gewichtung im HVPI vor allem bei diesen Dienstleistungen einen negativen Effekt auf die Preissteigerungsraten (siehe vorherige Fußnote).

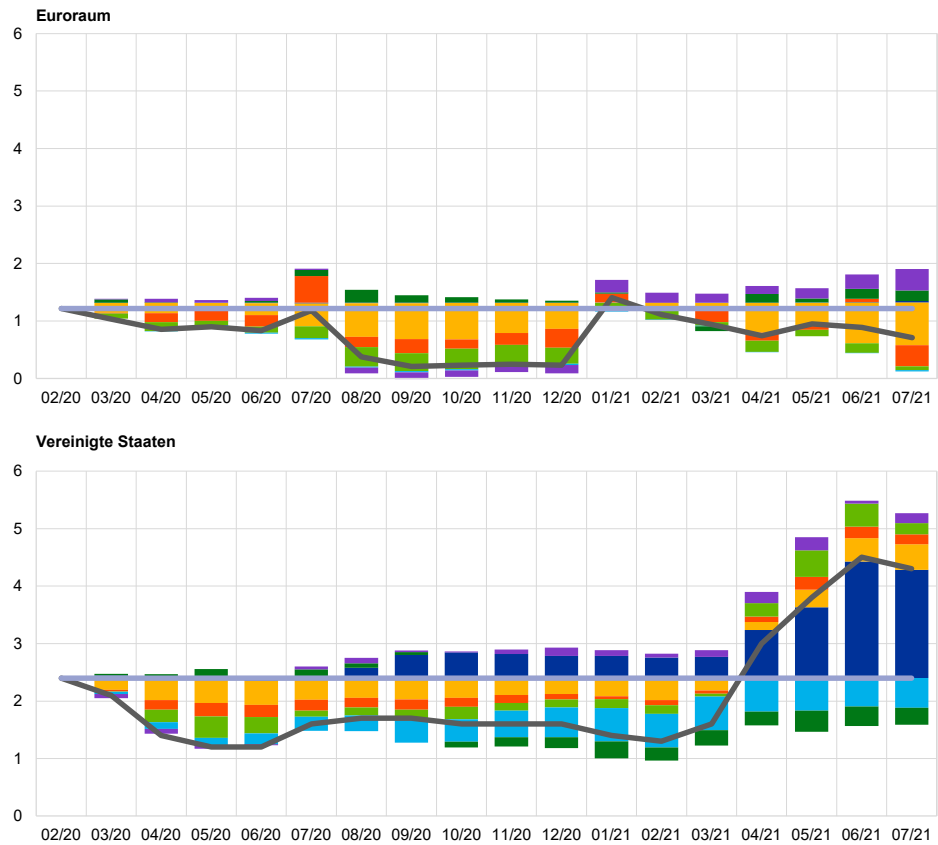
verschiedener Faktoren zuzuschreiben sein. Hierzu zählen beispielsweise die nach den Lockdown-Maßnahmen wieder anziehende Nachfrage, aber in gewissem Umfang auch das Durchwirken des globalen Preisdrucks, der von höheren Vorleistungspreisen (einschließlich der Rohstoffpreise) und Frachtkosten sowie Engpässen bei einigen Vorleistungsgütern ausgeht.⁴

Abbildung C

Beiträge zur Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

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

- Gebrauchtwagen
- Dienstleistungen im Reiseverkehr
- Bekleidung und Schuhe
- Verkehrsdienstleistungen
- Wohnungsmieten
- Sonstige Dienstleistungen
- Sonstige Waren
- Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel
- Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel (Februar 2020)



Quellen: Haver Analytics, Eurostat und EZB-Berechnungen.

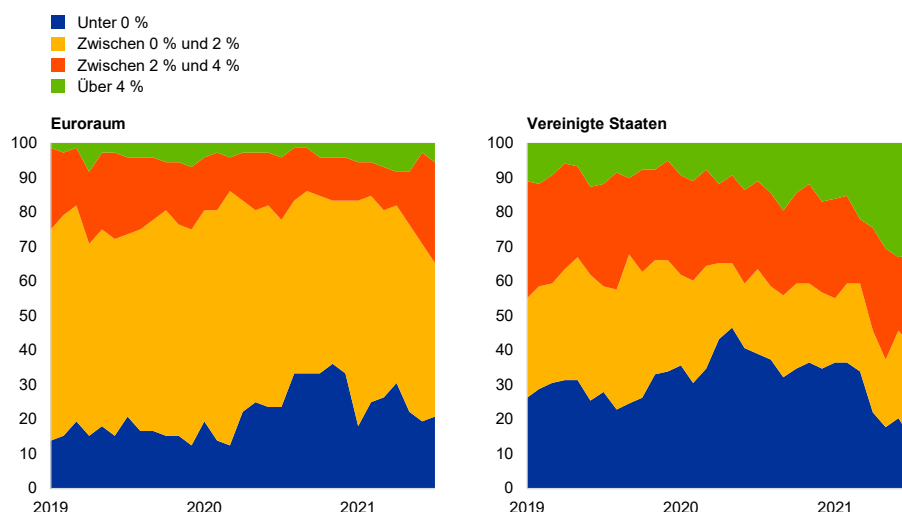
Anmerkung: HVPI = Harmonisierter Verbraucherpreisindex; VPI = Verbraucherpreisindex. Beiträge zum HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel für den Euroraum und zum VPI ohne Energie und Nahrungsmittel für die Vereinigten Staaten. Die Entwicklung im Euroraum wurde durch die vorübergehende Mehrwertsteuersenkung in Deutschland im zweiten Halbjahr 2020 beeinflusst. Flugpreise zählen sowohl im Euroraum als auch in den USA zu den Dienstleistungen im Reiseverkehr und werden daher nicht als Verkehrsdienstleistungen erfasst. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2021.

⁴ Siehe auch EZB, [Bestimmungsfaktoren für den jüngsten Anstieg der Seefrachtkosten](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 3/2021, Mai 2021; EZB, [Folgen des Engpasses bei Halbleitern für Handel, Produktion und Preise im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 4/2021, Juni 2021; EZB, [Jüngste Entwicklung des Preisdrucks bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 5/2021, August 2021.

Der Preisdruck ist in den Vereinigten Staaten breiter angelegt als im Eurogebiet (siehe Abbildung D). Einige Positionen mit besonders hohen Preissteigerungsraten (darunter die Energiekomponente) spielten in den vergangenen Monaten zwar eine entscheidende Rolle für den starken Anstieg der Gesamtteuerungsrate, doch erhöhte sich der Preisdruck in den USA auch auf breiterer Front und betraf das gesamte Spektrum der im VPI ohne Energie und Nahrungsmittel enthaltenen Positionen. Was die Verteilung der Preisänderungen der in diesen Index einfließenden Positionen betrifft, so zeigt sich, dass der Anteil der Positionen mit einer jährlichen Preissteigerungsrate von mehr als 4 % erheblich zugenommen hat (auf etwa ein Drittel im Juli 2021). Gleichzeitig sank der Anteil der Komponenten mit negativen Änderungsraten deutlich von rund einem Drittel im Januar auf 14 % im Juli. Im Euro-Währungsgebiet hingegen ist der Anteil der Positionen mit einer sehr niedrigen Inflationsrate (unter null) bzw. mit einer hohen Inflationsrate (mehr als 4 %) recht stabil geblieben. Der Anteil an Komponenten mit Preissteigerungsraten von 2 % bis 4 % erhöhte sich von etwa 10 % zu Beginn des Jahres auf rund 30 % im Juli. Der Anteil der Komponenten mit Raten zwischen 0 % und 2 % verringerte sich unterdessen in ähnlichem Umfang, blieb aber im Euroraum die dominierende Kategorie. Daraus ergibt sich, dass der Anteil an Komponenten der US-Kerninflation mit Preissteigerungsraten von mehr als 2 % in der letzten Zeit auf knapp zwei Drittel gestiegen ist, nachdem er im Jahr vor der Pandemie noch bei weniger als der Hälfte gelegen hatte. Dieser Anteil kann als Indikator für die Breite des Preisdrucks betrachtet werden. Im Euroraum fällt der entsprechende Anteil wesentlich niedriger aus und ist erst kürzlich (nämlich im Juli) auf rund ein Drittel angewachsen.

Abbildung D
Verteilung der Inflationsraten auf die in der Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel enthaltenen Positionen

(Anteil der Positionen im HVPIX (Euroraum) und im VPI ohne Energie und Nahrungsmittel (USA) nach Inflationsrate; in %)



Quellen: Haver Analytics, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: HVPI = Harmonisierter Verbraucherpreisindex; VPI = Verbraucherpreisindex. HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel für den Euroraum und VPI ohne Energie und Nahrungsmittel für die Vereinigten Staaten. Berechnung der Anteile als Anzahl der Komponenten der Kerninflation in den USA (VPI) und im Euroraum (HVPIX). Für den Euroraum werden 72 Positionen berücksichtigt und für die Vereinigten Staaten 118. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2021.

Die jüngste Inflationszunahme hat dazu geführt, dass professionelle Prognoseinstitute ihre Inflationserwartungen nach oben korrigiert haben (siehe Abbildung E). Gegenüber den Werten zu Jahresanfang wurden die Inflationserwartungen für 2021 bezogen auf das Euro-Währungsgebiet um 1,2 Prozentpunkte und auf die Vereinigten Staaten sogar um 2,0 Prozentpunkte nach oben revidiert (siehe Abbildung E, Grafik a). Im Hinblick auf das Jahr 2022 fiel die Aufwärtskorrektur für die USA mit 0,7 Prozentpunkten deutlich aus, für das Eurogebiet mit 0,3 Prozentpunkten indes nur moderat. Laut der aktuellen von Consensus Economics durchgeführten Umfrage vom August 2021 wird sich die am VPI-Gesamtindex gemessene Teuerung in den Vereinigten Staaten auf Basis der mittleren Prognosen im Jahr 2021 auf 4,1 % belaufen und im Folgejahr auf 2,9 % zurückbilden. Was den Euroraum betrifft, so dürfte die Gesamtinflation 2021 auf 2,1 % steigen und 2022 wieder auf 1,5 % sinken. Die Experten der EZB sagen in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September eine vergleichbare Entwicklung voraus. Nach den Angaben von Consensus Economics wird insgesamt damit gerechnet, dass die Gesamtteuerungsrate in den USA 2022 sehr deutlich über dem Vorkrisenstand liegen wird. Die Preissteigerungsrate im Eurogebiet dürfte unterdessen 2022 auf ein Niveau zurückgehen, das die Werte von 2019 nur leicht übersteigt. Gleichzeitig scheint die Unsicherheit bezüglich der Inflationsentwicklung im Jahr 2022 – gemessen an der ganzen Breite der Projektionen, die in die Prognosen von Consensus Economics einfließen – in den USA weiterhin erheblich größer zu sein als im Euroraum.

In den Vereinigten Staaten wichen die überraschend hohen Inflationszahlen in den vergangenen Monaten stärker von den Erwartungen ab als im Euroraum. Die Entwicklungen in den monatlichen Prognosen von Consensus Economics (siehe Abbildung E, Grafik b – beginnend mit den Prognosen von März 2021) verdeutlichen, dass die Teuerung in den letzten Monaten im Eurogebiet höher ausgefallen ist als vorausgesagt. In den USA war dies noch klarer zu erkennen. Die Gesamtinflation wird laut Consensus Economics in den kommenden Monaten auf erhöhtem Niveau bleiben, sich jedoch bis Juli 2022 in den USA auf 2,5 % und im Euroraum auf 1,4 % abschwächen. Damit läge die Teuerung wieder auf dem Stand, der im Frühjahr 2021, also vor den jüngsten kräftigen Inflationsanstiegen in den beiden Wirtschaftsräumen, zu verzeichnen war.

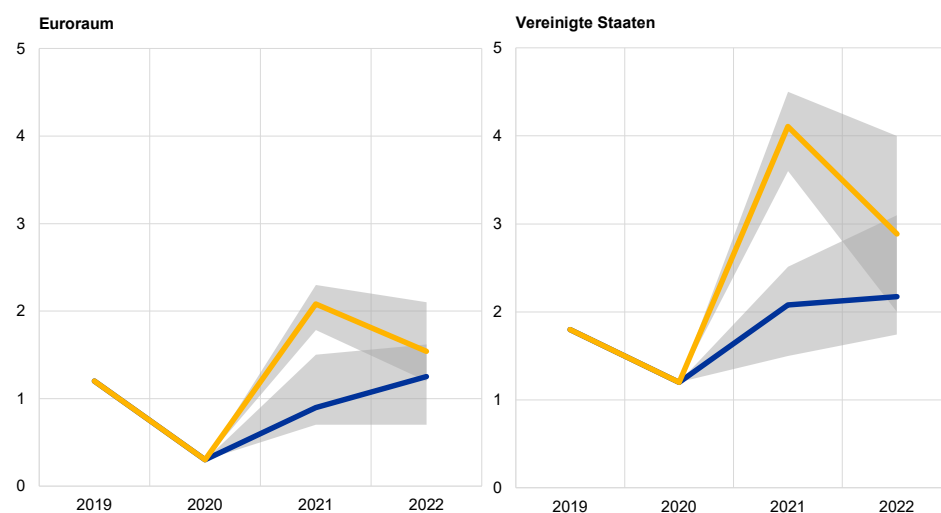
Abbildung E

Inflationserwartungen laut Consensus Economics für die Gesamtinflation (VPI) in den Vereinigten Staaten und die Gesamtinflation (HVPI) im Euroraum

a) Jährliche Inflationsprognosen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

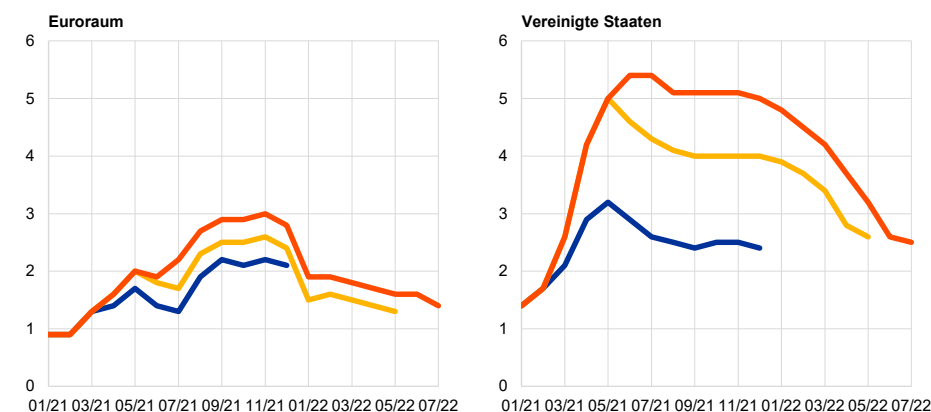
- Mittlere Prognose (Januar)
- Mittlere Prognose (August)



b) Monatliche Inflationsprognosen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

- Mittlere Prognose (März)
- Mittlere Prognose (Juni)
- Mittlere Prognose (August)



Quellen: Consensus Economics, Eurostat, Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die grau schattierten Bereiche markieren die Bandbreiten der in den Umfragen von Consensus Economics enthaltenen Prognosen. Die monatlichen Prognosen vom März 2021 reichen nur bis Dezember 2021. Die August-Prognosen umfassen Daten bis Juli 2022.

Zusammenfassend lassen sich die in den vergangenen Monaten beobachteten kräftigen Anstiege der Teuerung und die unerwartet hohen Inflationszahlen in den Vereinigten Staaten und im Euroraum zu einem großen Teil auf Sonderfaktoren zurückführen, die vorübergehender Natur sein dürften. Für eine dauerhaftere Zunahme der Inflation müsste der Preisdruck im Normalfall breiter angelegt sein (vor allem im Euroraum) und auch einen steigenden Arbeitskostendruck widerspiegeln. Allerdings gibt es bislang keine eindeutigen Anzeichen für eine Steigerung der Arbeitskosten, wenn man die Auswirkungen von

Änderungen der Beschäftigungsstruktur und von Programmen zur Arbeitsplatzsicherung berücksichtigt. Gleichzeitig stellt die Erholung von der Pandemie eine nie dagewesene Situation mit erheblichen Unregelmäßigkeiten in Bezug auf die Inflationsentwicklung dar. Diese erfordern eine genaue Beobachtung und vergrößern die Unsicherheit im Hinblick auf die Inflationsaussichten.

Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte vom 28. April bis zum 27. Juli 2021

Elvira Fioretto und Svetla Daskalova

Dieser Kasten befasst sich mit den geldpolitischen Geschäften der EZB und der Liquiditätsentwicklung in der dritten und vierten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres 2021. Die beiden Erfüllungsperioden erstreckten sich insgesamt über den Zeitraum vom 28. April bis zum 27. Juli 2021 („Berichtszeitraum“).

Die Überschussliquidität im Bankensystem des Euro-Währungsgebiets nahm im Berichtszeitraum weiter zu und erreichte mit 4 191,5 Mrd € einen neuen Höchststand. Ausschlaggebend hierfür waren die Wertpapierkäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) und des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) sowie die Abwicklung des achten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts der dritten Reihe (GLRG III.8). Bei den Outright-Geschäften war ein beschleunigter Anstieg zu verzeichnen, nachdem der EZB-Rat am 11. März und 10. Juni beschlossen hatte, die Ankäufe im Rahmen des PEPP im zweiten und dritten Quartal gegenüber den ersten Monaten des Jahres deutlich auszuweiten. Auf seiner Sitzung am 22. Juli bekräftigte der EZB-Rat diese Beschlüsse.

Liquiditätsbedarf

Der tagesdurchschnittliche Liquiditätsbedarf des Bankensystems – d. h. die Summe aus autonomen Faktoren (netto) und Mindestreserve-Soll – nahm im Berichtszeitraum um 88,8 Mrd € auf 2 119,4 Mrd € zu. Der im Vergleich zu den beiden vorherigen Erfüllungsperioden deutliche Zuwachs war fast vollständig auf einen Anstieg der autonomen Faktoren (netto) um 86,8 Mrd € auf 1 970,6 Mrd € zurückzuführen (siehe Tabelle A unter „Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung“). Das Mindestreserve-Soll erhöhte sich nur marginal um 1,9 Mrd € auf 148,9 Mrd €.

Die liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren stiegen im Berichtszeitraum vor allem aufgrund des Banknotenumlaufs an, wohingegen die Einlagen öffentlicher Haushalte leicht sanken. Der Banknotenumlauf stieg im Berichtszeitraum um 35 Mrd € auf 1 475 Mrd € an. Die Einlagen öffentlicher Haushalte gingen nur geringfügig zurück (um 1,3 Mrd €) und blieben mit 616,9 Mrd € auf einem sehr hohen Stand. Das Rekordhoch von 729,8 Mrd €, das in der sechsten Erfüllungsperiode 2020 verzeichnet worden war, wurde damit jedoch nicht erreicht. Insgesamt erhöhten sich die liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren um 46,9 Mrd € auf 2 996,3 Mrd €.

Die liquiditätszuführenden autonomen Faktoren sanken um 39,9 Mrd €.¹ Grund hierfür war ein Rückgang der Nettoforderungen in Euro (um 28,6 Mrd €) und der Nettoforderungen in Fremdwährung (um 11,2 Mrd €). Tabelle A gibt einen Überblick über die autonomen Faktoren und ihre Veränderung im Berichtszeitraum.

Tabelle A
Liquiditätsbedingungen im Eurosystem

	Aktueller Berichtszeitraum: 28. April bis 27. Juli 2021						Vorheriger Berichtszeitraum: 27. Januar bis 27. April 2021	
	Dritte und vierte Erfüllungsperiode		Dritte Erfüllungsperiode: 28. April bis 15. Juni		Vierte Erfüllungsperiode: 16. Juni bis 27. Juli		Erste und zweite Erfüllungsperiode	
Autonome Liquiditätsfaktoren	2 996,3	(+46,9)	2 943,8	(-27,9)	3 057,4	(+113,6)	2 949,4	(+28,4)
Banknotenumlauf	1 475,0	(+35,0)	1 465,8	(+18,0)	1 485,8	(+20,0)	1 440,0	(+23,4)
Einlagen öffentlicher Haushalte	616,9	(-1,3)	586,7	(-57,8)	652,3	(+65,6)	618,3	(+29,6)
Sonstige autonome Faktoren (netto) ¹	904,3	(+13,2)	891,4	(+11,9)	919,4	(+28,0)	891,1	(-24,5)
Über das Mindestreserve-Soll hinausgehende Giroguthaben	3 471,2	(+338,8)	3 443,9	(+170,3)	3 502,9	(+59,0)	3 132,3	(+282,0)
darunter: im Rahmen des zweistufigen Verzinsungssystems befreit	887,1	(+13,1)	879,5	(+2,7)	894,8	(+15,3)	874,1	(+14,9)
darunter: nicht im Rahmen des zweistufigen Verzinsungssystems befreit	2 586,3	(+317,9)	2 564,5	(+167,6)	2 608,1	(+43,6)	2 268,4	(+277,2)
Mindestreserve-Soll²	148,9	(+1,9)	147,7	(+0,3)	150,2	(+2,4)	146,9	(+2,2)
Freibetrag³	893,2	(+11,6)	886,4	(+1,7)	901,1	(+14,7)	881,6	(+13,0)
Einlagefazilität	720,4	(+86,2)	706,5	(+30,1)	736,6	(+30,1)	634,2	(+73,0)
Liquiditätsabschöpfende Feinsteuerooperationen	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Quelle: EZB.

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

1) Berechnet als Summe aus Ausgleichsposten aus Neubewertungen, sonstigen Forderungen und Verbindlichkeiten Ansässiger im Euroraum sowie Kapital und Rücklagen.

2) Nachrichtlicher Posten, der nicht in der Bilanz des Eurosystems ausgewiesen wird und somit auch nicht in die Berechnung der Gesamtpassiva einfließen sollte.

3) Erläuterungen zu befreiten und nicht befreiten Überschussreserven finden sich auf der [Website der EZB](#).

¹ Weitere Informationen zu den autonomen Faktoren finden sich in: EZB, [Die Liquiditätssteuerung der EZB](#), Monatsbericht Mai 2002.

Aktiva

(Durchschnittswerte; in Mrd €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 28. April bis 27. Juli 2021						Vorheriger Berichtszeitraum: 27. Januar bis 27. April 2021	
	Dritte und vierte Erfüllungsperiode		Dritte Erfüllungsperiode: 28. April bis 15. Juni		Vierte Erfüllungsperiode: 16. Juni bis 27. Juli		Erste und zweite Erfüllungsperiode	
Autonome Liquiditätsfaktoren	1 026,1	(-39,9)	1 042,5	(-20,8)	1 007,0	(-35,4)	1 066,0	(+26,2)
Nettoforderungen in Fremdwährung	815,3	(-11,2)	809,8	(-7,0)	821,7	(+12,0)	826,5	(-30,3)
Nettoforderungen in Euro	210,8	(-28,6)	232,7	(-13,9)	185,3	(-47,4)	239,5	(+56,5)
Geldpolitische Instrumente	6 311,0	(+513,8)	6 199,9	(+193,6)	6 440,6	(+240,7)	5 797,2	(+359,5)
Offenmarktgeschäfte	6 311,0	(+513,8)	6 199,9	(+193,6)	6 440,6	(+240,7)	5 797,2	(+359,5)
Tendergeschäfte	2 148,2	(+234,4)	2 107,2	(+52,3)	2 196,1	(+88,9)	1 913,8	(+139,9)
Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs)	0,1	(-0,2)	0,2	(-0,1)	0,1	(-0,1)	0,4	(-0,0)
Dreimonatige längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs)	0,1	(-0,4)	0,2	(-0,1)	0,1	(-0,1)	0,5	(-0,4)
Zweite Reihe gezielter LRGs (GLRG II)	0,0	(-9,7)	0,0	(-2,6)	0,0	(+0,0)	9,7	(-12,8)
Dritte Reihe gezielter LRGs (GLRG III)	2 120,7	(+244,3)	2 079,8	(+55,1)	2 168,5	(+88,6)	1 876,5	(+152,3)
Längerfristige Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäfte (PELTROs)	27,2	(+0,5)	27,0	(+0,1)	27,4	(+0,4)	26,7	(+0,8)
Outright-Geschäfte	4 162,8	(+279,4)	4 092,7	(+141,3)	4 244,5	(+151,7)	3 883,4	(+219,6)
Erstes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP)	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,5	(-0,0)
Zweites Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP2)	2,4	(-0,2)	2,4	(-0,1)	2,4	(-0,0)	2,6	(-0,2)
Drittes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3)	291,6	(+2,1)	290,7	(+1,0)	292,6	(+1,9)	289,5	(+2,2)
Programm für die Wertpapiermärkte (SMP)	17,2	(-8,4)	17,3	(-6,5)	17,1	(-0,2)	25,6	(-3,0)
Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP)	28,4	(-0,3)	28,6	(-0,1)	28,3	(-0,3)	28,7	(-1,0)
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP)	2 412,0	(+37,7)	2 403,8	(+19,9)	2 421,5	(+17,7)	2 374,3	(+37,2)
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP)	279,3	(+15,9)	275,6	(+7,6)	283,6	(+8,0)	263,4	(+13,5)
Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP)	1 131,4	(+232,6)	1 073,9	(+119,7)	1 198,5	(+124,7)	898,8	(+170,9)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)

Quelle: EZB.

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

Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung

(Durchschnittswerte; in Mrd €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 28. April bis 27. Juli 2021						Vorheriger Berichtszeitraum: 27. Januar bis 27. April 2021	
	Dritte und vierte Erfüllungsperiode		Dritte Erfüllungsperiode: 28. April bis 15. Juni		Vierte Erfüllungsperiode: 16. Juni bis 27. Juli		Erste und zweite Erfüllungsperiode	
Aggregierter Liquiditätsbedarf ¹	2 119,4	(+88,8)	2 049,5	(-6,8)	2 201,0	(+151,5)	2 030,7	(+4,4)
Autonome Faktoren (netto) ²	1 970,6	(+86,8)	1 901,7	(-7,1)	2 050,8	(+149,1)	1 883,7	(+2,2)
Überschussliquidität ³	4 191,5	(+425,0)	4 150,4	(+200,5)	4 239,5	(+89,1)	3 766,5	(+355,1)

Quelle: EZB.

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

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

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

3) Berechnet als Summe aus den Giroguthaben, die über das Mindestreserve-Soll hinausgehen, und der Inanspruchnahme der Einlagefazilität (abzüglich der Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität).

Zinsentwicklung

(Durchschnittswerte; in %)

	Aktueller Berichtszeitraum: 28. April bis 27. Juli 2021						Vorheriger Berichtszeitraum: 27. Januar bis 27. April 2021	
	Dritte und vierte Erfüllungsperiode		Dritte Erfüllungsperiode: 28. April bis 15. Juni		Vierte Erfüllungsperiode: 16. Juni bis 27. Juli		Erste und zweite Erfüllungsperiode	
HRGs	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Einlagefazilität	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
EONIA ¹	-0,480	(-0,001)	-0,480	(+0,001)	-0,481	(-0,001)	-0,480	(-0,005)
€STR	-0,565	(-0,001)	-0,565	(+0,001)	-0,566	(-0,001)	-0,565	(-0,005)

Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Zahlen in Klammern geben die Veränderung gegenüber dem vorherigen Berichtszeitraum oder der vorherigen Erfüllungsperiode an.

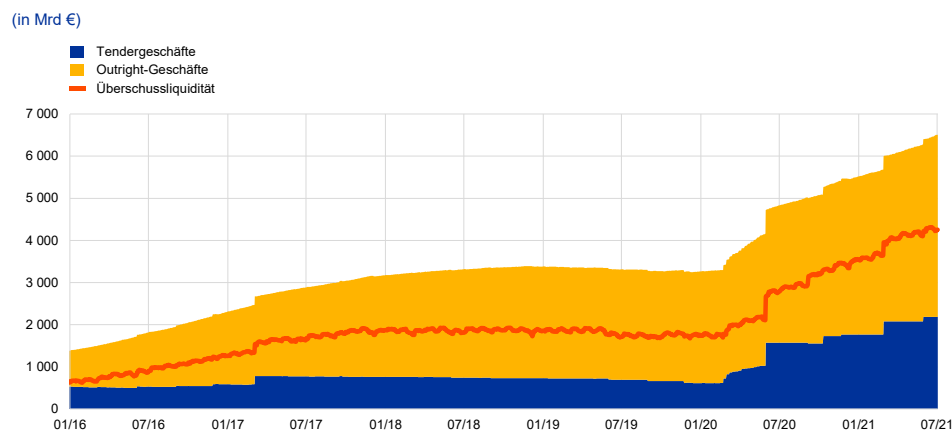
1) Seit dem 1. Oktober 2019 wird der Euro Overnight Index Average (EONIA) berechnet als Euro Short-Term Rate (€STR) zuzüglich 8,5 Basispunkten. Differenzen in den angegebenen Veränderungen des EONIA und des €STR sind rundungsbedingt.

Liquiditätsbereitstellung über geldpolitische Instrumente

Die durchschnittliche über geldpolitische Instrumente bereitgestellte Liquidität erhöhte sich im Berichtszeitraum um 513,8 Mrd € auf 6 311 Mrd € (siehe Abbildung A). Dieser Anstieg war zu rund 54 % dem anhaltenden Nettoerwerb von Vermögenswerten im Rahmen der Ankaufprogramme (vor allem des PEPP) geschuldet; die verbleibenden 46 % entfielen auf Tendergeschäfte, und zwar fast ausschließlich auf GLRG-III-Geschäfte.

Abbildung A

Entwicklung der über Offenmarktgeschäfte bereitgestellten Liquidität und der Überschussliquidität



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 27. Juli 2021.

Die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung über Tendergeschäfte nahm im Berichtszeitraum um 234,4 Mrd € zu. Zurückzuführen war dies hauptsächlich auf das siebte GLRG-III-Geschäft, über das Ende März 330,5 Mrd € zugeteilt wurden, sowie auf das achte Geschäft derselben Reihe, das im Juni abgewickelt wurde und über das 109,8 Mrd € zugeführt wurden. Durch die Abwicklung des zweiten der im Dezember 2020 angekündigten vier zusätzlichen längerfristigen Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäfte (PELTROs) wurde im Juni 2021 zudem Liquidität im Umfang von 0,5 Mrd € bereitgestellt. Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) und die dreimonatigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) spielten weiterhin nur eine untergeordnete Rolle. Die durchschnittliche Inanspruchnahme dieser beiden regulären Instrumente verringerte sich gegenüber dem vorangegangenen Berichtszeitraum um 0,2 Mrd € bzw. 0,4 Mrd € auf ein neues Rekordtief von jeweils 0,1 Mrd €.

Unterdessen nahmen die Outright-Geschäfte um 279,4 Mrd € auf 4 162,8 Mrd € zu, was den Netto-Wertpapierankäufen im Rahmen des PEPP und des APP zuzuschreiben war. Der durchschnittliche Bestand des PEPP erhöhte sich gegenüber dem Durchschnitt des vorangegangenen Berichtszeitraums um 232,6 Mrd € auf 1 131,4 Mrd €. Von allen Ankaufprogrammen verzeichnete das PEPP damit bei Weitem den stärksten Anstieg. An zweiter Stelle stand das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) mit einer Zunahme um 37,7 Mrd € auf 2 412 Mrd €. Danach folgte das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) mit einem Zuwachs um 15,9 Mrd € auf 279,3 Mrd €. Ein Rückgang um 8,6 Mrd € hing mit der Fälligkeit von Wertpapieren zusammen, die in nicht aktiven Programmen gehalten wurden.

Überschussliquidität

Die durchschnittliche Überschussliquidität stieg um 425 Mrd € auf ein neues Rekordhoch von 4 191,5 Mrd € (siehe Abbildung A). Die Überschussliquidität entspricht der Summe aus den Giroguthaben der Banken, die über das Mindestreserve-Soll hinausgehen, und der Inanspruchnahme der Einlagefazilität (abzüglich der Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität). Sie spiegelt also die Differenz zwischen der dem Bankensystem bereitgestellten Gesamtliquidität und dem Liquiditätsbedarf der Banken wider. Die über das Mindestreserve-Soll hinausgehenden Giroguthaben der Banken erhöhten sich um 338,8 Mrd € auf 3 471,2 Mrd €. Die durchschnittliche Inanspruchnahme der Einlagefazilität stieg um 86,2 Mrd € auf 720,4 Mrd €.

Die im Rahmen des zweistufigen Verzinsungssystems² von der negativen Verzinsung zum Einlagesatz befreiten Überschussreserven erhöhten sich um 13,1 Mrd € auf 887,1 Mrd €. Die nicht befreiten Überschussreserven nahmen um 317,9 Mrd € auf 2 586,3 Mrd € zu, da die Überschussliquidität weiter anstieg. Die Nutzungsquote des Freibetrags (also der Quotient aus tatsächlich befreiten Überschussreserven und dem maximal möglichen Betrag an Reserven, der vom negativen Zinssatz für die Einlagefazilität ausgenommen werden kann³) liegt seit der dritten Erfüllungsperiode 2020 bei über 98 % und erhöhte sich leicht von 99,1 % auf 99,3 %. Der Anteil der befreiten Überschussreserven an der gesamten Überschussliquidität betrug 21,2 %, verglichen mit 23,2 % im vorangegangenen Berichtszeitraum.

Zinsentwicklung

Der durchschnittliche €STR blieb im Berichtszeitraum mit -56,5 Basispunkten weitgehend unverändert. Der Anstieg der Überschussliquidität wirkte sich nicht auf den €STR aus. Selbst gegenüber deutlichen Liquiditätsschwankungen zeigt sich der €STR weiterhin relativ unelastisch. Seit Oktober 2019 wird der EONIA als €STR zuzüglich eines fixen Aufschlags von 8,5 Basispunkten berechnet. Folglich entwickelte sich der EONIA im Gleichschritt mit dem €STR und wird dies auch weiterhin tun, bis er am 3. Januar 2022 eingestellt wird. Die Leitzinsen der EZB, d. h. die Zinssätze für die Einlagefazilität, die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und die Spitzenrefinanzierungsfazilität, blieben im Berichtszeitraum unverändert.

² Nähere Informationen zum zweistufigen System für die Verzinsung von Überschussreserven finden sich auf der [Website der EZB](#).

³ Der maximal mögliche Betrag an Reserven, der vom Negativzins ausgenommen werden kann, wird berechnet als Summe aus Mindestreserve-Soll und Freibetrag; dieser entspricht dem Sechsfachen des Mindestreserve-Solls.

3 Solidität nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften während der Pandemie

Gabe de Bondt, Arne Gieseck, Giulio Nicoletti und Mika Tujula¹

Im vorliegenden Kasten werden die Auswirkungen der Corona-Pandemie (Covid-19) auf die Solidität der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet beleuchtet. Dabei wird auch untersucht, wie stark die politischen Stützungsmaßnahmen zu einer finanziellen Entlastung und zu einem geringeren Aufwärtsdruck auf die Vulnerabilität beigetragen haben. Die Analyse beruht auf den Daten zu den vierteljährlichen Sektorkonten für das Aggregat des Euroraums. Folglich handelt es sich um eine Gesamtbetrachtung des Sektors, ohne dabei zwischen einzelnen Ländern, Wirtschaftszweigen, Branchen oder Firmen zu unterscheiden.

Die Pandemie hat die Ertragslage und die Wirtschaftlichkeit der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum bedroht. Sowohl die Ertragskraft als auch die Wirtschaftlichkeit sind für die Solidität eines Unternehmens von grundlegender Bedeutung. Ist ihm das Wohlwollen der Gläubiger und Investoren sicher, kann ein Unternehmen zwar lange überleben, ohne rentabel zu sein, doch um zukunftsfähig zu sein, muss es letztlich Gewinne erzielen und seine Ertragskraft erhalten. Das Gewinnwachstum – gemessen am Wachstum des Bruttobetriebsüberschusses und des Cashflows – ist seit Beginn der Pandemie negativ (siehe Abbildung A, Grafik a). Während der Bruttobetriebsüberschuss ähnlich stark zurückgegangen ist wie im Verlauf der globalen Finanzkrise, sank der Cashflow stärker als damals. Ein ähnliches Bild ergibt sich bei der Betrachtung des Nettobetriebsüberschusses in Relation zur Nettowertschöpfung wie auch der Betrachtung des Cashflows in Relation zum Output (siehe Abbildung A, Grafik b).

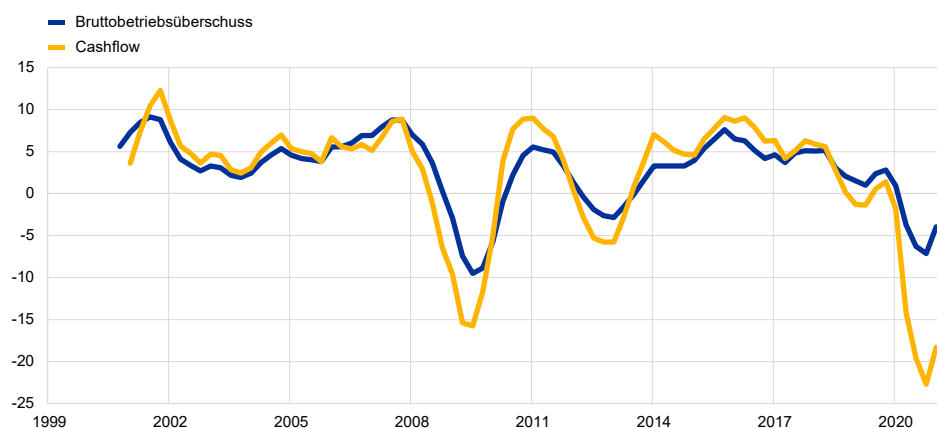
¹ Die Autoren möchten sich auch bei A. Consolo und V. Botelho für ihre Beiträge zu den politischen Stützungsmaßnahmen bedanken.

Abbildung A

Gewinnwachstum und Wirtschaftlichkeit der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum

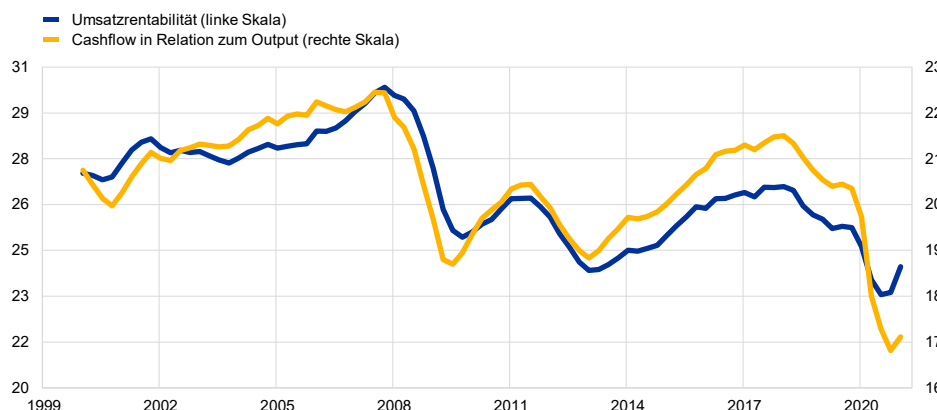
a) Gewinnwachstum

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



b) Wirtschaftlichkeit

(in %)



Quellen: Eurostat, EZB und Berechnungen der Autoren.

Anmerkung: Die Umsatzrentabilität errechnet sich aus dem Nettobetriebsüberschuss im Verhältnis zur Nettowertschöpfung. Der Cashflow errechnet sich aus der Bruttowertschöpfung abzüglich gezahlter Löhne, Abschreibungen und Nettozinsausgaben. Der Output wird an der Bruttowertschöpfung gemessen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2021.

Die Liquiditätslage der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften wurde in erheblichem Umfang durch die politischen Maßnahmen gestützt.² Angesichts dessen, dass die nichtfinanziellen Unternehmen 2020 weniger Mittel selbst erwirtschaften würden als 2019, begannen sie aus Vorsichtsgründen Liquidität zu horten. Sie erhielten aber auch staatliche Unterstützung in Höhe von rund 550 Mrd €. Ohne diese Maßnahmen wäre die Unternehmensersparnis abzüglich Kapitalabschreibungen 2020 deutlich negativ gewesen. Insgesamt erhöhte sich ihr Kreditvolumen zur Vermeidung einer Liquiditätskrise und zur Hortung weiterer Liquidität um rund 240 Mrd € mehr als 2019, wobei es in der ersten

² Nähere Informationen dazu, wie die finanzpolitischen Maßnahmenpakete genutzt wurden, um den Liquiditätsbedarf der Unternehmen zu stützen, finden sich in: R. A. De Santis, A. Ferrando und E. S. Gabbani, [Auswirkung finanzpolitischer Stützungsmaßnahmen auf den Liquiditätsbedarf von Unternehmen während der Corona-Pandemie](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 4/2021, EZB, Juni 2021.

Jahreshälfte 2020 besonders stark anstieg.³ Die neuen gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs), das Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP), die staatlichen Kreditgarantien und die Aufsichtsmaßnahmen stützten sowohl den Zugang der Unternehmen zu Krediten als auch deren Finanzierungsbedingungen erheblich.⁴ Die Kassenbestände nahmen deutlich zu, da die Unternehmen viel stärker auf Fremdfinanzierung zurückgriffen, um ihren Gewinnrückgang zu kompensieren. Aus Vorsichtsgründen verwendeten sie einen Großteil der erhaltenen Mittel für Einlagen, um sich gegen mögliche finanzielle Engpässe zu wappnen und ihren Betriebskapitalbedarf vorzufinanzieren. Dieses Verhalten war auch in früheren Krisenzeiten zu beobachten gewesen.

Neben den politischen Stützungsmaßnahmen führten auch die eigenen Bemühungen der Firmen zu einer Verbesserung ihrer Liquiditätsbedingungen.

In Krisenzeiten besteht die oberste Priorität eines Unternehmens darin, kurzfristige Zahlungsverpflichtungen erfüllen zu können. Liquidität zeigt sich für ein Unternehmen vor allem darin, dass es einerseits schnell Vermögenswerte veräußern kann, um Mittel zu beschaffen, und andererseits jegliche Art von Kosten und Ausgaben rasch zu reduzieren vermag.^{5,6} Die Kosten- und Ausgabenreduzierung umfasst auch, Investitionsprojekte so weit wie möglich zu verschieben oder zu streichen. Insgesamt erhöhten sich die Liquiditätsbestände der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften 2020 um rund 400 Mrd € mehr als im Vorjahr, wobei sich der Anstieg in erster Linie auf das zweite Quartal 2020 konzentrierte. Darin spiegelt sich auch die verstärkte Inanspruchnahme von Krediten wider. Die insgesamt erzielte Kosten- und Investitionsverringerng lässt sich am Finanzierungsüberschuss (bzw. der Finanzierungslücke) der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ablesen (siehe Abbildung B, Grafik a). Gemessen an der Bruttowertschöpfung erhöhte sich die Ersparnisbildung, während sich die Investitionen verringerten. Dadurch wurde der Finanzierungsüberschuss ausgeweitet und im zweiten Quartal 2020 wieder positiv. Allerdings kann die Streichung von Investitionsprojekten längerfristige Auswirkungen auf die Wirtschaft haben, weil das künftige Wachstumspotenzial dadurch beeinträchtigt werden kann.

Derzeit steht den Unternehmen hinreichend Liquidität zur Verfügung, um ihre Zinsaufwendungen zu leisten. Die Liquiditätsdeckung, d. h. das Verhältnis der Bestände an Bargeld und Einlagen zu den Bruttozinszahlungen, ist seit 2010 sehr

³ Hier werden nur die Kreditaufnahme der Unternehmen bei Banken und ihr Nettoabsatz von Schuldverschreibungen im Jahr 2020 im Vergleich zum Vorjahr berücksichtigt.

⁴ Eine Schätzung der Auswirkungen der geldpolitischen und aufsichtlichen Maßnahmen auf die Beschäftigung von Unternehmen findet sich in: C. Altavilla, F. Barbiero, M. Boucinha und L. Burlon, [The great lockdown: pandemic response policies and bank lending conditions](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2465, 2020.

⁵ Im ersten Quartal 2020 verringerten die Unternehmen im Euroraum ihre Kreditgewährung an die übrige Welt deutlich. Im zweiten Quartal 2020 vergaben sie auch weitaus weniger Kredite an sonstige Finanzinstitute (z. B. nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften, Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen). Darüber hinaus bauten sie im ersten Quartal 2020 ihren Bestand an Geldmarktfondsanteilen und im zweiten Quartal 2020 ihren Bestand an börsennotierten Aktien spürbar ab.

⁶ Siehe F. Panetta, [Cash still king in times of COVID-19](#), Rede anlässlich der International Cash Conference 2021 der Deutschen Bundesbank, 15. Juni 2021. Bestätigt wurde dies auch durch die von der EZB durchgeführte [Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet](#) vom Juli 2021 (nur in englischer Sprache verfügbar), wonach zu Beginn der Covid-19-Krise ein deutlicher Anstieg des Betriebskapitalbedarfs zu verzeichnen war. Evidenz auf Branchen- und Länderebene findet sich in: Euler Hermes, [European corporates: Cash-rich sectors get richer](#), Economic Insights, 19. April 2021.

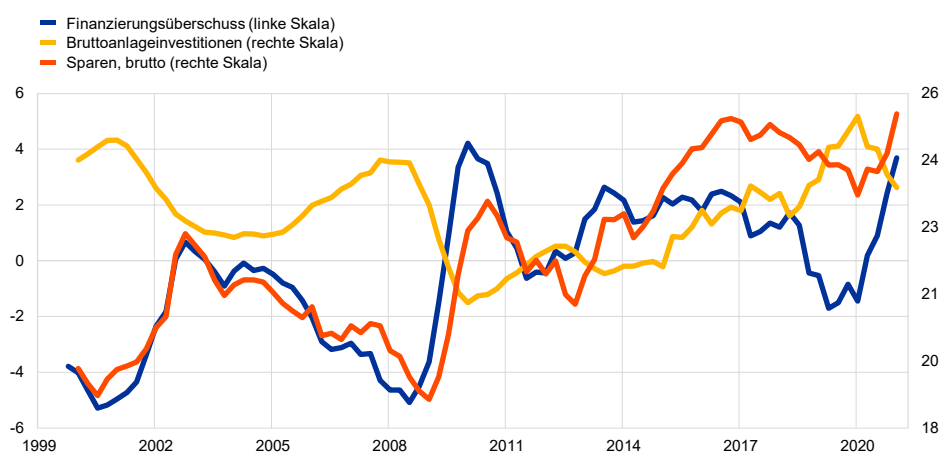
stark gestiegen, und diese Entwicklung hat sich während der Covid-19-Krise beschleunigt (siehe Abbildung B, Grafik b). Dabei haben höhere Kassapositionen und geringere Bruttozinszahlungen eine entscheidende Rolle gespielt. Der Rückgang der Bruttozinszahlungen setzte sich trotz der deutlich höheren Verschuldung während der Pandemie fort, was auch den politischen Maßnahmen, d. h., dem PEPP, den GLRGs, den staatlichen Kreditgarantien und den Aufsichtsmaßnahmen, zu verdanken war.

Abbildung B

Saldo aus Ersparnisbildung und Investitionen sowie Liquiditätsdeckung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum

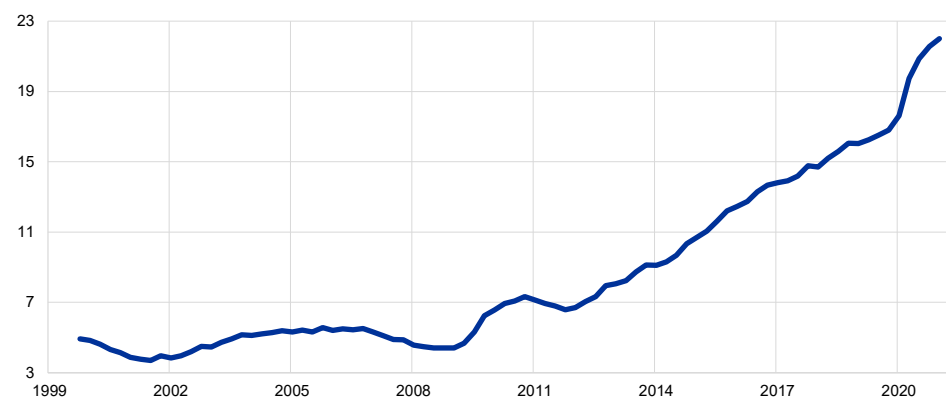
a) Sparen, Investitionen und Finanzierungsüberschuss

(gleitende Vierquartalsummen in % der Bruttowertschöpfung)



b) Liquiditätsdeckung

(Liquidität in % der gleitenden Vierquartalsummen der Bruttozinszahlungen)



Quellen: Eurostat, EZB und Berechnungen der Autoren.

Anmerkung: Zur Liquidität zählen Bargeld und Einlagen. Die Bruttozinszahlungen werden vor den unterstellten Bankdienstleistungen (FISIM) berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2021.

Der seit 2015 beobachtete Rückgang der Bruttoverschuldungsquote der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Eurogebiet wurde seit dem Ausbruch der Corona-Pandemie vollständig kompensiert. Die konsolidierte Bruttoverschuldung der Unternehmen hat sich von Ende 2019 bis zum ersten Quartal 2021 um 18,9 Prozentpunkte auf 167,0 % der Bruttowertschöpfung der Unternehmen erhöht und lag damit nur 1,1 Prozentpunkte unter ihrem Höchststand

von Anfang 2015 (siehe Abbildung C, Grafik a).⁷ Dabei lassen sich 57 % des Anstiegs der Bruttoverschuldungsquote dem spürbaren Rückgang der Wirtschaftstätigkeit und des Umsatzes (Nennereffekt) zuschreiben, während der Rest dem größeren Rückgriff auf Fremdfinanzierung geschuldet ist. Dies impliziert, dass sich in den kommenden Jahren nur ein Teil des Anstiegs passiv umkehren dürfte, wenn das Wirtschaftswachstum wieder eher einer normalen Entwicklung entspricht. Die Entwicklung der Nettoverschuldung deutet hingegen darauf hin, dass die Bruttoverschuldung sinken könnte, wenn sich die Liquiditätsbestände mit zunehmender Normalisierung der Lage verringern.

Da in großem Umfang liquide Aktiva aufgebaut wurden, ist die Nettoverschuldungsquote weitaus weniger stark gestiegen als die Bruttoverschuldung. Die Nettoverschuldung liegt derzeit unter dem Stand vom Jahresende 2019 (siehe Abbildung C, Grafik a). Liquidität kann ein Faktor sein, der sich mildernd auf den hohen Schuldenstand von Unternehmen auswirkt. Voraussetzung hierfür ist jedoch, dass die Unternehmen mit einer hohen Verschuldung auch in entsprechend großem Umfang liquide Mittel vorhalten. Als die Corona-Pandemie ihren Höhepunkt erreichte, war bei Großunternehmen ein gleichzeitiger Anstieg der Liquiditätsbestände und Schulden zu beobachten (siehe Abbildung C, Grafik b). Bei kleineren (börsennotierten) Unternehmen erwies sich die Anhäufung von Barmitteln als weniger wirkungsvoll, um den Schuldenanstieg abzumildern. Nach dem Höhepunkt der Corona-Pandemie normalisierte sich die Beziehung zwischen der Akkumulation von Barmitteln und Schulden wieder.

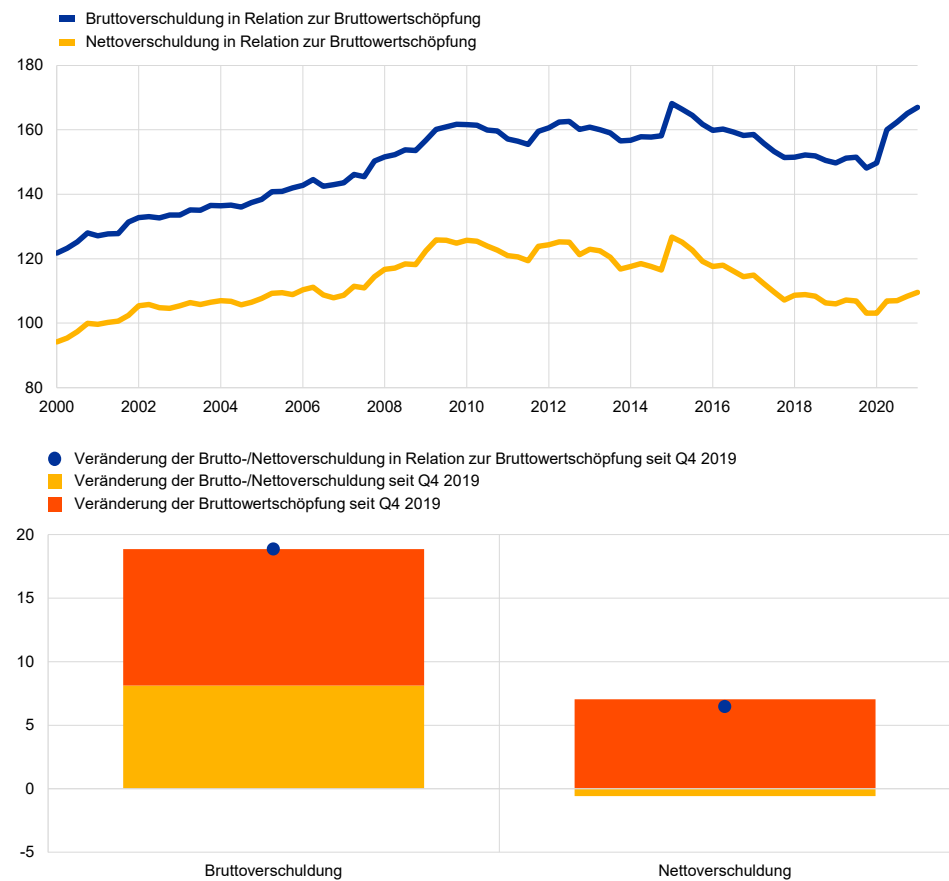
⁷ Siehe auch EZB, [Corporate solvency challenges could weigh on sovereigns, households and creditors](#), Financial Stability Review, Mai 2021. Informationen zur Entwicklung auf Branchen- und Länderebene finden sich in: Coface, [The business insolvency paradox in Europe: Miracle and mirage](#), Economic Publications, 16. März 2021.

Abbildung C

Bilanzen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum

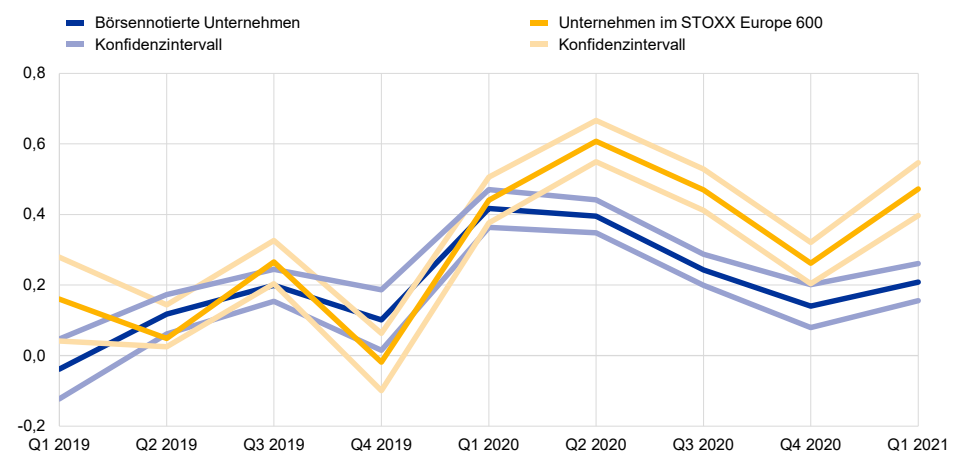
(in % der Bruttowertschöpfung; in Prozentpunkten)

a) Aggregierte Ebene: konsolidierte Verschuldung



b) Unternehmensebene: Elastizität der Bruttoverschuldung in Bezug auf Barmittel

(x-Achse: Quartal der Beobachtung; y-Achse: Regression)



Quellen: Eurostat, EZB, Refinitiv und Berechnungen der Autoren.

Anmerkung: Grafik a: Die konsolidierte Bruttoverschuldung ist definiert als die Summe aller Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ohne intrasektorale Kredite, begebene Schuldverschreibungen und Pensionsverpflichtungen. Die konsolidierte Nettoverschuldung ist definiert als konsolidierte Bruttoverschuldung ohne Barggeld- und Einlagenbestände. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2021.

Grafik b: Für jedes Quartal wird anhand der Bilanzen ausgewählter Unternehmen die Veränderung der Verschuldung mit der Veränderung der Bestände an liquiden Aktiva verglichen. Alle Variablen werden in Relation zur Bilanzsumme gemessen. Bei den Unternehmen handelt es sich um nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum, die im STOXX-Europe-600-Index gelistet sind, und alle börsennotierten Unternehmen, zu denen Daten bei Refinitiv vorliegen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2021.

Angesichts großer Unterschiede bei den Liquiditätsbeständen der Unternehmen dürfte sich die Pandemie langfristig auf die Vulnerabilität der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften auswirken.

Die Vulnerabilität der Unternehmen – gemessen am zusammengesetzten Vulnerabilitätsindex – hat im Zuge der Pandemie drastisch zugenommen und geht über das Maß hinaus, das nach der weltweiten Finanzkrise festzustellen war (siehe Abbildung D, Grafik a).⁸ Verantwortlich hierfür waren in erster Linie rückläufige Umsätze, eine geringere Ertragskraft sowie eine Zunahme des Fremdkapitalanteils und der Verschuldung. Allerdings haben die konjunkturelle Belebung und die höheren tatsächlichen und erwarteten Gewinne der Unternehmen seit Mitte 2020 dazu beigetragen, dass der Vulnerabilitätsindex gesunken ist und sich die Verschuldungslage der Unternehmen verbessert hat. Die Anfang 2021 verzeichneten Anfälligkeiten entsprachen in etwa dem historischen Durchschnittswert und dem Stand von Ende 2019. Unterdessen blieb die Bruttoverschuldungsquote hoch, und die Liquidität wurde – wie schon erwähnt – vor allem von börsennotierten Großunternehmen vorgehalten. Bei kleinen und mittleren Unternehmen zeigen sich jedoch nach wie vor große Schwachstellen, hinter denen sich erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern und Sektoren verbergen.⁹

Dank der tiefgreifenden Maßnahmen der Geld- und Finanzpolitik sowie der Aufsicht hat die Vulnerabilität der Unternehmen nur begrenzt zugenommen.

Die Maßnahmen konnten das Entstehen von Finanzierungs- und Anschlussfinanzierungsrisiken verhindern, indem direkte Liquiditätshilfen bereitgestellt, der Zugang zu Krediten verbessert, die Kosten für den Schuldendienst auf einem Rekordtief gehalten und die Laufzeitverlängerung ausstehender Verbindlichkeiten ermöglicht wurden. Ein kontrafaktisches Szenario zeigt ebenso, dass der Vulnerabilitätsindex ohne diese Maßnahmen Mitte 2020 ein deutlich höheres Niveau erreicht und Anfang 2021 noch immer leicht unter dem Stand

⁸ Siehe auch S. Gardó, B. Klaus, M. Tujula und J. Wendelborn, [Assessing corporate vulnerabilities in the euro area](#), Financial Stability Review der EZB, November 2020.

⁹ Siehe auch EZB, [Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln – Oktober 2020 bis März 2021](#) (nur in englischer Sprache verfügbar); N. Battistini und G. Stoevsky, [Die Folgen der Eindämmungsmaßnahmen in den einzelnen Sektoren und Ländern während der Corona-Pandemie](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 2/2021, EZB, März 2021.

gelegen hätte, der im Verlauf der europäischen Staatsschuldenkrise verzeichnet worden war (siehe Abbildung D, Grafik a).¹⁰

Ungeachtet des Konjunkturunbruchs während der Corona-Pandemie war die Zahl der Insolvenzen im Jahr 2020 rückläufig. Die enge Korrelation, die in der Vergangenheit zwischen Firmeninsolvenzen und dem Wachstum des realen BIP bestanden hatte, löste sich im Verlauf der Pandemie auf (siehe Abbildung D, Grafik b). Geringe Fremdfinanzierungskosten, staatliche Stützungsmaßnahmen einschließlich Insolvenzmoratorien und die Schließung von Gerichten verhinderten, dass die schlechtere Solidität der Unternehmen am Höhepunkt der Krise zu einem sprunghaften Anstieg von Zahlungsausfällen führte. Es kann jedoch nicht ausgeschlossen werden, dass viele Unternehmen (insbesondere aus den stärker von der Pandemie betroffenen Sektoren) nach wie vor gezwungen sein könnten, Insolvenz anzumelden. Dieser Fall könnte vor allem dann eintreten, wenn die Stützungsmaßnahmen zu früh zurückgenommen oder die Kreditvergabebedingungen der Banken erheblich verschärft würden.¹¹

¹⁰ Beim kontrafaktischen Szenario wird von einer Volkswirtschaft ohne staatliche Entlastungsmaßnahmen für Unternehmen, GLRG III, PEPP, staatliche Kreditgarantien und Aufsichtsmaßnahmen ausgegangen. Ohne Kostenentlastung durch die öffentlichen Haushalte hätten die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Jahr 2020 zusätzlich Fremdkapital in Höhe von 550 Mrd € aufnehmen müssen, um ihre Einnahmefälle zu kompensieren. Beim Vulnerabilitätsindex hätte sich dies in einer höheren Verschuldung und gestiegenen Bruttozinszahlungen sowie einer Verringerung der selbsterwirtschafteten Mittel niedergeschlagen. Zudem wären die effektive Verzinsung der ausstehenden Verbindlichkeiten der Unternehmen und der Anteil langfristiger Kredite an der Gesamtverschuldung auf dem Niveau von Ende 2019 geblieben, wenn es keine zusätzlichen geldpolitischen und aufsichtlichen Maßnahmen sowie staatlichen Kreditgarantien gegeben hätte. Mithilfe von Bilanzierungsidentitäten wurden diese Effekte an das kontrafaktische Szenario zurückgespiegelt, während die jeweiligen Anteile der Zinszahlungen und der langfristigen Kredite an den Gesamtschulden unverändert belassen wurden.

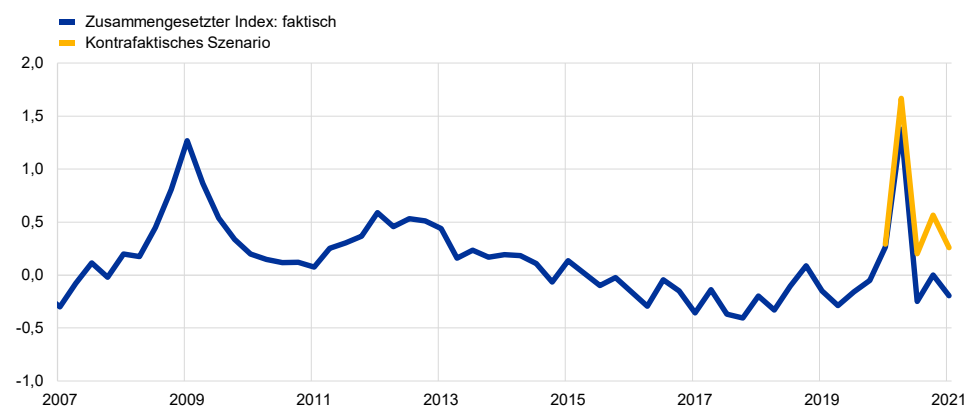
¹¹ Allerdings gibt es Hinweise darauf, dass die Langzeitfolgen von epidemischen Krisen geringer sind als jene von Finanzkrisen oder Kriegen. Siehe N. Martín Fuentes und I. Moder, [Die Langzeitfolgen früherer Krisen für die Weltwirtschaft](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 8/2020, EZB, Januar 2021.

Abbildung D

Vulnerabilität und Insolvenzen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum

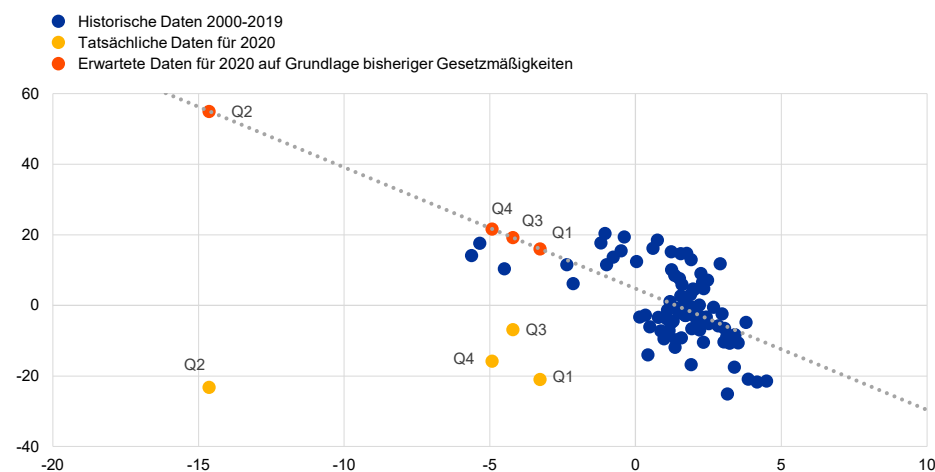
a) Zusammengesetzter Vulnerabilitätsindex

(Z-Scores)



b) Insolvenzen und Wachstum des realen BIP

(x-Achse: Veränderung gegen Vorjahr in %; y-Achse: Abweichung vom historischen Mittelwert in %)



Quellen: Eurostat, EZB, Merrill Lynch, Refinitiv und Berechnungen der Autoren.

Anmerkung: Grafik a: Der zusammengesetzte Vulnerabilitätsindex basiert auf einem breiten Spektrum an Indikatoren, wobei fünf unterschiedliche Dimensionen zugrunde gelegt wurden: Schuldendienstfähigkeit (gemessen an Zinsdeckungsgrad, Unternehmensersparnis und Umsatzgenerierung), Fremdkapitalanteil/Verschuldung (Verhältnis zwischen Fremd- und Eigenkapital, Verhältnis von Nettoverschuldung zum Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA), Bruttoverschuldung im Verhältnis zum Einkommen), Finanzierung/Anschlussfinanzierung (kurzfristige Kredite im Verhältnis zu langfristigen Krediten, Quick Ratio (Quotient aus den finanziellen Vermögenswerten und den finanziellen Verbindlichkeiten der Liquidität ersten Grades), Gesamtkosten der Fremdfinanzierung und Kreditimpuls), Ertragslage (Kapitalrendite, Gewinnmarge und Verhältnis von Marktwert zu Buchwert (Market-to-Book Ratio)) und Unternehmensaktivität (Umsatzwachstum, Anteil der Kredite aus Lieferungen und Leistungen und Veränderung des Debitorenumschlags). Der Kreditimpuls wird berechnet als $CI_t = 100 \cdot ((C_t - C_{t-1}) / BIP_{t-1} - (C_{t-4} - C_{t-5}) / BIP_{t-5})$. Bei C handelt es sich um den Nominalbestand aller an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ausgereichten Kredite (Gesamtverbindlichkeiten abzüglich der emittierten Anteilsrechte dieser Unternehmen), und BIP bezeichnet das nominale Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen. Die Indikatoren sind durch Umwandlung in Z-Scores standardisiert, d. h., sie werden mit einem Median von 0 und einer Standardabweichung von 1 auf einen gemeinsamen Maßstab umgerechnet. Die Berechnung der gewichteten Teilindizes der fünf einzelnen Dimensionen erfolgt mithilfe des einfachen arithmetischen Durchschnitts aus den zugrunde liegenden Z-Scores der einzelnen Indikatoren. Zur Ermittlung des zusammengesetzten Gesamtindikators werden die Z-Scores der fünf Dimensionen gleichermaßen gewichtet. Positive (negative) Werte deuten auf eine höhere (niedrigere) Vulnerabilität hin. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2021.

Grafik b: Die für 2020 erwarteten Daten basieren auf einer linearen Interpolation der früheren Beziehung zwischen Insolvenzen und realen BIP. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2020.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Covid-19-Pandemie signifikante Auswirkungen auf die Solidität der Unternehmen im Euro-Währungsgebiet hatte. Die Firmen haben erhebliche Anstrengungen

unternommen, um ihre Liquiditätsbestände aufzustocken. In Verbindung mit einer umfangreichen Unterstützung seitens der Geld- und Finanzpolitik sowie der Aufsicht

konnte dadurch eine Liquiditätskrise verhindert werden. Gleichzeitig gerieten die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften mit Blick auf ihre Ertragslage, Wirtschaftlichkeit und Solvenz im Verlauf der Lockdowns unter Druck. Die über Länder, Sektoren und Unternehmensgrößen hinweg ungleichmäßig hohe Brutto- und Nettoverschuldung könnte das Wirtschaftswachstum auf mittlere Sicht dämpfen und das Risiko vermehrter Unternehmensausfälle erhöhen.

Erik Frohm, Vanessa Gunnella, Michele Mancini und Tobias Schuler

Störungen beim Seetransport und eine Verknappung von Vorleistungen führen zu beträchtlichen Engpässen in den globalen Lieferketten. In der

Erholungsphase der Corona-Pandemie (Covid-19) erwarben private Haushalte vermehrt bestimmte Produkte (z. B. aus den Bereichen Elektronik und Heimwerkerbedarf), was insbesondere in gewissen Sektoren einen Nachfrageschub auslöste, der stärker als erwartet ausfiel. Die gestiegene Nachfrage führte im Zusammenspiel mit Ereignissen, die aufgrund höherer Gewalt außerhalb des Einflussbereiches der Lieferanten lagen, wie etwa Corona-Ausbrüche in Häfen, Unfälle in Produktionsstätten und ungünstige Witterungsbedingungen, zu Engpässen im Transportsektor sowie zu einer Verknappung bestimmter Vorleistungen wie Kunststoffe, Metalle, Bauholz und Halbleiter.¹ Nach Beginn der Pandemie kam es zu einem Lagerabbau: Die Vorräte wurden reduziert, es mangelte aufgrund von Werksschließungen an Vorleistungsgütern, und es herrschte eine konservative Lagerhaltung vor. Infolgedessen fiel es den Unternehmen schwer, mit der abrupt gestiegenen Nachfrage Schritt zu halten und die leeren Lager wieder zeitnah aufzufüllen. Dieses Ungleichgewicht zwischen Nachfrage und Angebot spiegelt sich in einer beispiellosen Verlängerung der Lieferzeiten der Zulieferer wider. Dies betrifft insbesondere Wirtschaftszweige, die von Transportdienstleistungen und von Vorleistungen (aus von Engpässen betroffenen Sektoren) abhängen. Dazu zählen Computer und elektronische Geräte, Maschinen und Anlagen, Holzwaren, Kraftfahrzeuge und chemische Erzeugnisse. Im Juni fiel der Teilindex des globalen Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Lieferzeiten der Zulieferer auf den tiefsten Stand seit Beginn der Aufzeichnungen im Jahr 1999. Dies bedeutet, dass sich die Lieferzeiten verlängert haben.

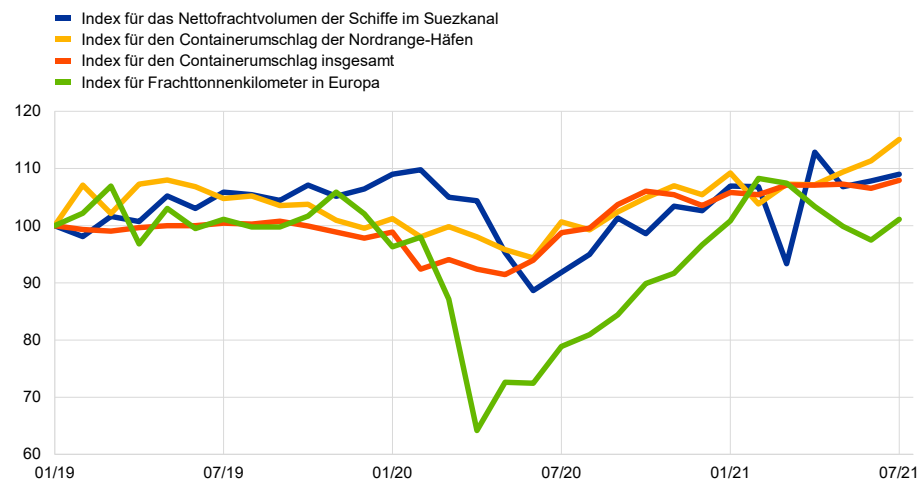
Das Seefrachtvolumen hat sich seit seinem Tiefstand Mitte 2020 erholt (siehe Abbildung A). In der ersten Jahreshälfte 2021 führten vorübergehende Störungen, wie beispielsweise der Vorfall im Suezkanal im März, zu heftigen Spannungen im globalen Seetransport, brachten jedoch die positive Wachstumsdynamik nicht zum Erliegen. Dies lässt sich an den jeweiligen Indikatoren für den Hafenumschlag weltweit (insgesamt) und für den Umschlag an den europäischen Nordrange-Häfen ablesen. Der europäische Luftfrachtverkehr war noch stärker von der Pandemie betroffen. Zurückzuführen war dies auf einen beispiellosen Rückgang der Passagierflüge, weswegen weniger Frachtkapazitäten vorhanden waren.² Bis Anfang 2021 hatte der Luftfrachtverkehr jedoch wieder sein Vorkrisenniveau erreicht, da Unternehmen zum Teil von der See- zur Luftfracht wechselten.

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

² Die Unternehmen versuchten, dem Rückgang der Frachtkapazitäten entgegenzuwirken, indem sie Passagiermaschinen in Frachtflugzeuge umwandelten und nach wie vor Passagierflugkapazitäten nutzten, um Fracht in den Kabinen zu befördern. Dennoch ging – wie Abbildung B zeigt – die verfügbare Gesamtkapazität 2020 drastisch zurück.

Abbildung A See- und Luftfrachtvolumen

(saisonbereinigte Indizes: Januar 2019 = 100)



Quellen: Suez Canal Authority, RWI/ISL, IATA und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2021.

Die Seewege zwischen Asien und Nordamerika sowie zwischen Asien und Europa waren am stärksten belastet, wodurch sich die Frachtkosten

außerordentlich erhöhten (siehe Abbildung B).³ Auf der Strecke zwischen Asien und Nordamerika erholten sich die Seefrachtkapazitäten kräftiger von der Pandemie als zwischen Asien und Europa. Dies war zum Teil auf den Anstieg der Kapazitäten im Zuge des robusten Aufschwungs in den Vereinigten Staaten zurückzuführen. Aufgrund des relativ unelastischen Angebots an Schiffskapazitäten und der Störungen im Transportsektor sind die kurzfristigen Frachtraten (Spotraten) für Containerverschiffungen für die von Asien ausgehenden Routen – insbesondere nach Nordamerika – auf ein Rekordniveau geklettert.⁴ Dies hatte auch zur Folge, dass Kapazitäten zulasten anderer Seewege auf diese lukrativere Strecke umgeleitet wurden.⁵ Das Schifffahrtsgeschäft stützt sich vor allem auf feste langfristige Verträge. Das gegenwärtige Umfeld dürfte auch die Verhandlungen über neue langfristige Verträge beeinträchtigt haben, sodass im Ergebnis die Frachtraten bei solchen Verträgen zwar in bemerkenswertem Umfang, aber weniger stark als bei Verträgen auf der Basis von Spotraten anstiegen.⁶

³ Der HARPEX, ein Index der weltweiten Container-Frachtkosten, verlief in den Jahren vor dem Ausbruch der Corona-Pandemie mehr oder weniger stabil auf einem vergleichsweise niedrigeren Niveau. Im ersten Quartal 2021 stieg er jedoch über seinen letzten Höchststand vom zweiten Jahresviertel 2005, und bis zum dritten Quartal 2021 hatte er sich gegenüber diesem Höchststand mehr als verdoppelt.

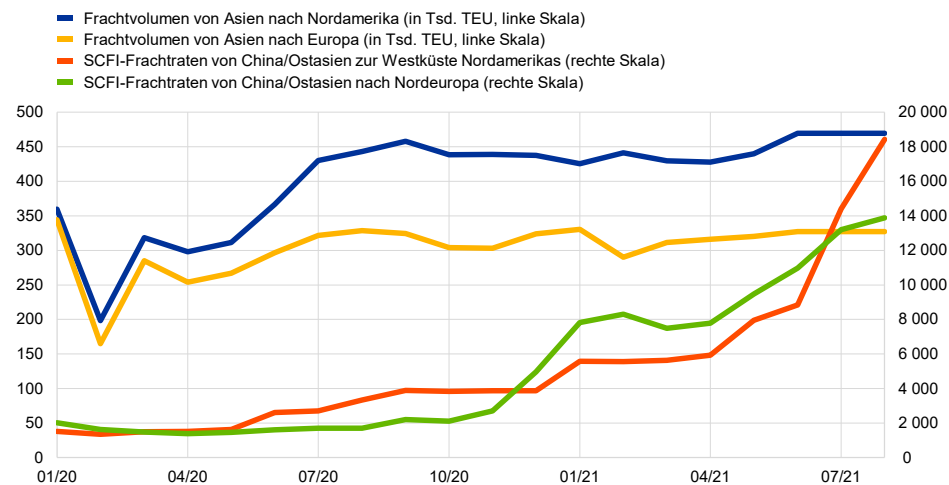
⁴ Gemäß den Ergebnissen einer ökonomischen Analyse anhand eines strukturellen Vektorautoregressionsmodells waren Engpässe auf der Angebotsseite für den Anstieg der Seefrachtkosten Anfang 2020 verantwortlich, wohingegen die kräftige Erholung der globalen Nachfrage für den Anstieg Ende 2020 ausschlaggebend war. Weitere Einzelheiten dazu finden sich in: EZB, [Bestimmungsfaktoren für den jüngsten Anstieg der Seefrachtkosten](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 3/2021, Mai 2021.

⁵ Siehe R. Khasawneh und M. Xu, [China-U.S. container shipping rates sail past \\$20,000 to record](#), Reuters, August 2021.

⁶ Siehe P. Sand, [Container shipping: records keep falling as industry enjoys best markets ever](#), BIMCO, Juni 2021.

Abbildung B Seefrachtkapazitäten und Frachtraten

(wöchentliche Frachtkapazität in TEU; Spot-Frachtraten in USD)



Quellen: CTS, Bloomberg, Freightos und EZB-Berechnungen.

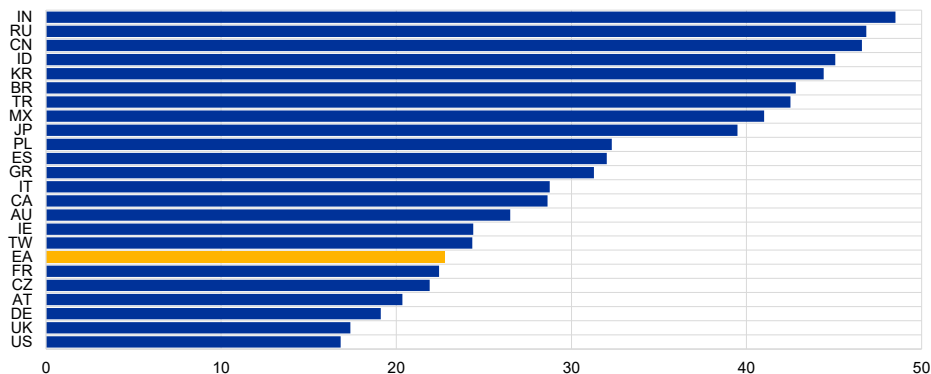
Anmerkung: TEU = 20-Fuß-Container; SCFI = Shanghai Containerized Freight Index. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2021.

Länder des Euroraums und der EU zählen gemäß EMI-Teilindex für die Lieferzeiten der Zulieferer zu jenen Staaten, die am stärksten von den Engpässen beim Seetransport und bei den Vorleistungen in Mitleidenschaft gezogen wurden. Abbildung C zeigt, dass im August die Lieferzeiten in fast allen Ländern nach wie vor sehr lang waren. Besonders betroffen waren davon die EU-Länder, die Vereinigten Staaten, das Vereinigte Königreich und Taiwan. In der Länderrangfolge spiegeln sich unterschiedliche Faktoren wider: 1) eine auf die betroffenen Wirtschaftszweige ausgerichtete Güterzusammensetzung (z. B. im Fall des Eurogebiets auf die Automobilindustrie und im Fall von Taiwan auf den Elektroniksektor); 2) eine hohe Nachfrage; 3) der Schweregrad der Transport- und Logistikprobleme; 4) spezifische Negativereignisse wie extreme Witterungsverhältnisse in einigen Ländern; 5) die Lagerhaltung (z. B. Aufbau von Lagerbeständen an Chips und Metallen in China).

Abbildung C

Lieferzeiten der Zulieferer nach Ländern

(Diffusionsindex)



Quelle: Markit.

Anmerkung: Dargestellt sind die Werte für August 2021. Das Land ganz unten in der Rangfolge ist das Land mit den längsten Lieferzeiten der Zulieferer.

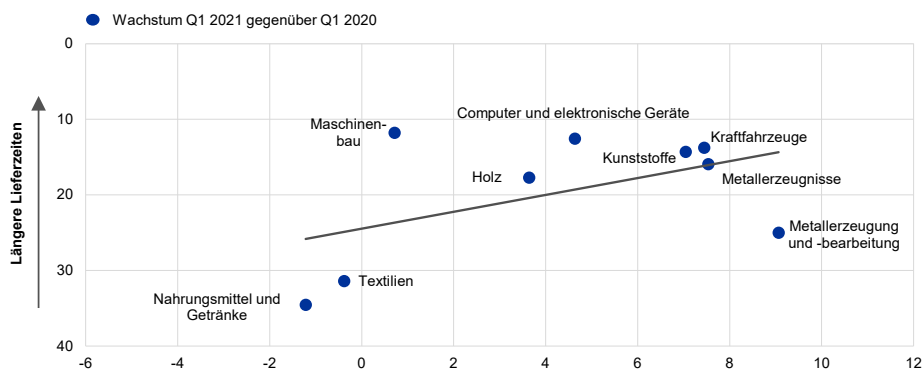
Im Euroraum verzeichnen die Exportsektoren, die sich am schnellsten erholt haben, größere Versorgungsgpässe (siehe Abbildung D). Insbesondere die

Exporte von Kraftfahrzeugen, Elektronik und Metallerzeugnissen, die bis zum ersten Quartal 2021 gegenüber dem gleichen Vorjahresquartal deutlich zugenommen hatten, waren von Versorgungsgpässen betroffen. Dadurch verlangsamte sich die anhaltende Expansion in diesen Sektoren. Das zeigt, welche Rolle die hohe Nachfrage bei der Verlängerung der Lieferzeiten der Zulieferer spielte. Auch im Maschinenbau, in dem elektronische Geräte und Metallerzeugnisse als Zwischenprodukte benötigt werden, kam es zu Verzögerungen bei Zulieferungen.

Abbildung D

Exporte in Länder außerhalb des Euroraums und Lieferzeiten der Zulieferer nach Sektoren

(Veränderung der Werte gegen Vorjahr in %; EMI-Diffusionsindex)



Quellen: Eurostat, Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Ein geringerer Wert auf der vertikalen Achse gibt eine längere Lieferzeit an. Die Werte beziehen sich auf das erste Quartal (Exporte) bzw. Mai 2021 (Lieferzeiten der Zulieferer). Die Regressionsgerade stellt das Verhältnis zwischen den Werten für die Lieferzeiten der Zulieferer und dem Wachstum der Sektoren zwischen dem ersten Quartal 2020 und dem ersten Quartal 2021 dar.

Mittels einer empirischen Analyse, die Paneldaten auf Länderebene verwendet, lassen sich die über den Beitrag der Nachfragebedingungen hinausgehenden Auswirkungen von Versorgungsgpässen auf das Exportwachstum

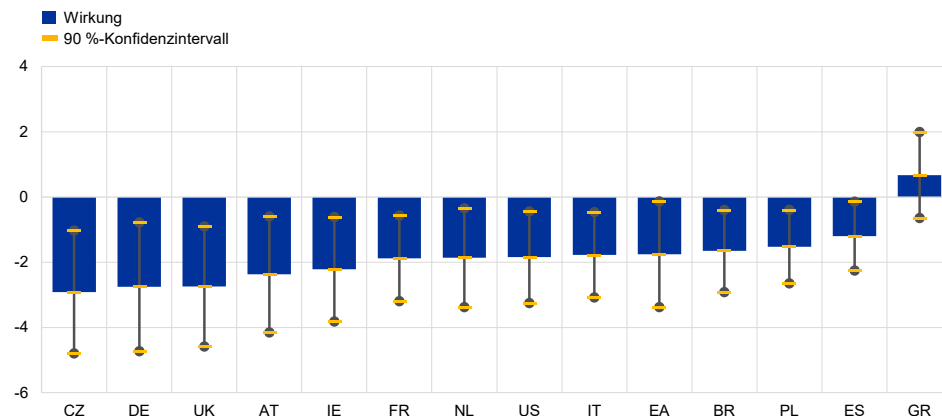
identifizieren und quantifizieren. Die monatlichen Wachstumsraten des Exportvolumens werden für ein Panel von 23 Ländern auf eine Näherungsgröße für Engpässe regressiert. Zur Erfassung des Ausmaßes der Versorgungsengpässe wird der EMI-Teilindex für die Lieferzeiten der Zulieferer herangezogen. Anhand der Importe von Vorleistungen aus Sektoren mit Engpässen lässt sich messen, wie stark ein Land von angebotsseitigen Störungen betroffen ist. Die Auswirkungen auf das Exportwachstum werden wie folgt geschätzt: Der EMI-Index, der Anteil der importierten Vorleistungen aus Sektoren mit Engpässen und ihre Wechselwirkung fließen in eine Regression (mit länder- und zeitfixierten Effekten) ein, um dem Effekt von Störungen in der Lieferkette Rechnung zu tragen. Länderspezifische EMI-Teilindizes für den Auftragseingang im Exportgeschäft (zur Messung der Auslandsnachfrage) und Verzögerungen bei der abhängigen Variable sind ebenfalls enthalten.⁷ Außerdem werden nur Länder, deren EMI-Teilindex für die Lieferzeiten der Zulieferer erheblich vom Durchschnittswert des Index abweicht, als besonders von Engpässen betroffene Länder erachtet. Mit diesem Vorgehen lässt sich überprüfen, ob sich Engpässe bei importierten Vorleistungen negativ auf das Exportwachstum auswirken. Kurz zusammengefasst: Die Exporte eines Landes dürften von längeren Lieferzeiten der Zulieferer beeinträchtigt werden, und diese Wirkung dürfte sich verstärken, je höher der Anteil importierter Vorleistungsgüter aus Sektoren mit Engpässen ist.

Die Schätzungen bestätigen, dass Versorgungsengpässe das Wachstum der Warenexporte beeinträchtigt haben, und die Auswirkungen sind in den Ländern größer, in denen mehr von Engpässen betroffene Sektoren beteiligt sind. Abbildung E zeigt den Effekt der Versorgungsengpässe in den einzelnen Ländern. Die Rangfolge spiegelt das Ausmaß sowohl der Engpässe (z. B. die Verlängerung der Lieferzeiten) als auch der Beteiligung von Sektoren mit Engpässen wider. Bei den meisten Ländern handelt es sich um EU-Staaten, wobei der geschätzte Effekt bei den großen Euro-Ländern und den EU-Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets negativer ausfällt. In letzterem Fall dürfte dies auf Lieferkettenverflechtungen in besonders betroffenen Sektoren (z. B. in der Automobilindustrie) zurückzuführen sein.

⁷ Input-Output-Tabellen der Asiatischen Entwicklungsbank werden zur Ermittlung des Anteils der direkt und indirekt importierten Vorleistungen aus Sektoren mit Engpässen in Relation zu den gesamten importierten Vorleistungen verwendet. Betroffen von angebotsseitigen Versorgungsstörungen sind die Sektoren Maschinenbau, elektrische und optische Ausrüstung, Fahrzeugbau, Transporte im Inland, Schifffahrt, Luftfahrt und sonstige Transporte.

Abbildung E Effekt der Versorgungsengpässe auf betroffene Länder

(durchschnittlicher Effekt auf das monatliche Wachstum der Warenexporte in Prozentpunkten)



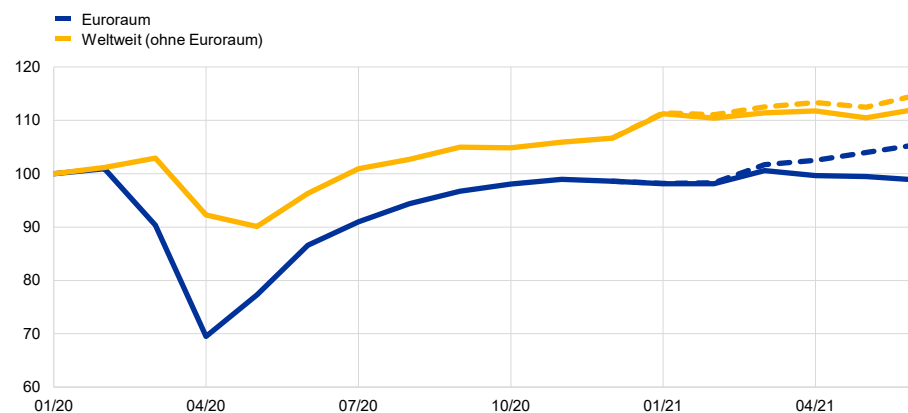
Quellen: CPB, Markit, MRIO-Datenbank der Asiatischen Entwicklungsbank und EZB-Berechnungen.

Der geschätzte kumulierte Ausfall bei den Warenexporten beträgt 6,7 % für den Euroraum und 2,3 % auf globaler Ebene.

Abbildung F zeigt die kontrafaktische Entwicklung der Exporte in Länder außerhalb des Euroraums und der Exporte weltweit (ohne Euroraum). Laut Analyse wären die Warenausfuhren der Euro-Länder um 6,7 % höher, wenn sie nicht von Versorgungsengpässen betroffen wären. Die Warenexporte weltweit (ohne Euroraum) wären 2,3 % höher. Zwar haben die Verbraucher im Zuge des allmählichen Wiederhochfahrens der Wirtschaft begonnen, vermehrt Dienstleistungen zu erwerben, doch gibt es noch keine Anzeichen, dass sich die Lage in Bezug auf die angebotsseitigen Störungen normalisiert. Außerdem setzt der Wiederanstieg der Covid-19-Fälle in Asien die Schifffahrt und den Frachtumschlag weiter unter Druck. Gleiches gilt für Branchen, die bereits unter Versorgungsengpässen leiden, wie der Halbleiterbereich und die Automobilindustrie.

Abbildung F Geschätzte Einbußen der Warenexporte

(Index: Januar 2020 = 100)



Quellen: CPB, Markit, MRIO-Datenbank der Asiatischen Entwicklungsbank und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die gestrichelte Linie zeigt die geschätzte Entwicklung der Exporte ohne Versorgungsengpässe.

5 Preise von EU-Emissionszertifikaten vor dem Hintergrund des Maßnahmenplans zur Berücksichtigung von Klimaschutzaspekten der EZB

Giovanna Bua, Daniel Kapp, Friderike Kuik und Eliza Lis

In ihrem Maßnahmenplan zur Berücksichtigung von Klimaschutzaspekten hat sich die EZB verpflichtet, die Entwicklung neuer Modelle zu beschleunigen sowie theoretische und empirische Untersuchungen vorzunehmen, um die wirtschaftlichen Auswirkungen des Klimawandels und damit zusammenhängender politischer Maßnahmen zu überwachen.¹ Als ersten Schritt im Rahmen ihres detaillierten Fahrplans für klimabezogene Maßnahmen sieht die EZB vor, technische Annahmen zur CO₂-Bepreisung in die von Experten des Eurosystems/der EZB erstellten Projektionen zu integrieren.² Diese Ergänzung der technischen Annahmen schafft die Grundlage für eine Ausweitung der in den Projektionen verwendeten wirtschaftlichen Modelle. Vor diesem Hintergrund fasst der vorliegende Kasten die Entstehung und die grundlegenden Merkmale des EU-Emissionshandelssystems (EU-EHS) zusammen, in dessen Rahmen der CO₂-Preis in der EU festgesetzt wird.

Das EU-EHS stellt den Markt für den Handel mit EU-Emissionszertifikaten dar; jedes dieser Zertifikate berechtigt den Inhaber zum Ausstoß einer Tonne von Kohlendioxid-Äquivalenten (CO₂-Äquivalenten). Das EU-EHS ist das zentrale politische Instrument der EU zur Reduzierung von Treibhausgasen. Es umfasst etwa 10 000 Unternehmen im Stromsektor und im verarbeitenden Gewerbe sowie Luftfahrtunternehmen, die Dienste zwischen Flughäfen anbieten, die sich im Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) befinden. Insgesamt unterliegen rund 40 % der EU-Treibhausgasemissionen dem Emissionshandelssystem der EU. Im Juli 2021 wurde eine Überarbeitung des EU-EHS vorgeschlagen. Dies geschah im Zusammenhang mit dem ambitionierten „Fit für 55“-Paket, das – nebst anderen politischen Maßnahmen – darauf abzielt, die gesamten Treibhausgasemissionen bis 2030 um 55 % im Vergleich zum Niveau von 1990 zu reduzieren.³

Das EU-EHS ist ein Handelssystem mit festen Obergrenzen („cap and trade“). Das Gesamtvolumen der Emissionen von Treibhausgasen, die unter das EU-

¹ Siehe [EZB präsentiert Maßnahmenplan zur Berücksichtigung von Klimaschutzaspekten in ihrer geldpolitischen Strategie](#), Pressemitteilung der EZB vom 8. Juli 2021. Eine Zusammenfassung von Expertenbeiträgen zu den Beratungen des EZB-Rats im Rahmen der Überprüfung der geldpolitischen Strategie findet sich in: EZB, [Climate change and monetary policy in the euro area](#), Occasional Paper Series, Nr. 271, 2021.

² Siehe EZB, [Detaillierter Fahrplan für klimabezogene Maßnahmen](#), Anhang zur Pressemitteilung vom 8. Juli 2021, mit der die EZB ihren Maßnahmenplan zur Berücksichtigung von Klimaschutzaspekten in ihrer geldpolitischen Strategie vorgestellt hat.

³ Siehe [Mitteilung der Kommission, „Fit für 55“: auf dem Weg zur Klimaneutralität – Umsetzung des EU-Klimaziels für 2030 \(COM\(2021\)/550 final\)](#) zwecks einer Übersicht über das Paket sowie [Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 2003/87/EG über ein System für den Handel mit Treibhausgasemissionszertifikaten in der Union, des Beschlusses \(EU\) 2015/1814 über die Einrichtung und Anwendung einer Marktstabilitätsreserve für das System für den Handel mit Treibhausgasemissionszertifikaten in der Union und der Verordnung \(EU\) 2015/757 \(COM\(2021\)/551 final\)](#) zu den geplanten Überarbeitungen des EU-EHS.

EHS fallende Wirtschaftsakteure jährlich ausstoßen dürfen, wird durch eine Obergrenze (Cap) beschränkt. Diese Obergrenze bestimmt auch die Anzahl der im System verfügbaren Emissionszertifikate. Sie wird im Laufe der Zeit abgesenkt, um einen sukzessiven Rückgang der Emissionen sowie das Erreichen der CO₂-Neutralität bis 2050 durchzusetzen. Innerhalb der durch die Obergrenze gesetzten Beschränkungen werden die Emissionszertifikate den Teilnehmern entweder kostenlos oder mittels Versteigerungen zugeteilt. Die teilnehmenden Unternehmen und sonstige wirtschaftliche Einheiten müssen jedes Jahr ein Zertifikat für jede ausgestoßene Tonne CO₂-Äquivalent „abgeben“. Überschreiten die Emissionen eines Teilnehmers die sich aus den ihm zugeteilten Zertifikaten ergebende Menge, so muss dieser weitere Emissionszertifikate am EU-EHS-Markt erwerben. Umgekehrt können Teilnehmer, die ihre Emissionen unter das ihnen zugestandene/zugeteilte Niveau senken, ihre überschüssigen Zertifikate entweder zur Abdeckung ihres künftigen Bedarfs behalten oder diese am EU-EHS-Markt verkaufen.⁴

Das EU-EHS nahm 2005 den Betrieb auf und wurde in verschiedenen „Phasen“ umgesetzt, wobei zugleich die Obergrenze schrittweise herabgesetzt und die Reichweite des Systems vergrößert wurde – und zwar sowohl geografisch als auch in Bezug auf die Sektoren wie auch die Arten der erfassten Treibhausgasemissionen (siehe Tabelle A).⁵ Die ersten beiden Phasen waren noch durch eine große Anzahl von kostenlosen Zuteilungen und oftmals auch durch ein Missverhältnis zwischen Angebot und Nachfrage – insbesondere aufgrund der im Jahr 2008 einsetzenden globalen Finanzkrise – gekennzeichnet. In den jüngsten beiden Phasen kam es indessen zu einem Anstieg des Anteils von versteigerten im Vergleich zu zugeteilten Zertifikaten, einer Harmonisierung des Regelwerks und einer Absenkung der jährlichen Emissionsobergrenze. Überdies wurden Marktformen zur Anpassung bei einem Überangebot durch Zurückhalten von überschüssigen Emissionszertifikaten (dies bedeutet, dass Versteigerungen verschoben werden, ohne dass sich die Gesamtzahl der zu versteigernden Zertifikate verringert) und Einstellung von Zertifikaten in eine Marktstabilitätsreserve vorgenommen. Insofern führte die im Jahr 2018 angekündigte, überarbeitete Emissionshandelsrichtlinie⁶ zu einer erheblichen Reduzierung des Überangebots an Emissionszertifikaten.

⁴ Weitere Informationen zum EU-Emissionshandelssystem finden sich in den Carbon Market Reports, die jährlich von der Europäischen Kommission veröffentlicht werden.

⁵ Zur Entwicklung des EU-EHS siehe auch Europäische Kommission, [Development of EU ETS \(2005-2020\)](#).

⁶ Siehe [Richtlinie \(EU\) 2018/410 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2018 zur Änderung der Richtlinie 2003/87/EG zwecks Unterstützung kosteneffizienter Emissionsreduktionen und zur Förderung von Investitionen mit geringem CO₂-Ausstoß und des Beschlusses \(EU\) 2015/1814 \(ABl. L 76 vom 19.3.2018, S. 3\)](#) und [Richtlinie 2003/87/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Oktober 2003 über ein System für den Handel mit Treibhausgasemissionszertifikaten in der Gemeinschaft und zur Änderung der Richtlinie 96/61/EG des Rates \(ABl. L 275 vom 25.10.2003, S. 32\)](#).

Tabelle A

Die vier Phasen des EU-Emissionshandelssystems

PHASE 1: 2005-2007	PHASE 2: 2008-2012
<ul style="list-style-type: none"> • Geografische Reichweite: EU 27 • Obergrenze: kein Abbaupfad • Zertifikate: kostenlose Zuteilung • Sektoren: Strom- und Wärmeerzeugung, Öltraffinerien, Koksöfen, Eisen und Stahl, Herstellung von Zement, Glas, ungelöschter Kalk, Ziegel, Keramik, Zellstoff, Papier und Karton/Pappe • Gekennzeichnet durch ein Zertifikate-Überangebot, sodass die Preise am Ende der Phase auf null fielen 	<ul style="list-style-type: none"> • Geografische Reichweite: EU 27 + Norwegen, Island und Liechtenstein • Obergrenze: kein Abbaupfad • Zertifikate: überwiegend kostenlose Zuteilung • Sektoren: Luftverkehr kam 2012 hinzu • Die Finanzkrise von 2008 führte zu einem Rückgang von Industrietätigkeit und Emissionen der EU-Länder, was ein Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage zur Folge hatte
PHASE 3: 2013-2020	PHASE 4: 2021-2030
<ul style="list-style-type: none"> • Geografische Reichweite: Kroatien trat dem EU-EHS bei • Obergrenze: EU-weite Obergrenze; jährliche Senkung um 1,74 % • Zertifikate: schrittweiser Übergang zu Versteigerungen; Zuteilung kostenloser Zertifikate über harmonisierte Benchmarks („grünere“ Unternehmen erhalten kostenlose Zertifikate) • Sektoren: Anlagen zur Kohlenstoffabscheidung und -speicherung, Herstellung von petrochemischen Erzeugnissen, Ammoniak, Nichteisen- und Eisenmetalle, Gips, Aluminium sowie Salpeter-, Adipin- und Glyoxylsäuren (mit verschiedenen Schwellenwerten) hinzugekommen • Einführung von Marktmechanismen zur Korrektur von Ungleichgewichten zwischen Angebot und Nachfrage (Zurückhalten überschüssiger Zertifikate bis 2019-2020, nicht zuteilte Zertifikate werden in eine Marktstabilitätsreserve überführt) • Überarbeitete Emissionshandelsrichtlinie für die vierte Phase trat in Kraft 	<p>Umgesetzt:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Geografische Reichweite: Vereinigtes Königreich verließ EU-EHS • Obergrenze: jährlicher Reduktionsfaktor von 1,74 % auf 2,2 % angehoben • Verdopplung der Aufnahmefähigkeit der Marktstabilitätsreserve (von 12 % auf 24 %) bis 2023 • Ab 2023 Begrenzung der in der Marktstabilitätsreserve gehaltenen Zertifikate, Überschüsse verfallen <p>Gepplant im Rahmen des Pakets „Fit für 55“:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Obergrenze: Erhöhung des Reduktionsfaktors von 2,2 % auf 4,2 % • Zertifikate: Aufrechterhaltung der Bedingtheit kostenloser Zertifikate basierend auf den ergriffenen Maßnahmen zur Reduzierung des Kohlendioxidausstoßes; sukzessive Verringerung kostenloser Zertifikate • Sektoren: Aufnahme der Seeschifffahrt in das EU-EHS • Einführung eines separaten Emissionshandelssystems für Emissionen in den Bereichen Gebäude und Verkehr • Aufnahmefähigkeit der Marktstabilitätsreserve bleibt bei 24 %

Der Preis der im EU-EHS gehandelten Emissionszertifikate ist von 8 € je Tonne CO₂-Äquivalent zu Beginn des Jahres 2018 auf zuletzt rund 60 € gestiegen

(siehe Abbildung A). Wichtige Bestimmungsfaktoren der mittelfristigen Preisentwicklung waren die Einführung der Marktstabilitätsreserve und eine raschere Verringerung der Anzahl der EU-Emissionszertifikate, die den am EU-EHS teilnehmenden Unternehmen zur Verfügung stehen. Wie oben erwähnt, scheint die Überarbeitung der Emissionshandelsrichtlinie im Jahr 2018, durch die der Rahmen für die vierte Handelsperiode (2021-2030) festgelegt wurde, dem System zudem mehr Glaubwürdigkeit verliehen zu haben. Zuletzt dürften der Eindruck einer Verschiebung hin zu einer weltweit strikteren Klimapolitik und die Wahrscheinlichkeit eines vorzeitigen Auslaufens der kostenlosen Zuteilung von Emissionszertifikaten, wie im „Fit für 55“-Paket dargelegt, zu den Preissteigerungen beigetragen haben. Auch die Ankündigung des Europäischen Grünen Deals⁷ und die nachfolgenden Verschiebungen von EU-EHS-Versteigerungen im Jahr 2021 trugen zu höheren Preisen bei. Neben diesen Änderungen der Marktausgestaltung kann der Preisanstieg auch auf eine höhere Energienachfrage aufgrund wetterbedingter Faktoren, das Wiederhochfahren der Wirtschaft nach der Aufhebung der durch die

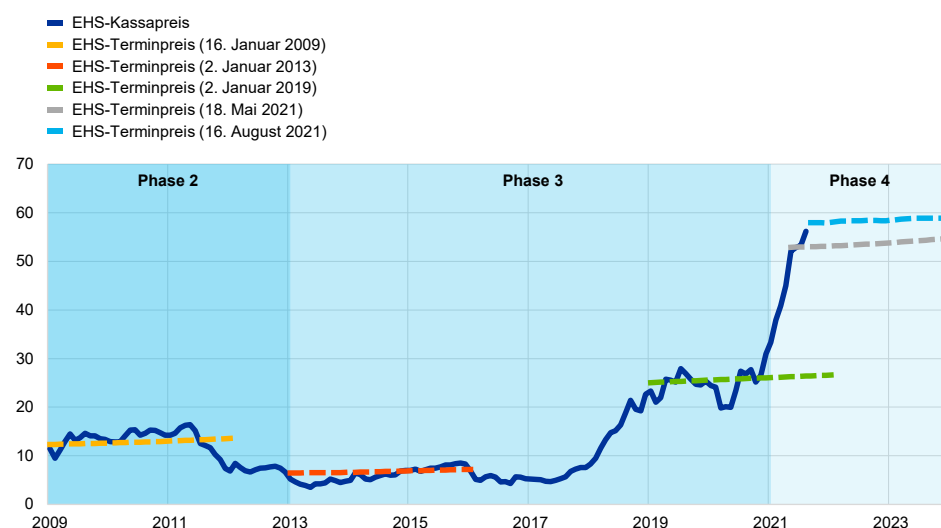
⁷ Siehe Europäische Kommission, [Europäischer Grüner Deal](#).

Corona-Pandemie (Covid-19) bedingten Einschränkungen sowie Spekulationsgeschäfte einiger Marktteilnehmer zurückzuführen sein, die für die nächsten Monate weitere Preissteigerungen erwarten und Long-Positionen am EU-EHS-Markt eingegangen sind. Die Terminpreise entwickeln sich bislang verhältnismäßig stabil, folgen dabei jedoch einem leicht aufwärtsgerichteten Pfad. Dies ist im Wesentlichen der Tatsache zuzuschreiben, dass überschüssige Zertifikate weiterhin gehalten werden können, um einen künftigen Bedarf zu decken, wodurch eine enge Verbindung zwischen Kassa- und Terminpreisen entsteht. Für das „Lagern“ dieser Zertifikate fallen nur geringe Kosten an, und es gibt – anders als bei physischen Rohstoffen – keine erkennbaren Vorteile, sie zu halten. Daher besteht der Hauptunterschied zwischen einem am Kassamarkt und einem am Terminmarkt gehandelten Emissionszertifikat in den Opportunitätskosten des Geldes, das für das am Kassamarkt gehandelte Zertifikat gezahlt wird.⁸

Abbildung A

Kassa- und Terminpreise von EU-Emissionszertifikaten im EHS

(in € je Tonne)



Quellen: Refinitiv, Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jährlichen EU-EHS-Terminpreise werden als Durchschnitt der vierteljährlichen Terminpreise des jeweiligen Jahres berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2021 (EU-EHS-Kassapreise, Monatswerte) bzw. Dezember 2023 (EU-EHS-Terminpreise, Quartalswerte).

Bislang haben sich die Preise der Emissionszertifikate wahrscheinlich nur auf die HVPI-Teuerungsrate für Energie und insbesondere auf die Strompreise ausgewirkt, was auf den Einfluss der kostenlosen Zertifikate in anderen Sektoren und die nach wie vor begrenzte Sektorabdeckung zurückzuführen ist.

In allen Ländern wurde im Jahr 2020 der Großteil der Emissionszertifikate für Industrieanlagen im verarbeitenden Gewerbe und für den Luftverkehr im EWR

⁸ Der Verlauf der Kurve könnte sich künftig verändern, beispielsweise wenn die gegenwärtig leicht negative Verfügbarkeitsprämie weiter in den negativen Bereich sinkt. Dieser Fall könnte eintreten, wenn Inhaber physischer Zertifikate befürchten, dass sich deren Wert aufgrund von Änderungen des Regelwerks verringert, der Wert von Terminkontrakten jedoch nicht reduziert wird. So scheinen einige Marktteilnehmer die Befürchtung zu hegen, dass die Aufsichtsbehörden das Recht einschränken könnten, Zertifikate ins nächste Jahr zu übertragen. Siehe auch D. Bredin und J. Parsons, Why is Spot Carbon so Cheap and Future Carbon so Dear? The Term Structure of Carbon Prices, The Energy Journal, Bd. 37, Nr. 3, 2016.

gewissermaßen kostenlos zugeteilt, wohingegen die Zertifikate für die Verbrennung fossiler Energieträger zumeist versteigert wurden (siehe Abbildung B). Die kürzlich beobachteten Preisanstiege bei Emissionszertifikaten gelten als ein Grund für die jüngste Verteuerung von Strom in einigen Euro-Ländern. Dazu kommt es vor allem dann, wenn Strompreise nicht oder nur teilweise reguliert sind und private Haushalte sich für variable Tarife entscheiden.⁹ In anderen Ländern dürften die Strompreise aufgrund von Preisregulierungen mit einer zeitlichen Verzögerung reagieren oder sind aufgrund kohlenstoffarmer Energieerzeugung weniger stark betroffen.¹⁰ Längerfristig wird der direkte Einfluss der Preise für Emissionszertifikate auf die Inflation auch davon abhängen, wie rasch die Dekarbonisierung voranschreitet und damit auch der Übergang von einer Stromerzeugung auf Basis kohlenstoffintensiver fossiler Brennstoffe hin zu Strom aus kohlenstoffneutralen Quellen. Angaben von Eurostat zufolge sank der Anteil fossiler Brennstoffe, die in der EU zur Stromproduktion eingesetzt werden, von rund 45 % im Jahr 2018 auf 40 % im Jahr 2020, wobei dieser Wert in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich ausfiel. Im laufenden Jahr war jedoch trotz höherer Zertifikatspreise wieder eine Zunahme der Kohleverstromung zu beobachten, was den aktuell hohen Gaspreisen zuzuschreiben sein dürfte. Insgesamt scheint das Risiko begrenzt zu sein, dass sich die Preise für Emissionszertifikate im derzeitigen EU-Emissionshandelssystem auf kurze Sicht in einer deutlich höheren Gesamtinflation niederschlagen, da bislang vor allem die im HVPI erfassten Energiepreise betroffen waren.

Im Einklang mit dem von der EZB zuletzt angekündigten Maßnahmenplan sind mit Blick auf die Zukunft weitere Analysen erforderlich, wie sich diese und weitere Klimaschutzmaßnahmen auf die Inflation und die Produktion auswirken. Zu diesem Zweck müssen die makroökonomischen Modelle weiterentwickelt werden. Für die Unterstützung der Geldpolitik wird dies von maßgeblicher Bedeutung sein.

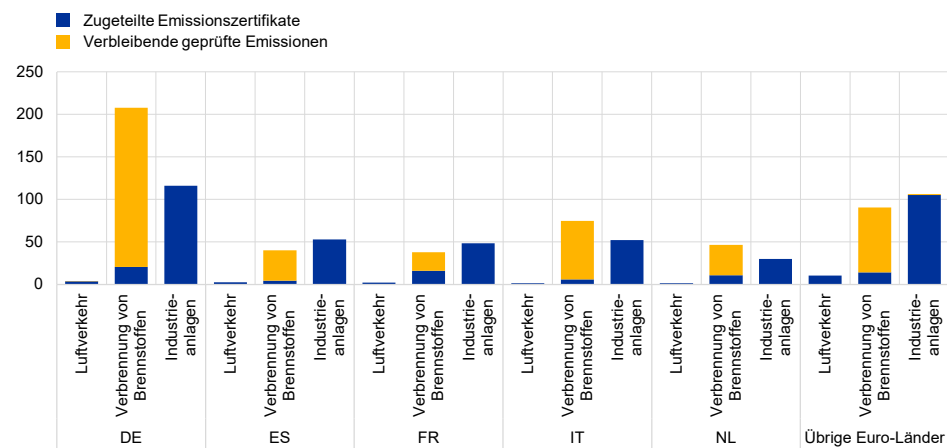
⁹ Siehe M. Pacce, I. Sánchez und M. Suárez-Varela, [Recent developments in Spanish retail electricity prices: the role played by the cost of CO2 emission allowances and higher gas prices](#), Occasional Paper der Banco de España, Nr. 2120, 2021.

¹⁰ Der Anteil der Stromerzeugung aus kohlenstoffarmen erneuerbaren Energiequellen oder aus Kernenergie variiert in den einzelnen Euro-Ländern erheblich. Gleiches gilt somit auch für den aus fossilen Brennstoffen gewonnenen Strom. Siehe beispielsweise Eurostat, [Energy, transport and environment statistics](#), 2020.

Abbildung B

Zugeteilte Emissionszertifikate und verbleibende Emissionen, für die Zertifikate erworben werden müssen, nach Sektoren

(in Mio. Tonnen CO₂-Äquivalente, 2020)



Quellen: Europäische Umweltagentur und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die verbleibenden geprüften Emissionen werden als Differenz zwischen der Gesamtmenge geprüfter Emissionen und den zugewiesenen Emissionszertifikaten berechnet. Emissionen aus Industrieanlagen stellen die Summe der Emissionen aus allen einbezogenen Industriesektoren dar. Die Abdeckung geprüfter Emissionen durch zugewiesene Zertifikate fällt je nach Industriesektor unterschiedlich aus. Die Emissionen einiger Sektoren werden nicht vollständig durch die ihnen zugewiesenen Zertifikate abgedeckt, während die Emissionen anderer Sektoren geringer sind als die ihnen laut den Zertifikaten zugewiesenen Mengen.

Aufsätze

1 Geleistete Arbeitszeit im Euro-Währungsgebiet

Vasco Botelho, Agostino Consolo und António Dias da Silva

1 Einleitung

Im vorliegenden Aufsatz wird die Entwicklung der geleisteten Arbeitsstunden je Erwerbstätigen im Euro-Währungsgebiet analysiert, und es wird untersucht, welche Bedeutung sie für den Beitrag des Faktors Arbeit zur Produktion von Waren und Dienstleistungen sowie für die Fähigkeit des Arbeitsmarkts zur Anpassung an gesamtwirtschaftliche Entwicklungen haben.¹ Zunächst werden die Faktoren betrachtet, die in den vergangenen 25 Jahren den trendmäßigen Rückgang der Arbeitszeit je Beschäftigten bestimmt haben. Anschließend wird der Frage nachgegangen, inwieweit diese Messgröße die Anpassung des Arbeitsmarkts in Wachstums- und Erholungsphasen beeinflusst. Die langfristige Verringerung der geleisteten Arbeitsstunden je Erwerbstätigen kann sich abhängig von ihrem Zusammenspiel mit der Erwerbsbeteiligung auf den Arbeitseinsatz auswirken. Konjunkturabhängige Veränderungen der Arbeitszeit je Beschäftigten bieten den Unternehmen in Abschwungphasen Flexibilität. So können sie ihre Arbeitskosten durch einen Abbau der Arbeitsstunden statt der Beschäftigung (Hortung von Arbeitskräften) anpassen, wenn adverse Schocks ihre Profitabilität schmälern. Der Beitrag der durchschnittlichen Arbeitsstunden zur konjunkturellen Anpassung hat Einfluss auf die gemessene Über- oder Unterauslastung am Arbeitsmarkt. Dies ist eine wichtige Bestimmungsgröße der Lohn- und Preisdynamik, weshalb sie für die Geldpolitik relevant ist.

Der Rückgang der Arbeitszeit je Erwerbstätigen stellt ein langfristiges Phänomen dar. So sank die Jahresarbeitszeit je Erwerbstätigen von 1870 bis 1973 in Deutschland, Frankreich, Italien und den Niederlanden um mehr als 1 000 Stunden.² Ähnliche Entwicklungen waren auch in anderen Ländern wie Australien, Japan, Kanada, dem Vereinigten Königreich und den Vereinigten Staaten zu beobachten. Nach 1973 verlangsamte sich dieser Rückgang bei zunehmender

¹ Der vorliegende Aufsatz stützt sich im Wesentlichen auf zwei Datenquellen für die Arbeitszeit je Erwerbstätigen: zum einen auf die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen von Eurostat, die Daten zur Gesamtbeschäftigung und zum Arbeitsvolumen enthalten. Die Arbeitszeit je Erwerbstätigen wird durch Division des Arbeitsvolumens durch die Gesamtbeschäftigung errechnet. Zum anderen wird auf die Daten der Arbeitskräfteerhebung der Europäischen Union (EU-AKE) zurückgegriffen. Im Rahmen dieser Umfrage werden Daten zur „üblichen Wochenarbeitszeit“ und zur „tatsächlichen Arbeitszeit in der Berichtswoche“ erhoben. Erstere umfasst alle Stunden einschließlich (bezahlter oder unbezahlter) Überstunden, die ein Erwerbstätiger normalerweise arbeitet. Letztere bezieht sich auf alle Stunden einschließlich bezahlter und unbezahlter Überstunden, die in der Berichtswoche tatsächlich gearbeitet wurden.

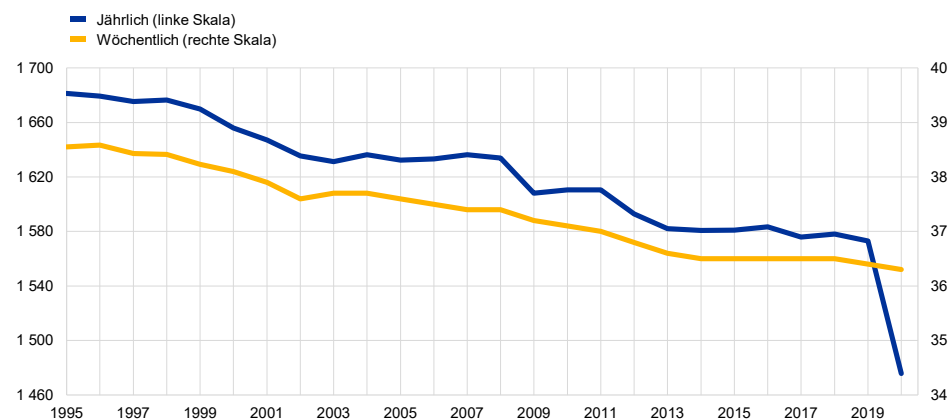
² Die Daten stammen aus: A. Maddison, *The World Economy: A Millennial Perspective*, OECD, 2001. Konkret belief sich die Jahresarbeitszeit je Beschäftigten im Jahr 1870 in Deutschland auf 2 841, in Frankreich auf 2 945, in Italien auf 2 886 und in den Niederlanden auf 2 964 Stunden. Bis 1973 ging diese Zahl in Deutschland auf 1 804, in Frankreich auf 1 771, in Italien auf 1 612 und in den Niederlanden auf 1 751 zurück.

Heterogenität zwischen den Ländern etwas. Für die langfristige Abnahme der je Beschäftigten geleisteten Arbeitsstunden gibt es mehrere Gründe, darunter der technologische Fortschritt als gemeinsamer Faktor oder sogar Auslöser.³ Der technische Fortschritt hat das Wesen der Produktionsarbeit in den vergangenen 150 Jahren verändert und zur Schaffung einer Vielzahl von Arbeitsplätzen im Dienstleistungssektor geführt. Rasche Produktivitätszuwächse sorgten dafür, dass die Löhne stiegen und die Kosten für Freizeitaktivitäten sanken, wodurch sich die optimale Zeitallokation für Arbeits- und Freizeit zwecke veränderte. Die hier durchgeführte eingehende Analyse der Arbeitszeit je Erwerbstätigen im Euroraum konzentriert sich indessen auf die Entwicklung der letzten 25 Jahre.

In der Zeit von 1995 bis 2019 nahm die Jahresarbeitszeit je Erwerbstätigen im Eurogebiet um mehr als 100 Stunden ab. Auf wöchentlicher Basis sank die Arbeitszeit je Beschäftigten im selben Zeitraum von 38,6 auf 36,4 Stunden (siehe Abbildung 1). Bedingt durch die Corona-Pandemie (Covid-19) war der Rückgang der Arbeitszeit je Erwerbstätigen im Jahr 2020 besonders ausgeprägt, wengleich davon auszugehen ist, dass dies eine weitgehend temporäre Entwicklung ist. Zudem beeinflusste die Pandemie 2020 zwar die tatsächliche Arbeitszeit im Euroraum, doch führte sie gegenüber der Vorpandemiezeit nicht zu einer signifikanten Veränderung der üblichen Wochenarbeitszeit einer durchschnittlichen Arbeitskraft.

Abbildung 1
Arbeitszeit je Erwerbstätigen

(Arbeitszeit in Stunden)



Quelle: Berechnungen der Autoren auf Grundlage von Eurostat-Daten.

Anmerkung: Die beiden hier verwendeten Messgrößen der Arbeitszeit sind in Fußnote 1 definiert. Für die unterschiedliche Entwicklung der Messgrößen im Jahr 2020 sind möglicherweise die vorübergehenden Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Arbeitsmarkt im Euroraum verantwortlich. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2020.

Der in den vergangenen 25 Jahren verzeichnete Rückgang der Arbeitszeit je Erwerbstätigen im Euroraum ist vor allem im Zusammenhang mit der Entwicklung der Erwerbsbeteiligung und der Teilzeitarbeit zu sehen.

Theoretisch könnte die geringere Arbeitszeit je Beschäftigten darauf zurückzuführen sein, dass die in Vollzeit oder Teilzeit erbrachten Arbeitsstunden gesunken sind oder

³ Siehe T. Boppart und P. Krusell, [Labor Supply in the Past, Present, and Future: A Balanced-Growth Perspective](#), Journal of Political Economy, Bd. 128, Nr. 1, 2020. Darin vertreten die Autoren die These, dass die Verringerung der Arbeitszeit vor allem darauf zurückzuführen ist, dass der produktivitätsbedingte Einkommenseffekt etwas stärker ist als der Substitutionseffekt.

der Anteil der Teilzeitarbeit gestiegen ist. Tatsächlich geht die Entwicklung hauptsächlich auf die Ausweitung des Anteils der Teilzeitbeschäftigung zurück. Aus Sicht der privaten Haushalte führt eine stärkere Erwerbsbeteiligung zu einem höheren Gesamteinkommen und möglicherweise zu einer Verringerung der durchschnittlichen Arbeitszeit. Letzteres hängt mit Einkommenseffekten zusammen, die daraus resultieren, dass das von zwei Haushaltsmitgliedern erwirtschaftete Einkommen höher ist und diese beschließen könnten, im Durchschnitt weniger Stunden zu arbeiten. Zugleich kann eine gemeinsame steuerliche Veranlagung das Arbeitsangebot des Zweitverdieners beeinträchtigen. Damit steigt die Wahrscheinlichkeit, dass der zweite Verdienereine Teilzeitbeschäftigung aufnimmt.⁴ Sowohl Einkommenseffekte als auch Steuersysteme mit gemeinsamer Veranlagung können einen Rückgang der Arbeitszeit je Beschäftigten verursachen. Darüber hinaus beeinflussen auch Änderungen der Arbeitsbestimmungen und veränderte Präferenzen der Beschäftigten die Arbeitszeit. So wurden beispielsweise Arbeitszeitregelungen modifiziert (z. B. in Frankreich Anfang der 2000er-Jahre mit der Einführung der 35-Stunden-Woche), und gleichzeitig verschoben sich die Präferenzen, da die Beschäftigten eine Verringerung der wöchentlichen Arbeitszeit forderten, anstatt höhere Löhne auszuhandeln.⁵ Für die Zunahme der Erwerbsbeteiligung und den steigenden Anteil der Teilzeitbeschäftigung war insbesondere die stärkere Erwerbsbeteiligung von Frauen maßgeblich, da diese häufiger in Teilzeit arbeiten. Dass mehr Frauen erwerbstätig wurden, war unter anderem die Folge einer Verlagerung der Heimproduktion auf den Markt. Dieses auch als „Vermarktlichung der Haushaltsproduktion“ bekannte Phänomen war in Europa zu einem späteren Zeitpunkt und in geringerem Umfang zu beobachten als in den Vereinigten Staaten.⁶

An der Entwicklung der Arbeitszeit je Erwerbstätigen lässt sich für den

Euroraum die Stärke des Arbeitsmarkts im Konjunkturzyklus ermessen. Die Folgen der globalen Finanzkrise und der europäischen Staatsschuldenkrise hatten einen dauerhaften Effekt auf den Arbeitseinsatz, gemessen am Arbeitsvolumen. Während der Krise hat das Horten von Arbeitskräften durch Arbeitszeitverkürzung dazu beigetragen, den Anstieg der Arbeitslosigkeit im Euroraum zu begrenzen. Die

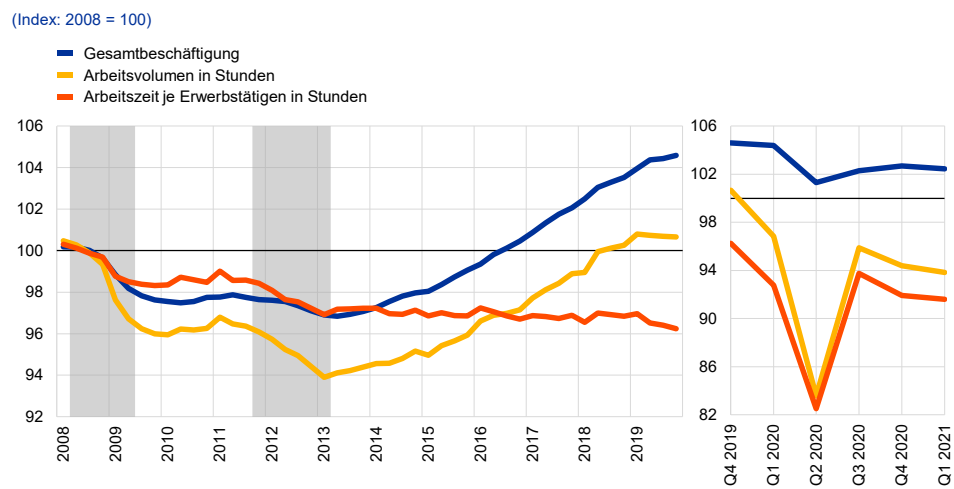
⁴ Erläuterungen zur Arbeitszeit je Erwerbstätigen auf Basis der Besteuerung finden sich beispielsweise in: E. C. Prescott, [Why Do Americans Work So Much More Than Europeans?](#), Quarterly Review, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Bd. 28, Nr. 1, 2004; L. Ohanian, A. Raffo und R. Rogerson, [Long-term changes in labor supply and taxes: Evidence from OECD countries, 1956-2004](#), Journal of Monetary Economics, Bd. 55, Ausgabe 8, 2008, S. 1353-1362; A. Bick, B. Brüggemann, N. Fuchs-Schündeln und H. Paule-Paludkiewicz, [Long-term changes in married couples' labor supply and taxes: Evidence from the US and Europe since the 1980s](#), Journal of International Economics, Bd. 118, Ausgabe C, 2019, S. 44-62. Siehe auch Z. Eckstein und K. I. Wolpin, [Dynamic Labour Force Participation of Married Women and Endogenous Work Experience](#), Review of Economic Studies, Bd. 56, Nr. 3, 1989, S. 375-390.

⁵ Dies beinhaltet auch mehr Flexibilität in Bezug auf die Wochenarbeitszeit und die Jahresurlaubsplanung. Durch andere Regelungen wie die Rahmenvereinbarung über Teilzeitarbeit (Richtlinie 97/81/EG) wurde die Inanspruchnahme von Teilzeitarbeit gefördert.

⁶ Von „Vermarktlichung der Haushaltsproduktion“ spricht man, wenn die Bereitstellung von traditionell im Haushalt erbrachten Dienstleistungen auf den Markt verlagert wird. Dies betrifft unter anderem die Zubereitung von Speisen, die Betreuung von Kindern und älteren Menschen sowie Reinigungsarbeiten. Siehe beispielsweise R. B. Freeman und R. Schettkat, [Marketization of Household Production and the EU-US Gap in Work](#), Economic Policy, Bd. 20, Nr. 41, 2005, S. 5-50; L. Fang und C. McDaniel, [Home hours in the United States and Europe](#), The B.E. Journal of Macroeconomics, Bd. 17, Ausgabe 1, 2017, S. 1-27; B. Bridgman, G. Dürnecker und B. Herrendorf, [Structural transformation, marketization, and household production around the world](#), Journal of Development Economics, Bd. 133, Ausgabe C, 2019, S. 102-126.

Berücksichtigung der Arbeitszeitanpassung ist ein integraler Bestandteil jeder umfassenden Analyse der Stärke und des zeitlichen Auftretens einer Arbeitsmarkterholung, da die Arbeitslosenquote den Marktzustand möglicherweise nicht vollständig wiedergibt. Während der Corona-Pandemie wurde die Arbeitszeit je Erwerbstätigen sogar noch wichtiger für die Anpassungsfähigkeit des Arbeitsmarkts, weil die Euro-Länder Programme zur Arbeitsplatzsicherung einführten, um die Beschäftigung zu stützen (siehe Abbildung 2).⁷

Abbildung 2
Arbeitszeit und Beschäftigung seit der globalen Finanzkrise



Quelle: Berechnungen der Autoren auf Grundlage von Eurostat-Daten.
Anmerkung: Die schattierten Bereiche in der linken Grafik markieren Rezessionen im Euroraum in der Abgrenzung des Euro Area Business Cycle Dating Committee. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2019 (linke Grafik) bzw. das erste Quartal 2021 (rechte Grafik).

2 Langfristige Entwicklung der Arbeitszeit

Die strukturellen Veränderungen der vergangenen 25 Jahre hatten großen Einfluss auf die Arbeitszeit je Erwerbstätigen. Zu den neuen Entwicklungen zählten beispielsweise ein erhöhter Beschäftigungsanteil im Dienstleistungssektor, eine stärkere Erwerbsbeteiligung von Frauen, ein größerer Anteil von Teilzeitarbeit und eine alternde Bevölkerung.⁸ Der Anstieg der Erwerbsbeteiligung führte zu einer Erhöhung des Arbeitsvolumens und der pro Kopf geleisteten Arbeitsstunden.⁹ Insofern neue Arbeitskräfte jedoch weniger Stunden arbeiteten, trugen sie zu einem Rückgang der Arbeitszeit je Beschäftigten bei. In diesem Abschnitt wird untersucht, wie sich die Arbeitszeit je Erwerbstätigen in den zurückliegenden 25 Jahren im Euroraum entwickelt hat. Daraus ergibt sich der Schluss, dass der Rückgang der Arbeitsstunden in erster Linie auf die gestiegene Erwerbsbeteiligung von Frauen

⁷ Siehe EZB, [Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 8/2020, Januar 2021.

⁸ Eine weitere Veränderung bestand beispielsweise in der Polarisierung des Arbeitsmarkts. Siehe auch A. Dias da Silva, A. Laws und F. Petroulakis, [Hours of work polarisation?](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2324, 2019.

⁹ In der Zeit von 1995 bis 2019 erhöhte sich die jährlich pro Kopf geleistete Arbeitszeit im Eurogebiet von 696 auf 738 Stunden.

zurückzuführen ist, was sich auch in einer höheren Beschäftigungsquote (d. h. dem Verhältnis zwischen Beschäftigung und Bevölkerungszahl) widerspiegelt.

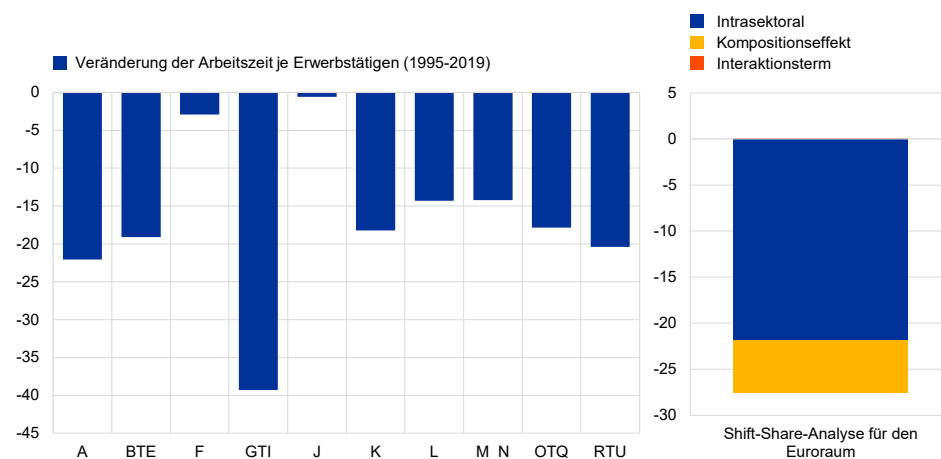
Die Arbeitszeit je Erwerbstätigen sank in allen Sektoren und geriet durch die Verschiebung zugunsten der Dienstleistungen noch weiter unter Abwärtsdruck. Eine Shift-Share-Analyse zeigt, dass der langanhaltende Rückgang der durchschnittlichen Arbeitszeit im Euroraum zum größten Teil durch intrasektorale Entwicklungen bestimmt wurde, da dieser Abwärtstrend in den meisten Sektoren zu beobachten war. Allerdings spielen auch Kompositionseffekte eine Rolle, die im Euroraum seit 1995 zu rund 20 % für den Rückgang der Arbeitszeit je Erwerbstätigen verantwortlich waren (siehe Abbildung 3). Diese Effekte sind durch einen geringeren Beschäftigungsanteil der Landwirtschaft und der Industrie sowie einen entsprechend höheren Anteil der freiberuflichen und sonstigen wirtschaftlichen Dienstleistungen bedingt. Im Zuge der Verlagerung vom verarbeitenden Gewerbe zu den Dienstleistungen (auch als „Servitisierung“ der Wirtschaft bezeichnet) passten die betreffenden Firmen ihre Geschäftsmodelle an und gingen dazu über, neben Waren auch Dienstleistungen zu verkaufen.¹⁰ In allgemeinerer Betrachtung hingen die sektoralen Divergenzen bei der Arbeitszeit je Beschäftigten auch mit technologischen Unterschieden in den einzelnen Sektoren zusammen, wobei die unterschiedlichen von den Arbeitgebern in den verschiedenen Sektoren angebotenen Bedingungen ebenfalls eine Rolle spielten. Der technologische Kanal impliziert sektorübergreifende Unterschiede bei den Arbeitsstunden je Erwerbstätigen, die daher rühren, dass in den verschiedenen Sektoren auf Firmenebene unterschiedliche Produktionsmethoden zum Einsatz kommen. Die unterschiedlichen Bedingungen, die von den Arbeitgebern in den einzelnen Sektoren angeboten werden, ergeben sich dagegen aus Veränderungen der Arbeitsnachfrage und der Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer, wenn sie ihre Arbeitsverträge aushandeln.

¹⁰ Zum Wandel der Branchenstruktur in der Wirtschaft von der Landwirtschaft und dem verarbeitenden Gewerbe zu den Dienstleistungen siehe B. Herrendorf, R. Rogerson und A. Valentinyi, [Growth and Structural Transformation](#), Handbook of Economic Growth, Bd. 2, 2014, S. 855-941. Siehe auch M. Crozet und E. Milet, [The Servitization of French Manufacturing Firms](#), in: L. Fontagné und A. Harrison (Hrsg.), [The Factory-Free Economy: Outsourcing, Servitization, and the Future of Industry](#), Kapitel 4, 2017. Dort finden sich nähere Informationen zur „Servitisierung“ des verarbeitenden Gewerbes in Frankreich.

Abbildung 3

Rückgang der Arbeitszeit je Erwerbstätigen nach Sektoren – Shift-Share-Analyse

(Arbeitszeit in Stunden)



Quelle: Berechnungen der Autoren auf Grundlage von Eurostat-Daten.

Anmerkung: A – Landwirtschaft, BTE – Industrie, F – Baugewerbe, GTI – Groß- und Einzelhandel, J – Informations- und Kommunikationstechnologie, K – Finanzgeschäfte, L – Immobilien, M_N – freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen, OTQ – öffentliche Dienstleistungen einschließlich Gesundheits- und Bildungsleistungen, RTU – sonstige Dienstleistungen einschließlich Freizeit- und persönliche Dienstleistungen. Der Interaktionsterm ist positiv, aber sehr klein und deshalb in der Abbildung kaum erkennbar.

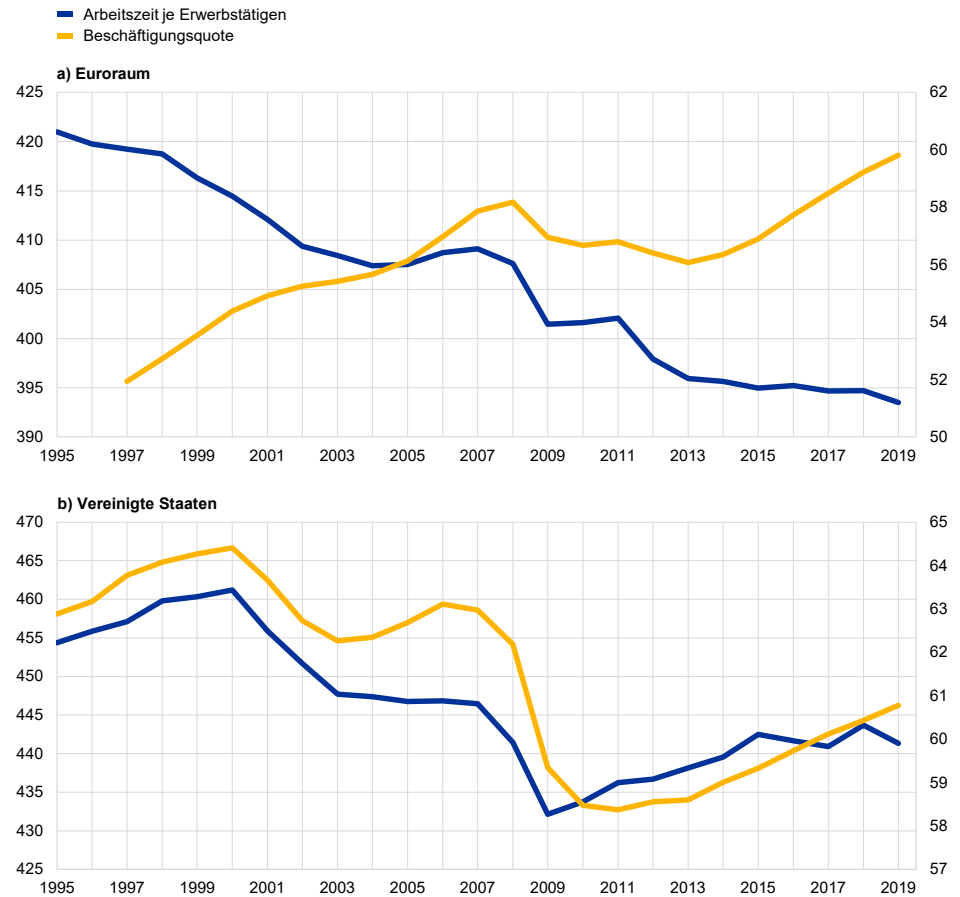
Der Rückgang der Arbeitszeit je Erwerbstätigen wurde von einem entsprechenden Anstieg der Beschäftigungsquote begleitet. In Abbildung 4 (Grafik a) wird die Beschäftigungsquote mit der vierteljährlichen Arbeitszeit je Erwerbstätigen im Eurogebiet verglichen. Daraus geht hervor, dass die signifikante Abnahme der geleisteten Arbeitsstunden in den vergangenen 25 Jahren mit einer Zunahme der Erwerbsbeteiligung um etwa 8 Prozentpunkte einherging. Dies deutet auf einen Substitutionseffekt am Arbeitsmarkt hin, da mehr Menschen mit weniger Arbeitsstunden in das Erwerbsleben eintraten. Zusammengenommen legen der Anstieg der Beschäftigungsquote und der Rückgang der durchschnittlichen Arbeitszeit auch den Schluss nahe, dass es zu Einkommenseffekten und langfristigen Veränderungen der Arbeitsangebotsentscheidungen privater Haushalte im Eurogebiet gekommen ist. Diese Substituierbarkeit von durchschnittlicher Arbeitszeit und Erwerbsbeteiligung ist ein typisches Merkmal für den Euroraum, das sich aus den Daten für die Vereinigten Staaten in diesem Zeitraum nicht ablesen lässt. In den USA bewegen sich die Beschäftigung und die Arbeitszeit je Beschäftigten tendenziell im Gleichlauf und hängen vornehmlich von der Konjunkturentwicklung ab (siehe Abbildung 4, Grafik b).¹¹ Darüber hinaus haben sich dort die Arbeitsstunden je Beschäftigten in den zurückliegenden 25 Jahren nicht so stark verringert wie im Eurogebiet. Solche Unterschiede verdeutlichen, wie

¹¹ Trotz der langfristigen Trends der Beschäftigungsquote und der Arbeitszeit je Erwerbstätigen im Euroraum sowie des Fehlens entsprechender Trends in den Vereinigten Staaten ist die konjunkturbedingte Anpassung der durchschnittlichen Arbeitsstunden in den Euro-Ländern stärker ausgeprägt als in den USA. Siehe M. Dossche, V. Lewis und C. Poilly, [Employment, hours and the welfare effects of intra-firm bargaining](#), Journal of Monetary Economics, Bd. 104, 2019, S. 67-84. Dort finden sich weitere Einzelheiten zu diesem Vergleich. Auf die konjunkturbedingte Anpassung der durchschnittlichen Arbeitszeit im Eurogebiet wird in Abschnitt 3 des vorliegenden Aufsatzes näher eingegangen.

wichtig eine sorgfältige Analyse der Arbeitszeit je Erwerbstätigen für die Beurteilung des Arbeitsmarkts im Euroraum ist.

Abbildung 4
Vierteljährliche Arbeitszeit je Erwerbstätigen und Beschäftigungsquote

(linke Skala: vierteljährliche Arbeitszeit je Erwerbstätigen in Stunden; rechte Skala: in %)



Quelle: Berechnungen der Autoren auf Grundlage von Eurostat-Daten.

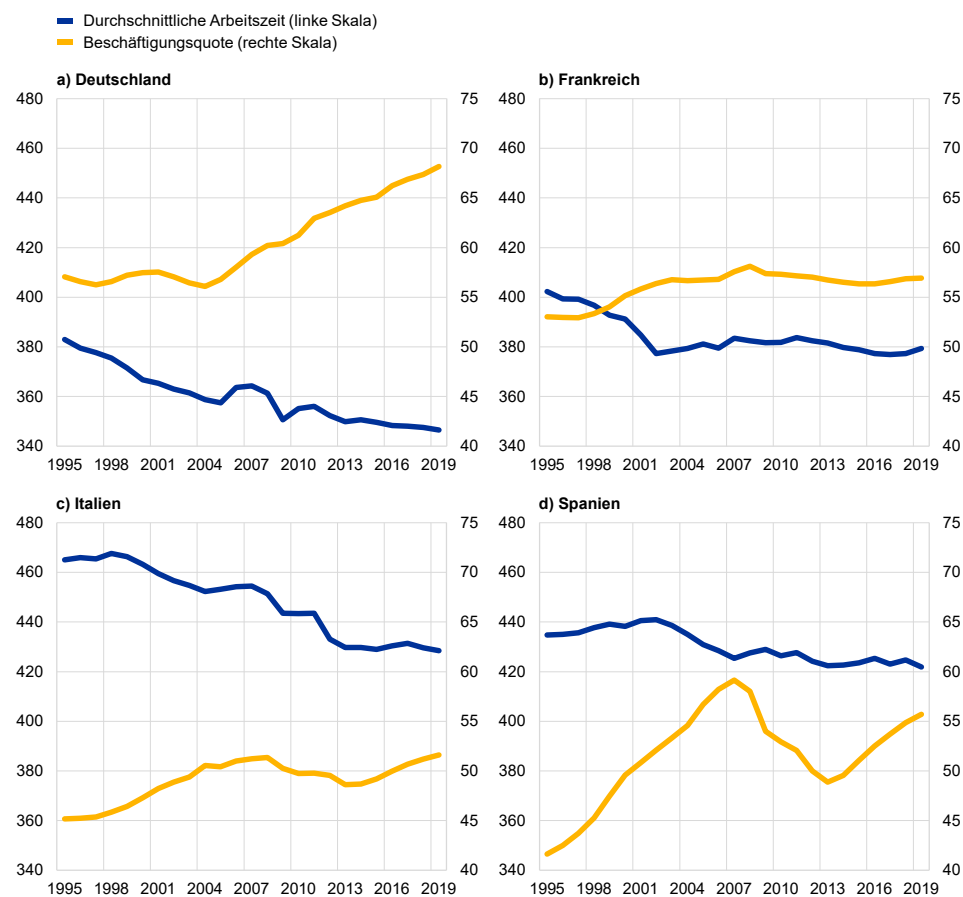
Der langanhaltende Rückgang der Arbeitszeit je Erwerbstätigen ist ein gemeinsames Merkmal aller größten Euro-Länder, wenngleich die Zahl der Arbeitsstunden variiert und negativ mit der Beschäftigungsquote korreliert ist.

Abbildung 5 zeigt, dass Länder mit einer im Verhältnis geringeren Arbeitszeit je Erwerbstätigen eine relativ gesehen höhere Beschäftigungsquote aufweisen (etwa Deutschland). Dagegen ist in Ländern mit einer höheren vierteljährlichen Arbeitszeit je Erwerbstätigen eine geringere Beschäftigungsquote zu beobachten (z. B. in Italien und Spanien). Neben den Unterschieden in der Arbeitszeit und der Höhe der Beschäftigungsquoten weisen die beiden Variablen in allen Ländern auch einen gemeinsamen Trend auf. So ist ein stärkerer Rückgang der durchschnittlichen Arbeitsstunden tendenziell mit einem stärkeren Anstieg der Beschäftigungsquote verbunden. Den größten Beitrag zur Verringerung der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden im Euroraum (rund 78 %) steuerten in den vergangenen 25 Jahren Deutschland, Frankreich und Italien bei.

Abbildung 5

Vierteljährliche Arbeitszeit je Erwerbstätigen und Beschäftigungsquote in den vier größten Ländern des Euroraums

(linke Skala: vierteljährliche Arbeitszeit je Erwerbstätigen in Stunden; rechte Skala: in %)



Quelle: Berechnungen der Autoren auf Grundlage von Eurostat-Daten.
 Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2019.

Der Anstieg der Beschäftigungsquote im Euroraum ist vor allem der stärkeren Erwerbsbeteiligung von Frauen zuzuschreiben.

Im Jahr 2000 lag die Erwerbsbeteiligung bei 59,8 % und erhöhte sich bis 2019 auf 64,6 %.¹² Dieser Anstieg ging in erster Linie darauf zurück, dass mehr Frauen erwerbstätig wurden und ihre Erwerbsquote in den letzten beiden Jahrzehnten um rund 9 Prozentpunkte auf 59,4 % im Jahr 2019 zulegte. Damit entfiel auf die stärkere Erwerbsbeteiligung

¹² Die Differenz zwischen Beschäftigungs- und Erwerbsquote ergibt sich aus der Zahl der Arbeitslosen. Die Arbeitslosenquote schwankt im Konjunkturzyklus – normalerweise sinkt sie in Aufschwüngen und steigt in Abschwüngen. In den zurückliegenden drei Jahrzehnten gab es jedoch keine wesentliche strukturelle Veränderung der Arbeitslosenquote im Euroraum. Siehe hierzu EZB, [Das aktuelle Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet: ein Vergleich mit Entwicklungen in der Vergangenheit](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 6/2019, September 2019. Strukturelle Veränderungen der Erwerbsbeteiligung bestimmen die langfristige Entwicklung der Beschäftigungsquote im Eurogebiet maßgeblich.

von Frauen im Zeitraum von 2000 bis 2019 ein Anteil von 90 % der insgesamt verzeichneten Zunahme.¹³

Der Anstieg der Erwerbsbeteiligung von Frauen geht auch mit einer Zunahme der Teilzeitbeschäftigung einher.¹⁴ Frauen arbeiten häufiger in Teilzeit als Männer.¹⁵ Im Euro-Währungsgebiet entfällt ein überproportional hoher Anteil (über 75 %) der Teilzeitbeschäftigung auf Frauen. So arbeiteten im Jahr 2000 29 % der erwerbstätigen Frauen und 5 % der erwerbstätigen Männer in Teilzeit; bis 2019 stieg der Anteil auf 36 % bei den Frauen und 10 % bei den Männern. Teilzeitbeschäftigung basiert zum Großteil auf Freiwilligkeit und ermöglicht zu jedem Zeitpunkt mehr Menschen, am Arbeitsmarkt aktiv zu sein (siehe auch Abbildung 16 in Abschnitt 3).¹⁶ Dennoch könnten auch einige institutionelle Gegebenheiten wie etwa unzureichende Kinderbetreuungsmöglichkeiten Menschen daran hindern, einer Vollzeittätigkeit nachzugehen.

Der Anstieg der Teilzeitbeschäftigung ist der entscheidende Faktor für den Rückgang der Arbeitszeit je Erwerbstätigen. In konzeptioneller Hinsicht können die Arbeitsstunden je Erwerbstätigen sinken, wenn entweder Vollzeit- oder Teilzeitbeschäftigte weniger Stunden arbeiten oder wenn sich der Anteil der Teilzeitbeschäftigung in einer Volkswirtschaft erhöht. In den vergangenen zwei Jahrzehnten sank die durchschnittliche Arbeitszeit eines durchschnittlichen Vollzeitbeschäftigten im Eurogebiet um rund eine halbe Stunde pro Woche, hingegen kam es bei einer durchschnittlichen Teilzeitkraft zu einem Anstieg der im

¹³ Die Zunahme der Erwerbsbeteiligung von Frauen im Eurogebiet ist auf verschiedene Faktoren zurückzuführen: 1) Verhaltensunterschiede zwischen den Generationen im Hinblick auf Arbeitsangebotsentscheidungen der privaten Haushalte (siehe hierzu J. Vlasblom und J. Schippers, [Increases in Female Labour Force Participation in Europe: Similarities and Differences](#), *European Journal of Population*, Bd. 20, 2004, S. 375-392); 2) die Vermarktlichung der Haushaltsproduktion (siehe F. Buera und J. Kaboski, [The Rise of the Service Economy](#), *American Economic Review*, Bd. 102, Nr. 6, 2012, S. 2540-2569; R. Ngai und B. Petrongolo, [Gender Gaps and the Rise of the Service Economy](#), *American Economic Journal: Macroeconomics*, Bd. 9, Nr. 4, 2017, S. 1-44; B. Bridgman, G. Dürnecker und B. Herrendorf, *Structural transformation, marketization, and household production around the world*, *Journal of Development Economics*, Bd. 133, 2018, S. 102-126; P. Reimers, *Industry Structure and the Composition of Men's and Women's Productive Time*, Mimeo, 2020); 3) Veränderungen der Arbeitsmarktinstitutionen (siehe A. Cipollone, E. Patacchini und G. Vallanti, [Female labour market participation in Europe: novel evidence on trends and shaping factors](#), *IZA Journal of European Labor Studies*, Bd. 3, 2014; S. Kelly, A. Watt, J. Lawson und N. Hardie, [Disentangling the drivers of labour force participation by sex – a cross country study](#), Discussion Paper des CEPR, Nr. 15661, 2021); 4) Veränderungen des Steuer- und Abgabenkeils von Zweitverdienern und Alleinerziehenden (siehe A. Bick und N. Fuchs-Schündeln, [Taxation and Labour Supply of Married Couples across Countries: A Macroeconomic Analysis](#), *The Review of Economic Studies*, Bd. 85, Ausgabe 3, 2018, S. 1543-1576; A. Bick, B. Brüggemann, N. Fuchs-Schündeln und H. Paule-Paludkiewicz, [Long-term changes in married couples' labor supply and taxes: Evidence from the US and Europe since the 1980s](#), *Journal of International Economics*, Bd. 118, Ausgabe C, 2019, S. 44-62).

¹⁴ In der EU-AKE basiert die Unterscheidung zwischen Vollzeit- und Teilzeitarbeit im Allgemeinen auf den spontanen Antworten der Befragten. Eine wesentliche Ausnahme mit Blick auf die einzelnen Euro-Länder bilden hierbei die Niederlande, in denen ein Schwellenwert von 35 Stunden angewendet wird.

¹⁵ Die Gründe für eine Teilzeitbeschäftigung unterscheiden sich zwischen Frauen und Männern. Laut Daten der EU-AKE sind die beiden wichtigsten Gründe für Teilzeitarbeit bei Männern: „konnte keine Vollzeittätigkeit finden“ und „absolviert eine schulische oder berufliche Aus- oder Fortbildung“. Bei Frauen ist der am häufigsten genannte Grund: „Betreuung von Kindern oder erwerbsunfähigen Erwachsenen“, gefolgt von: „konnte keine Vollzeittätigkeit finden“ sowie „sonstige familiäre oder persönliche Gründe“.

¹⁶ Änderungen von Arbeitsbestimmungen waren ein wichtiger Faktor für den Anstieg der Teilzeitbeschäftigung. Andere Vorschriften bezüglich der Arbeitszeit scheinen eine weniger große Rolle gespielt zu haben, da es zwischen den üblicherweise und den tatsächlich geleisteten Arbeitsstunden langfristig keinen signifikanten Unterschied gibt; dies könnte ein Zeichen für eine Erhöhung der jährlichen Urlaubstage sein.

Mittel geleisteten Arbeitsstunden um etwas mehr als eine halbe Stunde pro Woche (siehe Abbildung 6, Grafik a).¹⁷ Diese Entwicklungen trugen nicht wesentlich zum Rückgang der durchschnittlichen Arbeitszeit im Euroraum bei. Dagegen war in den Euro-Ländern eine merkliche Zunahme der Teilzeitarbeit zu beobachten. Der Anteil der Teilzeitbeschäftigung stieg von 15,4 % im Jahr 2000 auf 22,1 % im Jahr 2019.¹⁸ Während Arbeitnehmer in einigen Ländern (wie in Deutschland oder den Niederlanden) traditionell häufiger in Teilzeit arbeiten als in anderen (etwa Italien oder Spanien), zeigt sich die Ausweitung der Teilzeitbeschäftigung in allen größeren Ländern des Euroraums (siehe Abbildung 6, Grafik b).¹⁹

¹⁷ Diese in Abbildung 6, Grafik a aufgezeigten Entwicklungen sind bei einer Aufschlüsselung der Stichprobe nach Geschlecht in vergleichbarer Weise zu erkennen: Die durchschnittliche Arbeitszeit eines Vollzeit- und eines Teilzeitbeschäftigten bleibt im Zeitverlauf weitgehend konstant, und der Anteil der Teilzeitbeschäftigung nimmt zugleich zu. Zudem arbeiten neu eingestellte Beschäftigte häufiger in Teilzeit als Arbeitnehmer, die seit mehr als einem Jahr beim selben Arbeitgeber beschäftigt sind. Im Jahr 2019 waren rund 28 % der neu eingestellten Arbeitskräfte Teilzeitbeschäftigte, während etwa 20 % der längerfristig Beschäftigten in Teilzeit arbeiteten.

¹⁸ Siehe auch EZB, [Arbeitskräfteangebot und Beschäftigungswachstum](#), Wirtschaftsbericht 1/2018, Februar 2018.

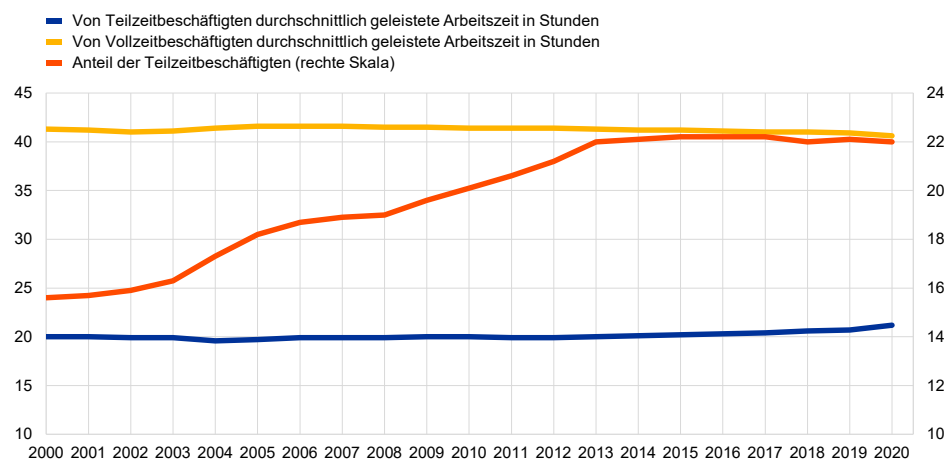
¹⁹ Im Zeitraum von 2000 bis 2019 stieg der Anteil der Teilzeitbeschäftigten in Italien um 10,5 Prozentpunkte, in den Niederlanden um 9,6 Prozentpunkte, in Deutschland um 8,8 Prozentpunkte, in Spanien um 6,7 Prozentpunkte und in Frankreich um 1,4 Prozentpunkte.

Abbildung 6

Beziehung zwischen durchschnittlicher Arbeitszeit und Teilzeitbeschäftigung

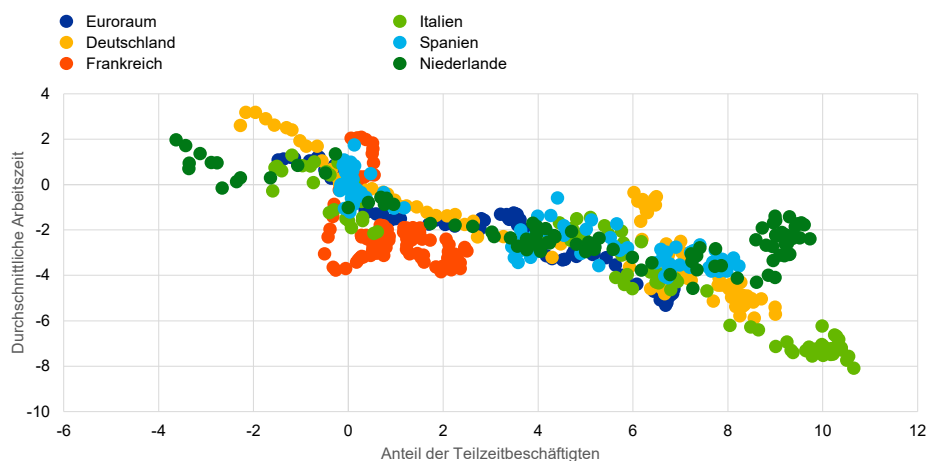
a) Von Teilzeit- und Vollzeitbeschäftigten durchschnittlich geleistete Arbeitszeit sowie Anteil der Teilzeitbeschäftigten

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



b) Durchschnittliche Arbeitszeit und Teilzeitbeschäftigung – kumulierte Veränderung seit dem Jahr 2000

(in %)



Quelle: Berechnungen der Autoren auf Grundlage von Eurostat-Daten.

Anmerkung: Grafik a: von Teilzeit- und Vollzeitbeschäftigten geleistete Arbeitszeit gemessen als übliche Wochenarbeitszeit laut EU-AKE. Grafik b: Veränderungen der Teilzeitbeschäftigung und der durchschnittlich geleisteten Arbeitszeit verglichen mit den Durchschnittswerten im Jahr 2000. Die Angaben zur durchschnittlichen Arbeitszeit basieren auf den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen von Eurostat. Der Beobachtungszeitraum in Grafik b erstreckt sich vom ersten Quartal 1997 bis zum vierten Quartal 2019. Die Veränderungen werden als Abweichung von den Durchschnittswerten im Jahr 2000 berechnet, um Konsistenz mit den Daten in Grafik a zu gewährleisten, die erst seit dem Jahr 2000 verfügbar sind. Die Teilzeitbeschäftigung wird als Anteil an der Gesamtbeschäftigung berechnet. Die durchschnittliche Arbeitszeit sind Quartalswerte.

Der negative Zusammenhang zwischen der Arbeitszeit je Erwerbstätigen und der Teilzeitbeschäftigung kennzeichnet den Arbeitsmarkt im Euroraum bereits seit Langem.

Die Wachstumsrate der durchschnittlichen Arbeitszeit ist niedriger, da Teilzeitarbeit sowohl in Konjunkturaufschwüngen als auch in Rezessionen zunimmt. Allerdings stellt sich dieser Zusammenhang in Bezug auf den Konjunkturzyklus als asymmetrisch dar: So haben Änderungen in Bezug auf die Teilzeitbeschäftigung in Rezessionsphasen stärkere Auswirkungen auf das Wachstum der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden als in Expansionsphasen. In Tabelle 1 werden Schätzungen verschiedener Varianten eines ökonometrischen Modells in reduzierter

Form dargestellt, die den negativen Zusammenhang zwischen der durchschnittlichen Arbeitszeit und dem Anteil der Teilzeitbeschäftigten quantifizieren. Um der sektorübergreifenden Variabilität zwischen den einzelnen Ländern Rechnung zu tragen, werden für die Schätzung des Zusammenhangs zwischen der Jahreswachstumsrate der durchschnittlichen Arbeitszeit und den jährlichen Veränderungen des Anteils der Teilzeitbeschäftigung Paneldaten für alle Länder des Euroraums verwendet. Ein Anstieg des Teilzeitanteils um einen Prozentpunkt führt dazu, dass sich das jährliche Wachstum der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden während einer Expansionsphase um 0,12 Prozentpunkte und während einer Rezessionsphase um 0,57 Prozentpunkte verringert.²⁰ Die konjunkturellen Bedingungen am Arbeitsmarkt leisten ebenfalls einen großen Beitrag zur Entwicklung der durchschnittlichen Arbeitszeit. Auch die jährlichen Veränderungen der Arbeitslosenquote schlagen sich in Bezug auf den Konjunkturzyklus asymmetrisch in der Zuwachsrate der durchschnittlichen Arbeitszeit nieder. In Expansionsphasen zieht ein Rückgang der Arbeitslosenquote eine höhere Wachstumsrate der durchschnittlichen Arbeitsstunden nach sich.²¹ Ein Anstieg der Arbeitslosenquote während einer Rezession führt ebenfalls zu einer höheren Zuwachsrate der durchschnittlichen Arbeitszeit, denn Beschäftigte, die weniger Stunden arbeiten, sind in der Regel als Erste von Entlassungen betroffen. Dies bedeutet, dass die Entwicklung der durchschnittlich geleisteten Arbeitszeit neben dem rückläufigen Langfristrend auch eine beachtliche Konjunkturkomponente aufweist.

²⁰ In einer Rezession wird Arbeitnehmern möglicherweise eine geringere Stundenzahl angeboten, als sie eigentlich arbeiten wollen; dies spiegelt sich in einer Zunahme der unfreiwilligen Teilzeitarbeit wider. Weitere Einzelheiten finden sich in Abschnitt 3.

²¹ Die Ergebnisse in Tabelle 1 lassen nicht zwangsläufig auf einen kausalen Zusammenhang mit den Bestimmungsfaktoren der durchschnittlich geleisteten Arbeitszeit schließen. Sie beschreiben vielmehr die langfristige Beziehung zwischen durchschnittlicher Arbeitszeit, Teilzeitbeschäftigung und Konjunkturzyklus im Eurogebiet.

Tabelle 1**Quantifizierung der Beziehung zwischen durchschnittlicher Arbeitszeit und Teilzeitbeschäftigung**

(abhängige Variable: Jahreswachstumsrate der durchschnittlich geleisteten Arbeitszeit in %)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Teilzeit	-0,277**	-0,169***	-0,140**	-0,121**	-0,121**
Rezessionen x Teilzeit					-0,445**
Arbeitslosenquote			-0,067**	-0,070**	-0,105***
Rezessionen x Arbeitslosenquote					0,341***
Rezessionen					-0,627***
Länder – fixed effects				✓	✓
Beobachtungen	88	1 724	1 724	1 724	1 724

Quellen: Eurostat, EU-AKE und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben ** und *** bezeichnen eine statistische Signifikanz von 5 % bzw. 1 %. Die einzelnen Regressionsmodelle schätzen die Beziehung zwischen der Jahreswachstumsrate der durchschnittlichen Arbeitszeit und der in Prozentpunkten gemessenen jährlichen Veränderung des Anteils der Teilzeitbeschäftigung. Dies wird definiert als Verhältnis von Teilzeit- zu Gesamtbeschäftigung. Mit Modell (1) wird diese Beziehung unter Verwendung von Zeitreihendaten für den Euroraum als Ganzes geschätzt. Modell (2) schätzt den Zusammenhang dagegen mithilfe von Paneldaten für die 19 Länder des Euroraums. Modell (3) trägt dem Stand des Konjunkturzyklus Rechnung, indem die Regression gemäß Modell (2) um die Arbeitslosenquote der einzelnen Länder ergänzt wird. Modell (4) berücksichtigt zusätzlich länderspezifische fixe Effekte (fixed effects). Modell (5) beinhaltet eine Dummy-Variable für Rezessionen im Euroraum in der Abgrenzung des [Euro Area Business Cycle Dating Committee](#). Es erlaubt asymmetrische Effekte der Teilzeitbeschäftigung und der Arbeitslosenquote auf die Wachstumsrate der durchschnittlichen Arbeitszeit während Expansions- und Rezessionsphasen. Die Paneldaten-Regressionen in den Modellen (2) bis (5) sind mit dem Beschäftigungsanteil in den einzelnen Ländern gewichtet. Der Schätzzeitraum erstreckt sich vom ersten Quartal 1995 bis zum vierten Quartal 2019.

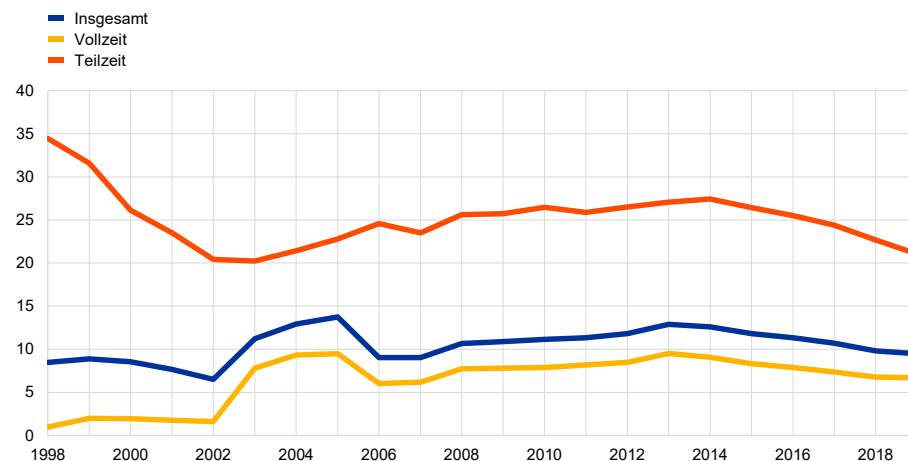
Der dargelegte Rückgang der geleisteten Arbeitszeit je Erwerbstätigen wird sowohl durch Nachfrage- als auch durch Angebotsfaktoren bestimmt.

Die meisten Menschen, die in Teilzeit tätig sind, tun dies freiwillig. Es ist also ihre freie Entscheidung, weniger Stunden zu arbeiten als Vollzeitbeschäftigte. Allerdings berichtet ein nicht unwesentlicher Anteil von Teilzeitbeschäftigten, dass sie dies nur in Ermangelung einer Vollzeitstelle tun, was darauf hindeutet, dass die Anzahl der geleisteten Arbeitsstunden durch die Nachfrage beeinflusst wird. In der EU-AKE werden alle Beschäftigten gefragt, ob sie den Wunsch haben, die Zahl ihrer Arbeitsstunden zu erhöhen. Gemessen an der gesamten Stichprobe geben rund 10 % der Beschäftigten an, dass sie gerne mehr Stunden arbeiten würden, als es derzeit der Fall ist (siehe Abbildung 7). Von den Teilzeitbeschäftigten würde gerne mehr als ein Fünftel die normale Arbeitszeit aufstocken.

Abbildung 7

Anteil der Erwerbstätigen mit dem Wunsch, mehr Stunden zu arbeiten

(in %)



Quelle: Berechnungen der Autoren auf Grundlage von Eurostat-Daten.

Teilzeitbeschäftigung weist eine konjunkturelle Komponente im

Zusammenhang mit „unfreiwilliger“ Teilzeitarbeit auf, die in Krisenzeiten als Puffer für die Arbeitsmarktanpassung fungiert.

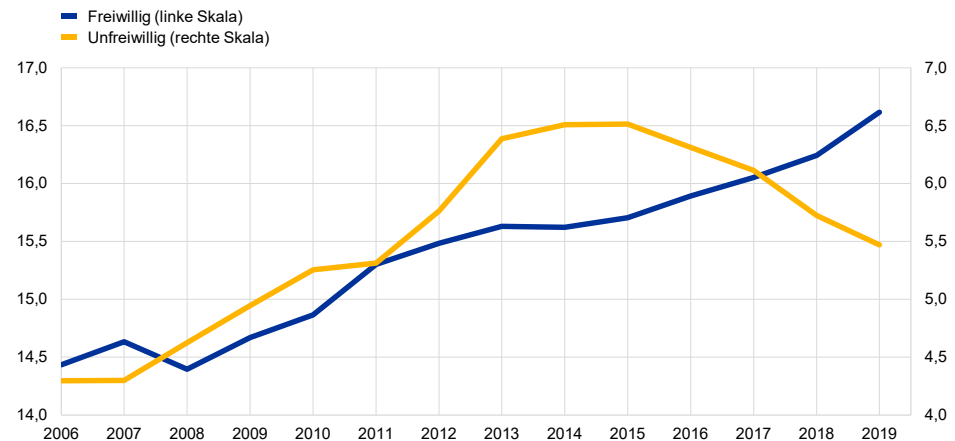
Abbildung 8 stellt die Entwicklung der Teilzeitbeschäftigung im Euroraum in der Zeit von 2006 bis 2019 dar. Dabei wird der trendmäßige Anstieg der „freiwilligen“ Teilzeitarbeit von der eher konjunkturbedingten „unfreiwilligen“ Teilzeitarbeit getrennt. Freiwillige Teilzeitbeschäftigung ist Ausdruck des gestiegenen aggregierten Arbeitsangebots, das von der zunehmenden Flexibilität am Arbeitsmarkt herrührt. Diese ermöglicht es den Arbeitskräften, eine Arbeit aufzunehmen, wenn sie es wünschen, und auch weniger Stunden zu arbeiten als bei einer Vollzeitstelle. Demgegenüber umfasst die unfreiwillige Teilzeitbeschäftigung alle Erwerbstätigen, die in Teilzeit arbeiten, weil sie keine Vollzeitbeschäftigung finden konnten. Damit spiegelt die unfreiwillige Teilzeitbeschäftigung Schwankungen der Arbeitsnachfrage, der Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer und der Matching-Effizienz (also der Fähigkeit, angebotene und nachgefragte Qualifikationen in Einklang zu bringen) am Arbeitsmarkt im Eurogebiet wider. Dies alles bedeutet, dass unfreiwillige Teilzeitarbeit deutlich stärker konjunkturabhängig ist als freiwillige Teilzeitbeschäftigung. Freiwillige Teilzeitbeschäftigung weist im Zeitverlauf einen Aufwärtstrend auf, ohne dass es zu vielen konjunkturellen Schwankungen größeren Ausmaßes gekommen wäre. Gleichzeitig hat die unfreiwillige Teilzeitbeschäftigung im Euroraum während der globalen Finanzkrise und der Staatsschuldenkrise zugenommen. Nach einer Stabilisierung in den ersten Jahren der konjunkturellen Erholung bildete sie sich im anschließenden Wirtschaftsaufschwung langsam zurück.²² Der Anteil der unfreiwilligen Teilzeitbeschäftigung kann auch mit der Unterauslastung am Arbeitsmarkt (die mehr umfasst als die Arbeitslosenquote) verknüpft werden; so lässt

²² Eine frühere Einschätzung des Rückgangs der unterbeschäftigten Teilzeitkräfte im letzten Konjunkturaufschwung findet sich in: EZB, [Jüngste Entwicklung der Teilzeitbeschäftigung](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 2/2018, März 2018.

sich dieser Faktor bei einem Rückgang der durchschnittlichen Arbeitszeit beobachten.

Abbildung 8
Freiwillige und unfreiwillige Teilzeitbeschäftigung

(in % der Beschäftigtenzahl)



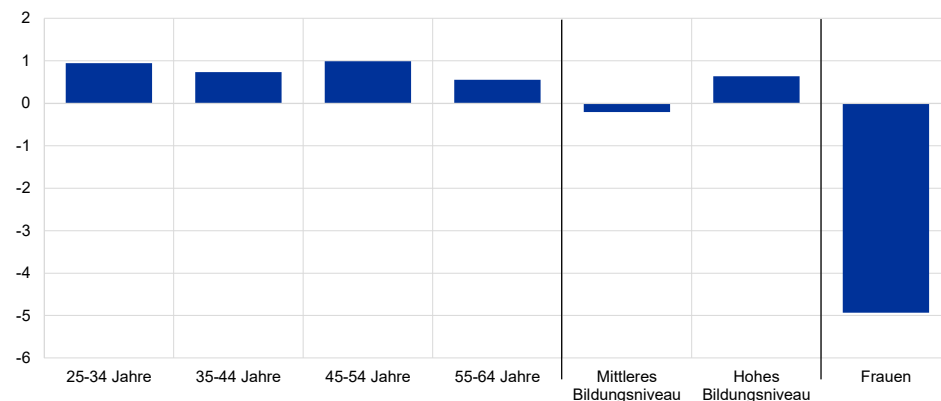
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2019.

Betrachtet man einzelne Bevölkerungsgruppen, so zeigt sich, dass die größten Unterschiede in der Arbeitszeit je Erwerbstätigen bei Frauen bestehen. Im Zuge einer Analyse der Unterschiede zwischen einzelnen Personen wird die übliche Wochenarbeitszeit auf fünf Altersgruppen, drei Bildungsgruppen, das Geschlecht, den Beruf, den Sektor, das Land und das Jahr regressiert. Die Regressionsanalyse wird für den Zeitraum von 1998 bis 2019 durchgeführt. Hierfür werden Mikrodaten aus der EU-AKE für Beschäftigte im Alter von 20 bis 65 Jahren (ohne Landwirtschaft und Militär) herangezogen. Diese Personen gaben an, dass sie normalerweise zwischen 10 und 60 Stunden pro Woche arbeiten. In Abbildung 9 werden die Schätzergebnisse für einzelne Merkmale dargestellt. Dabei wird ersichtlich, dass die Wochenarbeitszeit in Abhängigkeit vom Geschlecht größere Differenzen aufweist. So arbeiten Frauen üblicherweise etwa fünf Stunden pro Woche weniger als Männer. Diese Beobachtung lässt sich zum Teil durch den höheren Anteil von Frauen in Teilzeitarbeit erklären. Alle Altersgruppen leisten im Schnitt mehr Arbeitsstunden als die Altersgruppe der 20- bis 24-Jährigen. Unter den Arbeitskräften im Haupterwerbsalter gibt die Gruppe der 35- bis 44-Jährigen eine etwas niedrigere Stundenzahl an; dies könnte im Zusammenhang mit Kinderbetreuungsaufgaben zu sehen sein. Was die Bildungsgruppen betrifft, so arbeiten Beschäftigte mit einem hohen Bildungsstand tendenziell mehr Stunden als Beschäftigte mit einem mittleren oder niedrigen Bildungsniveau. Diese Ergebnisse sind Durchschnittswerte für die Jahre 1998 bis 2019. Das Verteilungsmuster ist in diesem Zeitraum bezüglich des Geschlechts relativ stabil, während es beim Alter und dem Bildungsniveau Diskrepanzen gibt: In der Altersgruppe der 20- bis 24-Jährigen wurde ein größerer Rückgang der geleisteten Arbeitszeit verzeichnet als in jeder anderen Altersklasse, und in der Gruppe der Arbeitnehmer mit einem hohen Bildungsstand gingen die geleisteten Arbeitsstunden weniger stark zurück als in der Gruppe der Arbeitnehmer mit einem niedrigen oder mittleren Bildungsniveau.

Abbildung 9

Differenzen bei der üblichen Wochenarbeitszeit nach Bevölkerungsgruppe

(Wochenarbeitszeit als Differenz zur jeweiligen Basiskategorie: 20- bis 24-Jährige (Altersgruppe), niedriges Bildungsniveau (Bildungsstand), Männer (Geschlecht))



Quelle: Berechnungen der Autoren auf Grundlage von Eurostat-Daten.

Anmerkung: Die Ergebnisse basieren auf einer Regression mit der üblichen Wochenarbeitszeit als abhängige Variable sowie Alter, Bildung, Geschlecht, Beruf, Sektor, Land und Jahr als erklärende Variablen. Die Schätzungen sind bei 1 % statistisch signifikant.

Die Häufigkeit von Teilzeitarbeit variiert je nach Bevölkerungsgruppe und Wirtschaftssektor, woraus sich möglicherweise Hinweise auf die künftige Entwicklung der Arbeitszeit je Erwerbstätigen ableiten lassen. Frauen und ältere Arbeitskräfte waren in erheblichem Maße für den Anstieg der Erwerbsbeteiligung im Eurogebiet verantwortlich. Angesichts der großen Heterogenität der Erwerbsquote dieser beiden Gruppen in den verschiedenen Euro-Ländern und aufgrund der Bevölkerungsalterung ist davon auszugehen, dass der Anteil der beiden Gruppen am Arbeitsmarkt weiter steigen wird. Dies dürfte auch künftig dazu beitragen, dass die Arbeitsstunden je Erwerbstätigen sinken, da Frauen und ältere Arbeitnehmer häufiger Teilzeitbeschäftigungen ausüben.²³ Darüber hinaus unterscheidet sich das Aufkommen von Teilzeitarbeit je nach Wirtschaftszweig erheblich. So sind beispielsweise die Bereiche Gastgewerbe/Beherbergung, Gesundheits- und Sozialwesen sowie Erziehung und Unterricht drei Sektoren, in denen das Teilzeitaufkommen überdurchschnittlich hoch ist und die seit der globalen Finanzkrise Beschäftigungsanteile hinzugewonnen haben. Eine Zunahme der Beschäftigung in Sektoren mit einem höheren Anteil von Teilzeitbeschäftigten kann in Zukunft zu einer Verringerung der durchschnittlichen Arbeitszeit je Erwerbstätigen führen. Das Qualifikationsniveau ist ein weiterer Faktor für die Häufigkeit von Teilzeitbeschäftigung. Teilzeitarbeit hat sich in allen Bildungsgruppen erhöht. Im Vergleich zu Beschäftigten mit einer hohen Qualifikation wurden bei den Arbeitskräften mit niedriger und mittlerer Qualifikation allerdings raschere Zuwächse

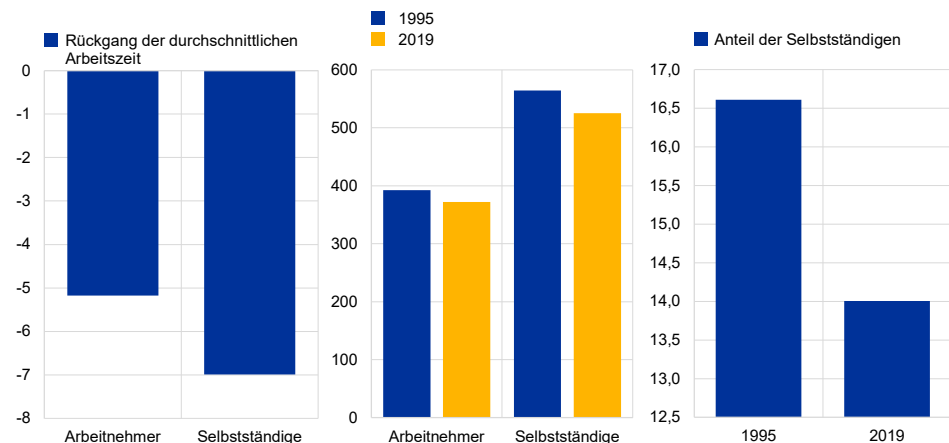
²³ Sowohl jüngere als auch ältere Beschäftigte arbeiten im Schnitt weniger Stunden als Arbeitskräfte im Haupterwerbsalter. Im Betrachtungszeitraum hatten Kompositionseffekte, die aus Veränderungen der Altersstruktur der Erwerbspersonen resultierten, nur einen sehr geringen Einfluss auf die Abnahme der durchschnittlichen Arbeitszeit. Bestimmend waren hier gegenläufige Effekte, da der steigende Anteil älterer Arbeitnehmer durch einen rückläufigen Anteil jüngerer Beschäftigter ausgeglichen wurde. Diese arbeiten öfter in Teilzeit und weniger Stunden. Die Arbeitszeit je Erwerbstätigen ging indes in allen Altersgruppen zurück. Bei den jüngeren Kohorten ist der Hauptgrund für die häufiger in Anspruch genommene Teilzeitarbeit „absolviert eine schulische oder berufliche Aus- oder Fortbildung“. Alterskompositionseffekte spielen zwar bisher keine wichtige Rolle, doch wird erwartet, dass die Bevölkerungsalterung in Zukunft einen Abwärtsdruck auf die durchschnittlich geleistete Arbeitszeit ausüben wird.

verzeichnet, und zwar von rund 16 % im Jahr 2000 auf 24 % im Jahr 2020. Gleichzeitig nahm die Teilzeitbeschäftigung von hochqualifizierten Arbeitskräften von 13 % auf 18 % zu. Der steigende Beschäftigungsanteil von Arbeitnehmern mit hoher Qualifikation könnte den Abwärtsdruck auf die Arbeitszeit je Erwerbstätigen mindern.

Selbstständigkeit ist ein weiterer bedeutender Faktor für die Verringerung der durchschnittlichen Arbeitszeit im Euro-Währungsgebiet. Einerseits leistet sie einen direkten Beitrag zum Rückgang der im Schnitt geleisteten Arbeitsstunden, da ein durchschnittlicher Selbstständiger seine Arbeitsstunden stärker reduziert als ein durchschnittlicher Arbeitnehmer, andererseits lässt sich über Kompositionseffekte in der Volkswirtschaft ein indirekter Beitrag feststellen.²⁴ Die direkten Auswirkungen lassen sich durch einen Vergleich des jeweiligen Rückgangs der durchschnittlichen Arbeitszeit in den beiden Erwerbstätigengruppen bewerten. Während Arbeitnehmer in der Zeit von 1995 bis 2019 ihre durchschnittlichen Arbeitsstunden um 5,2 % reduzierten, betrug das Minus bei einem durchschnittlichen Selbstständigen im gleichen Zeitraum 7 % (siehe Abbildung 10, linke Grafik). Der indirekte Beitrag der Selbstständigen zu dem Rückgang ergibt sich aus Kompositionseffekten, da selbstständige Erwerbstätige im Mittel mehr Stunden arbeiteten als ein durchschnittlicher Arbeitnehmer (siehe Abbildung 10, mittlere Grafik) und ihr Anteil an der Gesamtbeschäftigung abgenommen hat (siehe Abbildung 10, rechte Grafik).

Abbildung 10
Beschäftigungsanteil und durchschnittliche Arbeitszeit von Selbstständigen

(linke Grafik: in %; mittlere Grafik: vierteljährliche Arbeitszeit in Stunden; rechte Grafik: in %)



Quelle: Berechnungen der Autoren auf Grundlage von Eurostat-Daten.
Anmerkung: In der linken Grafik ist der prozentuale Rückgang der von Arbeitnehmern und Selbstständigen geleisteten durchschnittlichen Arbeitszeit in der Zeit von 1995 bis 2019 dargestellt. Die mittlere Grafik zeigt die von Arbeitnehmern und Selbstständigen geleisteten durchschnittlichen Arbeitsstunden in den Jahren 1995 und 2019. Aus der rechten Grafik geht der Beschäftigungsanteil von Selbstständigen im Euroraum in den Jahren 1995 und 2019 hervor.

²⁴ Selbstständigkeit hat einen Anteil von rund 25 % bis 35 % an der Verringerung der Arbeitszeit im Euroraum, je nachdem, ob die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen oder die EU-AKE zugrunde gelegt werden. Der Anteil von Frauen an den Selbstständigen erhöhte sich von 28 % im Jahr 2000 auf 33 % im Jahr 2019, da die Zahl der selbstständigen Frauen in diesem Zeitraum um 30,5 % wuchs. Die Zahl der Selbstständigen, die auch Angestellte beschäftigen, ging bei Männern um 17 % zurück und stabilisierte sich bei Frauen, während Solo-Selbstständigkeit (ohne Angestellte) um 15 % (bei Männern) bzw. 46 % (bei Frauen) stieg. Solo-Selbstständige leisten deutlich weniger Arbeitsstunden (40,1 Stunden pro Woche im Jahr 2019) als Selbstständige, die auch Angestellte beschäftigen (48,8 Stunden pro Woche im Jahr 2019).

Kasten 1

Auswirkungen des trendmäßigen Rückgangs der geleisteten Arbeitszeit je Erwerbstätigen auf das Produktionspotenzial

Katalin Bodnár und Julien Le Roux

Im vorliegenden Kasten wird untersucht, wie Veränderungen der trendmäßig geleisteten Arbeitszeit je Erwerbstätigen das Wachstum des Produktionspotenzials im Euro-Währungsgebiet beeinflusst haben. Der aggregierte Arbeitseinsatz wird anhand des Trendarbeitsvolumens gemessen und lässt sich in verschiedene Komponenten aufschlüsseln, beispielsweise die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter, die trendmäßige Erwerbsbeteiligung, die trendmäßige Arbeitslosenquote (NAIRU) und die Trendarbeitszeit je Erwerbstätigen.

Der Beitrag des Faktors Arbeit zum Produktionspotenzial im Euroraum hat sich im Laufe der Zeit verringert. Während er nach Schätzungen der Europäischen Kommission vor der globalen Finanzkrise bei etwa 0,4 bis 0,5 Prozentpunkten lag, sank er bis 2019 auf 0,1 Prozentpunkte. Darin spiegeln sich eine rückläufige Zuwachsrate der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter und ein negativer Beitrag der Trendarbeitszeit je Erwerbstätigen wider. Vom trendmäßigen Anstieg der Erwerbsbeteiligung und der rückläufigen NAIRU gingen indes positive Impulse aus, welche die negativen Impulse teilweise kompensierten.

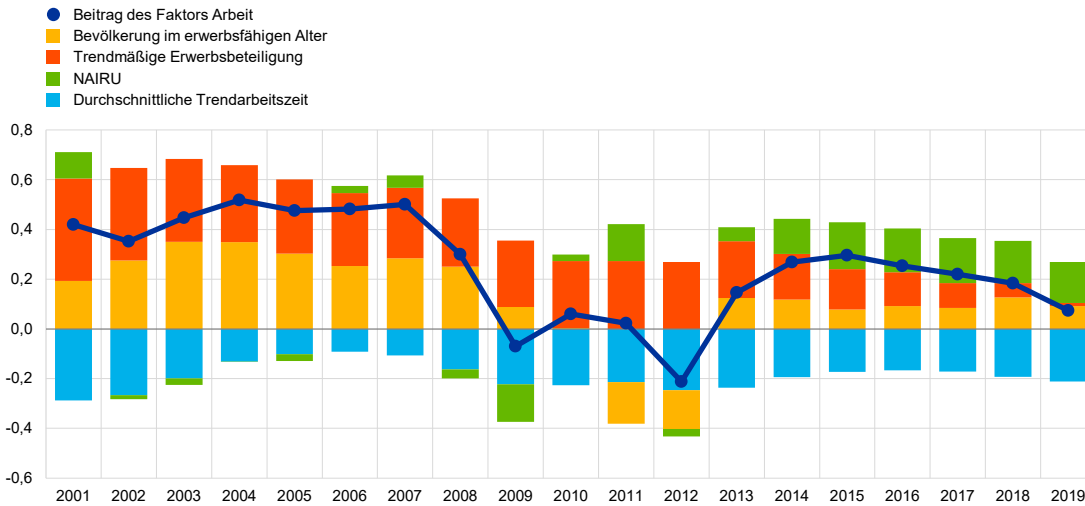
Die durchschnittliche Trendarbeitszeit wies in den vergangenen Jahren eine negative Wachstumsrate auf, die sich im Zeitraum von 2001 bis 2019 auf durchschnittlich -0,3 % pro Jahr belief. Angesichts dieser rückläufigen Entwicklung lag der geschätzte Beitrag zum jährlichen Potenzialwachstum bei weniger als -0,2 Prozentpunkten (siehe Abbildung A). In der Gesamtbetrachtung ist der Beitrag zum Potenzialwachstum relativ gering und mehr oder minder konstant. Nach Angaben der Europäischen Kommission wuchs das Produktionspotenzial von 2001 bis 2008 im Schnitt um rund 1,8 %, von 2009 bis 2012 um rund 0,6 % und in den Folgejahren um rund 1 %.²⁵ Die Trendarbeitszeit ist als Einflussfaktor für den Beitrag des Arbeitseinsatzes zum Wachstum des Produktionspotenzials dennoch nicht zu vernachlässigen.

²⁵ Siehe EZB, [Entwicklung des Produktionspotenzials seit der Krise](#), Wirtschaftsbericht 7/2018, November 2018.

Abbildung A

Beitrag des Faktors Arbeit zum Wachstum des Produktionspotenzials im Euroraum und seine Komponenten

(Beiträge in Prozentpunkten)



Quelle: Europäische Kommission.

Der Abwärtstrend der durchschnittlich geleisteten Arbeitszeit ging mit einem Anstieg der trendmäßigen Erwerbsbeteiligung einher. Hierbei handelt es sich nicht nur um einen Gleichlauf, sondern die beiden Indikatoren sind miteinander verknüpft. Der Anstieg der trendmäßigen Erwerbsbeteiligung ist darauf zurückzuführen, dass sich der Anteil von Frauen und älteren Arbeitskräften am Arbeitsmarkt erhöht hat. Dadurch wurde der negative Beitrag der Trendarbeitszeit je Arbeitnehmer ausgeglichen, wenngleich im Zeitverlauf Unterschiede zu beobachten waren.²⁶ Die Entwicklung der beiden Größen hängt auch mit der langsamer wachsenden Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter zusammen. So führt die Bevölkerungsalterung im Euroraum dazu, dass der Anteil der Personen im Ruhestand wächst und sich der Altenquotient erhöht. Dies hat die Regierungen zu Reformen der Alterssicherung veranlasst, die maßgeblich zum Anstieg der Erwerbsbeteiligung²⁷ und darüber hinaus auch zum Rückgang der Trendarbeitszeit je Erwerbstätigen beigetragen haben.

Der Abwärtstrend der geleisteten Arbeitszeit je Erwerbstätigen kann sich auch auf die totale Faktorproduktivität auswirken, wobei die Beziehung nicht zwangsläufig linear ist. Eine geringere Zahl geleisteter Arbeitsstunden kann zu einer höheren Produktivität führen, da die Beschäftigten weniger unter Arbeitsermüdung leiden, die die Grenzproduktivität nachweislich einschränkt.²⁸ Allerdings ist die Beschäftigung einer Arbeitskraft mit Fixkosten verbunden, beispielsweise für Weiterbildung oder die Ausstattung des Arbeitsplatzes. Bei Arbeitskräften, die weniger Arbeitsstunden leisten, sind die Fixkosten im Vergleich höher, sodass die gemessene Produktivität

²⁶ Von 2001 bis 2013 leistete die Trendarbeitszeit je Erwerbstätigen einen negativen Beitrag zum Potenzialwachstum in Höhe von annähernd 68 % des positiven Beitrags der trendmäßigen Erwerbsbeteiligung. Im Zeitraum von 2014 bis 2019 erhöhte sich dieser Wert auf 180 %, da sich das Wachstum der trendmäßigen Erwerbsbeteiligung abschwächte, während sich die geleistete Arbeitszeit je Erwerbstätigen in ähnlichem Umfang verringerte wie schon zuvor.

²⁷ Siehe EZB, [Bestimmungsfaktoren der steigenden Erwerbsbeteiligung – die Bedeutung von Reformen der Alterssicherung](#), Wirtschaftsbericht 5/2020, Juli 2020.

²⁸ Siehe beispielsweise M. Collewet und J. Saueremann, [Working hours and productivity](#), Labour Economics, Bd. 47, August 2017, S. 96-106.

geringer ausfällt. Diese Effekte lassen sich jedoch nur schwer schätzen, da auch branchen-, firmen-, stellen- und personenspezifische Merkmale für die Entwicklung der Produktivität und der geleisteten Arbeitszeit eine Rolle spielen können.

Die Auswirkungen des Covid-19-Schocks auf die Trendarbeitszeit je Erwerbstätigen sind nach wie vor ungewiss. Während der Pandemie erfolgten die Anpassungen am Arbeitsmarkt in erster Linie über eine starke Reduzierung der Arbeitszeit je Beschäftigten. Diesbezüglich dürfte es schwierig sein, die Trendarbeitszeit je Erwerbstätigen vom Konjunkturzyklus zu trennen.²⁹ Deren künftige Entwicklung hängt auch entscheidend davon ab, welche Auswirkungen die Krise auf die trendmäßige Erwerbsbeteiligung von Frauen und älteren Arbeitskräften hat. Als gleichermaßen ausschlaggebend dürfte die Entwicklung der Telearbeit zu sehen sein.

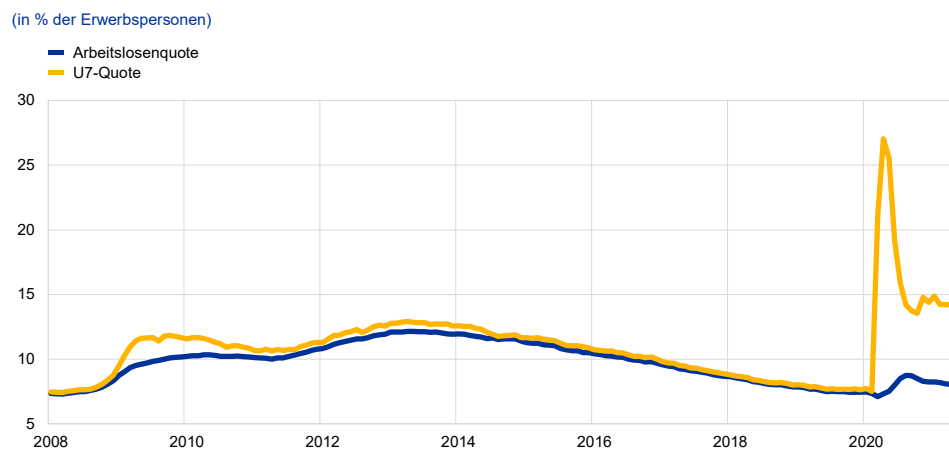
3 Geleistete Arbeitszeit während der Pandemie

Die Anpassungen am Arbeitsmarkt haben sich während der Corona-Pandemie nur unwesentlich auf die Arbeitslosenquote ausgewirkt. In einigen Sektoren wurde die Wirtschaftstätigkeit durch die Maßnahmen zur Eindämmung des Coronavirus erheblich eingeschränkt, was normalerweise zu einem deutlichen Anstieg der Arbeitslosigkeit führen würde. Die von der Politik ergriffenen Maßnahmen in Form von Programmen zur Arbeitsplatzsicherung trugen jedoch dazu bei, die Beschäftigung zu sichern und machten Arbeitsmarktanpassungen über die durchschnittliche Arbeitszeit einfacher (siehe Abbildung 11). Dadurch änderte sich das Standardmaß Arbeitslosenquote während der Pandemie kaum. Mit einer breiter gefassten Messgröße der Unterauslastung am Arbeitsmarkt – der U7-Quote – lässt sich hingegen sowohl die Zahl der Arbeitslosen als auch die Zahl der in Programme zur Arbeitsplatzsicherung eingebundenen Arbeitskräfte berücksichtigen. Somit bildet die U7-Quote besser ab, wie stark der Arbeitsmarkt während der Pandemie auf den Konjunkturreinbruch reagiert hat (siehe Abbildung 12).³⁰

²⁹ Siehe EZB, [Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf das Produktionspotenzial im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 7/2020, November 2020.

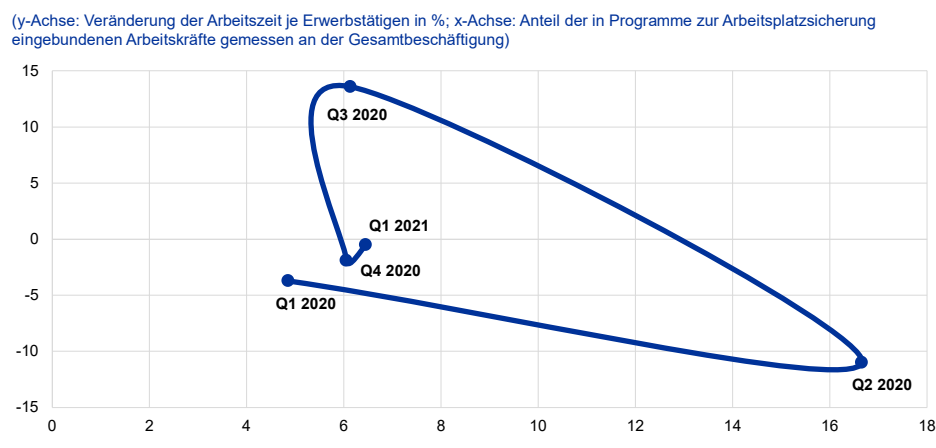
³⁰ Das Unterbeschäftigungsmaß der U7-Quote entspricht der Summe der Arbeitslosen und der in Programme zur Arbeitsplatzsicherung eingebundenen Arbeitskräfte im Verhältnis zur Zahl der Erwerbspersonen. Angewendet wird die Messgröße beispielsweise in: EZB, [Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet – eine vorläufige Einschätzung](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 5/2020, Juli 2020.

Abbildung 11
Arbeitslosenquote und U7-Quote



Quellen: Schätzungen der Autoren basierend auf Daten von Eurostat, vom deutschen Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung (IAB), ifo Institut, französischen Ministerium für Arbeit, Beschäftigung und Integration (Ministère du Travail, de l'Emploi et de l'Insertion), italienischen Institut für soziale Sicherheit (Istituto per la Sicurezza Sociale) und spanischen Ministerium für Inklusion, soziale Sicherheit und Migration (Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones).
Anmerkung: Das Maß der U7-Quote entspricht der Summe der Arbeitslosen und der in Programme zur Arbeitsplatzsicherung eingebundenen Arbeitskräfte im Verhältnis zur Zahl der Erwerbspersonen. Arbeitskräfte, die im Betrachtungszeitraum an Arbeitsplatzsicherungsprogrammen teilgenommen haben, gelten als erwerbstätig und zählen somit zur Erwerbsbevölkerung. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2021.

Abbildung 12
Durchschnittliche Arbeitszeit und Programme zur Arbeitsplatzsicherung



Quellen: Schätzungen der Autoren basierend auf Daten von Eurostat, vom deutschen Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung (IAB), ifo Institut, französischen Ministerium für Arbeit, Beschäftigung und Integration (Ministère du Travail, de l'Emploi et de l'Insertion), italienischen Institut für soziale Sicherheit (Istituto per la Sicurezza Sociale) und spanischen Ministerium für Inklusion, soziale Sicherheit und Migration (Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones).

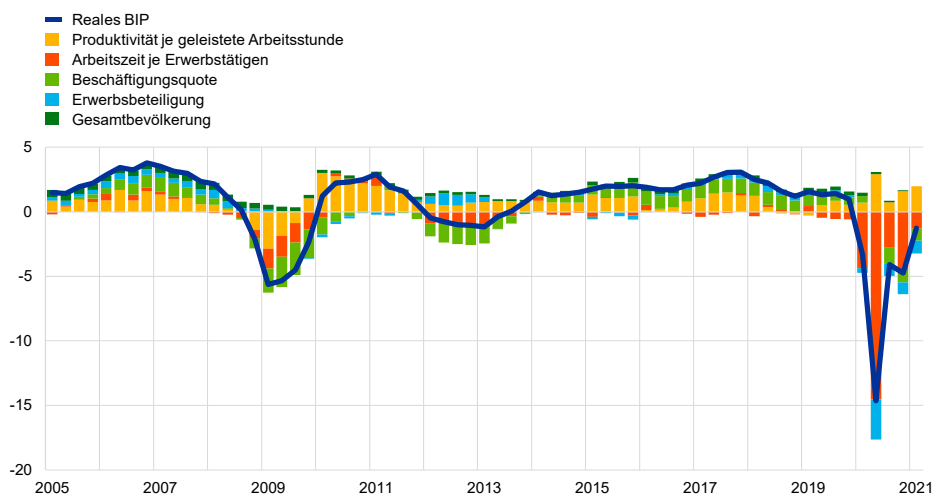
Während der Pandemie spielte die Arbeitszeit je Erwerbstätigen eine wichtige Rolle für die Arbeitsmarktanpassung. Die jährliche Wachstumsrate des realen BIP lässt sich in die Veränderung des Arbeitsvolumens und der Stundenproduktivität zerlegen. In Abbildung 13 ist die Entwicklung des Arbeitsvolumens weiter aufgeschlüsselt, um die verschiedenen Kanäle der Arbeitsmarktanpassung zu erfassen, darunter die Veränderung der durchschnittlichen Arbeitszeit, die Arbeitslosenquote, die Erwerbsbeteiligung und das Bevölkerungswachstum. Diese verschiedenen Elemente können sich entweder persistent oder zyklisch auf das Wachstum des Arbeitsvolumens auswirken. Die Veränderung der Arbeitszeit je Erwerbstätigen schlägt im Schnitt persistent negativ auf das Wachstum des realen

BIP durch, wobei der Einfluss in Rezessionsphasen stärker und in Expansionsphasen schwächer ist. Während der Pandemie nahm die Bedeutung der je Erwerbstätigen geleisteten Arbeitszeit deutlich zu. Maßgeblichen Anteil daran hatten die gezielten Maßnahmen zur Arbeitsplatzsicherung.

Abbildung 13

Zerlegung des Wachstums des realen BIP nach Arbeitsmarktkomponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Das reale BIP wird in folgende Komponenten zerlegt: Arbeitsproduktivität (in Stunden: reales BIP/Arbeitsvolumen), Arbeitszeit je Erwerbstätigen, Beschäftigungsquote (Gesamtbeschäftigung/Erwerbspersonen insgesamt), Erwerbsbeteiligung (Erwerbspersonen insgesamt/Gesamtbevölkerung) und Gesamtbevölkerung. Die Zahl der Erwerbspersonen stellt die Summe aus Erwerbstätigen und Arbeitslosen dar. Der Beitrag des Arbeitsvolumens zum Wachstum des realen BIP lässt sich durch Addition der Beiträge der durchschnittlich geleisteten Arbeitszeit, der Beschäftigungsquote, der Erwerbsbeteiligung und der Gesamtbevölkerung ermitteln. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2021.

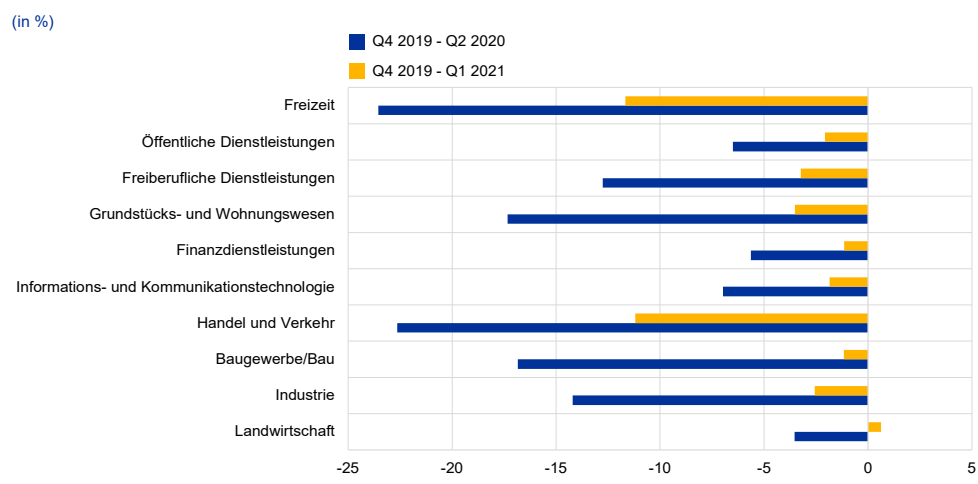
Bedingt durch die Pandemie und die daraus resultierenden Eindämmungsmaßnahmen variierte die Anpassung der Arbeitszeit je Erwerbstätigen von Sektor zu Sektor beträchtlich. In der ersten

Jahreshälfte 2020 verringerte sich die durchschnittliche Arbeitszeit um 14,3 %. In den kontaktintensiven Bereichen wie Handel und Verkehr sowie Freizeit, in denen die Aktivität auch durch die Abstandsregeln erheblich eingeschränkt wurde, fiel der Rückgang deutlich stärker aus als in den weniger kontaktintensiven Bereichen wie Informations- und Kommunikationstechnologie oder Finanzdienstleistungen, in denen zudem der Anteil der potenziell für Telearbeit geeigneten Arbeitsplätze höher ist (siehe Abbildung 14).³¹ Die durchschnittliche Arbeitszeit erholte sich von ihrem Tiefstand im zweiten Quartal 2020 deutlich, lag im ersten Quartal 2021 aber immer noch 5 % unter ihrem Wert vom Schlussquartal 2019. Dabei waren die Sektoren Handel und Verkehr sowie Freizeit mit einem Minus von 11 % weiterhin am stärksten von der Pandemie betroffen.

³¹ Der Sektor Handel und Verkehr umfasst Groß- und Einzelhandel, Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie sowie Verkehr, während Freizeitdienstleistungen und persönliche Dienstleistungen zum Bereich Freizeit zählen. Eine frühere Betrachtung der sektoralen Auswirkungen der Pandemie auf die Beschäftigung und die durchschnittlich geleistete Arbeitszeit findet sich in: EZB, [Auswirkungen der Covid-19-Krise auf den Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet: Männer und Frauen im Vergleich](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 4/2021, Juni 2021. Eine sektorale Analyse der potenziell telearbeitsfähigen Arbeitsplätze im Euroraum findet sich in: EZB, [Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 8/2020, Januar 2021.

Abbildung 14

Veränderung der Arbeitszeit je Erwerbstätigen nach Sektoren



Quelle: Berechnungen der Autoren auf Grundlage von Eurostat-Daten.

Programme zur Arbeitsplatzsicherung trugen dazu bei, die Beschäftigung in diesen Sektoren zu sichern.³² Ein großer Vorteil dieser Programme besteht darin, dass sie eine rasche Wiederaufnahme der Wirtschaftstätigkeit begünstigen, sobald die Eindämmungsmaßnahmen aufgehoben werden. Gleichzeitig müssen sie aber auch flexibel genug ausgestaltet sein, damit sie rasch angepasst werden können, wenn die Konjunktur wieder anzieht. Auf diese Weise wird eine Reallokation von Arbeitskräften zwischen Unternehmen gewährleistet.

4 Schlussbemerkungen

Die Analyse der Arbeitszeit je Erwerbstätigen spielt eine wichtige Rolle bei der Erklärung sowohl der langfristigen Entwicklungen als auch der zyklischen Schwankungen am Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet. Vor allem der technologische Fortschritt, sektorale Verschiebungen hin zum Dienstleistungssektor, Änderungen der Arbeits- und Steuerbestimmungen, ein Anstieg der Erwerbsbeteiligung und die gestiegene Präferenz für Teilzeitarbeit haben zum langfristigen Abwärtstrend der geleisteten Arbeitsstunden je Erwerbstätigen beigetragen. Gleichzeitig steht mit den zyklischen Veränderungen der Arbeitszeit je Erwerbstätigen ein wichtiger Kanal für Arbeitsmarktflexibilität zur Verfügung, um während der globalen Finanzkrise, der Staatsschuldenkrise im Eurogebiet und der Covid-19-Pandemie negativen Schocks auf die Ertragslage der Unternehmen zu widerstehen.

³² Nach Sektoren aufgeschlüsselte Daten zur Anzahl der in Arbeitsplatzsicherungsprogramme eingebundenen Arbeitskräfte in Deutschland, Frankreich und Spanien zeigen, dass die Nutzung solcher Programme im Bereich Handel und Verkehr weit verbreitet war. In diesen Sektoren nahmen im Mai 2021 rund 2,8 Millionen Arbeitskräfte an entsprechenden Programmen teil (das entspricht 54 % aller Programmbeteiligten). Nach Ländern aufgeschlüsselt ergab sich für den Bereich Handel und Verkehr folgendes Bild: In Deutschland war rund 1 Million Menschen in Kurzarbeit (43 % aller Personen in Kurzarbeit), in Frankreich waren es 1,5 Millionen Menschen (63 %) und in Spanien 300 000 Menschen (66 %).

Der in den vergangenen 25 Jahren beobachtete Rückgang der Arbeitszeit je Erwerbstätigen lässt sich durch verschiedene Faktoren erklären; dagegen ist die künftige Entwicklung nach der Pandemie ungewiss. Der Anstieg der Selbstständigkeit und der Erwerbsbeteiligung von Frauen sowie der damit verbundene Anstieg der Teilzeitbeschäftigung vermögen zu einem gewissen Teil zu begründen, warum die Arbeitszeit je Erwerbstätigen in den vergangenen 25 Jahren gesunken ist. Wenngleich die Arbeitsstunden je Erwerbstätigen während der Pandemie als Anpassungskanal eine entscheidende Rolle gespielt haben, ist nach wie vor unklar, ob ihre Zahl wieder auf den Vorpandemiestand zurückkehren wird.

Die konjunkturbedingte Anpassung der Arbeitszeit je Erwerbstätigen ist ein wesentliches Merkmal des Euroraums und daher für die Beurteilung des Arbeitsmarkts von Bedeutung. Die Nutzung von Teilzeitverträgen und die in letzter Zeit weit verbreitete Inanspruchnahme von Programmen zur Arbeitsplatzsicherung bedeuten, dass das Standardmaß der Arbeitslosigkeit die Unterauslastung am Arbeitsmarkt im Euroraum nicht mehr vollständig erfasst. Daher sollten Analysen des Arbeitsmarkts auch den Arbeitsstundenkanal berücksichtigen. Daten zur geleisteten Arbeitszeit und zum Anteil der (unfreiwilligen) Teilzeitbeschäftigung sind somit wichtige Messgrößen, die die herkömmlichen Arbeitsmarktindikatoren ergänzen. Außerdem verringert sich die Arbeitszeit je Erwerbstätigen im Euroraum in Abschwungphasen tendenziell schneller und erholt sich dann in Aufschwungphasen nicht vollständig. Angesichts unterschiedlicher Trend- und zyklischer Faktoren, die die Entwicklung der Arbeitszeit je Beschäftigten beeinflussen, sind Echtzeitanalysen schwieriger geworden und mit einer größeren Unsicherheit behaftet. Dies kann die potenziellen Langzeitfolgen von Rezessionen verschleiern.

Unterschiede am Arbeitsmarkt – gemessen an der Vollzeit- und Teilzeitbeschäftigung – wirken sich maßgeblich auf die Phillips-Kurve aus. Mit Blick auf den Zusammenhang zwischen Löhnen und Arbeitslosigkeit im Euroraum kommen Eser et al.³³ zu dem Schluss, dass Löhne weniger stark auf die Produktionslücke reagieren könnten, wenn viele Personen unterbeschäftigt oder nichterwerbstätig sind. Folglich könnten die Beurteilung des Arbeitsstundenkanals und die Berücksichtigung der Unterschiede zwischen den Beschäftigungsarten dazu beitragen, bessere Hinweise zur Robustheit des Arbeitsmarkts und zu den Folgen für Löhne und Inflation zu geben. Die Arbeitsmarktheterogenität ist ferner für die Einkommensungleichheit relevant. Dies gilt insbesondere, wenn sich nach einer Rezession entweder die durchschnittliche Arbeitszeit oder die Zahl der Teilzeitbeschäftigten über längere Zeit verändert. Hysterese-Effekte auf die Arbeitszeit können Einkommensunterschiede zwischen den Erwerbstätigen weiter verstärken, wie auch Heathcote et al.³⁴ für die Vereinigten Staaten zeigen.

Wie sich die Arbeitszeit je Erwerbstätigen in Zukunft entwickeln wird, ist schwer vorherzusagen, doch insgesamt deuten die Faktoren darauf hin, dass sich der Abwärtstrend fortsetzen könnte. Der erwartete Anstieg der

³³ Siehe F. Eser, P. Karadi, P. R. Lane, L. Moretti und C. Osbat, [The Phillips Curve at the ECB](#), The Manchester School, 2020.

³⁴ Siehe J. Heathcote, F. Perri und G. L. Violante, [The rise of US earnings inequality: Does the cycle drive the trend?](#), Review of Economic Dynamics, Bd. 37, Beiheft 1, 2020, S. S181-204.

Erwerbsbeteiligung von Frauen und Älteren dürfte einen Abwärtsdruck auf die Arbeitszeit je Erwerbstätigen ausüben. Auch ein höherer Beschäftigtenanteil im Dienstleistungssektor mit mehr Teilzeitarbeit könnte diesen Trend stützen. Demgegenüber könnte die zu beobachtende Höherqualifizierung von Arbeitskräften den Rückgang der Arbeitszeit je Erwerbstätigen abschwächen, da Beschäftigte mit einem höheren Bildungsstand tendenziell im Durchschnitt mehr Stunden arbeiten. Wie sich die Arbeitszeit entwickelt, wird auch künftig maßgeblich davon abhängen, welche Präferenzen die Beschäftigten hinsichtlich der Zeitallokation haben.

Die GLRG III und ihr Einfluss auf die Kreditvergabebedingungen der Banken

Francesca Barbiero, Miguel Boucinha und Lorenzo Burlon

1 Einleitung

Gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) spielen eine wesentliche Rolle dafür, dass Privathaushalte und Unternehmen weiterhin von günstigen Finanzierungsbedingungen der Banken profitieren können. Sie tragen somit dazu bei, dass das Inflationsziel der EZB von mittelfristig 2 % erreicht wird. Die GLRGs sind Teil einer umfassenden Palette an Sondermaßnahmen, ebenso wie Ankäufe von Vermögenswerten, negative Zinssätze und die Forward Guidance.¹ Seit ihrer Einführung im Jahr 2014 haben die GLRGs die Transmission der Geldpolitik unterstützt. Durch ihren zielgerichteten Charakter erzeugen sie Anreize für eine stärkere Kreditvergabe und verringern die Refinanzierungskosten der Banken. Dies war entscheidend, um eine Verschlechterung der Kreditvergabebedingungen zu vermeiden, zu der es ansonsten gekommen wäre. Die dritte Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) wurde Anfang 2019 eingeführt. Ihre erste Ankündigung im März 2019 gab den Märkten Sicherheit über die Anschlussfinanzierung der GLRG II. Die GLRG III sollten dazu beitragen, „Engpasseffekte“ abzuwenden, die an den Refinanzierungsmärkten der Banken aufzutreten drohten, da die Banken auslaufende GLRG-II-Mittel ersetzen mussten. Im September 2019 wurden die Geschäfte rekali­briert, um die günstigen Kreditvergabebedingungen der Banken aufrechtzuerhalten, die reibungslose Transmission der Geldpolitik zu gewährleisten und somit den akkommodierenden geldpolitischen Kurs weiter zu unterstützen. Seit Beginn der Coronakrise (Covid-19) war die Anpassung dieses Instruments aufgrund seiner Ausgestaltung und der Rolle, die das Bankensystem im Euroraum im geldpolitischen Transmissionsmechanismus spielt, ein integraler Bestandteil der geldpolitischen Reaktion der EZB, die damit während der Pandemie günstige Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und private Haushalte sicherstellen wollte.

Durch die GLRG III wurde reichlich Liquidität zu attraktiven Zinsen bereitgestellt, um den pandemiebedingten Notfallbedarf von Unternehmen und privaten Haushalten decken zu können. Die geldpolitische Reaktion der EZB auf die Covid-19-Krise bestand aus zwei wesentlichen Maßnahmen. Zum einen wurden durch den Ankauf von Vermögenswerten die günstigen Finanzierungsbedingungen für die Realwirtschaft in Zeiten erhöhter Unsicherheit unterstützt, und zwar sowohl über zusätzliche Nettokäufe im Rahmen des regulären Programms zum Ankauf von

¹ Siehe M. Rostagno, C. Altavilla, G. Carboni, W. Lemke, R. Motto, A. Saint Guilhem und J. Yiangou, *Monetary Policy in Times of Crisis: A Tale of Two Decades of the European Central Bank*, Oxford University Press, 2021; EZB, [Die Transmission der jüngsten geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB](#), Wirtschaftsbericht 7/2015, November 2015.

Vermögenswerten (APP) als auch über die Einführung des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP). Zum anderen war die Rekalibrierung der bestehenden GLRG III für die Banken hilfreich, um die günstigen Refinanzierungsbedingungen beizubehalten und den Unternehmen und privaten Haushalten somit den Zugang zu Krediten zu erleichtern.² Die geldpolitischen Beschlüsse des EZB-Rats vom 12. März³ und 30. April⁴ 2020 haben die geldpolitische Transmission über die Banken in Zeiten einer erhöhten Unsicherheit und eines hohen Liquiditätsbedarfs gesichert. Hierzu wurde der Höchstbetrag, der bei GLRG-III-Geschäften aufgenommen werden kann, d. h. das GLRG-III-Kreditlimit der Banken, von 30 % auf 50 % der anrechenbaren Kredite erhöht (und somit ein zusätzlicher Spielraum von rund 1,2 Billionen € geschaffen). Zudem wurde der Zinssatz für diese Geschäfte für Banken, die die Kreditvergabebedingungen erfüllen, bis Juni 2021 auf -1 % gesenkt. Mittels dieser Beschlüsse wurden auch die zur Besicherung der GLRG-III-Kreditaufnahme zugelassenen Vermögenswerte ausgeweitet. Überdies erhielten die Banken bei allen Geschäften mehr Flexibilität in Bezug auf die Rückzahlungsmöglichkeiten und Teilnahmemodalitäten. Am 10. Dezember 2020⁵ beschloss der EZB-Rat, das GLRG-III-Kreditlimit weiter auf 55 % zu erhöhen und den Zeitraum, in dem die Banken von einem Zinssatz von -1 % profitieren könnten, bis Juni 2022 zu verlängern. Voraussetzung hierfür waren zusätzliche Anforderungen an die Kreditvergabe bis Ende 2021. Damit sollten die Kreditbedingungen vor den Ausstrahleffekten der Pandemie geschützt werden.

Das Ausmaß des Pandemieschocks, die weitreichenden geldpolitischen Maßnahmen und die (nach den verschiedenen Anpassungen) ansprechende Ausgestaltung der GLRGs führten dazu, dass der Bankensektor im Eurogebiet so viel Liquidität wie selten zuvor direkt von der EZB erhielt. So wurden mit Stand Juni 2021 insgesamt 2,2 Billionen € aufgenommen, womit dem Euro-Währungsgebiet während der gesamten Pandemie erhebliche Unterstützung zuteilwurde. Die geldpolitischen Maßnahmen zur Abfederung der Pandemieauswirkungen auf die Kreditaufnahme wurden durch Unterstützungsmaßnahmen anderer Politikbereiche ergänzt. Diese reichten von Kapitalerleichterungen seitens der mikro- und makroprudenziellen Politik bis hin zu umfangreichen staatlichen Garantien und Moratorien seitens der Finanzpolitik. Dank der günstigen GLRG-Bedingungen in Verbindung mit der erweiterten Zulassung von Vermögenswerten als etwaige Sicherheiten (siehe Kasten 1) und der Erhöhung des Kapitalspielraums und der Kreditnachfrage durch andere Maßnahmen konnten zahlreiche Banken im Euroraum am GLRG-III-Programm teilnehmen. Dies führte zur bis dato stärksten Teilnahme an Refinanzierungsgeschäften des Eurosystems. Nach dem Geschäft im Juni 2020 summierte sich die Mittelaufnahme auf insgesamt über 1,5 Billionen €. Mit den Folgegeschäften wurde schließlich im Juni 2021 ein

² Die Rekalibrierung der GLRG III wurde durch die vorübergehenden Anpassungen des EZB-Sicherheitenrahmens entscheidend unterstützt. Ergänzt wurde sie zudem durch die Einführung der längerfristigen Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäfte (PELTROs), die vorübergehende Verfügbarkeit längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte mit identischer Laufzeit wie das zuerst verfügbare GLRG-III-Geschäft nach den Rekalibrierungen im März und April 2020 (sogenannte Überbrückungs-LRGs) sowie durch Swap- und Repo-Linien der Zentralbanken rund um den Globus, die Liquidität in Euro und Fremdwährung bereitstellten.

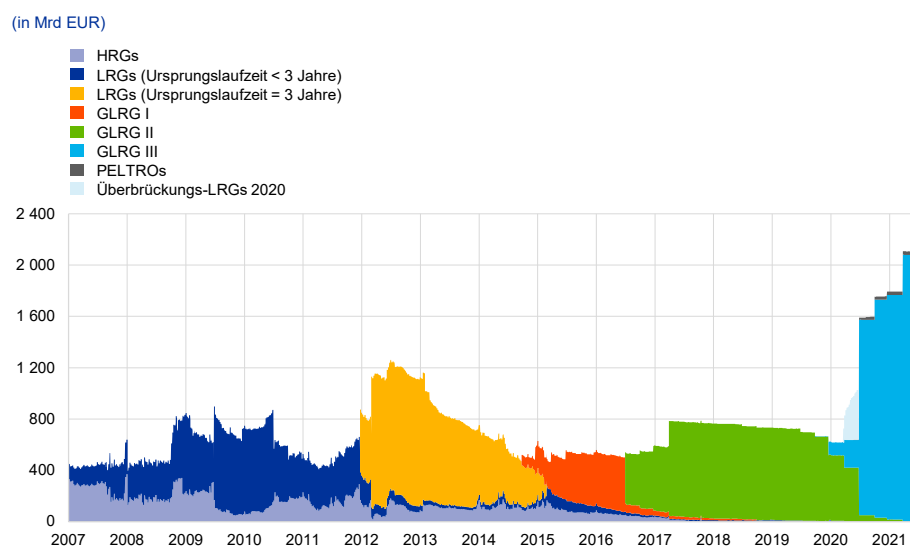
³ Siehe die [Pressemitteilung der EZB vom 12. März 2020](#).

⁴ Siehe die [Pressemitteilung der EZB vom 30. April 2020](#).

⁵ Siehe die [Pressemitteilung der EZB vom 10. Dezember 2020](#).

Gesamtvolumen von 2,2 Billionen € erreicht (siehe Abbildung 1). Im vorliegenden Aufsatz wird untersucht, inwieweit sich diese gezielte längerfristige Zentralbankrefinanzierung auf die Kreditvergabebedingungen der Banken ausgewirkt hat.

Abbildung 1
Kreditaufnahme beim Eurosystem



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen

Anmerkung: In der Abbildung ist die Kreditaufnahme beim Eurosystem nach den verschiedenen Refinanzierungsfazilitäten dargestellt: Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs); längerfristige Refinanzierungsgeschäfte mit einer Ursprungslaufzeit von weniger als drei Jahren (LRGs – Ursprungslaufzeit < 3 Jahre); längerfristige Refinanzierungsgeschäfte mit einer Ursprungslaufzeit von drei Jahren (LRGs – Ursprungslaufzeit = 3 Jahre); die drei Programme gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG I, GLRG II und GLRG III); längerfristige Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäfte (PELTROs); längerfristige Refinanzierungsgeschäfte, die dazu dienen sollten, den Liquiditätsbedarf in der Übergangszeit zwischen der Ankündigung der GLRG-Anpassung vom März 2020 und dem ersten darauffolgenden Geschäft im Juni 2020 zu decken (Überbrückungs-LRGs 2020).

Der Aufsatz ist wie folgt gegliedert: In Kasten 1 werden die Maßnahmen zur Lockerung der Sicherheitenkriterien und deren Rolle beleuchtet. Abschnitt 2 befasst sich damit, wie die von den GLRG III ausgehenden Impulse über die Banken an die Endkreditnehmer übertragen werden. In Kasten 2 geht es um die Auswirkungen des Programms auf die Geldmarktsätze. Abschnitt 3 geht der Frage nach, inwieweit die GLRG III zur Lockerung der Kreditvergabebedingungen der Banken beigetragen haben. Dabei werden die Wirksamkeit der Refinanzierungsgeschäfte im Verhältnis zu anderen Politikmaßnahmen sowie ihre potenziellen Nebenwirkungen berücksichtigt. In Kasten 3 wird der Einfluss der GLRG III auf die Überschussliquidität erläutert. Abschnitt 4 enthält die Schlussbemerkungen.

Kasten 1

GLRG III und Maßnahmen zur Lockerung der Kriterien für Sicherheiten

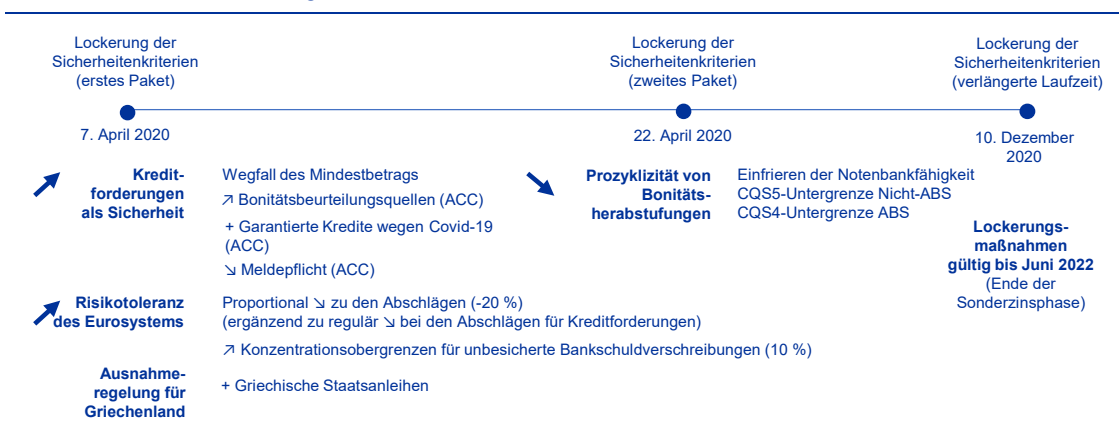
Adina-Elena Fudulache und Arturo Diez-Caballero

Die Maßnahmen zur Lockerung der Kriterien für Sicherheiten sind ein zentrales Element der geldpolitischen Reaktion der EZB auf die Corona-Pandemie (Covid-19). Da die Bereitstellung von Liquidität durch das Eurosystem auf notenbankfähigen Sicherheiten basiert, wurde die Rekalibrierung der GLRG III auch von einem umfassenden Paket an temporären Maßnahmen

flankiert, die darauf abzielten, die Verfügbarkeit von Sicherheiten durch eine Lockerung bestimmter Sicherheitenstandards zu gewährleisten (siehe Schaubild A).⁶ Im vorliegenden Kasten wird analysiert, inwieweit sich die Maßnahmen zur Lockerung der Sicherheitenkriterien in der hohen Beteiligung an den GLRG-III-Geschäften niedergeschlagen haben. Untersucht wird außerdem, inwiefern diese Maßnahmen zu einem günstigen Umfeld für die Kreditvergabe der Banken an die Realwirtschaft beigetragen haben. Die Analyse deckt den Zeitraum vom 5. März 2020 bis zum 24. Juni 2021 ab (nachfolgend als „Beobachtungszeitraum“ bezeichnet).

Schaubild A

Maßnahmen zur Lockerung der Kriterien für Sicherheiten als Reaktion auf die Corona-Pandemie



Anmerkung: „ACC“ steht für zusätzliche Kreditforderungen („additional credit claims“), „ABS“ bezieht sich auf Asset-Backed Securities, und „CQS“ bezeichnet die Kreditqualitätsstufe („credit quality step“) gemäß der Definition des Rahmenwerks für Bonitätsbeurteilungen im Eurosystem.

Die starke Inanspruchnahme der GLRG III wurde durch eine erhebliche Ausweitung der mobilisierten Sicherheiten des Eurosystems getragen. Im Vorgriff auf eine Zunahme der Mittelaufnahmekapazität im Rahmen der GLRG III ab Juni 2020 und im Zuge der Umsetzung der Maßnahmen zur Lockerung der Sicherheitenkriterien hat sich der Gesamtwert der von den teilnehmenden Banken hinterlegten Sicherheiten nach Abzug von Bewertungsabschlägen (Haircuts) deutlich erhöht. Diese Erhöhung, die auf die Mobilisierung zusätzlicher Sicherheiten und die Absenkung von Bewertungsabschlägen zurückzuführen war, betraf vor allem (zusätzliche) Kreditforderungen, gedeckte Schuldverschreibungen und Staatsanleihen. Zum Ende des Beobachtungszeitraums belief sich der Wert der von den teilnehmenden Banken genutzten Sicherheiten auf 2,6 Billionen € und lag damit 1,3 Billionen € über dem Stand vor der Pandemie (+92 %). Dieser Anstieg spiegelt die parallele Nettoaufnahme von 1,6 Billionen € im Rahmen der GLRG-Geschäfte wider (siehe Abbildung A, Grafik a).

Die Maßnahmen zur Lockerung der Sicherheitenkriterien haben rund 20 % zur Zunahme der Sicherheitenpositionen der teilnehmenden Banken beigetragen. Schätzungen der EZB deuten darauf hin, dass die von den teilnehmenden Banken genutzten Sicherheiten, die den temporären Lockerungsmaßnahmen zuzuschreiben sind, einen Gesamtwert von 240 Mrd € aufweisen.⁷ Der

⁶ Siehe die [Pressemitteilung der EZB vom 7. April 2020](#) und die [Pressemitteilung der EZB vom 22. April 2020](#).

⁷ Die Lockerung der Kriterien für Sicherheiten wird gemessen als Differenz zwischen dem tatsächlichen Wert der mobilisierten Sicherheiten und deren geschätztem Wert unter Zugrundelegung regulärer Bedingungen (ohne Pandemie). Die Lockerungsmaßnahmen umfassen lediglich die temporären, bis Juni 2022 geltenden Maßnahmen im Zuge der Corona-Pandemie. Die Auswirkungen der Lockerung bestimmter operativer Anforderungen (wie z. B. die Meldefrequenz bezüglich des Pools an zusätzlichen Kreditforderungen) sind in den Schätzungen nicht berücksichtigt.

größte Teil davon entfiel auf die Sicherheitenkategorie Kreditforderungen (180 Mrd €), was in erster Linie der Erweiterung des Rahmens für zusätzliche Kreditforderungen (ACC)⁸ geschuldet war. Die Erweiterung bestand vor allem darin, Kredite zu akzeptieren, die mit staatlichen Garantien besichert waren, welche als Reaktion auf die Covid-19-Pandemie gewährt wurden.

Durch die erweiterte Möglichkeit, für die Mittelaufnahme im Rahmen der GLRG III Sicherheiten zu verwenden, die nicht als erstklassige liquide Aktiva (high-quality liquid assets – HQLA) gelten, konnten die Banken angesichts des allgemeinen Liquiditätsschocks, dem sich die Wirtschaft gegenüber sah, eine prozyklische Hortung von Liquidität vermeiden. Die teilnehmenden Banken konnten – mittels HQLA als Sicherheiten – auf eine marktbasierende Refinanzierung zurückgreifen und ihre Liquiditätsdeckungsquote (Liquidity Coverage Ratio – LCR) verbessern oder zumindest wahren, indem sie sich entschieden, die Kreditaufnahme im Rahmen der GLRG-Geschäfte mit Nicht-HQLA zu besichern. EZB-Schätzungen zufolge beliefen sich die belasteten Nicht-HQLA-Sicherheiten am Ende des Beobachtungszeitraums auf 1,6 Billionen € bzw. machten 74 % der gesamten Zentralbankrefinanzierung der teilnehmenden Banken aus (siehe Abbildung A, Grafik b). Diese Zahlen schlagen sich in einer allgemein höheren Belastung von Nicht-HQLA-Sicherheiten im Umfang von 1,1 Billionen € über den Beobachtungszeitraum nieder. Erleichtert wurde diese Entwicklung durch die pandemiebedingte Erweiterung der Notenbankfähigkeit von (zusätzlichen) Kreditforderungen und die Schaffung stärkerer Anreize für die Verwendung von Nicht-HQLA durch die Reduzierung der Haircuts.

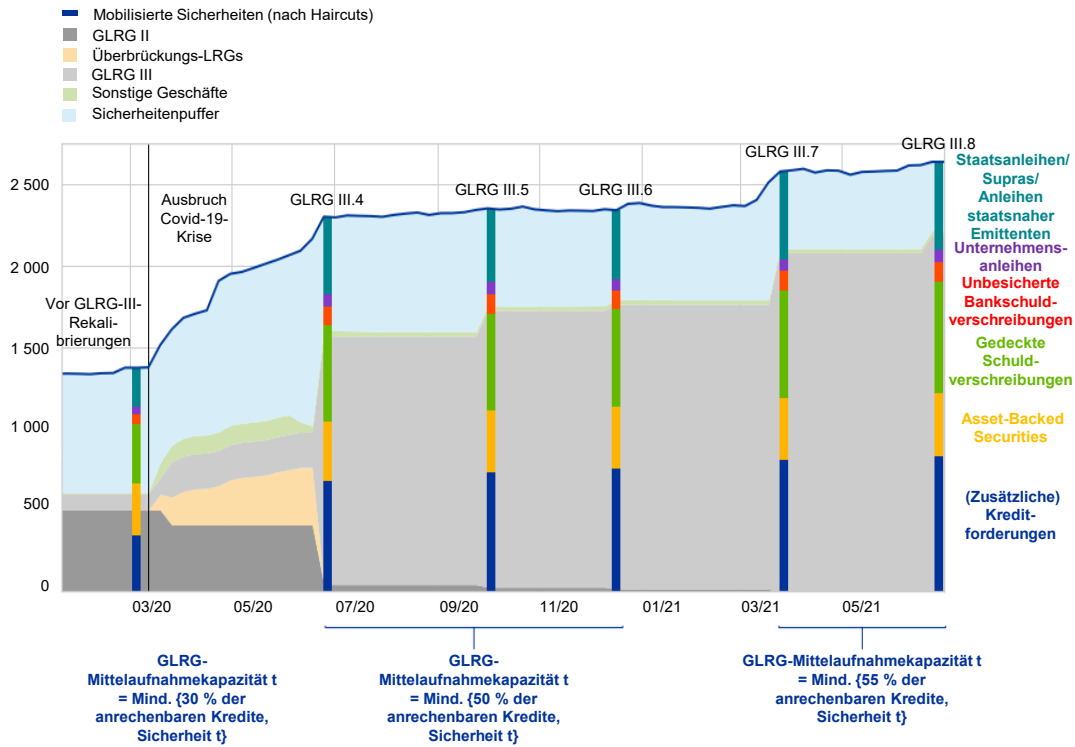
⁸ Weitere Einzelheiten zu Umfang, Zulassungskriterien und pandemiebedingten Erweiterungen im Zusammenhang mit zusätzlichen Kreditforderungen finden sich auf der Website der EZB unter „Wissenswertes“: [Was sind ACC-Rahmen?](#)

Abbildung A

Mobilisierung von Sicherheiten und Inanspruchnahme von Kreditgeschäften des Eurosystems durch GLRG-III-Teilnehmer seit Ausbruch der Pandemie

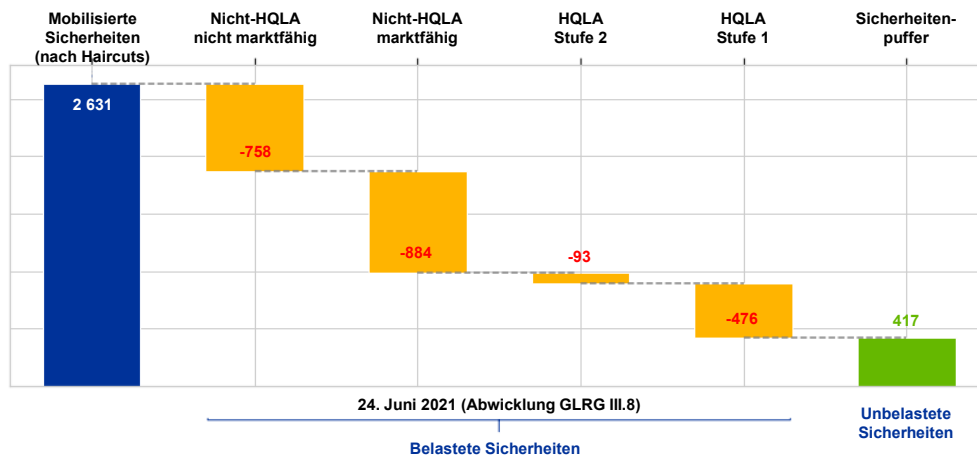
a) Inanspruchnahme von Kreditgeschäften und Mobilisierung von Sicherheiten

(in Mrd €)



b) Belastung von Sicherheiten

(in Mrd €)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a: Das Balkendiagramm zeigt die Mobilisierung von Sicherheiten des Eurosystems nach Aktiva-Klasse. Die erste Beobachtung (Sicherheitenstruktur vor Ausbruch der Pandemie) bezieht sich auf den 5. März 2020. Das Flächendiagramm zeigt die Mobilisierung von Sicherheiten durch Kreditgeschäfte des Eurosystems und die Sicherheitenpuffer (Überbesicherung). Die Angaben beziehen sich auf die an den GLRG III teilnehmenden Banken bis zum GLRG vom Juni 2021. Grafik b: Grundlage für die Belastung von Sicherheiten ist Artikel 7 Absatz 2 Buchstabe a der Delegierten Verordnung (EU) 2015/61 der Kommission vom 10. Oktober 2014 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die Liquiditätsdeckungsanforderung an Kreditinstitute (Text von Bedeutung für den EWR; Abl. L 11, 17.1.2015, S. 1), wonach die mobilisierten Aktiva in aufsteigender Reihenfolge belastet sind, beginnend bei den Nicht-HQLA. Die Methodik der EZB zur Klassifizierung der im Eurosystem mobilisierten Aktiva nach den entsprechenden LCR-Liquiditätskategorien (Stufe 1, Stufe 2A, Stufe 2B, Nicht-HQLA) basiert in erster Linie auf der [EZB-Datenbank über notenbankfähige Sicherheiten](#) und ähnelt der Methodik, die beschrieben wird in: R. Grandia, P. Hänling, M. Lo Russo und P. Aberg (Hrsg.), [Availability of high-quality liquid assets and monetary policy operations: an analysis for the euro area](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 218, 2019. Die Belastung wird auf

Einzelinstitutsebene ermittelt und für alle GLRG-III-Teilnehmer aggregiert. Die als Sicherheiten verwendeten Aktiva der Stufen 2A und 2B werden als Aggregat dargestellt (HQLA Stufe 2). Die Nicht-HQLA werden weiter aufgeschlüsselt nach nicht marktfähigen Nicht-HQLA und marktfähigen Nicht-HQLA mit der zusätzlichen Annahme, dass nicht marktfähige Nicht-HQLA zuerst belastet werden.

2 Transmission der GLRG III über die Banken auf die Kreditnehmer

Die GLRG III wirken sich über unterschiedliche Kanäle auf die Kreditvergabebedingungen aus.

Die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte dienen dazu, die Kreditvergabe der Banken an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte (ohne Wohnungsbaukredite) zu unterstützen. Zudem bewirken sie eine Reduzierung der Refinanzierungskosten der Banken im Euroraum, wodurch wiederum ein Bankkreditkanal aktiviert wird, der zu niedrigeren Kreditzinsen und höheren Kreditvolumina führen kann. Darüber hinaus gibt es weitere Kanäle, die die Transmission der GLRGs ergänzen (siehe unten), indem sie stimulierend auf die Kreditvergabe wirken und zu einem Rückgang der Kreditkosten für Unternehmen und Privathaushalte beitragen.

Das Anreizsystem der GLRGs fördert die Vergabe von Bankkrediten an bestimmte Sektoren und führt somit zu einem höheren Wettbewerb im Kreditgeschäft.

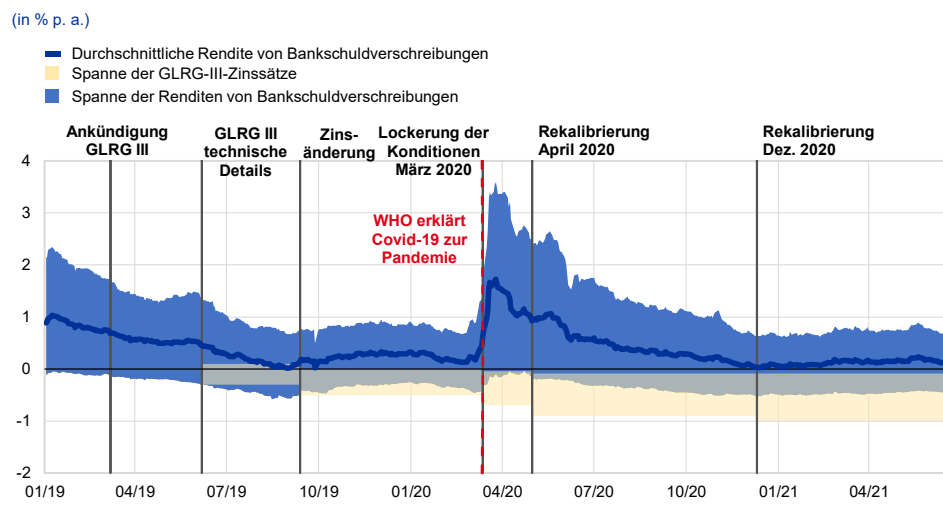
Im Gegensatz zu regulären, nicht gezielten Geschäften bieten die GLRG III vorteilhaftere Konditionen, wobei die Kreditkosten davon abhängen, ob bestimmte Kreditvergabeziele von den teilnehmenden Banken erreicht werden. Dadurch erhöht sich deren Kreditvergabebereitschaft. Dies ist vor allem dann der Fall, wenn der Zugang der Banken zu Finanzierungsmitteln aufgrund von Unsicherheit beeinträchtigt werden könnte, woraufhin diese normalerweise ihre Kreditrichtlinien verschärfen würden. Haben die Teilnehmer höhere Kreditvergabeziele, steigt der Wettbewerbsdruck an den Kreditmärkten, sodass Nichtteilnehmer ebenfalls dazu übergehen, ihre Kreditvergabekriterien zu lockern, um ihren Marktanteil zu sichern.⁹ Der stärkere Wettbewerb ist auch einer der Gründe, weshalb die Kreditvergabeziele anhand der projizierten Kreditvolumina sorgfältig kalibriert werden. Wird die Zielgröße für eine günstigere Preisgestaltung der GLRG III zu hoch angesetzt, könnte dies ein unverhältnismäßiges Wettbewerbsverhalten und möglicherweise eine übermäßig hohe Risikobereitschaft hervorrufen. Ein zu ambitioniertes Kreditvergabeziel könnte zudem auch einige Banken dazu veranlassen, von einer Teilnahme abzusehen, und folglich die Wirksamkeit des Programms schmälern. Andererseits würde eine unzureichend ehrgeizige Referenzgröße für die Kreditvergabe die Wirksamkeit des zielgerichteten Charakters der Geschäfte untergraben.

Die GLRGs bewirken sowohl eine direkte als auch eine indirekte Verringerung der Refinanzierungskosten der Banken im Eurogebiet. Die Refinanzierungskosten der Banken sind jeweils nach den GLRG-Ankündigungen gesunken (siehe Abbildung 2). Da durch die GLRGs eine attraktiv verzinsten langfristige

⁹ Siehe D. C. Andreeva und M. García-Posada, The impact of the ECB's targeted long-term refinancing operations on banks' lending policies: The role of competition, Journal of Banking & Finance, Bd. 122, Nr. 105992, Elsevier, Januar 2021; M. Benetton und D. Fantino, Targeted monetary policy and bank lending behavior, Journal of Financial Economics, 2021 (im Erscheinen).

Mittelaufnahme bei der Zentralbank geboten wird, können teurere marktbasierende Refinanzierungsquellen ersetzt werden. Die daraus resultierende Verringerung der Refinanzierungskosten der Banken besteht aus einer direkten und einer indirekten Komponente. Für jede teilnehmende Bank ergibt sich die direkte Kostenreduzierung aus der Substitution kostspieligerer Finanzierungsmittel. Bei Banken, die nicht unmittelbar an dem Programm teilnehmen, kommt es zu einer indirekten Senkung der Refinanzierungskosten, die auf einen positiven externen Effekt zurückzuführen ist: Banken, die an den GLRGs teilnehmen, dürften ihre Anleiheemissionen aussetzen oder verschieben. Der dadurch bedingte Rückgang des Anleiheangebots hat geringere Refinanzierungskosten zur Folge, von denen auch Banken profitieren, die nicht unmittelbar im Rahmen der Geschäfte Mittel aufnehmen. Da die Banken miteinander konkurrieren, führt dies zu niedrigeren Kreditzinsen und höheren Kreditvolumina, wie die Erfahrung mit vorherigen GLRGs zeigt.¹⁰ Damit dieser indirekte Kanal aktiviert wird, muss die Beteiligung an dem Programm auf aggregierter Ebene hoch sein. Dies lässt darauf schließen, dass es Spielraum für etwaige starke Nichtlinearitäten gibt, insbesondere nach der umfangreichen Mittelaufnahme im Rahmen des Geschäfts vom Juni 2020. In dieser Hinsicht sind die Sicherheitenpolitik des Eurosystems und der Beschluss zur Anhebung des Kreditlimits für eine umfassende und breit angelegte Teilnahme maßgebend (siehe Kasten 1).

Abbildung 2
Entwicklung der Renditen von Bankschuldverschreibungen seit 2019



Quellen: EZB, iBoxx, Centralised Securities Database (CSDB) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: In der Abbildung sind der gewichtete Durchschnitt (dunkelblaue Linie) und die Spanne zwischen dem 10. und 90. Perzentil der Bankanleiherenditen (blau schattierter Bereich) im Euroraum dargestellt. Die Spanne der GLRG-III-Zinssätze stellt die Zinsveränderungen dar, die mit jeder weiteren Anpassung eingeführt wurden. Der maximale GLRG-III-Satz stellt den höchstmöglichen Zinssatz dar, der erreicht werden kann, indem die Mittel bis zu ihrer Fälligkeit gehalten werden. Der minimale GLRG-III-Satz nach den Rekalibrierungen in den Monaten März und April 2020 stellt den geringstmöglichen Zinssatz dar, der durch eine Rückzahlung der Mittel zum frühestmöglichen Zeitpunkt erreicht werden kann, wohingegen er ab Dezember 2020 den geringstmöglichen Zinssatz darstellt, der erreicht werden kann, indem die Mittel am Ende der verlängerten Frist der temporären Zinssenkung im Juni 2022 zurückgezahlt werden.

¹⁰ Die indirekte Reduzierung der Refinanzierungskosten der Banken wirkt sich demnach auch auf die Kreditvergabe der Banken förderlich aus, die nicht unmittelbar an dem Programm teilnehmen. Während durch den zielgerichteten Charakter der GLRGs die Ausleihungen an den zugelassenen Sektor angekurbelt werden, können die günstigeren Refinanzierungskosten die Kreditvergabe auch auf breiterer Front, also auch im Hinblick auf den nicht zugelassenen Sektor, stimulieren.

GLRGs haben letztlich einen positiven Einfluss auf die Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte, indem sie einen potenziellen Anstieg der Kreditzinsen abfedern und für erheblich geringere Refinanzierungskosten der Banken sorgen. GLRGs wirken in der Regel über ihre aggregierten Effekte am Kreditmarkt auf die Zinssätze durch. Denn wenn das aggregierte Kreditangebot genug wächst, entsteht ein Abwärtsdruck auf die Kreditzinsen, die im Fall einer unzureichenden Kreditnachfrage schließlich sinken. Die jüngsten Erfahrungen mit GLRGs nach März 2020, als die Kreditnachfrage so hoch wie nie zuvor war, weisen darauf hin, dass mindestens zwei weitere Übertragungsmechanismen pandemiebedingt an Bedeutung gewonnen haben. Zum einen konnte mithilfe der verfügbaren GLRG-Mittel ein potenzieller Anstieg der Kreditzinsen abgefedert werden, der deshalb zu befürchten war, sich das Kreditrisiko im Zuge der wirtschaftlichen Verwerfungen im Zusammenhang mit der Pandemie erhöht hatte. Zum anderen führte die abrupt und stark gestiegene Unsicherheit über den gesamtwirtschaftlichen Ausblick zu erheblicher Vorsicht aufseiten der Unternehmen und privaten Haushalte, was wiederum eine deutliche Volumenausweitung im Einlagengeschäft zur Folge hatte. Angesichts dessen, dass es vergleichsweise schwierig ist, negative Zinsen auf Privatkundeneinlagen zu erheben, tragen die aufgrund der GLRGs niedrigeren Refinanzierungskosten der Banken dazu bei, dass die Transmission der Geldpolitik weiterhin reibungslos funktioniert. Denn die Banken können somit ihre Kreditzinsen senken, ohne auf ihre Kreditmargen verzichten oder übermäßige Kreditrisiken eingehen zu müssen.

Da es durch die GLRGs zu weniger Liquiditätsengpässen kommt, wird auch die Prozyklizität eingedämmt, die auf mittel- bis langfristigen Finanzierungsbedingungen beruht. Dadurch, dass die GLRGs eine längere Laufzeit haben als reguläre Refinanzierungsgeschäfte, tragen sie zu einer Verringerung der durch die regulatorischen Anforderungen bedingten Liquiditätsengpässe bei, vor allem, wenn die Geschäfte gerade erst durchgeführt wurden und eine lange Restlaufzeit aufweisen. Dies versetzt die Banken in die Lage, ihre Liquiditätszusammensetzung weniger prozyklisch zu strukturieren. So müssen sie längerfristige Anleihen nicht dann emittieren, wenn diese übermäßig teuer sind, wie dies aufgrund der von der Krise vorübergehend ausgelösten finanziellen Turbulenzen, in deren Folge die GLRGs als Reaktion eingeführt wurden, der Fall war.

Darüber hinaus versorgen die GLRGs das Finanzsystem mit Zentralbankliquidität und setzen die Geldmarktsätze unter Abwärtsdruck. Durch die GLRGs wird die Nachfrage nach Zentralbankrefinanzierungen angekurbelt und die Menge an Überschussliquidität im System de facto erhöht. Je attraktiver die Bedingungen der GLRGs sind, desto mehr Banken nehmen an den Geschäften teil und desto breiter verteilt sich die Überschussliquidität im System. Folglich wird der Interbankenmarkt weniger stark zur Deckung des kurzfristigen Liquiditätsbedarfs in Anspruch genommen, wodurch die Geldmarktsätze sinken (siehe Kasten 2).

GLRGs bieten auch eine Absicherung (Backstop) gegenüber sich zuspitzenden Refinanzierungsproblemen, da sie bei adversen Szenarios von den Banken stärker in Anspruch genommen werden können. Wie die regulären

Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems werden auch die GLRGs durch die Nachfrage bestimmt. Sie ermöglichen es potenziellen Teilnehmern, die Geschäfte zu nutzen, wenn der Zugang zu marktbasierter Finanzierung schwierig wird. Die aktuelle Preiskonstellation der Finanzierungsbedingungen der Banken dürfte somit die Wirkung dieser Möglichkeit widerspiegeln – auch mit Blick auf die künftigen Refinanzierungsbedingungen für Banken. So verringert sie die Risikoprämien auf Anleiherenditen und trägt zur Aufrechterhaltung günstiger Finanzierungsbedingungen bei.

Und schließlich sind GLRGs eine Kreditlockerungsmaßnahme, die in Verbindung mit den anderen aktiven Instrumenten der Geldpolitik äußerst wirksam ist. Durch die Negativzinspolitik wird der Anreiz zur Kreditvergabe noch verstärkt, weil die Renditen für risikofreie Anlagen sinken und zugleich Refinanzierungsmittel über die GLRGs zu sehr niedrigen Zinssätzen verfügbar bleiben. Überdies mildert das zweistufige System für die Verzinsung von Überschussreserven potenzielle Friktionen ab, die mit der bei den Einlagenzinsen im Privatkundengeschäft bestehenden Rigidität nach unten zusammenhängen. Die Forward Guidance sorgt dafür, dass der mittlere Teil der risikofreien Zinsstrukturkurve, den die Banken zur Kreditbepreisung heranziehen, auf niedrigem Niveau bleibt. Dadurch wird die Kreditnachfrage gefördert. Ergänzend hinzu kommt die lange Laufzeit der GLRG-Mittel, was zu einer Verringerung der Laufzeitprämie bei Bankfinanzierungen beiträgt. Ankäufe von Staatsanleihen reduzieren die Rendite bei alternativen Verwendungszwecken der GLRG-Mittel; dies ist hilfreich, um die GLRG-Liquidität dem Zielsektor zuzuführen. Durch den Erwerb von Unternehmensanleihen verkleinern sich die entsprechenden Renditeabstände, sodass ein direkter Transmissionskanal von der Geldpolitik zur Realwirtschaft freigegeben wird. Außerdem entsteht dadurch Spielraum in den Bankbilanzen, um über die Verwendung von GLRG-Mitteln mehr Kredite an Unternehmen vergeben zu können, die nicht unmittelbar von den Anleihekäufen betroffen sind, wie etwa kleine und mittlere Unternehmen.¹¹

Kasten 2

GLRG III und Geldmarktsätze

Maria Encio

Die Geldmärkte stellen den Ausgangspunkt für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus dar. Durch den Transmissionsmechanismus werden Zinssätze auf andere Finanzmarktsegmente übertragen und somit die Finanzierungsbedingungen der Gesamtwirtschaft beeinflusst. Auch wenn in den vergangenen Jahren ein Großteil der unbesicherten Transaktionen in das besicherte Segment verlagert wurde, spielen die unbesicherten Zinssätze als Referenzzinsen nach wie vor eine wichtige Rolle. So dienen etwa der unbesicherte Dreimonats- und der unbesicherte Sechsmonats-EURIBOR den Märkten als Referenzwert für Zinsswaps und Zinsterminkontrakte sowie für die Zinsen, die Banken auf Kredite an Unternehmen und private Haushalte erheben. Dies

¹¹ Siehe O. Arce, R. Gimeno und S. Mayordomo, Making Room for the Needy: The Credit-Reallocation Effects of the ECB's Corporate QE, Review of Finance, Bd. 25, Ausgabe 1, Oxford University Press, Oxford, 2020, S. 43-84.

bedeutet, dass Veränderungen der unbesicherten Zinssätze umfassend und rasch an andere Wirtschaftsteilnehmer weitergegeben werden.

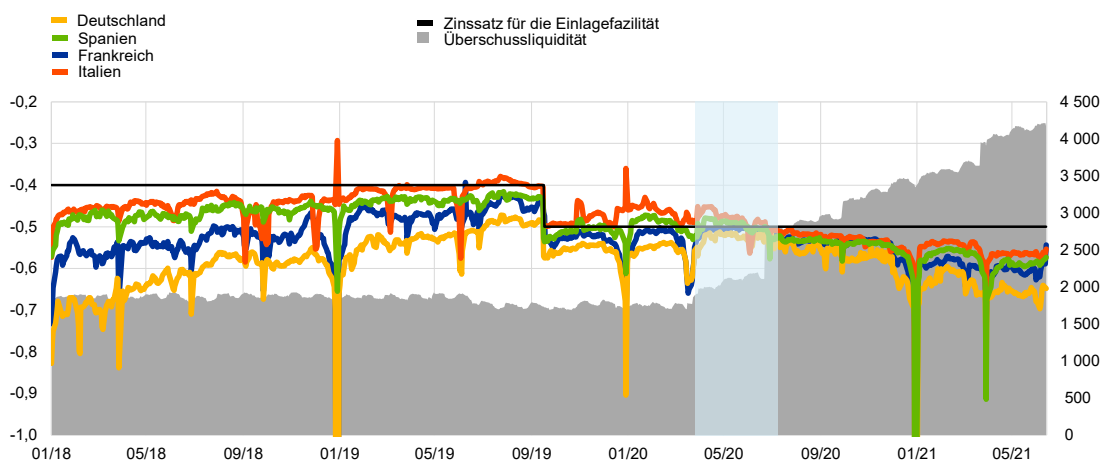
Während sich das besicherte Segment in der Corona-Pandemie (Covid-19) als widerstandsfähig erwies, kam es am Devisenwapmarkt und in den unbesicherten Segmenten (auch bei der Emission kurzfristiger Wertpapiere) zu Beeinträchtigungen. Die Zinssätze und das Handelsvolumen von besicherten Geschäften blieben im gesamten Frühjahr 2020 trotz gestiegener Risikoaversion weitgehend stabil. Dagegen kam es bei den unbesicherten kurzfristigen Zinssätzen, zum Beispiel beim EURIBOR sowie bei den Commercial Papers, zu einer starken Zunahme um mehr als 20 Basispunkte. Außerdem stiegen die Kosten für die Aufnahme von US-Dollar gegen Euro am Devisenwapmarkt sprunghaft an (siehe den blauen Bereich in Abbildung A, der den Höhepunkt der Covid-19-Krise markiert).

Abbildung A

Überblick über die Zinssätze an den Euro-Geldmärkten

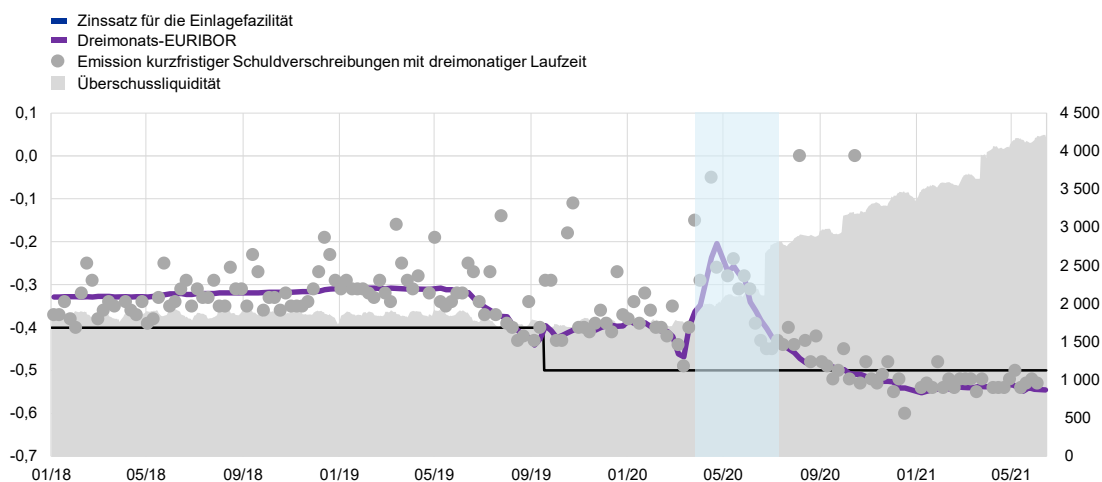
a) Besicherte Zinssätze

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



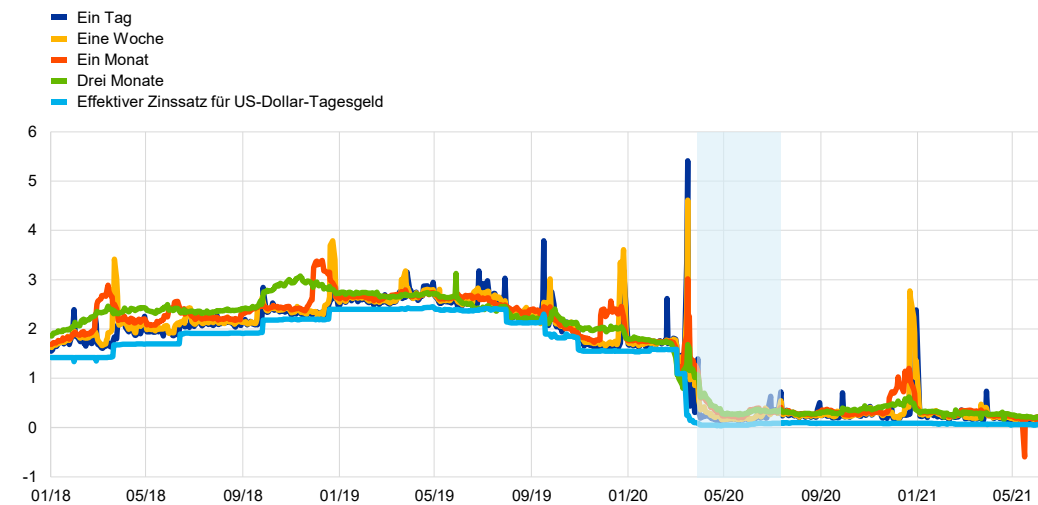
b) Unbesicherte Zinssätze (kurzfristige Schuldverschreibungen, EURIBOR)

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



c) Wechselkurs EUR/USD (Basisspreads der Devisenswaps)

(in Prozentpunkten)



Quellen: Grafik a: Geldmarktstatistik der EZB, Grafik b: Geldmarktstatistik der EZB, Bloomberg und EZB-Berechnungen, Grafik c: Emission kurzfristiger Schuldverschreibungen (Banque de France).

Anmerkung: In Grafik a wird der volumengewichtete Durchschnittssatz nach Abwicklungszeitpunkt und Herkunftsland der Sicherheit dargestellt. Es werden lediglich staatliche Sicherheiten berücksichtigt. Aus Gründen der besseren Lesbarkeit ist die Skala auf 1 % begrenzt. Ein Schnitt erfolgte zum Jahresende 2019 für Deutschland (2,74 %) und Frankreich (2,13 %) sowie zum Jahresende 2020 für Deutschland (2,09 %), Frankreich (1,57 %) und Spanien (1,59 %). Es wurden lediglich Geschäfte mit den Laufzeiten Overnight (O/N), Spot/Next (S/N) und Tomorrow/Next (T/N) berücksichtigt. Es handelt sich um den kombinierten Zinssatz für die Geldaufnahme und für die Geldvergabe. In Grafik b basiert die Emission kurzfristiger Schuldverschreibungen auf Daten des französischen Commercial Paper-Segments NEU CP. Der blaue Bereich markiert die Covid-19-Krise. In Grafik c wird der Basisspread von Devisenswaps als Differenz zwischen dem impliziten USD-Satz und dem USD-OIS-Satz für die gewählte Laufzeit berechnet. Aus Gründen der besseren Lesbarkeit ist die Achse auf 300 Basispunkte begrenzt. Bei den eintägigen Geschäften werden die Geschäfte mit den Laufzeiten O/N, S/N und T/N für den gewählten Abwicklungstag zusammengefasst.

Um die unter Druck geratenen Geldmarktsätze zu stabilisieren und die Finanzierungsbedingungen zu verbessern, ergriff das Eurosystem verschiedene Maßnahmen. Die neuen und rekalibrierten Refinanzierungsgeschäfte für Banken übten einen erheblichen Abwärtsdruck auf die unbesicherten kurzfristigen Zinssätze aus. Dies lag an der hohen Überschussliquidität und an dem geringen Bedarf der Banken, Commercial Papers zu begeben. Die Berücksichtigung von Commercial Papers nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften bei den Käufen im Rahmen des PEPP, die Ausweitung der Wertpapierleihgeschäfte durch die nationalen Zentralbanken und die Erweiterung der notenbankfähigen Sicherheiten trugen allesamt dazu bei, dass auch weiterhin mit Commercial Papers von Unternehmen gehandelt wurde und dem Markt für Repogeschäfte Sicherheiten zur Verfügung standen. Ferner wurde über ein Netz von Swap-Vereinbarungen zwischen großen Zentralbanken US-Dollar-Liquidität zu gesicherten, mit einem Aufpreis gegenüber dem Marktniveau versehenen Preisen (backstop prices) bereitgestellt, wodurch Störungen im Devisenswap-Segment zeitnah entgegengewirkt werden konnte. Dass die normale Funktionsfähigkeit aller Geldmarktsegmente im Verlauf der zweiten Jahreshälfte 2020 wiederhergestellt war, zeigte sich auch in der Normalisierung der unbesicherten Marktsätze.

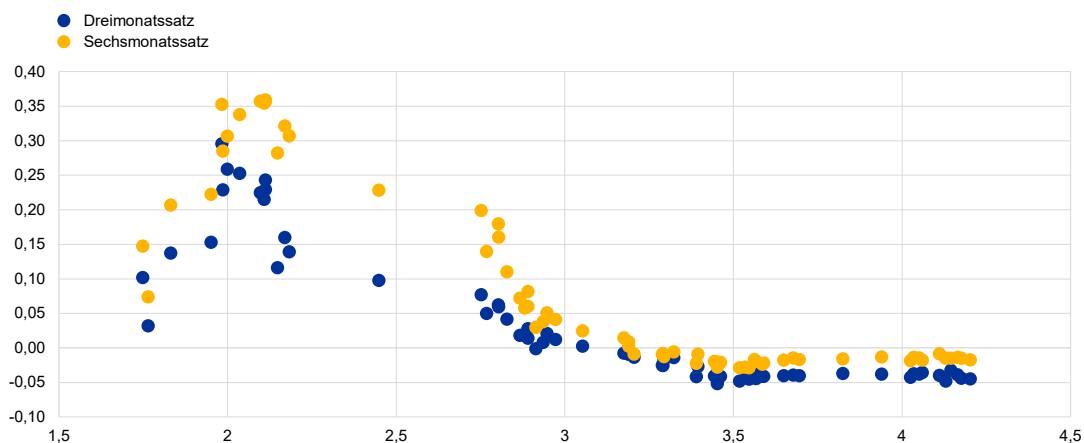
Die Rekalibrierung der GLRG-III-Modalitäten bei zwei bestimmten Parametern trug maßgeblich dazu dabei, die Finanzierungsbedingungen wie gewünscht zu lockern. Die Tatsache, dass in zwei speziellen Kreditvergabezeiträumen, in denen die Folgen der Pandemie am ausgeprägtesten waren, unter bestimmten Auflagen Refinanzierungsmittel unterhalb des Einlagesatzes bereitgestellt wurden, bot einen äußerst effektiven Anreiz für eine hohe Teilnahme. Darüber hinaus konnten die Banken durch die Anhebung des Kreditlimits mehr Geld aufnehmen, sodass die Inanspruchnahme der GLRG III von 0,3 Billionen € im März 2020 auf 2,2 Billionen € im Juni 2021 stieg. Diese umfangreiche Liquiditätszufuhr trug zu einem Rückgang der Referenzzinssätze am Geldmarkt wie dem Dreimonats- und dem Sechsmonats-EURIBOR bei; über den Geldmarktkanal kam es

daraufhin auch zu einer Lockerung der Finanzierungsbedingungen für die Gesamtwirtschaft (siehe Abbildung B).

Abbildung B

Zusammenhang zwischen Überschussliquidität und unbesicherten kurzfristigen Zinssätzen

(x-Achse: Überschussliquidität in Billionen €; y-Achse: wöchentlicher durchschnittlicher Spread zwischen EURIBOR und Einlagesatz in Prozentpunkten)



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Daten umfassen den Zeitraum vom 12. März 2020 bis zum 11. Juni 2021. R-Quadrat beträgt 77 % (Dreimonatssätze) bzw. 75 % (Sechsmonatssätze).

3 Auswirkungen auf die Kreditvergabebedingungen der Banken

Erkenntnisse aus Bankbilanzdaten

Mithilfe der GLRG III gelang es den Banken, die infolge der Pandemie stark zunehmende Kreditnachfrage zu bedienen. Seit Pandemiebeginn sind die Ausleihungen an den privaten Sektor in den 13 Monaten, in denen die im März 2020 eingeführte Referenzgröße für die Kreditvergabe zur Anwendung kam, bei den GLRG-III-Teilnehmern beträchtlich gestiegen (siehe Abbildung 3, Grafik a).¹² Im zusätzlichen Evaluierungszeitraum für die Kreditvergabe, der im Oktober 2020 begann,¹³ hat sich das Kreditwachstum bei den GLRG-III-Teilnehmern fortgesetzt. Dies wird besonders bei einem Vergleich mit jenen Banken deutlich, die im genannten Zeitraum nicht an den GLRG III teilgenommen haben (siehe Abbildung 3, Grafik b). Zusammen mit der Verlängerung der Kreditlaufzeiten, die auch von den staatlichen Garantieprogrammen begünstigt wurde, lässt diese Entwicklung darauf schließen, dass die Refinanzierungsgeschäfte den Banken dabei halfen, die höhere

¹² Um vom Minimalzins für GLRG-III-Geschäfte profitieren zu können, müssen die teilnehmenden Banken einen Schwellenwert erreichen, der für einen bestimmten Evaluierungszeitraum über der Referenzgröße für ihre Kreditvergabe liegt. Im März 2020 wurde ein neuer Evaluierungszeitraum eingeführt, der im April 2020 in einen 13-monatigen Zeitraum ab März 2020 abgeändert wurde. Der neue Evaluierungszeitraum sollte den Banken weitere Anreize bieten, das Niveau der seit Beginn der Pandemie geleisteten Kreditunterstützung aufrechtzuerhalten.

¹³ Im Rahmen der Rekalibrierung vom 10. Dezember 2020 wurde der Zeitraum, in dem der Zinssatz von -1 % gilt, bis Juni 2022 verlängert. Dabei wurde eine zusätzliche Kreditvergabeanforderung basierend auf der Kreditvergabe zwischen Oktober 2020 und Dezember 2021 eingeführt.

Nachfrage nach Krediten nachhaltig zu bedienen. So konnte von den Notfallkrediten, die zu Beginn gefragt waren, zu Ausleihungen für längerfristige Zwecke wie etwa Investitionen übergegangen werden.¹⁴ Zugleich nahm anfänglich der Erwerb von Staatsanleihen zu, was auf eine erhöhte Emissionstätigkeit und den gestiegenen Liquiditätsbedarf der öffentlichen Haushalte zur Finanzierung der staatlichen Unterstützungsmaßnahmen zurückzuführen war. Nach dieser Anfangsphase fielen die Nettozuflüsse bei Staatsanleihen seit Oktober 2020 negativ aus, denn die Banken vergaben lieber Kredite an den privaten Sektor, statt Staatsanleihen zu erwerben. Außerdem spiegelt sich darin auch die hohe Absorption dieser Anleihen im Rahmen der Programme zum Ankauf von Vermögenswerten wider.

Der vorübergehende Liquiditätsaufbau einzelner GLRG-Teilnehmer weist möglicherweise auch darauf hin, dass diese Banken in Zukunft ihre Kreditvergabe ausweiten werden.

Seit Ausbruch der Pandemie haben sich die Einlagen beim Eurosystem deutlich erhöht. Der Anstieg geschieht auf aggregierter Ebene vollkommen automatisch, denn die Liquidität aus den GLRGs (und dem parallel dazu stattfindenden Ankauf von Vermögenswerten) zirkuliert innerhalb des geschlossenen Systems von Banken, die Reservekonten beim Eurosystem unterhalten. Die Liquidität verringert sich nicht, wenn die Banken Kredite an Unternehmen oder private Haushalte ausreichen, die natürlich nicht Teil dieses geschlossenen Systems sind.¹⁵ Der seit Einführung der GLRG III immer noch beträchtliche Liquiditätsaufbau in Form von Einlagen beim Eurosystem ist zudem das Ergebnis verschiedener Faktoren (siehe Kasten 3).¹⁶ Zu beachten ist, dass die Banken im Euro-Währungsgebiet aktiv dazu beigetragen haben, den dringenden Liquiditätsbedarf von Unternehmen und privaten Haushalten zu decken. Angesichts der schwierigen Lage bei der Finanzierung über die Geld- und Kapitalmärkte wird dadurch die Erholung nach der Krise unterstützt. Bei Ausbruch der Krise griffen die Banken auf ihre Liquiditätspolster zurück, um den Unternehmen die benötigte Notfall-Liquidität bereitzustellen. Eine Aufnahme dieser Mittel am Markt hätte aufgrund der allgemeinen Unsicherheit und der Risikoaversion der Anleger möglicherweise die Geld- und Kapitalmärkte belastet oder zu vorübergehenden Rationierungen geführt. Einzelne Banken haben in ihren Bilanzen Liquidität angehäuft, um mögliche Schocks besser abfedern zu können, die sich aus ihrer stärkeren Kreditvergabe ergeben. Der nach den GLRG-III-Geschäften im Juni beobachtete Rückgang der Geldmarktsätze (siehe Kasten 2) ist ein weiteres Signal dafür, dass die GLRG-Mittel maßgeblich dazu beitragen, den nötigen Abwärtsdruck auf die Kosten der verschiedenen Refinanzierungsmöglichkeiten der Banken zu erzeugen. Die Banken leisten derzeit nach wie vor Unterstützung, um die durch den Pandemieschock ausgelösten Störungen in den Lieferketten zu bewältigen.

¹⁴ Siehe EZB, [Staatliche Kreditgarantien und Bankkreditvergabe während der Covid-19-Pandemie](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 6/2020, September 2020; M. Falagiarda und P. Köhler-Ulbrich, [Bank Lending to Euro Area Firms – What Have Been the Main Drivers During the COVID-19 Pandemic?](#), European Economy, Ausgabe 1, April 2021.

¹⁵ Auch Banken, die nicht an den GLRG III teilnahmen, halten vermehrt Einlagen beim Eurosystem (siehe Abbildung 3, Grafik a).

¹⁶ Eine Bank kann ihren eigenen Bestand an Überschussliquidität z. B. dadurch verringern, dass sie die Liquidität zur Ausreichung neuer Kredite verwendet. Diese Mittel fließen letztlich jedoch wieder als Einlage an dieselbe oder eine andere Bank zurück, wodurch der ursprüngliche Rückgang der Überschussliquidität ausgeglichen wird – es sei denn, der Kreditnehmer hebt den gesamten Kreditbetrag ab und hält ihn in Form von Banknoten. Weitere Einzelheiten dazu finden sich auf der Website der EZB unter „Wissenswertes“: [Was ist Überschussliquidität und warum ist sie wichtig?](#)

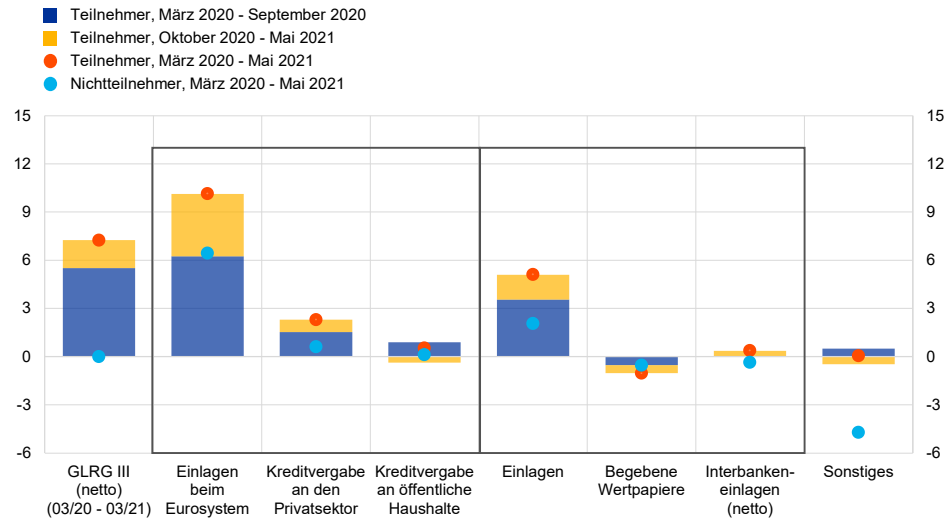
Außerdem schützen sie den Unternehmenssektor vor Liquiditätsengpässen, die vereinzelte Lockdown-Maßnahmen weiterhin verursachen könnten, während sich die Wirtschaft aufgrund der Impffortschritte wieder normalisiert.

Abbildung 3

Entwicklung der Bilanzpositionen von GLRG-III-Teilnehmern und -Nichtteilnehmern

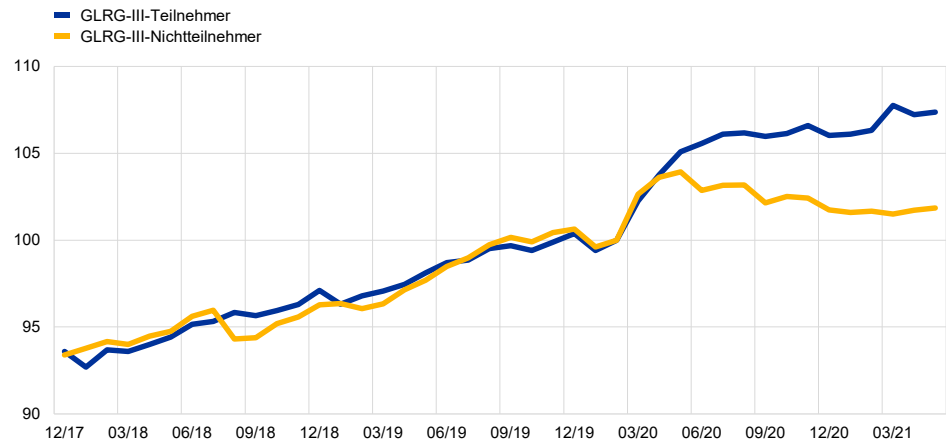
a) Entwicklung der Forderungen und Verbindlichkeiten

(in % der wichtigsten Forderungen)



b) Kreditvolumen

(fiktive Bestände; Februar 2020 = 100)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen

Anmerkung: Grafik a zeigt die kumulierten Zuflüsse bei den wichtigsten Forderungen und Verbindlichkeiten in der Zeit von März 2020 bis September 2020 (blaue Balkenabschnitte), von Oktober 2020 bis Mai 2021 (gelbe Balkenabschnitte) und von März 2020 bis Mai 2021 (rote Punkte) für GLRG-III-Teilnehmer, die in der Statistik der EZB zu den Bilanzpositionen von Einzelinstituten (iBSI) enthalten sind. Für diejenigen Banken, die nicht an den GLRG III teilgenommen haben, wird die Entwicklung in der Zeit von März 2020 bis Mai 2021 als hellblaue Punkte dargestellt. Die Daten wurden anhand der Größe der beiden Gruppen „Teilnehmer“ und „Nichtteilnehmer“ reskaliert, wobei sich diese nach den Ende Februar 2020 verbuchten wichtigsten Forderungen richtet. Seit März 2021 sind die GLRGs der iBSI-Banken (ohne Mikrodaten-Gruppen zur Vermeidung einer Doppelerfassung und heruntergebrochen auf die Ebene der GLRG-Teilnehmer) um sonstige Finanzierungsmittel des Eurosystems bereinigt. Auf der Aktivseite umfasst die Kreditvergabe an den Privatsektor Ausleihungen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte sowie Bestände an Wertpapieren des privaten Sektors. Die Kreditvergabe an öffentliche Haushalte beinhaltet Staatsanleihebestände und Ausleihungen an öffentliche Haushalte. Auf der Passivseite handelt es sich bei den Einlagen um Einlagen nichtmonetärer Finanzinstitute; die Interbankenfinanzierung (netto) ergibt sich, indem die Kredite anderer monetärer Finanzinstitute (ohne Eurosystem) von den Einlagen subtrahiert werden. Grafik b zeigt die Entwicklung der anrechenbaren Kredite der Banken, die an den GLRG III teilgenommen haben (blaue Linie), und der Banken, die nicht an den GLRG III teilgenommen haben (gelbe Linie), bis Mai 2021.

Erkenntnisse aus Umfragedaten

Die umfragebasierten weichen Daten belegen, dass die meisten Banken an GLRG-III-Geschäften teilnahmen, um die Refinanzierungsmittel für die Kreditvergabe zu verwenden. Die harten Bilanzdaten, die bis März 2021 vorliegen, deuten darauf hin, dass die GLRG-Mittel das Bankensystem im Euroraum in die Lage versetzt haben, die beispiellose Liquiditätsnachfrage des nichtfinanziellen privaten Sektors seit dem Ausbruch der Pandemie zu bedienen und den Unternehmen dabei zu helfen, von der anfänglichen Notfall-Liquidität zu längerfristigen Krediten zu wechseln. Zum einen stärkten die Refinanzierungsgeschäfte die Fähigkeit der Banken, Kredite zu vergeben, und setzten auch entsprechende Anreize. Zum anderen spielte auch die Entwicklung der Kreditnachfrage eine entscheidende Rolle. Weiche Daten aus Umfragen, wie z. B. der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet, gewähren einen Einblick in die bisherige und zukünftige Verwendung dieser Mittel. Ein Vergleich der Antworten im Zeitverlauf gibt auch Aufschluss darüber, wie das Bankensystem auf die sich ändernde Ausgestaltung der GLRG III reagierte.

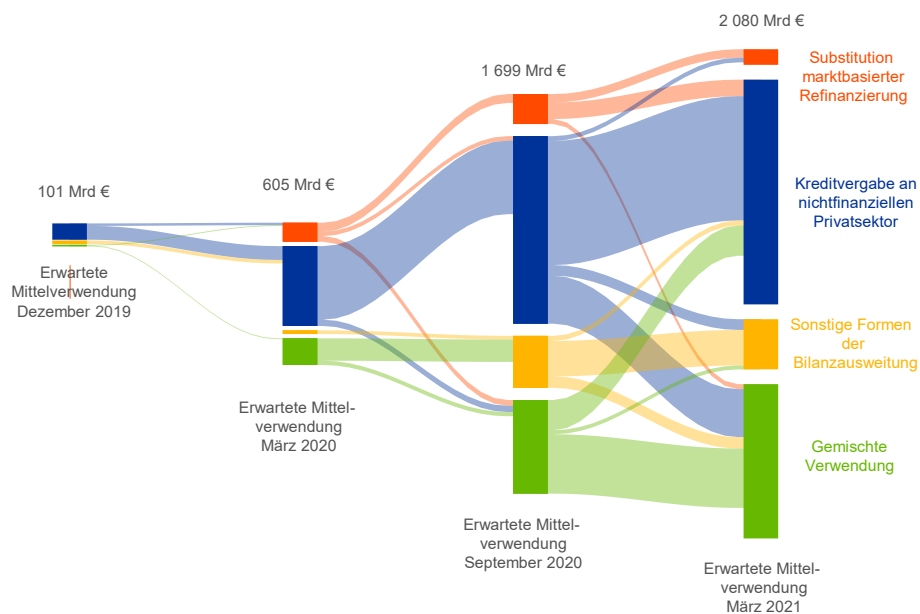
Die Entwicklung der Antworten der Banken in der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum veranschaulicht, wie sich der beabsichtigte Verwendungszweck der GLRG-Mittel abhängig von den jeweiligen Gegebenheiten geändert hat (siehe Abbildung 4). Vor den pandemiebedingten Spannungen planten die Banken zumeist, die GLRG-III-Mittel entweder für die Kreditvergabe an den nichtfinanziellen privaten Sektor oder für die Anschlussfinanzierung auslaufender GLRG-II-Mittel zu verwenden. Als sich die Pandemie ausbreitete, erwogen einige Banken, ihre Refinanzierung am Finanzmarkt durch die Aufnahme von GLRG-Mitteln zu ersetzen. Gleichwohl blieb die Kreditvergabe der am häufigsten genannte Verwendungszweck der zusätzlichen Liquidität. Durch die Rekalibrierung der GLRGs am 30. April 2020 wurden stärkere Anreize geschaffen, wenigstens einen Teil der Mittel zumindest vorübergehend für verschiedene Formen der Bilanzausweitung einzusetzen, unter anderem für das Tätigen von Einlagen beim Eurosystem und für den Erwerb von Staatsanleihen. Ein weiterer Grund für das Halten von Überschussliquidität aus der Teilnahme an den GLRG III lag in der vorsichtigen Haltung der Banken, die aus der beispiellos hohen Unsicherheit herrührte.¹⁷ Nach dem Einsatz der Mittel für die Kreditvergabe wurde ein größerer Teil der verbleibenden GLRG-Mittel für eine gemischte Verwendung vorgesehen. Die von den Banken erwartete Mittelverwendung deutet jedenfalls weiterhin darauf hin, dass die GLRGs sehr wirksam sind und die Kreditvergabebedingungen positiv beeinflussen.

¹⁷ Dies entspricht den Antworten der Banken auf die im Rahmen der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Oktober 2020 gestellten Fragen zu ihrer Motivation, an künftigen GLRGs teilzunehmen.

Abbildung 4

Entwicklung der erwarteten Verwendung der GLRG-III-Mittel

(Anteil der Befragten gewichtet nach den jeweiligen GLRG-III-Beträgen)



Quellen: Umfrage der EZB zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die vier Balken in der vierten Spalte rechts kennzeichnen die im März 2021 ausstehenden GLRG-III-Beträge, aufgeschlüsselt nach den Antworten auf die Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom April 2021. Der rote Balken stellt die Mittelaufnahme der Banken dar, die angeben, die GLRG-Mittel zur Substitution von marktbasierter Refinanzierungsquellen verwenden zu wollen. Der blaue Balken markiert die GLRG-Inanspruchnahme durch die Banken, die beabsichtigen, die Mittel für die Kreditvergabe einzusetzen. Der gelbe Balken stellt die Mittelaufnahme der Banken dar, die die Mittel für andere Zwecke als die Kreditvergabe oder die Substitution marktbasierter Refinanzierungsquellen verwenden möchten (z. B. für den Kauf von Staatsanleihen, als Barbestand oder zur Finanzierung anderer Finanzinstitute). Der grüne Balken steht für die Mittelaufnahme der Banken, die nicht beabsichtigen, die Mittel einem einzigen Verwendungszweck zuzuführen. Die Balken in der ersten Spalte kennzeichnen die im Dezember 2019 ausstehenden GLRG-III-Beträge, aufgeschlüsselt nach den Antworten auf die Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Januar 2020. Die Balken in der zweiten Spalte stehen für die im März 2020 ausstehenden GLRG-III-Beträge und den Betrag der Überbrückungs-LRGs, aufgeteilt nach den Antworten auf die Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom April 2020. Die Balken in der dritten Spalte markieren die im September 2020 ausstehenden GLRG-III-Beträge, aufgeschlüsselt nach den Antworten auf die Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Oktober 2020. Die schattierten Bereiche stellen die GLRG-Inanspruchnahme durch die Banken dar, die ihre erwartete Mittelverwendung zwischen den einzelnen Befragungswellen geändert haben.

Geschätzte Auswirkungen der GLRGs

Die GLRG III wirken sich sehr positiv auf die Kreditvergabebedingungen aus

(siehe Abbildung 5). Aus einem großen Querschnitt von Studien, die verschiedene ökonometrische Methoden, Betrachtungszeiträume und Länder umfassen, geht hervor, dass die GLRG III zu einer deutlichen Lockerung der Kreditvergabebedingungen führen. Diese Untersuchungen decken das breite Spektrum der oben genannten Transmissionskanäle ab. Verzerrungen, die dadurch entstehen, dass innerhalb einer Studie spezifische Kanäle fehlen, dürften daher durch den ganzheitlichen Ansatz ausgeglichen werden, der alle diese Studien miteinander verknüpft. Die Ergebnisse der einzelnen Untersuchungen werden nach ihrem Referenzzeitraum und der entsprechenden GLRG-Inanspruchnahme eingeordnet. Dabei werden die Effekte reskaliert, um unterschiedlichen Daten,

Stichproben und Methoden Rechnung zu tragen.¹⁸ Dadurch können die entsprechenden Elastizitäten des prozentualen Jahreswachstums des Kreditvolumens und der Einfluss auf die Kreditzinsen in Basispunkten für jede Einheit der GLRG-Mittelaufnahme neu berechnet werden. So ergibt sich nach dem letzten Refinanzierungsgeschäft im Dezember 2021 im Vergleich zu einem kontrafaktischen Szenario einer gänzlich ausbleibenden Teilnahme an den GLRGs ein Effekt auf das Kreditvolumen von jährlich über 2 Prozentpunkten sowie auf die Kreditzinsen von über 60 Basispunkten. Zu berücksichtigen ist, dass es sich hierbei um eine konservative Einschätzung der tatsächlichen Auswirkungen dieser Geschäfte handelt, insbesondere was ihre Rolle als Absicherungsinstrument gegen eine drastische Verschlechterung der Finanzierungskosten anbelangt. Darin kommt zum Ausdruck, dass die Betrachtungszeiträume der meisten Untersuchungen keine finanziellen und realwirtschaftlichen Stressphasen aufweisen, die mit dem seit Beginn der Coronakrise beobachteten Ausmaß vergleichbar sind. Außerdem hätten sich die Refinanzierungsbedingungen der Banken ohne das GLRG-Programm möglicherweise erheblich verschlechtert, was zu einem massiven Schuldenabbau geführt hätte. Die Auswirkungen eines solchen Szenarios lassen sich nur schwer beziffern. Schließlich dürften andere Maßnahmen, die als Reaktion auf die Pandemie zur Stützung der Kreditvergabe ergriffen wurden, wie beispielsweise die Erweiterung der notenbankfähigen Sicherheiten, die Kapitalerleichterungen und die staatlichen Garantieprogramme, die Wirkung der GLRGs noch verstärkt haben.¹⁹

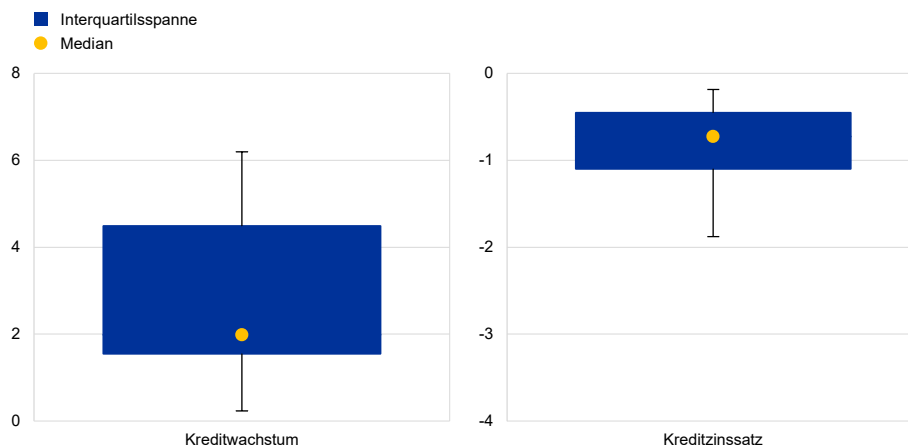
¹⁸ Die oben erläuterten Umfrageergebnisse lassen den Schluss zu, dass allein schon der Umfang der Kreditaufnahme, die infolge der Pandemie im Rahmen der GLRG III getätigt wurde, eine diversifiziertere Mittelverwendung zur Folge haben könnte. Bei einem konservativen Ansatz wird diese Information dazu verwendet, die Schätzungen von Studien zu reskalieren, die auf der Grundlage von Daten aus der Zeit vor Ausbruch der Pandemie durchgeführt wurden. Die Schätzungen, die auf Daten aus der Zeit danach beruhen, bleiben davon unberührt.

¹⁹ Siehe beispielsweise C. Altavilla, F. Barbiero, M. Boucinha und L. Burlon, [The great lockdown: pandemic response policies and bank lending conditions](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2465, September 2020.

Abbildung 5 Meta-Analyse der geschätzten GLRG-Auswirkungen

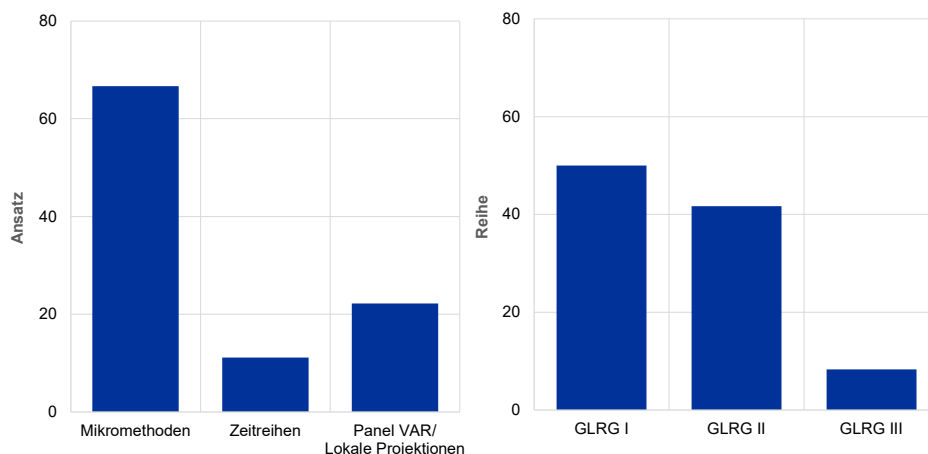
a) Geschätzter Effekt der GLRG-Inanspruchnahme

(in Prozentpunkten p. a.)



b) Aufschlüsselung der Studien nach Ansatz und GLRG-Reihe

(in %)



Quellen: A. Afonso und J. Sousa-Leite, [The transmission of unconventional monetary policy to bank credit supply: evidence from the TLTRO](#), Working Papers der Banco de Portugal, Nr. 201901, 2019; C. Altavilla, F. Barbiero, M. Boucinha und L. Burlon, a. a. O.; C. Altavilla, F. Canova und M. Ciccarelli, [Mending the broken link: Heterogeneous bank lending rates and monetary policy pass-through](#), Journal of Monetary Economics, Bd. 110, Ausgabe C, Elsevier, 2020, S. 81-98; D. C. Andreeva und M. García-Posada, a. a. O.; O. Arce, R. Gimeno und S. Mayordomo, a. a. O.; H. Balfoussia und H. D. Gibson, [Financial conditions and economic activity: the potential impact of the targeted longer-term refinancing operations \(TLTROs\)](#), Applied Economics Letters, Bd. 23, Nr. 6, Taylor & Francis, 2016, S. 449-456; F. Barbiero, L. Burlon, M. Dimou und J. Toczynski, [Targeted monetary policy during the pandemic: Evidence from TLTRO III](#), 2021 (im Erscheinen); J. Bats und T. Hudepohl, [Impact of targeted credit easing by the ECB: Bank-level evidence](#), Working Papers der De Nederlandsche Bank, Nr. 631, 2019; M. Benetton und D. Fantino, [Targeted Monetary Policy and Bank Lending Behavior](#), Journal of Financial Economics, 2021 (im Erscheinen); J. Boeckx, M. de Sola Perea und G. Peersman, [The transmission mechanism of credit support policies in the euro area](#), European Economic Review, Bd. 124, Ausgabe C, Elsevier, 2020; M. Cravo Ferreira, [What happens when the ECB opens the cash tap? An application to the Portuguese credit market](#), Dissertation, Universidade Católica Portuguesa, 2019; L. Esposito, D. Fantino und Y. Sung, [The impact of TLTRO2 on the Italian credit market: some econometric evidence](#), Working Papers der Banca d'Italia, Nr. 1264, 2020; T. Flanagan, [Stealth Recapitalization and Bank Risk Taking: Evidence from TLTROs](#), abrufbar im Social Science Research Network (SSRN), Nr 3442284; H. D. Gibson, S. G. Hall, P. Petroulas und G. S. Tavlas, [On the effects of the ECB's funding policies on bank lending](#), Journal of International Money and Finance, Bd. 102, Ausgabe C, Elsevier, 2020, S. 1021-12; O. Laine, [The Effect of Targeted Monetary Policy on Bank Lending](#), Journal of Banking and Financial Economics, 2021 (im Erscheinen); C. J. Offermans und B. A. Blaes, [The Effects of Unconventional Monetary Policies on the Lending Activity of German Banks](#), Mimeo, 2021; M. Rostagno, C. Altavilla, G. Carboni, W. Lemke, R. Motto, A. Saint Guilhem und J. Yiangou, [Monetary Policy in Times of Crisis: A Tale of Two Decades of the European Central Bank](#), Oxford University Press, 2021; M. van Dijk und A. Dubovik, [Effects of Unconventional Monetary Policy on European Corporate Credit](#), Discussion Papers des CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Nr. 372, 2018.

Anmerkung: Grafik a zeigt den durchschnittlichen jährlichen Effekt der GLRGs auf das Wachstum der Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften bei einer Inanspruchnahme im Umfang von 2,2 Billionen €. Die Schätzungen jeder Studie werden reskaliert, um den unterschiedlichen Daten, Stichproben und Methoden Rechnung zu tragen. Die gelben Punkte stellen den Median des Einflusses über alle Studien dar. Die dunkelblauen Bereiche stehen für die Interquartilsspanne; die „Antennen“ markieren die Spanne zwischen dem 10. und dem 90. Perzentil. Grafik b zeigt den prozentualen Anteil an GLRG-Studien, die Gegenstand der Meta-Analyse sind, und zwar nach Ansatz und GLRG-Reihe. Studien, die mehrere Ansätze oder Reihen abdecken, werden gegebenenfalls mehrfach gezählt. Der prozentuale Anteil wird im Verhältnis zur Gesamtzahl berechnet.

Durch die GLRGs hat sich die Unsicherheit über die Finanzierungsbedingungen der Banken größtenteils gelegt, und sie dienen weiterhin als Backstop, solange die Kreditlimits noch nicht ausgeschöpft sind.

Allein die Verfügbarkeit von GLRGs gewährleistet bereits, dass die Banken Zugang zu umfangreichen Refinanzierungsmöglichkeiten zu attraktiven Konditionen haben, ohne dass sie durch die Teilnahme an dem Programm stigmatisiert werden. Dadurch erhöht sich das Anlegervertrauen, und es sinkt die Wahrscheinlichkeit von negativen Schocks an den Märkten für Bankschuldverschreibungen. Sollte es dennoch zu größeren Schocks in Bezug auf die Refinanzierungskosten der Banken kommen, könnten sich die Banken in Anbetracht der Rückzahlungsrendite des ausstehenden Volumens an Bankschuldverschreibungen dazu veranlasst sehen, einen Großteil ihrer marktbasierter Refinanzierung durch GLRGs zu ersetzen. Dies zeigt, wie wichtig die Backstop-Funktion der GLRGs ist. Konkret sind derzeit rund 20 % der ausstehenden Bankschuldverschreibungen niedriger als der Zinssatz für die Einlagefazilität bepreist. Mehr als die Hälfte dieser Papiere weist zudem Renditen auf, die unter dem Eingangszinssatz der GLRG III liegen. Daher ist es möglich, dass einige Banken die marktbasierter Refinanzierung immer noch als sinnvoll erachten, und sei es nur, um ihren Zugang zum Markt aufrechtzuerhalten oder um regulatorische Anforderungen zu erfüllen. Ein plötzlicher Schock auf die Kosten der Anleihefinanzierung könnte jedoch dazu führen, dass die marktbasierter Refinanzierung erheblich teurer wird als die Refinanzierung über die Zentralbank. Daraufhin könnten die Banken ihre fällig werdenden Schuldverschreibungen sukzessive durch die Aufnahme von GLRG-III-Mitteln ersetzen, und zwar so weit, wie dies angesichts der regulatorischen Beschränkungen und der im Rahmen der Kreditlimits verbleibenden Kapazitäten möglich ist. Das aktuelle Programm dient somit als Absicherung für den Fall, dass die Refinanzierungsmärkte der Banken in eine gravierende Schieflage geraten. Seine Wirksamkeit wäre jedoch in jedem Fall auf die verbleibenden Mittelaufnahmekapazitäten der Banken beschränkt. So wird den Banken die Entscheidung, auch in unsicheren Zeiten Kredite zu vergeben, erleichtert, wenn ihre Kapazitäten zur Mittelaufnahme im Rahmen der GLRGs noch nicht ausgeschöpft sind. Denn diese Geschäfte bieten ein komfortables Niveau an Liquidität und Finanzierungspuffern, auf das die Banken auf Wunsch zugreifen können. Simulationen eines mikrostrukturellen Modells des Bankensystems im Euroraum zeigen zudem, dass durch die Verfügbarkeit attraktiver GLRGs adverse Gleichgewichte in Bezug auf den Risikograd der Banken verhindert werden konnten. Ihre Verfügbarkeit trug dazu bei, die günstigen Finanzierungsbedingungen zu wahren, und zwar unabhängig davon, wie sehr sich die Finanzierungskosten durch die Inanspruchnahme der GLRGs tatsächlich verringerten.²⁰

Das Durchwirken der GLRGs auf die Kreditvergabebedingungen wird überdies durch andere politische Maßnahmen unterstützt. Das GLRG-Anreizsystem motiviert die Banken dazu, die aufgenommenen Mittel für die anrechenbare Kreditvergabe zu verwenden. Sobald die Referenzgrößen für die Kreditvergabe

²⁰ So führt eine Senkung des GLRG-Zinssatzes um 1 Prozentpunkt Schätzungen zufolge zu einer Verringerung des Medianwertes des Ausfallrisikos einer Bank um rund 50 %, wobei die Wirkung umso größer ausfällt, je stärker die Banken diesem Risiko ausgesetzt sind. Siehe U. Albertazzi, L. Burlon, T. Jankauskas und N. Pavanini, [The \(unobservable\) value of central bank's refinancing operations](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2480, Oktober 2020.

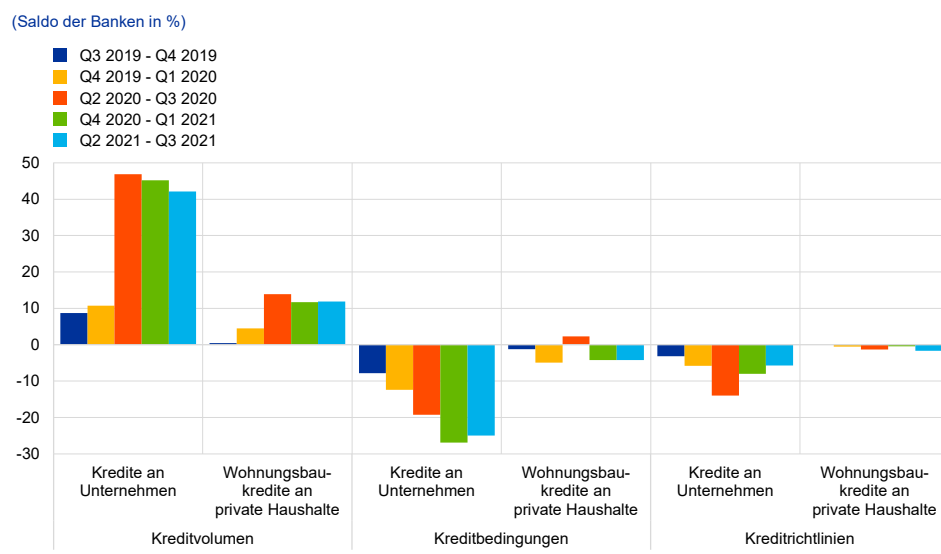
erreicht sind, dürften die Banken ihre Anlageentscheidungen jedoch auf Grundlage der risikobereinigten Rendite alternativer Anlagemöglichkeiten treffen. Fällt diese Rendite bei der Kreditvergabe an den privaten Sektor höher aus als bei einer alternativen Verwendung der GLRG-Mittel, dann haben die Banken den Anreiz, die erforderliche Risikokapazität für die Gewährung von Krediten zu verwenden. Sinkt die risikobereinigte Rendite für Kredite dagegen unter jene anderer Vermögenswerte oder unterliegen die Banken de facto quantitativen Eigenkapitalrestriktionen, dann erachten sie es unter Umständen als profitabler, zumindest einen Teil der Mittel für den Erwerb von Staatsanleihen oder für die risikolose Arbitrage mit der Einlagefazilität der EZB zu verwenden. Bislang ist es dazu noch nicht gekommen, was zum Teil auch an der zusätzlichen Unterstützung aus anderen Politikbereichen liegt. Die Programme zum Ankauf von Vermögenswerten haben den Aufwärtsdruck auf die risikofreien Renditen und die Renditen von Staatsanleihen in Grenzen gehalten. Zudem wurde vonseiten der mikro- und makroprudenziellen Politik Spielraum beim Eigenkapital gewährt, um die Kreditvergabe an den privaten Sektor ausweiten zu können. Das damit verbundene Kreditrisiko für die Banken wurde durch staatliche Garantieprogramme erheblich verringert. Längerfristig betrachtet hat das gemeinsame Fiskalinstrument des Programms „Next Generation EU“ die Markterwartungen bestärkt, dass die Finanzpolitik in den kommenden Jahren beträchtliche Unterstützung leisten wird. Für bestimmte Segmente des Bankensystems im Eurogebiet könnte sich jedoch eine neue Situation ergeben, falls sich die aktuelle Konstellation der Maßnahmen ändert – wenn etwa die regulatorischen, aufsichtlichen und makroprudenziellen Vorgaben vorzeitig verschärft werden oder das gemeinsame Fiskalinstrument verspätet zum Einsatz kommt.

Weiche Daten und ökonometrische Untersuchungen der Auswirkungen von GLRGs auf Kreditvolumen und -bedingungen bestätigen, dass GLRGs die Kreditvergabe ankurbeln, jedoch die Risikobereitschaft der Banken, die von diesem Programm profitieren, nicht wesentlich erhöhen (siehe Abbildung 6). Die Banken gaben an, dass sie an den GLRGs hauptsächlich aus Ertragsgründen teilnahmen und die dabei aufgenommenen Mittel nach wie vor für die Gewährung von Krediten an den privaten Sektor verwenden möchten. Überdies berichteten sie durchgängig, dass die GLRGs zu einem Anstieg ihres Kreditvolumens und zu einer Senkung ihrer Kreditzinsen beigetragen hätten, und zwar vor allem bei Unternehmenskrediten. Was den Effekt auf die Kreditrichtlinien betrifft, so legt dieser zwar insgesamt eine Lockerung der Kriterien für die Kreditgewährung nahe, doch hat er im Laufe der Zeit nachgelassen. Dies gilt insbesondere im Vergleich zur Anfangsphase der Pandemie, als zwischen den GLRG-Anreizen, den staatlichen Garantieprogrammen, der Lockerung der Kriterien für Sicherheiten und den Kapitalerleichterungen ein enges Zusammenspiel herrschte. Die in Abbildung 6 dargestellten Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet zeigen, dass der Beitrag zur Lockerung der Kreditrichtlinien vernachlässigt werden kann. Dies lässt auf ein recht vorsichtiges Kreditvergabeverhalten seitens der teilnehmenden Banken schließen. Die Umfrageergebnisse deuten zudem darauf hin, dass die Margen für risikoreichere Kredite seit Beginn der Pandemie kontinuierlich ausgeweitet wurden, wohingegen die Margen für durchschnittliche Kredite weitgehend stabil blieben. Darüber hinaus bestätigt die auf dem euroraumweiten

Kreditregister beruhende ökonometrische Evidenz, dass das GLRG-Engagement der Banken hauptsächlich mit einem Anstieg der Ausleihungen an Kreditnehmer einherging, die ex ante als sicherer eingestuft worden waren, und dass der registrierte Anstieg nicht mit einer nachträglichen Zunahme der Zahlungsrückstände in Zusammenhang stand.²¹

Abbildung 6

Angaben der Banken zum Einfluss der GLRG III auf ihre Kreditvergabebedingungen



Quelle: Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet.

Anmerkung: Der prozentuale Saldo stellt die Differenz zwischen der Summe der jeweiligen Anteile (in Prozent) der Banken dar, die mit „trugen deutlich zu einer Verschärfung oder Erhöhung bei“ und „trugen leicht zu einer Verschärfung oder Erhöhung bei“ geantwortet haben, und der Summe der Anteile (in Prozent) der Banken, die mit „trugen leicht zu einer Lockerung oder einem Rückgang bei“ und „trugen deutlich zu einer Lockerung oder einem Rückgang bei“ angegeben haben. Der letzte Zeitraum gibt die Erwartungen wider, die Banken in der aktuellen Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet (April 2021) geäußert haben.

Neben den Impulsen für die realwirtschaftliche Aktivität, die sich aus der Lockerung der Finanzierungsbedingungen ergaben, scheinen die GLRGs auch die Beschäftigung spürbar beeinflusst zu haben. Es ist grundsätzlich schwierig, die realwirtschaftlichen Effekte der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte zu analysieren, besonders in einer so frühen Phase nach der tatsächlichen Teilnahme an GLRG-III-Geschäften. Allerdings zeigen frühere Erfahrungen mit GLRG-Programmen, als diese noch eine deutlich geringere Rolle für die Kreditvergabebedingungen der Banken spielten, dass sich die GLRG III, insbesondere in Verbindung mit den pandemiebedingten Maßnahmen anderer Politikbereiche (z. B. staatliche Garantien und Kapitalerleichterungen), erheblich auf die Realwirtschaft auswirken können. Aus einer Studie geht hervor, dass Unternehmen, die in größerem Umfang GLRGs und Kapitalerleichterungen in Anspruch nehmen, die Zahl ihrer Beschäftigten tendenziell beträchtlich erhöhen. Die Auswirkungen, die für den gegenwärtigen Zeitpunkt auf Basis historischer Gesetzmäßigkeiten antizipiert werden, sind wirtschaftlich bedeutsam. Angesichts der geringeren Refinanzierungskosten der Banken, die sich aus den GLRGs ergaben, und der Kapitalerleichterungen in der Zeit von März bis April 2020 verfügen die als Reaktion auf die Pandemie ergriffenen Maßnahmen im Gesamteffekt über das

²¹ Siehe F. Barbiero, L. Burlon, M. Dimou und J. Toczyński, Targeted monetary policy during the pandemic: Evidence from TLTRO III, 2021 (im Erscheinen).

Potenzial, einen Beschäftigungsabbau im Unternehmenssektor von mehr als einer Million Arbeitskräften im Zeitraum von 2020 bis 2022 zu verhindern.²²

Kasten 3

Umverteilung von Zentralbankguthaben aus GLRG-III-Geschäften

Sebastiaan Pool

Banken erhalten Zentralbankguthaben, wenn sie sich bei Refinanzierungsgeschäften, beispielsweise den GLRG III, Mittel vom Eurosystem leihen oder wenn sie im Rahmen der Programme zum Ankauf von Vermögenswerten Wertpapiere an das Eurosystem verkaufen oder als Vermittler solcher Verkäufe agieren (siehe Tabelle A). Zentralbankguthaben kann ausschließlich auf Konten der Banken beim Eurosystem gehalten werden. Das aggregierte Volumen des beim Eurosystem gehaltenen Zentralbankguthabens spiegelt somit automatisch die Liquidität wider, die den Banken über Refinanzierungsgeschäfte oder den Ankauf von Vermögenswerten bereitgestellt wurde.

Tabelle A

Schaffung von Zentralbankguthaben

(in €)

Eurosystem			
Refinanzierungsgeschäfte	+10	Zentralbankguthaben	+15
Staatsanleihen	+5		
Bank A			
Zentralbankguthaben	+10	Refinanzierungsgeschäfte	+10
Bank B			
Staatsanleihen	-5		
Zentralbankguthaben	+5		

Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Tabelle zeigt die Veränderung von Bilanzpositionen nach einem Refinanzierungsgeschäft in Höhe von 10 € durch Bank A und einem Wertpapierverkauf in Höhe von 5 € durch Bank B.

Ungeachtet der Entwicklung des aggregierten Volumens können Zentralbankguthaben zwischen Banken zirkulieren, wenn sie zur Abwicklung von Interbankengeschäften genutzt werden. So kann etwa ein Institut einer anderen Bank einen Teil seines Zentralbankguthabens überweisen, wenn es von dieser ein Wertpapier, zum Beispiel eine Staatsanleihe, erwirbt. Darüber hinaus werden Zentralbankguthaben auch zwischen Banken übertragen, wenn private Haushalte und Unternehmen regelmäßige Zahlungen vornehmen. Kommt es bei einer Bank zu einem Abfluss von Einlagen, dann kann sie das Geschäft abwickeln, indem sie einen Teil ihres Zentralbankguthabens an die Bank überweist, die den Zufluss verzeichnet. Zentralbankguthaben wird außerdem umverteilt, wenn Banken Kredite an andere Institute vergeben oder diese zurückzahlen.²³

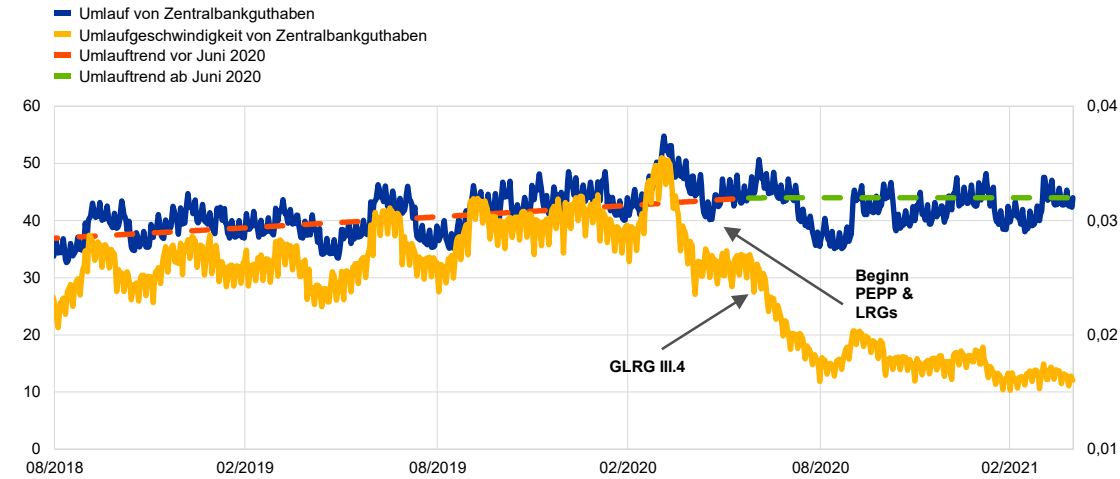
²² Siehe beispielsweise C. Altavilla, F. Barbiero, M. Boucinha und L. Burlon, [The great lockdown: pandemic response policies and bank lending conditions](#), a. a. O.

²³ Banken können ihr Zentralbankguthaben allerdings nicht unmittelbar für die Kreditvergabe an private Haushalte und Unternehmen nutzen, da diese beiden Sektoren nicht über Konten beim Eurosystem verfügen.

Abbildung A

Umlauf und Umlaufgeschwindigkeit von Zentralbankguthaben

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt den Umlauf von Zentralbankguthaben. Dieser wird berechnet als der gleitende 30-Tage-Durchschnitt der Summe aller absoluten täglichen Veränderungen der Überschussliquidität der Banken, bereinigt um die Veränderungen, die sich aus der Abwicklung von Refinanzierungsgeschäften und dem Verkauf von Vermögenswerten an das Eurosystem ergeben, und geteilt durch zwei. Die Umlaufgeschwindigkeit des Zentralbankguthabens errechnet sich, indem der Umlauf durch den Gesamtbestand der Banken an Überschussliquidität (Zentralbankguthaben, das über das Mindestreserve-Soll hinausgeht) dividiert wird. Daraus ergibt sich der prozentuale Anteil der Überschussliquidität, die für tägliche Interbankengeschäfte verwendet wird. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 1. Mai 2021.

Die Umverteilung von Zentralbankguthaben ist seit der Ankündigung der zusätzlichen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) und des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) im März 2020 deutlich zurückgegangen und seit der Abwicklung des im Juni 2020 durchgeführten GLRG-III-Geschäfts noch weiter gesunken. Vor Ausbruch der Pandemie erhöhte sich der Gesamtumlauf von Zentralbankguthaben – gemessen an der Summe aller Ströme von Zentralbankguthaben zwischen Banken – im Zeitverlauf kontinuierlich (siehe die blaue Linie in Abbildung A). Der Umlauf von Zentralbankguthaben und die Umlaufgeschwindigkeit (also der prozentuale Anteil des aggregierten über das Mindestreserve-Soll hinausgehenden Zentralbankguthabens, der für tägliche Interbankengeschäfte verwendet wird; siehe die gelbe Linie in Abbildung A) entwickelten sich dabei nahezu parallel. Seit Beginn der zusätzlichen LRGs und des PEPP im März 2020 und verstärkt nach der Abwicklung des GLRG-III-Geschäfts vom Juni 2020 (dem ersten Geschäft nach Einführung der günstigeren Bedingungen durch die Rekalibrierung der GLRG III im April) stabilisierte sich der Umlauf des Zentralbankguthabens, und die Umlaufgeschwindigkeit nahm deutlich ab.²⁴ Ein formalerer statistischer Ansatz bestätigt, dass die Umverteilung von Zentralbankguthaben abgenommen hat. Während in der Vergangenheit nur etwa die Hälfte des aufgenommenen Guthabens in den Wochen nach Abwicklung der GLRGs auf den Konten der Banken beim Eurosystem gehalten wurde (siehe die gelben Linien in Abbildung B), scheinen die Institute seit dem GLRG III vom Juni 2020 fast das gesamte Guthaben auf ihren Konten beim Eurosystem zu belassen (siehe die blauen Linien in Abbildung B).

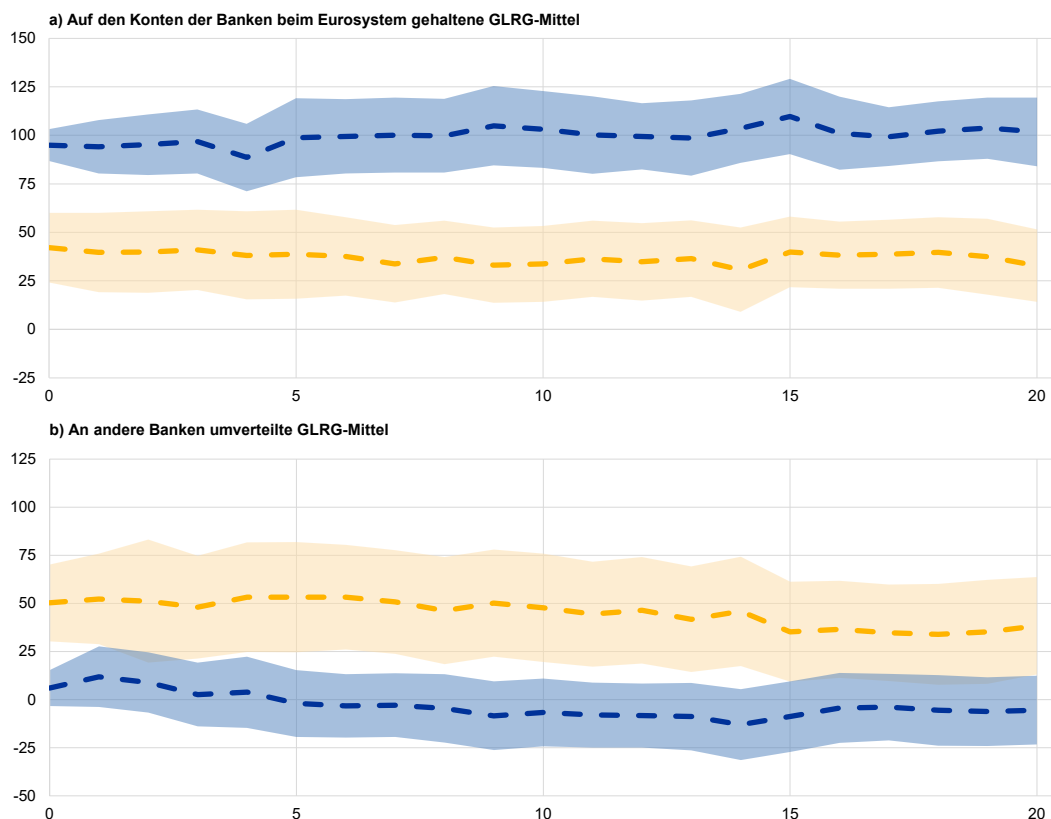
²⁴ Die beobachtete Umlaufgeschwindigkeit hängt vom Bestand an Zentralbankguthaben am Tagesende ab. Es ist daher möglich, dass im Tagesverlauf und/oder zwischen Banken eine hohe Umlaufgeschwindigkeit verzeichnet wird, aber die Höhe des Guthabens, das jede Bank am Tagesende hält, recht stabil bleibt.

Abbildung B

Geschätzter prozentualer Anteil der von Banken gehaltenen und umverteilten Mittel aus GLRGs

(x-Achse: Tage nach Abwicklung eines GLRG; y-Achse: in %)

— Vor Abwicklung des GLRG III vom Juni 2020
— Nach Abwicklung des GLRG III vom Juni 2020



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die in der Abbildung dargestellten geschätzten Koeffizienten basieren auf einem Paneldatenmodell lokaler Projektionen, in dem tägliche Veränderungen des Bestands einer Bank an Überschussliquidität verknüpft werden mit: der eigenen Mittelaufnahme im Rahmen von GLRGs (Grafik a); der Aufnahme von GLRG-Mitteln durch andere Banken im Eurosystem (Grafik b) unter Berücksichtigung anderer Refinanzierungsgeschäfte; dem Verkauf eigener Vermögenswerte durch die Bank und dem Verkauf von Vermögenswerten durch andere Banken an das Eurosystem; Tilgungen von Vermögenswerten, die vom Eurosystem erworben wurden, sowie autonomen Faktoren auf Ebene des Euroraums. Die erste Schätzperiode bezieht sich auf August 2014 bis zum 31. Mai 2020 für die Abwicklungen vor dem GLRG III vom Juni 2020 und die zweite auf den 1. Juni 2020 bis zum 1. Mai 2021 für die Abwicklungen nach dem GLRG III vom Juni 2020. Da die Ergebnisse auf einem Modell basieren, die Daten „rauschen“ und die autonomen Faktoren auf Bankebene nicht vollständig berücksichtigt werden können (weil die entsprechenden Daten nicht zur Verfügung stehen), ergibt die Summe der von Banken auf ihren eigenen Eurosystem-Konten gehaltenen Mitteln und der GLRG-Mittel, die an andere Institute umverteilt wurden, nicht exakt 100 %. Die Ergebnisse sind zudem mit Unsicherheit behaftet, die durch die schattierten Bereiche dargestellt ist (90 %-Konfidenzintervall).

Anhand mehrerer Faktoren lässt sich erklären, weshalb die Umverteilung von Zentralbankguthaben abgenommen hat. Erstens kam es aufgrund des Konjunkturrückgangs und der steigenden Ersparnisbildung von privaten Haushalten und Unternehmen zu einem Rückgang der Zahlungsströme. Daher war es für Banken auch nicht mehr so dringlich, Zentralbankguthaben für die Abwicklung von Zahlungsvorgängen zu nutzen. Zweitens war es den Banken aufgrund der günstigeren Preisgestaltung der GLRG III und der weniger strengen aufsichtsrechtlichen Vorschriften während der Pandemie möglich, zu geringen oder keinen Kosten vorsorglich Liquiditätspolster aufzubauen. Hierdurch dürfte sich die Teilnahme an GLRG-III-Geschäften erhöht und zugleich der finanzielle Anreiz vermindert haben, die erhaltenen Zentralbankreserven umzuverteilen. Und schließlich hat die steigende Zahl von Banken, die an den GLRG III teilnehmen, vermutlich den Spielraum für eine Umverteilung von Zentralbankguthaben an nicht teilnehmende Banken verringert.

4 Schlussbemerkungen

Mithilfe der GLRG III konnte die bankbasierte Transmission der Geldpolitik während der Pandemie wirksam geschützt werden. Bereits lange vor Ausbruch der Corona-Pandemie im Euro-Währungsgebiet waren GLRGs eingeführt worden, die den Kreditvergabebedingungen für private Haushalte und Unternehmen förderlich waren. Durch die Rekalibrierungen der GLRG III im ersten Halbjahr 2020 wurde dem Programm eine weitaus größere Rolle zuteil. Angesichts der beispiellosen finanziellen Stresssituation, in die das Bankensystem im Euroraum geraten war, wurden die GLRG-III-Geschäfte zu einem zentralen Bollwerk gegen Beeinträchtigungen des bankbasierten Transmissionsmechanismus der Geldpolitik. Unter der Voraussetzung, dass die ambitionierten, aber doch erreichbaren Kreditvergabeziele der Banken im Eurogebiet eingehalten wurden, haben die größte Liquiditätszufuhr in der Geschichte der EZB im Juni 2020 und die anschließende robuste Beteiligung an den darauffolgenden Geschäften dazu geführt, dass Zentralbankgeld zu attraktiven Konditionen zur Verfügung gestellt wurde. Die Impulse aus den erweiterten Geschäften wurden unterschiedlich auf die Kreditvergabebedingungen übertragen, die weit über die expliziten Vergabekriterien des Programms hinausgingen. Dadurch konnten die günstigen Finanzierungsbedingungen für private Haushalte und Unternehmen im Verlauf der Pandemie gewahrt werden. Da sich der Impuls für die Kreditvergabebedingungen der Banken im Allgemeinen erst mit zeitlicher Verzögerung entfaltet, ist die Gesamtwirkung der GLRGs noch nicht vollständig zum Tragen gekommen.

Bislang gibt es keine Hinweise auf erhebliche Nebenwirkungen oder eine Verringerung der von den GLRGs ausgehenden Schubkraft; es zeigte sich eine positive Wechselwirkung mit dem weiter gefassten Maßnahmenpaket. Durch die Stützung der Kreditmargen bot das Programm den Banken genug Spielraum, um ihre Kreditvergabe an den privaten Sektor auszuweiten, ohne zwangsläufig das Risikospektrum zu erhöhen, insbesondere vor dem Hintergrund der beispiellosen Nachfrage der Unternehmen nach Notfall-Liquiditätshilfen in den frühen Phasen der Pandemie. Weiteren Belegen zufolge wurde durch die Ausgestaltung der GLRGs sichergestellt, dass der Impuls wie beabsichtigt bei den privaten Haushalten und den Unternehmen ankam, ohne durch eine unerwünschte Verwendung der Mittel (z. B. zur Gewährung von Krediten an öffentliche Haushalte) übermäßig verwässert zu werden. Dass die GLRGs die Transmission der akkommodierenden Bedingungen an den Zielsektor so wirksam förderten, lag nicht zuletzt daran, dass auch andere geldpolitische Instrumente (wie z. B. der Ankauf von Vermögenswerten, die Forward Guidance, die Negativzinspolitik sowie die Maßnahmen zur Lockerung der Sicherheitenkriterien) erheblich hierzu beitrugen und im Einklang mit den GLRGs wirkten. Daneben leisteten auch andere Bereiche, wie die mikroprudenzielle und die makroprudenzielle Politik sowie die Finanzpolitik (z. B. durch die Gewährung staatlicher Garantien), ihren Beitrag.

GLRGs, bei denen unter bestimmten Bedingungen Refinanzierungsmittel zu einem Zins unterhalb des Einlagesatzes bereitgestellt werden, sind vor allem in einem von hoher Unsicherheit geprägten Umfeld ein wirksames und flexibles Instrument für die geldpolitische Akkommodierung in der Nähe der

effektiven Zinsuntergrenze. Das wesentliche Merkmal der Geschäfte, nämlich dass sie zielgerichtet sind, verstärkt die Anreize der Banken zur Kreditvergabe. Die an bestimmte Voraussetzungen gebundene Konditionengestaltung der GLRGs unterhalb des Einlagesatzes hat zusätzlichen Spielraum geschaffen, um die Refinanzierungsbedingungen der Banken in einem Umfeld negativer Zinsen zu lockern, und bietet eine wirksame Absicherung gegen Einschränkungen der Banken beim Zugang zur marktbasierter Refinanzierung. Darüber hinaus war es durch die enge Kopplung an den Einlagesatz möglich, dass die Kreditvergabe durch die Negativzinspolitik auch dann noch befügelt wurde, als die Einlagesätze weiter sanken.

Statistik

Statistik

Inhaltsverzeichnis

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

Zusätzliche Informationen

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

Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP ¹⁾ (Veränderung gegen Vorperiode in %)						VPI (Veränderung gegen Vorjahr in %)							
	G 20	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	OECD-Länder		Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich (HVPI)	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum ²⁾ (HVPI)	
							Insgesamt	Ohne Energie und Nahrungsmittel						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2018	3,7	2,9	1,3	0,6	6,7	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8	
2019	2,8	2,3	1,4	0,0	6,0	1,5	2,0	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2	
2020	-3,3	-3,4	-9,8	-4,7	2,3	-6,3	1,3	1,7	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3	
2020 Q3	7,8	7,5	16,9	5,4	3,0	12,6	1,2	1,6	1,2	0,6	0,2	2,3	0,0	
Q4	1,9	1,1	1,3	2,8	2,6	-0,4	1,2	1,5	1,2	0,5	-0,8	0,1	-0,3	
2021 Q1	0,8	1,5	-1,6	-1,1	0,6	-0,3	1,9	1,7	1,9	0,6	-0,5	0,0	1,1	
Q2	.	1,6	4,8	0,5	1,3	2,2	3,8	2,8	4,8	2,0	-0,8	1,1	1,8	
2021 März	-	-	-	-	-	-	2,4	1,8	2,6	0,7	-0,4	0,4	1,3	
April	-	-	-	-	-	-	3,4	2,4	4,2	1,5	-1,1	0,9	1,6	
Mai	-	-	-	-	-	-	3,9	2,9	5,0	2,1	-0,8	1,3	2,0	
Juni	-	-	-	-	-	-	4,1	3,2	5,4	2,5	-0,5	1,1	1,9	
Juli	-	-	-	-	-	-	.	.	5,4	2,0	-0,3	1,0	2,2	
Aug. ³⁾	-	-	-	-	-	-	3,0	

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

3) Bei dem Wert für den Euroraum handelt es sich um eine Schätzung, die auf vorläufigen nationalen Daten sowie auf Frühdaten zu den Energiepreisen basiert.

1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes; saisonbereinigt)									Wareneinfuhr ¹⁾		
	Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex						Globaler Einkaufsmanagerindex ²⁾			Global	Industrie-länder	Schwellen-länder
	Global ²⁾	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungen	Auftrags-eingänge im Exportgeschäft			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,8	4,3	3,2	5,5
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,4	-0,3	-0,5
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,6	-4,5	-4,7
2020 Q3	51,9	53,1	57,5	45,6	54,7	52,4	52,6	51,7	49,0	8,4	8,7	8,1
Q4	54,2	56,8	50,5	48,2	56,3	48,1	54,6	54,0	50,8	4,6	4,9	4,2
2021 Q1	54,3	59,3	49,1	48,4	52,3	49,9	53,8	54,5	50,3	4,3	1,6	7,2
Q2	57,5	65,3	61,9	49,6	53,0	56,8	53,9	58,8	52,9	2,2	1,8	2,5
2021 März	55,3	59,7	56,4	49,9	53,1	53,2	53,6	55,9	51,7	4,3	1,6	7,2
April	57,5	63,5	60,7	51,0	54,7	53,8	54,4	58,5	53,3	4,3	1,7	7,2
Mai	59,0	68,7	62,9	48,8	53,8	57,1	54,4	60,5	53,6	4,4	2,7	6,1
Juni	56,1	63,7	62,2	48,9	50,6	59,5	52,9	57,2	51,7	2,2	1,8	2,5
Juli	54,9	59,9	59,2	48,8	53,1	60,2	53,2	55,5	51,4	.	.	.
Aug.	51,3	55,4	54,8	45,5	47,2	59,0	50,7	51,5	49,5	.	.	.

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

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

2) Ohne Euroraum.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum ¹⁾						Vereinigte Staaten	Japan
	Euro Short-Term Rate (€STR) ²⁾	Tagesgeld (EONIA)	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmontatsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7	8
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
2021 Febr.	-0,56	-0,48	-0,55	-0,54	-0,52	-0,50	0,19	-0,09
März	-0,56	-0,48	-0,55	-0,54	-0,52	-0,49	0,19	-0,08
April	-0,57	-0,48	-0,56	-0,54	-0,52	-0,48	0,19	-0,07
Mai	-0,56	-0,48	-0,56	-0,54	-0,51	-0,48	0,15	-0,09
Juni	-0,56	-0,48	-0,55	-0,54	-0,51	-0,48	0,13	-0,09
Juli	-0,57	-0,48	-0,56	-0,54	-0,52	-0,49	0,13	-0,08
Aug.	-0,57	-0,48	-0,56	-0,55	-0,53	-0,50	0,12	-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
2021 Febr.	-0,61	-0,65	-0,67	-0,55	-0,25	0,41	1,33	0,78	-0,69	-0,66	-0,26	0,32
März	-0,64	-0,69	-0,72	-0,62	-0,28	0,41	1,68	0,82	-0,75	-0,73	-0,32	0,37
April	-0,63	-0,68	-0,70	-0,57	-0,18	0,50	1,57	0,80	-0,73	-0,70	-0,21	0,53
Mai	-0,63	-0,68	-0,69	-0,54	-0,15	0,53	1,54	0,75	-0,72	-0,67	-0,16	0,57
Juni	-0,65	-0,69	-0,70	-0,56	-0,20	0,49	1,40	0,68	-0,72	-0,68	-0,22	0,45
Juli	-0,66	-0,75	-0,80	-0,75	-0,44	0,31	1,16	0,52	-0,83	-0,86	-0,50	0,16
Aug.	-0,68	-0,73	-0,77	-0,68	-0,39	0,34	1,24	0,56	-0,79	-0,79	-0,43	0,16

Quelle: EZB-Berechnungen.

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

2) EZB-Berechnungen anhand zugrunde liegender Daten von EuroMTS und Bonitätseinstufungen von Fitch Ratings.

2.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX											Vereinigte Staaten	Japan	
	Benchmark		Hauptbranchen									Standard & Poor's 500	Nikkei 225	
	Gesamtindex	Euro STOXX 50	Grundstoffe	Verbraucher- und Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen	13	14
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2018	375,5	3 386,6	766,3	264,9	172,6	115,8	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2 746,2	22 310,7
2019	373,6	3 435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2 915,5	21 697,2
2020	360,0	3 274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3 217,3	22 703,5
2021 Febr.	410,0	3 667,1	873,5	258,5	168,5	90,7	146,1	751,4	785,6	372,8	253,9	851,8	3 883,4	29 458,8
März	422,4	3 813,3	911,1	271,6	168,4	97,0	159,1	774,6	770,1	367,2	264,5	838,1	3 910,5	29 315,3
April	440,1	3 987,3	952,7	286,0	177,2	93,2	161,5	807,2	835,4	387,5	267,3	874,0	4 141,2	29 426,8
Mai	443,8	4 003,6	959,5	290,0	183,0	94,8	167,8	808,7	811,7	384,1	278,3	870,2	4 169,6	28 517,1
Juni	455,3	4 105,8	958,5	305,3	188,6	97,4	168,5	831,8	850,4	375,9	287,2	883,4	4 238,5	28 943,2
Juli	453,8	4 062,6	979,0	300,5	190,2	91,2	162,2	835,4	875,2	372,0	290,2	896,1	4 363,7	28 118,8
Aug.	468,5	4 177,0	1 014,5	303,3	191,9	91,6	169,0	865,0	938,2	380,0	303,6	922,1	4 454,2	27 692,7

Quelle: Refinitiv.

2 Finanzielle Entwicklungen

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

	Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite				Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten	
	Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz ³⁾	Mit anfänglicher Zinsbindung				Effek- tiver Jahres- zinssatz ³⁾			
			Bis zu 2 Jah- ren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr	Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren		Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren	Mehr als 10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2020 Aug.	0,02	0,35	0,18	0,71	5,20	15,88	5,33	5,35	5,88	1,91	1,42	1,61	1,31	1,40	1,67	1,40
Sept.	0,02	0,35	0,19	0,70	5,23	15,86	5,08	5,25	5,75	1,94	1,39	1,61	1,31	1,37	1,66	1,38
Okt.	0,02	0,35	0,20	0,69	5,18	15,82	5,14	5,26	5,80	2,03	1,37	1,56	1,27	1,36	1,64	1,36
Nov.	0,02	0,35	0,20	0,71	5,11	15,78	5,01	5,25	5,90	2,04	1,37	1,54	1,29	1,35	1,63	1,35
Dez.	0,01	0,35	0,17	0,72	4,99	15,78	4,93	5,08	5,71	1,93	1,35	1,52	1,27	1,33	1,62	1,32
2021 Jan.	0,01	0,35	0,22	0,68	5,00	15,81	4,84	5,32	5,87	1,91	1,35	1,49	1,29	1,35	1,60	1,33
Febr.	0,01	0,35	0,23	0,66	5,01	15,74	5,05	5,25	5,86	1,98	1,30	1,48	1,27	1,32	1,58	1,31
März	0,01	0,35	0,20	0,61	4,98	15,77	4,88	5,12	5,72	1,94	1,32	1,43	1,24	1,32	1,58	1,31
April	0,01	0,35	0,21	0,62	4,89	15,75	5,16	5,17	5,78	1,98	1,32	1,49	1,27	1,31	1,59	1,31
Mai	0,01	0,34	0,18	0,57	4,88	15,75	5,16	5,31	5,93	2,04	1,32	1,43	1,26	1,31	1,61	1,32
Juni	0,01	0,34	0,16	0,59	4,88	15,70	5,16	5,15	5,77	1,94	1,31	1,43	1,26	1,30	1,60	1,32
Juli ^(a)	0,01	0,34	0,19	0,59	4,78	15,57	5,29	5,24	5,85	1,98	1,35	1,45	1,27	1,30	1,61	1,32

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

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

	Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Gewichteter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio €			Mehr als 1 Mio €			
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2020 Aug.	0,00	-0,20	0,39	1,83	1,84	1,90	1,94	1,56	1,39	1,49	1,29	1,31	1,20	1,51
Sept.	0,00	-0,20	0,26	1,88	1,91	2,10	1,94	1,54	1,43	1,49	1,22	1,31	1,31	1,51
Okt.	0,00	-0,21	0,26	1,82	1,91	2,20	1,96	1,55	1,46	1,50	1,22	1,42	1,40	1,53
Nov.	-0,01	-0,20	0,42	1,83	1,97	2,00	1,98	1,57	1,41	1,47	1,22	1,29	1,30	1,51
Dez.	-0,01	-0,18	0,25	1,83	2,01	1,94	1,94	1,61	1,42	1,44	1,34	1,23	1,27	1,51
2021 Jan.	-0,01	-0,14	0,39	1,84	2,14	2,00	1,92	1,61	1,44	1,41	1,17	1,18	1,29	1,50
Febr.	-0,01	-0,21	0,25	1,84	1,96	2,00	1,95	1,58	1,44	1,43	1,15	1,22	1,23	1,48
März	-0,01	-0,11	0,22	1,82	1,91	1,97	2,02	1,56	1,45	1,40	1,09	0,71	1,23	1,39
April	-0,01	-0,18	0,25	1,80	2,04	1,96	1,98	1,57	1,44	1,40	1,32	1,33	1,38	1,56
Mai	-0,01	-0,23	0,19	1,79	1,87	1,95	2,04	1,57	1,45	1,42	1,16	1,17	1,27	1,46
Juni	-0,02	-0,31	0,27	1,84	1,89	1,97	2,02	1,55	1,43	1,54	1,20	1,13	1,24	1,46
Juli ^(a)	-0,02	-0,31	0,14	1,72	1,82	2,14	2,00	1,59	1,44	1,37	1,26	1,32	1,16	1,47

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														
2018	1 215	503	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019	1 283	550	181	.	85	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2020	1 530	455	145	.	98	714	118	455	177	70	.	45	114	49
2021 Jan.	1 587	496	142	.	100	718	131	495	246	46	.	38	121	43
Febr.	1 547	477	145	.	103	702	121	372	165	45	.	32	103	27
März	1 587	487	150	.	95	726	130	460	218	51	.	31	118	43
April	1 560	475	145	.	98	706	136	413	180	40	.	39	107	47
Mai	1 532	463	147	.	100	692	130	409	187	47	.	37	105	33
Juni	1 538	482	147	.	90	694	126	449	216	55	.	34	105	39
Langfristig														
2018	15 745	3 688	3 162	.	1 247	7 022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16 313	3 817	3 398	.	1 321	7 151	626	247	69	74	.	20	78	7
2020	17 201	3 892	3 126	.	1 451	8 006	725	296	68	71	.	27	114	16
2021 Jan.	17 311	3 897	3 130	.	1 455	8 093	736	315	90	52	.	21	133	19
Febr.	17 505	3 905	3 187	.	1 453	8 209	751	324	57	84	.	18	144	19
März	17 701	3 968	3 227	.	1 469	8 274	763	371	107	94	.	27	125	17
April	17 704	3 954	3 217	.	1 465	8 308	760	316	64	77	.	17	146	12
Mai	17 844	3 945	3 250	.	1 488	8 393	768	271	46	69	.	22	121	12
Juni	18 010	3 968	3 288	.	1 504	8 472	779	330	74	77	.	28	135	15

Quelle: EZB.

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

2.7 Wachstumsraten und Umlauf von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

(in Mrd €; Veränderung in %)

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien			
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte					
							FMKGs				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Umlauf											
2018	16 960,6	4 190,4	3 332,3	.	1 318,6	7 445,8	673,5	7 024,3	465,0	1 099,2	5 460,1
2019	17 595,6	4 367,4	3 578,4	.	1 406,0	7 557,2	686,5	8 587,9	538,4	1 410,6	6 639,0
2020	18 730,5	4 347,3	3 270,9	.	1 548,7	8 720,3	843,3	8 448,7	469,3	1 321,5	6 658,0
2021 Jan.	18 898,3	4 393,8	3 271,7	.	1 555,0	8 810,9	866,8	8 331,8	446,6	1 317,4	6 567,8
Febr.	19 052,7	4 382,0	3 331,2	.	1 555,9	8 911,4	872,2	8 649,0	520,6	1 407,6	6 720,8
März	19 287,7	4 455,4	3 376,5	.	1 564,2	8 999,1	892,5	9 237,8	542,9	1 467,6	7 227,3
April	19 263,7	4 429,0	3 361,6	.	1 563,5	9 013,8	895,8	9 457,6	554,3	1 467,6	7 435,6
Mai	19 376,4	4 408,6	3 396,8	.	1 587,7	9 085,1	898,3	9 665,6	575,7	1 508,7	7 581,2
Juni	19 548,2	4 449,2	3 434,9	.	1 594,0	9 165,9	904,1	9 792,4	564,8	1 521,4	7 706,3
Wachstumsraten											
2018	1,9	1,7	3,0	.	3,2	1,9	-4,3	0,7	0,3	2,4	0,4
2019	3,1	3,8	5,0	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	0,0	0,0
2020	7,2	1,2	1,4	.	12,4	10,9	24,3	1,1	0,0	3,1	0,8
2021 Jan.	7,2	0,4	1,5	.	11,7	11,3	25,5	1,3	-0,1	4,5	0,7
Febr.	7,5	-0,3	2,8	.	10,8	11,8	25,1	1,5	-0,1	4,7	0,9
März	8,3	2,2	2,9	.	11,9	11,9	24,5	1,7	1,4	5,0	1,1
April	6,8	0,9	3,4	.	8,2	10,2	19,5	2,0	1,4	5,3	1,5
Mai	5,3	0,1	3,8	.	5,5	8,1	12,2	2,3	1,4	6,1	1,6
Juni	4,3	-0,4	3,1	.	4,3	6,6	9,6	2,5	1,8	6,4	1,7

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

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

	EWK-19						EWK-42	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2018	99,9	95,5	94,1	90,6	80,9	89,2	117,3	94,9
2019	98,1	93,1	92,9	88,8	79,1	86,6	115,4	92,3
2020	99,6	93,4	94,1	89,2	78,9	87,5	119,4	93,8
2020 Q3	101,1	94,7	95,3	90,0	79,0	87,9	121,7	95,4
Q4	101,2	94,6	95,4	90,2	75,9	87,8	122,3	95,5
2021 Q1	100,7	94,6	95,2	89,8	75,1	87,5	121,7	95,3
Q2	100,5	94,1	95,0	.	.	.	121,9	94,9
2021 März	100,3	94,1	94,7	-	-	-	121,2	94,8
April	100,6	94,2	95,0	-	-	-	121,9	95,1
Mai	100,8	94,3	95,1	-	-	-	122,3	95,2
Juni	100,2	93,7	94,8	-	-	-	121,5	94,5
Juli	99,7	93,5	94,2	-	-	-	120,8	94,2
Aug.	99,3	93,2	93,9	-	-	-	120,4	93,9
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>							
2021 Aug.	-0,3	-0,3	-0,4	-	-	-	-0,4	-0,3
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2021 Aug.	-2,1	-1,7	-1,9	-	-	-	-1,7	-2,0

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	46 540	10 258	1 155	1 181
2019	7 735	7 418	25 670	7 466	325 297	122 006	4 298	0,878	47 453	10 589	1 112	1 119
2020	7 875	7 538	26 455	7 454	351 249	121 846	4 443	0,890	48 383	10 485	1 071	1 142
2020 Q3	8 086	7 527	26 479	7 445	353 600	124 049	4 441	0,905	48 454	10 364	1 075	1 169
Q4	7 901	7 559	26 667	7 443	360 472	124 607	4 505	0,903	48 718	10 268	1 078	1 193
2021 Q1	7 808	7 572	26 070	7 437	361 206	127 806	4 546	0,874	48 793	10 120	1 091	1 205
Q2	7 784	7 528	25 638	7 436	354 553	131 930	4 529	0,862	49 240	10 141	1 098	1 206
2021 März	7 747	7 578	26 178	7 436	365 612	129 380	4 599	0,859	48 884	10 169	1 106	1 190
April	7 805	7 568	25 924	7 437	360 583	130 489	4 561	0,865	49 231	10 162	1 103	1 198
Mai	7 811	7 523	25 558	7 436	353 647	132 569	4 528	0,863	49 250	10 147	1 097	1 215
Juni	7 739	7 498	25 454	7 436	349 937	132 631	4 501	0,859	49 238	10 117	1 094	1 205
Juli	7 654	7 503	25 636	7 437	357 257	130 349	4 562	0,856	49 255	10 198	1 086	1 182
Aug.	7 624	7 496	25 470	7 437	351 843	129 284	4 569	0,853	49 232	10 216	1 076	1 177
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2021 Aug.	-0,4	-0,1	-0,6	0,0	-1,5	-0,8	0,2	-0,4	0,0	0,2	-0,9	-0,4
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2021 Aug.	-7,0	-0,2	-2,7	-0,1	0,8	3,1	3,8	-5,3	1,8	-0,9	-0,1	-0,5

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)												
2020 Q2	28 147,8	28 214,2	-66,5	11 309,8	9 464,6	9 868,7	11 969,9	-66,0	6 130,3	6 779,7	905,0	15 309,0
Q3	28 066,2	28 063,8	2,5	11 116,0	9 314,9	10 009,8	12 055,5	-91,9	6 122,8	6 693,4	909,6	15 148,3
Q4	28 335,8	28 453,7	-118,0	10 976,2	9 408,4	10 700,4	12 347,1	-75,2	5 854,6	6 698,3	879,8	14 809,7
2021 Q1	29 619,9	29 737,7	-117,8	11 320,4	9 605,4	11 436,4	13 070,4	-115,2	6 128,8	7 061,9	849,5	15 416,3
Bestände in % des BIP												
2021 Q1	259,8	260,9	-1,0	99,3	84,3	100,3	114,7	-1,0	53,8	61,9	7,5	135,2
Transaktionen												
2020 Q3	184,7	86,7	98,0	24,7	-2,3	96,2	78,8	-31,8	92,3	10,3	3,4	-
Q4	31,2	-94,7	125,8	-97,9	13,5	355,0	-239,9	-19,6	-208,4	131,8	2,1	-
2021 Q1	513,5	428,7	84,8	70,6	7,7	259,7	165,4	7,2	179,1	255,5	-3,0	-
Q2	215,2	119,3	95,9	-1,4	38,0	241,7	49,6	12,5	-45,1	31,6	7,5	-
2021 Jan.	328,5	283,3	45,2	61,6	19,5	95,9	92,0	13,7	158,2	171,8	-0,9	-
Febr.	119,8	101,0	18,8	21,5	4,9	84,2	-2,7	-1,0	16,7	98,8	-1,6	-
März	65,2	44,4	20,8	-12,5	-16,7	79,6	76,2	-5,6	4,2	-15,1	-0,5	-
April	209,2	208,4	0,8	38,8	13,9	62,2	46,0	4,6	102,9	148,5	0,7	-
Mai	84,6	47,9	36,7	19,1	12,4	64,9	-6,8	-2,3	1,6	42,3	1,4	-
Juni	-78,7	-137,1	58,4	-59,2	11,7	114,7	10,4	10,2	-149,6	-159,2	5,3	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen												
2021 Juni	944,6	540,0	404,6	-4,0	56,9	952,6	53,8	-31,7	17,8	429,3	10,0	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP												
2021 Juni	8,0	4,6	3,4	0,0	0,5	8,1	0,5	-0,3	0,2	3,6	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>												
2018	11 601,3	11 130,8	6 221,6	2 369,0	2 431,1	1 176,6	747,5	500,5	109,1	470,5	5 581,2	5 110,7
2019	11 976,8	11 568,0	6 375,6	2 456,4	2 647,2	1 247,0	772,3	621,2	88,8	408,8	5 764,1	5 355,4
2020	11 391,2	10 966,2	5 902,0	2 573,4	2 484,6	1 206,4	684,6	586,5	6,1	425,1	5 179,6	4 754,5
2020 Q3	2 915,4	2 775,1	1 529,3	649,2	619,3	309,1	180,2	128,1	-22,6	140,3	1 302,8	1 162,5
Q4	2 924,1	2 784,5	1 485,8	660,6	639,3	316,0	184,0	137,5	-1,2	139,5	1 365,6	1 226,0
2021 Q1	2 936,6	2 804,3	1 473,2	662,3	642,7	322,1	186,0	132,9	26,1	132,3	1 396,0	1 263,7
Q4	3 006,7	2 883,3	1 535,3	669,4	656,1	332,3	188,2	133,7	22,5	123,4	1 452,1	1 328,7
<i>In % des BIP</i>												
2020	100,0	96,3	51,8	22,6	21,8	10,6	6,0	5,1	0,1	3,7	-	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2020 Q3	12,6	10,5	14,4	5,6	13,9	14,7	25,1	0,0	-	-	16,6	11,8
Q4	-0,4	-0,3	-3,1	0,7	2,8	1,8	1,9	6,4	-	-	4,1	4,8
2021 Q1	-0,3	-0,4	-2,1	-0,5	-0,2	0,5	1,1	-3,7	-	-	0,7	0,4
Q2	2,2	2,3	3,7	1,2	1,1	1,3	0,7	1,3	-	-	2,2	2,3
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2018	1,9	1,8	1,5	1,1	3,0	3,8	3,8	0,4	-	-	3,6	3,7
2019	1,5	2,4	1,3	1,8	6,5	2,8	2,0	22,0	-	-	2,4	4,5
2020	-6,3	-6,2	-7,9	1,4	-7,2	-5,0	-12,2	-5,9	-	-	-9,0	-9,0
2020 Q3	-4,0	-4,2	-4,5	2,9	-4,2	-3,1	-8,1	-1,3	-	-	-8,6	-9,4
Q4	-4,4	-6,5	-7,5	3,3	-10,2	-0,6	-4,9	-30,7	-	-	-4,8	-9,2
2021 Q1	-1,2	-3,9	-5,4	2,9	-6,2	2,7	6,1	-31,5	-	-	-0,5	-6,1
Q2	14,3	12,2	12,6	7,1	18,2	18,9	29,8	3,7	-	-	24,8	20,4
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2020 Q3	12,6	10,2	7,5	1,3	2,9	1,5	1,4	0,0	-1,6	2,4	-	-
Q4	-0,4	-0,3	-1,6	0,2	0,6	0,2	0,1	0,3	0,6	-0,1	-	-
2021 Q1	-0,3	-0,4	-1,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2	0,8	0,1	-	-
Q2	2,2	2,2	1,9	0,3	0,2	0,1	0,0	0,1	-0,2	0,1	-	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2018	1,9	1,7	0,8	0,2	0,6	0,4	0,2	0,0	0,1	-	-	-
2019	1,5	2,3	0,7	0,4	1,3	0,3	0,1	0,9	-0,1	-0,8	-	-
2020	-6,3	-6,0	-4,2	0,3	-1,6	-0,5	-0,8	-0,3	-0,5	-0,4	-	-
2020 Q3	-4,0	-4,0	-2,4	0,6	-0,9	-0,3	-0,5	-0,1	-1,3	0,0	-	-
Q4	-4,4	-6,3	-4,0	0,7	-2,4	-0,1	-0,3	-2,0	-0,6	1,9	-	-
2021 Q1	-1,2	-3,7	-2,8	0,6	-1,4	0,3	0,4	-2,1	-0,1	2,5	-	-
Q2	14,3	11,8	6,5	1,7	3,8	2,0	1,7	0,2	-0,2	2,5	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

3 Konjunktorentwicklung

3.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
2018	10 396,3	175,5	2 056,7	528,0	1 961,2	502,3	477,5	1 169,0	1 210,5	1 958,6	357,2	1 204,9
2019	10 735,3	179,2	2 096,6	563,3	2 036,9	531,8	480,4	1 204,7	1 250,3	2 023,9	368,2	1 241,5
2020	10 259,1	177,2	1 963,8	553,2	1 797,6	544,9	468,5	1 213,2	1 166,2	2 053,5	321,2	1 132,1
2020 Q3	2 624,8	44,3	504,0	142,6	473,3	140,0	116,8	305,9	294,4	519,7	83,8	290,7
Q4	2 631,9	44,0	519,9	146,8	458,5	139,6	116,7	306,3	301,0	521,7	77,4	292,1
2021 Q1	2 646,6	44,3	531,9	146,2	453,2	141,8	118,8	307,1	303,5	522,8	77,0	290,1
Q2	2 699,1	45,5	535,0	149,8	477,9	145,4	117,3	309,7	307,5	529,6	81,3	307,7
In % der Wertschöpfung												
2020	100,0	1,7	19,1	5,4	17,5	5,3	4,6	11,8	11,4	20,0	3,1	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2020 Q3	12,5	0,9	16,3	15,1	23,3	7,7	2,7	3,0	11,8	9,4	23,8	13,3
Q4	-0,4	0,4	3,4	2,1	-3,7	-0,7	-0,4	-0,4	1,7	-1,3	-11,5	-0,5
2021 Q1	0,1	-2,1	1,0	-1,0	-1,2	2,1	1,2	-0,3	0,6	0,0	-0,6	-3,4
Q2	1,9	1,1	0,5	1,1	4,8	2,4	0,3	1,0	1,5	1,7	6,6	4,8
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2018	1,9	-0,8	1,9	2,4	1,4	6,8	0,1	1,4	4,1	0,7	1,1	1,7
2019	1,5	1,9	0,3	2,0	2,3	5,2	0,6	1,6	1,5	1,0	1,7	1,5
2020	-6,3	-0,2	-6,9	-5,7	-13,3	1,1	-1,6	-1,0	-8,0	-2,6	-17,0	-6,8
2020 Q3	-4,0	0,5	-5,1	-3,7	-9,2	3,0	-1,0	-0,3	-7,3	0,4	-11,5	-3,6
Q4	-4,4	-0,4	-1,3	-1,1	-12,4	1,3	-1,3	-1,1	-5,7	-1,2	-21,8	-4,1
2021 Q1	-1,3	0,1	3,3	0,7	-8,1	3,9	1,1	-0,2	-2,6	0,9	-16,5	-0,7
Q2	14,3	0,4	22,0	17,7	22,9	11,8	3,9	3,4	16,1	9,9	16,1	14,1
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2020 Q3	12,5	0,0	3,1	0,8	3,8	0,4	0,1	0,4	1,3	1,9	0,7	-
Q4	-0,4	0,0	0,7	0,1	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,3	-0,4	-
2021 Q1	0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Q2	1,9	0,0	0,1	0,1	0,8	0,1	0,0	0,1	0,2	0,3	0,2	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2018	1,9	0,0	0,4	0,1	0,3	0,3	0,0	0,2	0,5	0,1	0,0	-
2019	1,5	0,0	0,1	0,1	0,4	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2020	-6,3	0,0	-1,3	-0,3	-2,5	0,1	-0,1	-0,1	-0,9	-0,5	-0,6	-
2020 Q3	-4,0	0,0	-1,0	-0,2	-1,8	0,2	0,0	0,0	-0,9	0,1	-0,4	-
Q4	-4,4	0,0	-0,2	-0,1	-2,3	0,1	-0,1	-0,1	-0,7	-0,2	-0,7	-
2021 Q1	-1,3	0,0	0,6	0,0	-1,5	0,2	0,0	0,0	-0,3	0,2	-0,6	-
Q2	14,3	0,0	4,1	0,9	3,7	0,7	0,2	0,4	1,8	2,0	0,5	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

3 Konjunktorentwicklung

3.3 Beschäftigung¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Zahl der Erwerbstätigen													
<i>Gewichte in %</i>													
2018	100,0	85,8	14,2	3,1	14,6	6,0	24,9	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,8
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,0	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,7
2020	100,0	86,0	14,0	3,0	14,5	6,2	24,4	3,0	2,4	1,0	13,9	24,9	6,6
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2018	1,5	1,8	0,1	-0,5	1,4	2,7	1,5	3,8	-1,0	2,0	2,8	1,3	0,2
2019	1,2	1,4	0,1	-1,8	1,1	2,1	1,2	3,3	-0,4	1,5	1,2	1,5	0,5
2020	-1,5	-1,5	-1,7	-3,1	-1,9	0,7	-3,6	1,4	-0,7	-0,1	-2,3	0,8	-3,3
2020 Q3	-2,0	-2,0	-1,9	-2,9	-2,7	1,0	-4,2	1,0	-0,8	0,5	-3,3	0,7	-3,5
Q4	-1,8	-1,8	-1,4	-2,2	-2,4	0,8	-4,6	1,5	-0,6	1,0	-2,1	1,0	-3,7
2021 Q1	-1,8	-1,9	-1,3	-0,4	-2,2	1,5	-5,6	2,3	-0,7	0,9	-1,6	1,3	-4,9
Q2	1,9	2,2	0,0	3,1	-0,4	4,8	0,3	4,5	0,5	1,6	4,4	2,4	1,5
Geleistete Arbeitsstunden													
<i>Gewichte in %</i>													
2018	100,0	81,0	19,0	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	13,8	21,8	6,1
2020	100,0	82,0	18,0	4,3	15,0	6,9	24,2	3,3	2,6	1,1	13,8	23,2	5,7
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2018	1,7	2,0	0,0	0,0	1,3	3,4	1,4	3,9	-0,9	2,6	3,2	1,3	0,4
2019	1,0	1,3	-0,3	-2,7	0,6	1,9	1,0	3,5	-0,2	1,8	1,0	1,6	0,5
2020	-7,7	-6,9	-11,0	-3,7	-7,4	-6,3	-13,6	-1,8	-2,9	-6,5	-7,8	-2,0	-13,1
2020 Q3	-4,6	-4,5	-5,4	-2,1	-5,6	-0,8	-8,8	-2,0	-1,9	-2,9	-6,5	0,0	-5,7
Q4	-6,2	-5,6	-8,6	-2,4	-5,4	-2,8	-13,1	-0,5	-1,6	-2,9	-5,4	-0,7	-11,9
2021 Q1	-2,9	-3,1	-2,0	1,8	-1,3	5,0	-11,4	2,0	0,6	2,4	-1,8	2,0	-8,6
Q2	16,1	14,9	21,6	6,9	15,0	24,9	23,2	11,6	5,6	18,0	18,1	8,3	24,3
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2018	0,1	0,2	-0,1	0,5	-0,1	0,7	-0,1	0,1	0,1	0,6	0,4	-0,1	0,2
2019	-0,2	-0,1	-0,4	-0,9	-0,5	-0,1	-0,3	0,2	0,1	0,3	-0,2	0,0	0,0
2020	-6,3	-5,5	-9,4	-0,6	-5,7	-6,9	-10,4	-3,1	-2,2	-6,4	-5,6	-2,8	-10,1
2020 Q3	-2,7	-2,5	-3,5	0,9	-3,0	-1,8	-4,8	-3,0	-1,1	-3,3	-3,3	-0,7	-2,2
Q4	-4,5	-3,9	-7,2	-0,1	-3,1	-3,6	-8,9	-2,0	-1,1	-3,9	-3,4	-1,7	-8,5
2021 Q1	-1,1	-1,2	-0,7	2,1	0,9	3,4	-6,1	-0,2	1,2	1,5	-0,1	0,7	-3,9
Q2	13,9	12,4	21,7	3,7	15,4	19,2	22,8	6,8	5,1	16,1	13,2	5,7	22,5

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVO 2010.

3 Konjunktorentwicklung

3.4 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Erwerbs- personen in Mio	Unter- beschäftigung in % der Erwerbs- personen	Arbeitslosigkeit ¹⁾											Vakanz- quote ³⁾
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ²⁾	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio	In % der Er- werbs- per- sonen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2020)			100,0			80,6		19,4		51,4		48,6		
2018	163 438	3,9	13 380	8,2	3,8	10 913	7,3	2 467	17,2	6 879	7,9	6 501	8,6	2,1
2019	164 209	3,6	12 406	7,6	3,3	10 102	6,7	2 304	16,0	6 352	7,2	6 054	7,9	2,2
2020	162 523	3,6	12 743	7,8	3,0	10 266	6,9	2 477	17,7	6 553	7,6	6 189	8,2	1,7
2020 Q3	163 000	3,7	13 832	8,5	3,1	11 127	7,5	2 706	19,2	7 096	8,2	6 737	8,9	1,7
Q4	163 169	3,6	13 144	8,1	3,2	10 665	7,1	2 479	17,9	6 756	7,8	6 388	8,4	1,9
2021 Q1	162 171	3,7	13 643	8,4	3,2	10 985	7,4	2 658	18,7	6 932	8,0	6 711	8,9	2,1
Q2	-	-	13 043	8,0	-	10 471	7,0	2 572	17,9	6 577	7,5	6 467	8,5	2,1
2021 Febr	-	-	13 161	8,1	-	10 596	7,2	2 566	18,5	6 772	7,8	6 390	8,5	-
März	-	-	13 070	8,1	-	10 480	7,1	2 589	18,4	6 610	7,6	6 460	8,6	-
April	-	-	13 321	8,2	-	10 652	7,2	2 669	18,7	6 715	7,7	6 605	8,7	-
Mai	-	-	13 124	8,0	-	10 557	7,1	2 567	17,9	6 639	7,6	6 485	8,5	-
Juni	-	-	12 684	7,8	-	10 205	6,8	2 479	17,2	6 375	7,3	6 309	8,3	-
Juli	-	-	12 334	7,6	-	9 995	6,7	2 339	16,5	6 152	7,1	6 182	8,1	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Wurden noch keine Daten aus der jährlichen und vierteljährlichen Arbeitskräfteerhebung veröffentlicht, werden die Jahres- und Quartalswerte als einfacher Durchschnitt der Monatswerte ermittelt. Infolge der Umsetzung der Verordnung über die integrierte europäische Sozialstatistik kommt es im ersten Quartal 2021 zu einem Zeitreihenbruch. Aufgrund technischer Probleme bei der Einführung der neuen integrierten Haushaltsbefragungen in Deutschland, die auch die Arbeitskräfteerhebung beinhalten, weisen die Angaben für den Euroraum ab dem zweiten Quartal 2020 Daten aus Deutschland auf, die keine direkte Schätzung der Mikrodaten aus der Arbeitskräfteerhebung sind, sondern auf einer größeren Stichprobe basieren, die auch Daten aus den anderen integrierten Haushaltsbefragungen enthält.

2) Nicht saisonbereinigt.

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

3.5 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe						Produktion im Baugewerbe	EZB- Indikator für den Auftrags- eingang in der Industrie	Einzelhandelsumsätze				Pkw- Neuzulas- sungen
	Insgesamt		Hauptgruppen						Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Tank- stellen	
	Verarbei- tendes Gewerbe	Vorlei- tungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2018	0,8	1,1	0,6	1,2	1,5	-1,4	1,7	2,7	1,6	1,4	2,0	0,7	0,9
2019	-1,3	-1,3	-2,4	-1,8	1,4	-2,1	2,1	-4,3	2,4	1,0	3,7	0,8	1,8
2020	-8,6	-9,0	-7,4	-13,2	-4,7	-5,2	-5,8	-10,7	-0,9	3,6	-2,4	-14,4	-25,0
2020 Q3	-6,8	-7,2	-5,6	-11,8	-2,1	-4,1	-2,3	-7,7	2,5	2,5	3,7	-4,9	-6,9
Q4	-1,5	-1,6	1,5	-3,3	-2,6	-1,8	-1,1	-1,7	1,5	4,5	1,3	-13,8	-9,2
2021 Q1	3,5	3,6	4,9	5,1	0,4	0,6	3,0	6,8	2,4	2,6	3,2	-5,2	3,4
Q2	22,1	23,8	25,3	29,0	16,5	7,6	16,5	45,6	11,7	1,9	18,5	29,4	53,8
2021 Febr.	-1,8	-2,0	-0,7	-2,7	-2,7	-2,2	-5,2	1,3	-1,3	2,6	-3,2	-11,9	-20,8
März	12,0	12,8	13,9	17,3	6,5	4,0	20,0	23,5	13,8	-0,4	28,0	18,6	88,2
April	39,7	42,9	38,6	64,6	26,2	13,7	45,6	68,9	23,6	3,8	42,8	62,1	262,5
Mai	20,6	22,4	23,9	27,4	14,5	6,2	12,2	47,6	8,6	0,2	14,0	28,3	49,5
Juni	9,7	10,5	15,7	6,3	10,4	2,9	2,8	26,8	5,4	1,9	7,1	11,6	5,4
Juli	.	.	.	.	.	.	.	28,0	3,1	1,1	4,8	0,6	.
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2021 Febr.	-1,2	-1,1	-0,9	-2,5	0,5	-1,6	-1,8	1,4	4,3	-0,6	8,9	4,7	-1,1
März	0,6	0,7	0,9	-0,4	2,7	1,6	4,0	3,3	4,1	2,0	6,2	-0,8	0,2
April	0,7	0,6	0,8	0,9	2,1	2,0	-0,2	3,1	-3,8	-1,6	-6,0	-1,0	-0,4
Mai	-1,1	-0,8	-0,1	-2,5	-1,7	-2,5	-0,4	-1,4	4,1	-0,6	8,2	8,1	1,7
Juni	-0,3	-0,4	0,1	-1,5	1,2	-0,6	-1,7	3,6	1,8	-1,2	3,4	2,7	-0,6
Juli	.	.	.	.	.	.	.	3,8	-2,3	-0,7	-3,5	-1,6	.

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

3 Konjunktorentwicklung

3.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)							Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)				
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher	Vertrauensindikator für das Baugewerbe	Vertrauensindikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen		Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe	Produktion im verarbeitenden Gewerbe	Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor	Zusammengesetzter EMI für die Produktion
		Vertrauensindikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor	Kapazitätsauslastung (in %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2015	99,3	-5,2	80,6	-11,6	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2018	111,8	6,7	83,7	-4,8	7,2	1,3	15,2	90,4	54,9	54,7	54,5	54,6
2019	103,7	-5,2	82,0	-6,9	6,7	-0,5	10,8	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2020	88,2	-14,4	74,0	-14,3	-7,4	-12,9	-16,5	86,3	48,6	48,0	42,5	44,0
2020 Q3	88,5	-13,6	74,2	-14,4	-10,6	-11,3	-18,0	85,9	52,4	56,0	51,1	52,4
Q4	91,4	-8,8	76,9	-15,6	-8,3	-10,9	-15,4	85,7	54,6	56,7	45,0	48,1
2021 Q1	95,3	-2,4	80,0	-13,7	-5,9	-16,6	-14,8	85,8	58,4	58,5	46,9	49,9
Q2	114,3	11,7	82,7	-5,5	4,4	0,7	10,5	87,2	63,1	62,7	54,7	56,8
2021 März	100,9	2,1	-	-10,8	-2,3	-12,2	-9,6	-	62,5	63,3	49,6	53,2
April	110,5	10,9	82,5	-8,1	3,0	-3,0	2,2	86,5	62,9	63,2	50,5	53,8
Mai	114,5	11,5	-	-5,1	4,9	0,5	11,3	-	63,1	62,2	55,2	57,1
Juni	117,9	12,8	-	-3,3	5,2	4,7	17,9	-	63,4	62,6	58,3	59,5
Juli	119,0	14,5	82,9	-4,4	4,0	4,4	18,9	88,0	62,8	61,1	59,8	60,2
Aug.	117,5	13,7	-	-5,3	5,5	4,6	16,8	-	61,4	59,0	59,0	59,0

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

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto)	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen ²⁾	Immobilienvermögen	Gewinnquote ³⁾	Sparquote (netto)	Schuldenquote ⁴⁾	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens ¹⁾		Veränderung gegen Vorjahr in %					In % der Nettowertschöpfung	In % des BIP	Veränderung gegen Vorjahr in %			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2018	12,5	93,4	1,8	2,1	6,1	2,7	4,7	35,6	5,8	76,9	2,0	7,1	1,5
2019	13,0	93,7	1,9	2,6	5,1	6,1	3,8	35,4	5,9	76,3	2,1	6,2	1,8
2020	19,6	96,2	-0,2	4,1	-4,9	5,0	4,7	31,1	4,1	83,9	3,2	-14,2	2,0
2020 Q2	17,1	94,9	-3,3	3,3	-15,1	4,1	4,3	32,1	4,8	81,9	2,2	-27,5	1,7
Q3	18,2	95,6	1,0	3,7	-3,3	3,6	4,2	31,6	4,3	82,8	2,7	-14,8	1,9
Q4	19,8	96,2	0,6	4,2	0,4	5,1	4,7	31,1	4,1	83,7	3,2	-20,6	2,0
2021 Q1	20,8	96,4	0,2	4,9	6,8	7,5	4,6	32,0	4,8	84,7	3,9	-11,2	2,2

Quellen: EZB und Eurostat.

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

3 Konjunktorentwicklung

3.8 Zahlungsbilanz des Euroraums – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz 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	
2020 Q3	953,0	884,9	68,0	548,3	455,8	194,0	187,0	181,8	179,1	28,9	63,0	11,5	10,4
Q4	1 011,9	924,6	87,4	581,3	479,0	220,1	193,4	181,1	173,7	29,5	78,5	23,6	24,5
2021 Q1	1 051,4	948,8	102,5	603,7	497,3	224,1	201,9	193,8	174,4	29,8	75,2	15,2	11,7
Q2	1 048,3	990,0	58,3	615,1	544,4	224,6	197,9	178,9	177,1	29,7	70,6	16,4	11,5
2021 Jan.	353,8	307,5	46,3	200,8	157,7	75,5	65,9	67,8	58,8	9,7	25,1	4,2	3,6
Febr.	351,1	316,8	34,4	200,9	164,1	74,5	66,9	65,7	58,9	10,1	26,9	3,7	3,7
März	346,4	324,6	21,8	202,0	175,5	74,2	69,1	60,3	56,7	10,0	23,2	7,3	4,4
April	349,5	327,0	22,5	204,6	179,2	75,1	66,0	59,1	58,3	10,8	23,5	4,6	3,5
Mai	349,1	335,2	13,9	206,2	182,8	74,1	67,7	59,6	61,2	9,2	23,5	5,2	3,0
Juni	349,7	327,8	21,8	204,2	182,5	75,4	64,2	60,2	57,5	9,8	23,6	6,6	4,9
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2021 Juni	4 064,6	3 748,4	316,2	2 348,4	1 976,5	862,7	780,1	735,6	704,3	117,9	287,4	66,6	58,1
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2021 Juni	34,5	31,8	2,7	19,9	16,8	7,3	6,6	6,2	6,0	1,0	2,4	0,6	0,5

1) Nicht saisonbereinigt.

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

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Zusammen			Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2020 Q3	-8,7	-11,4	531,7	248,4	108,3	165,4	448,3	469,3	242,7	84,8	133,9	359,9	34,2
Q4	-2,8	-5,9	568,3	265,4	114,1	178,1	478,3	492,5	261,7	86,7	135,0	379,3	35,3
2021 Q1	0,7	0,4	582,1	280,2	114,9	174,5	470,9	512,8	284,6	91,0	129,9	372,2	46,1
Q2	34,3	33,4	594,8	.	.	.	486,6	555,3	.	.	.	396,4	.
2021 Jan.	-8,9	-14,1	191,7	92,4	37,5	57,7	155,6	163,7	89,7	29,2	41,8	119,1	14,0
Febr.	-2,3	-2,8	192,6	92,3	39,1	57,3	161,5	169,2	93,4	30,0	42,8	126,3	15,6
März	12,6	19,5	197,8	95,5	38,3	59,5	153,8	179,9	101,5	31,9	45,3	126,7	16,5
April	46,7	37,8	197,9	94,9	39,5	60,2	164,5	184,6	105,8	30,5	45,8	133,0	16,9
Mai	35,0	34,8	199,2	97,1	38,9	58,9	162,8	185,4	107,0	30,6	44,6	133,3	17,9
Juni	23,7	28,1	197,7	.	.	.	159,3	185,3	.	.	.	130,1	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2020 Q3	-7,1	-6,9	98,5	100,1	95,5	99,7	97,9	101,8	97,1	106,1	110,4	104,3	81,2
Q4	-1,5	-1,0	104,3	105,9	99,6	106,4	103,4	105,5	102,6	107,6	110,9	109,1	84,7
2021 Q1	0,8	0,3	104,5	108,3	100,7	101,7	100,4	104,9	103,3	112,0	105,5	105,2	83,8
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020 Dez.	3,8	3,5	104,9	106,8	101,4	105,3	103,2	104,9	101,8	108,9	109,5	109,9	86,7
2021 Jan.	-7,9	-10,8	103,6	107,3	98,6	102,0	99,5	102,3	100,6	107,1	103,1	101,7	85,0
Febr.	-1,9	-3,3	104,1	107,4	103,4	100,4	103,7	103,8	101,5	111,1	104,2	107,0	85,1
März	11,5	15,7	105,7	110,2	100,0	102,6	97,9	108,5	107,7	117,8	109,3	106,8	81,5
April	41,6	25,0	104,4	107,2	103,4	103,2	103,6	109,8	110,3	112,2	109,3	110,6	83,2
Mai	29,4	20,5	104,7	108,9	100,8	101,5	102,2	109,6	110,1	112,7	107,1	111,0	86,3

Quellen: EZB und Eurostat.

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

2) Gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories.

4 Preise und Kosten

4.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) ²⁾							Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt			Waren	Dienst- leistungen	Insgesamt	Ver- arbeitete Nahrungs- mittel	Unver- arbeitete Nahrungs- mittel	Industrie- erzeugnis- se ohne Energie	Energie (nicht saison- bereinigt)	Dienst- leistungen	HVPI insgesamt ohne ad- ministrierte Preise	Adminis- trierte Preise
		Insgesamt ohne Energie und Nahrungs- mittel												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
Gewichte in % (2021)	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3	
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1	
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,1	1,9	
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6	
2020 Q3	105,1	0,0	0,6	-0,7	0,7	-0,1	-0,2	-2,0	0,2	0,9	-0,1	-0,1	0,4	
Q4	105,0	-0,3	0,2	-0,9	0,5	0,0	0,1	0,7	-0,8	0,5	0,3	-0,4	0,5	
2021 Q1	105,8	1,1	1,2	0,8	1,3	1,4	0,6	-0,3	1,6	6,5	0,6	1,0	1,4	
Q2	107,4	1,8	0,9	2,5	0,9	0,5	0,4	1,5	-0,2	3,7	0,2	1,8	2,4	
2021 März	106,5	1,3	0,9	1,3	1,3	0,2	0,0	0,2	-0,3	2,6	0,1	1,3	1,4	
April	107,1	1,6	0,7	2,1	0,9	0,2	0,2	1,4	0,0	0,7	0,0	1,5	2,2	
Mai	107,4	2,0	1,0	2,6	1,1	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,8	0,1	1,9	2,4	
Juni	107,7	1,9	0,9	2,8	0,7	0,2	0,2	-0,3	0,2	1,3	0,1	1,8	2,5	
Juli	107,6	2,2	0,7	3,3	0,9	0,6	0,3	0,3	1,2	2,0	0,1	2,0	3,5	
Aug. ³⁾	108,0	3,0	1,6	.	1,1	0,3	0,3	0,8	0,1	1,0	0,2	.	.	

	Waren						Dienstleistungen						
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungs- dienstleistungen	Verkehr	Nachrichten- übermittlung	Freizeitdienst- leistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige		
	Zusammen	Verar- beitete Nahrungs- mittel	Unverar- beitete Nahrungs- mittel	Zusammen	Industrie- erzeugnisse ohne Energie	Energie						Wohnungs- mieten	
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
Gewichte in % (2021)	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0	
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4	
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5	
2020	2,3	1,8	4,0	-1,8	0,2	-6,8	1,4	1,3	0,5	-0,6	1,0	1,4	
2020 Q3	1,8	1,5	2,8	-2,0	0,4	-8,1	1,3	1,2	-0,4	-0,7	0,6	1,4	
Q4	1,7	1,2	3,5	-2,4	-0,3	-7,8	1,2	1,2	-0,6	-1,5	0,6	1,3	
2021 Q1	1,3	1,2	1,7	0,5	0,9	-0,6	1,3	1,2	1,1	-0,4	1,4	1,5	
Q2	0,6	0,8	-0,2	3,6	0,8	12,0	1,4	1,3	0,8	-0,1	0,5	1,6	
2021 März	1,1	1,0	1,6	1,4	0,3	4,3	1,3	1,2	1,5	-0,7	1,3	1,4	
April	0,6	0,9	-0,3	3,0	0,4	10,4	1,4	1,3	0,5	0,1	0,6	1,4	
Mai	0,5	0,7	0,0	3,8	0,7	13,1	1,4	1,3	1,2	-0,1	0,8	1,6	
Juni	0,5	0,8	-0,3	4,1	1,2	12,6	1,4	1,3	0,7	-0,1	0,1	1,7	
Juli	1,6	1,5	1,9	4,3	0,7	14,3	1,3	1,1	1,7	0,7	0,3	1,7	
Aug. ³⁾	2,0	1,7	2,9	.	2,7	15,4	.	.	.	.	.	.

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Schnellschätzung.

4 Preise und Kosten

4.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe ¹⁾										Bauge- werbe ²⁾	Preise für Wohn- immobilien ³⁾	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien ³⁾
	Insge- samt (Index: 2015 = 100)	Insge- samt	Industrie ohne Baugewerbe und Energie							Energie			
			Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorlei- stungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter						
							Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2018	104,1	3,3	2,4	1,5	2,7	1,0	0,4	0,1	0,6	8,4	2,5	4,1	
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	2,0	4,5	
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	1,0	1,1	0,6	-9,7	1,2	1,7	
2020 Q3	101,4	-2,7	-2,0	-0,3	-1,8	0,8	0,5	0,3	0,6	-9,3	0,9	1,1	
2020 Q4	102,6	-1,7	-1,7	0,0	-0,6	0,8	0,0	-0,5	0,7	-6,7	1,6	-0,9	
2021 Q1	105,9	2,1	1,3	1,4	2,7	1,0	0,0	-0,7	0,7	3,8	2,8		
2021 Q2	109,3	9,2	6,8	4,7	9,0	1,7	1,8	1,8	1,2	23,7			
2021 Febr.	105,6	1,5	1,0	1,2	2,5	1,0	-0,2	-0,9	0,6	2,3	-	-	
2021 März	106,9	4,4	3,5	2,4	4,5	1,2	0,5	-0,1	0,9	10,3	-	-	
2021 April	107,9	7,6	5,8	3,6	7,0	1,4	1,0	0,8	1,1	20,6	-	-	
2021 Mai	109,3	9,6	7,2	4,9	9,3	1,8	2,0	2,0	1,3	25,1	-	-	
2021 Juni	110,8	10,2	7,4	5,6	10,7	2,0	2,4	2,6	1,4	25,5	-	-	
2021 Juli	113,4	12,1	8,3	6,7	12,6	2,5	2,6	2,7	1,9	28,9	-	-	

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

1) Nur Inlandsabsatz.

2) Baukostenindex für Wohngebäude.

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

4.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

	BIP-Deflatoren						Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)							
	Insge- samt (saison- berei- tigt; Index: 2015 = 100)	Insge- samt	Inländische Verwendung					Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	Importgewichtet ²⁾			Nach Verwendung gewichtet ²⁾		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2018	103,6	1,5	1,9	1,5	1,9	2,0	1,5	2,2	60,4	-0,9	-6,3	4,3	-0,6	-6,2	5,7
2019	105,3	1,7	1,5	1,1	1,9	2,3	0,8	0,3	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,3	-2,3
2020	107,0	1,6	1,1	0,5	3,4	1,2	-1,3	-2,6	37,0	1,5	3,4	-0,3	-0,9	-0,1	-1,8
2020 Q3	106,6	1,0	0,7	0,1	2,1	1,0	-1,9	-2,8	36,5	1,9	1,5	2,4	-0,7	-2,2	1,0
2020 Q4	107,3	1,2	0,8	0,0	2,6	0,5	-1,4	-2,5	37,4	4,1	0,1	7,9	-0,5	-6,1	6,2
2021 Q1	108,1	1,6	1,6	1,1	2,2	1,1	0,9	0,8	50,4	18,3	9,1	27,3	14,0	5,1	24,6
2021 Q2	108,3	0,6	1,6	1,5	-1,5	2,2	4,2	7,0	57,0	38,2	20,1	56,4	35,6	20,1	54,4
2021 März	-	-	-	-	-	-	-	-	54,8	28,3	16,2	40,4	24,4	13,9	36,9
2021 April	-	-	-	-	-	-	-	-	54,1	35,4	17,5	54,0	33,8	19,4	51,4
2021 Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	56,0	41,0	20,5	61,9	37,2	19,1	59,5
2021 Juni	-	-	-	-	-	-	-	-	60,7	38,2	22,2	53,4	35,9	21,9	52,1
2021 Juli	-	-	-	-	-	-	-	-	62,9	36,9	26,8	46,0	36,1	27,4	45,5
2021 Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	59,5	30,3	29,8	30,7	31,9	31,9	31,8

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

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

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

4 Preise und Kosten

4.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)					Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)				
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden drei Monate)				Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate	Inputpreise		Outputpreise		
	Verarbeiten- des Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleis- tungssektor	Baugewerbe		Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	
1	2	3	4	5	6	7	8	9		
1999-2015	4,3	5,6	-	-4,5	32,3	56,7	56,3	-	49,7	
2018	11,5	7,5	9,6	12,6	20,6	65,4	57,9	56,1	52,7	
2019	4,2	7,3	9,1	7,5	18,2	48,8	57,1	50,4	52,4	
2020	-1,3	1,6	-0,8	-5,8	10,9	49,0	52,1	48,7	47,2	
2020 Q3	-1,7	0,9	-0,6	-7,8	12,4	49,4	52,9	49,3	47,7	
Q4	1,6	2,6	-2,7	-7,8	7,0	56,7	52,6	51,6	48,3	
2021 Q1	10,7	5,0	-1,8	-3,8	8,1	74,0	54,0	56,5	48,6	
Q2	30,0	18,2	8,5	15,7	20,4	85,9	60,1	68,2	53,1	
2021 März	17,5	8,2	1,0	0,3	11,8	79,7	55,6	60,9	50,5	
April	24,2	14,1	5,2	8,4	17,2	82,2	57,6	64,3	50,9	
Mai	29,9	17,5	9,4	16,7	19,2	87,1	59,6	69,1	52,6	
Juni	36,0	23,1	10,9	21,9	24,7	88,5	63,2	71,1	55,6	
Juli	35,5	26,1	12,2	25,7	31,2	89,2	63,1	71,9	55,4	
Aug.	37,3	27,4	11,7	27,5	34,4	87,0	63,3	68,6	54,7	

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

4.5 Arbeitskostenindizes

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

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

4 Preise und Kosten

4.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

	Insgesamt (Index: 2015= 100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen									
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und 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												
2018	103,4	1,9	1,3	1,4	2,3	2,3	-0,1	1,1	3,9	1,4	2,7	2,1
2019	105,3	1,8	-0,9	2,2	1,7	0,7	0,9	0,8	2,0	2,5	2,8	1,6
2020	109,9	4,4	-2,3	2,9	5,0	6,0	0,6	0,5	1,6	5,7	6,0	13,5
2020 Q3	108,3	2,7	-2,4	1,0	6,4	4,0	-1,7	-0,3	3,6	5,2	2,8	9,9
Q4	109,7	3,6	-1,4	-1,2	3,4	4,9	1,6	1,5	4,3	5,1	5,8	22,2
2021 Q1	110,0	1,3	1,7	-3,2	4,8	1,2	0,2	1,5	4,3	2,8	2,5	15,2
Q2	109,3	-3,8	5,6	-10,6	-0,8	-6,8	0,1	-1,0	8,7	-2,1	-4,0	-2,6
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2018	105,3	2,2	1,0	2,0	2,1	2,2	2,8	2,3	3,3	2,7	2,0	3,0
2019	107,5	2,1	2,8	1,4	1,7	1,8	2,8	1,7	2,1	2,8	2,2	2,8
2020	106,7	-0,7	0,6	-2,4	-1,6	-4,7	0,3	-0,4	0,7	-0,5	2,5	-2,6
2020 Q3	108,6	0,6	1,0	-1,5	1,4	-1,5	0,2	-0,5	2,8	0,9	2,4	0,9
Q4	109,1	0,9	0,5	-0,1	1,5	-3,6	1,3	0,8	2,2	1,2	3,5	-0,8
2021 Q1	109,2	1,9	2,2	2,2	3,9	-1,5	1,8	3,3	3,2	1,8	2,1	1,2
Q2	110,2	8,0	2,7	9,5	11,3	14,2	7,1	2,4	10,6	8,9	3,0	11,4
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2018	101,8	0,3	-0,3	0,5	-0,2	-0,1	2,9	1,2	-0,6	1,2	-0,7	0,9
2019	102,1	0,3	3,8	-0,8	0,0	1,1	1,8	0,9	0,1	0,3	-0,6	1,1
2020	97,1	-4,9	3,0	-5,1	-6,3	-10,1	-0,3	-0,9	-0,9	-5,8	-3,4	-14,2
2020 Q3	100,2	-2,0	3,4	-2,4	-4,6	-5,3	2,0	-0,2	-0,7	-4,1	-0,4	-8,2
Q4	99,4	-2,7	1,9	1,1	-1,9	-8,1	-0,2	-0,7	-2,1	-3,7	-2,2	-18,8
2021 Q1	99,3	0,6	0,5	5,6	-0,8	-2,7	1,6	1,8	-1,1	-1,0	-0,4	-12,2
Q2	100,8	12,2	-2,7	22,5	12,2	22,5	7,0	3,4	1,7	11,2	7,2	14,4
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2018	105,0	2,0	0,7	2,0	1,0	1,9	2,6	2,3	2,5	2,0	2,1	2,6
2019	107,3	2,2	3,3	1,9	1,8	1,9	2,5	1,4	2,0	2,9	2,2	3,0
2020	112,8	5,1	2,8	3,1	4,1	5,7	2,8	1,2	5,8	4,6	4,8	6,5
2020 Q3	111,1	3,2	0,9	1,5	2,5	3,6	3,0	0,1	5,7	4,2	2,8	3,2
Q4	113,4	5,0	2,1	2,8	3,5	5,5	2,4	1,4	6,1	4,1	4,9	6,5
2021 Q1	114,2	3,1	0,9	1,0	0,3	5,5	2,2	2,1	3,6	2,3	1,6	4,4
Q2	113,0	-3,9	-1,9	-4,3	-5,6	-5,8	0,9	-1,8	0,4	-2,4	-1,8	-5,5
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2018	102,0	0,2	-0,8	0,6	-0,9	0,0	2,8	1,1	-1,2	0,9	-0,6	0,7
2019	102,5	0,5	4,7	-0,3	0,1	1,3	1,6	0,8	-0,2	0,4	-0,6	1,2
2020	104,0	1,5	3,6	0,6	0,7	0,4	2,9	1,3	5,8	-0,2	-0,6	-4,5
2020 Q3	103,4	0,7	2,6	0,6	-2,9	-0,5	5,2	0,9	2,7	-0,8	0,4	-6,1
Q4	104,7	1,9	2,0	4,4	1,8	0,8	1,8	0,3	1,9	-0,3	-0,5	-11,3
2021 Q1	104,9	1,7	-1,6	4,6	-4,1	3,7	1,8	0,5	-2,6	-0,8	-1,1	-8,6
Q2	104,4	-1,5	-6,1	6,1	-5,8	-0,3	0,2	-1,6	-12,4	-1,7	1,5	-6,6

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

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

	M3											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	7	M3-M2			11	12
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte			Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren			
1	2	3	4	5	8	9	10					
	Bestände											
2018	1 164,2	7 114,7	8 278,9	1 128,3	2 298,9	3 427,2	11 706,1	74,4	521,8	82,0	678,2	12 384,3
2019	1 221,5	7 726,9	8 948,4	1 073,1	2 362,4	3 435,5	12 383,9	78,7	529,1	19,4	627,1	13 011,0
2020	1 359,2	8 898,4	10 257,6	1 039,9	2 447,3	3 487,2	13 744,9	100,6	647,0	28,4	776,0	14 520,9
2020 Q3	1 330,6	8 617,0	9 947,6	1 076,9	2 423,3	3 500,3	13 447,9	100,3	610,3	2,0	712,7	14 160,5
Q4	1 359,2	8 898,4	10 257,6	1 039,9	2 447,3	3 487,2	13 744,9	100,6	647,0	28,4	776,0	14 520,9
2021 Q1	1 391,8	9 146,4	10 538,2	985,5	2 483,7	3 469,2	14 007,4	109,6	612,4	12,6	734,6	14 742,0
Q2	1 419,5	9 360,7	10 780,3	932,4	2 489,8	3 422,2	14 202,5	112,0	610,8	22,1	744,8	14 947,3
2021 Febr.	1 390,5	9 068,1	10 458,7	984,3	2 472,4	3 456,7	13 915,3	108,8	608,8	30,8	748,4	14 663,7
März	1 391,8	9 146,4	10 538,2	985,5	2 483,7	3 469,2	14 007,4	109,6	612,4	12,6	734,6	14 742,0
April	1 402,4	9 182,3	10 584,7	965,6	2 486,4	3 451,9	14 036,7	109,3	608,7	20,3	738,3	14 774,9
Mai	1 411,7	9 241,0	10 652,6	964,3	2 486,3	3 450,5	14 103,2	107,2	609,7	28,4	745,4	14 848,5
Juni	1 419,5	9 360,7	10 780,3	932,4	2 489,8	3 422,2	14 202,5	112,0	610,8	22,1	744,8	14 947,3
Juli ^(p)	1 426,9	9 416,1	10 842,9	935,2	2 487,3	3 422,5	14 265,4	116,8	612,3	29,2	758,3	15 023,7
	Transaktionsbedingte Veränderungen											
2018	50,6	468,0	518,6	-73,2	44,8	-28,5	490,1	-0,9	12,6	-0,9	10,8	500,9
2019	57,3	605,8	663,2	-59,7	61,5	1,8	664,9	4,1	-2,1	-56,6	-54,6	610,3
2020	137,6	1 255,9	1 393,5	-27,2	85,7	58,5	1 452,0	19,2	124,0	8,8	152,0	1 604,0
2020 Q3	27,7	269,0	296,8	5,6	22,9	28,5	325,3	5,9	29,9	-12,2	23,6	348,9
Q4	28,6	296,1	324,7	-35,0	24,0	-10,9	313,8	-3,5	41,3	27,6	65,4	379,2
2021 Q1	32,6	235,5	268,1	-58,0	37,9	-20,1	247,9	8,0	-34,6	-14,2	-40,8	207,1
Q2	27,7	218,7	246,5	-52,0	6,2	-45,8	200,6	2,8	-1,0	9,4	11,2	211,8
2021 Febr.	10,2	72,2	82,4	-19,8	15,5	-4,3	78,1	-2,7	-21,2	6,0	-17,9	60,2
März	1,2	69,3	70,6	-1,3	11,1	9,8	80,4	0,3	3,6	-17,5	-13,7	66,7
April	10,6	45,1	55,7	-17,5	2,8	-14,7	41,0	0,4	-3,7	7,7	4,4	45,4
Mai	9,3	60,9	70,2	-0,6	-0,1	-0,8	69,4	-1,9	1,6	8,5	8,3	77,7
Juni	7,8	112,7	120,5	-33,8	3,6	-30,3	90,3	4,3	1,1	-6,9	-1,5	88,7
Juli ^(p)	7,3	54,5	61,8	3,1	-2,5	0,5	62,4	4,8	1,5	7,2	13,5	75,8
	Wachstumsraten											
2018	4,5	7,0	6,7	-6,1	2,0	-0,8	4,4	-1,3	2,5	-1,6	1,6	4,2
2019	4,9	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-71,4	-8,0	4,9
2020	11,3	16,3	15,6	-2,5	3,6	1,7	11,7	24,2	23,5	5,4	24,2	12,3
2020 Q3	10,5	14,4	13,8	-2,1	3,0	1,4	10,3	36,7	12,6	-93,3	11,9	10,4
Q4	11,3	16,3	15,6	-2,5	3,6	1,7	11,7	24,2	23,5	5,4	24,2	12,3
2021 Q1	10,0	14,2	13,7	-8,0	5,0	0,9	10,2	-3,6	14,9	-78,8	6,3	10,0
Q2	9,0	12,2	11,8	-13,0	3,8	-1,4	8,3	13,5	6,1	18,6	8,6	8,3
2021 Febr.	12,4	17,1	16,4	-7,2	4,6	1,0	12,2	24,6	11,7	-16,7	13,5	12,2
März	10,0	14,2	13,7	-8,0	5,0	0,9	10,2	-3,6	14,9	-78,8	6,3	10,0
April	9,8	12,8	12,4	-9,2	4,6	0,3	9,1	13,6	11,7	-49,3	10,1	9,2
Mai	9,1	12,0	11,6	-11,5	4,1	-0,8	8,3	8,9	10,1	1,5	11,0	8,5
Juni	9,0	12,2	11,8	-13,0	3,8	-1,4	8,3	13,5	6,1	18,6	8,6	8,3
Juli ^(p)	8,9	11,3	11,0	-13,5	3,4	-1,8	7,6	5,1	3,9	219,6	7,7	7,6

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.2 In M3 enthaltene Einlagen¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ²⁾	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte ⁴⁾
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Bestände													
2018	2 334,0	1 901,2	277,3	147,9	7,6	6 645,3	4 035,6	517,8	2 090,6	1,3	996,1	204,8	436,2
2019	2 482,3	2 068,7	256,9	150,2	6,5	7 041,2	4 397,1	492,3	2 151,0	0,8	1 032,6	217,1	468,0
2020	2 985,2	2 528,6	310,3	143,1	3,3	7 647,6	4 954,6	437,5	2 254,7	0,8	1 106,7	237,9	508,9
2020 Q3	2 958,3	2 481,3	323,3	146,9	6,9	7 491,0	4 816,7	446,5	2 226,9	1,0	1 058,2	240,4	469,6
Q4	2 985,2	2 528,6	310,3	143,1	3,3	7 647,6	4 954,6	437,5	2 254,7	0,8	1 106,7	237,9	508,9
2021 Q1	3 071,4	2 618,4	301,3	143,8	7,8	7 825,3	5 109,5	422,2	2 292,9	0,8	1 127,1	209,4	492,0
Q2	3 105,4	2 667,0	290,0	139,7	8,7	7 908,0	5 199,4	407,5	2 300,4	0,7	1 171,3	219,3	490,9
2021 Febr.	3 028,1	2 587,0	292,3	143,2	5,7	7 761,3	5 052,0	426,5	2 281,8	1,0	1 119,9	226,9	497,4
März	3 071,4	2 618,4	301,3	143,8	7,8	7 825,3	5 109,5	422,2	2 292,9	0,8	1 127,1	209,4	492,0
April	3 051,4	2 606,1	294,9	143,0	7,4	7 844,1	5 129,7	417,5	2 295,9	0,9	1 128,7	225,5	493,8
Mai	3 059,6	2 615,9	295,2	141,7	6,8	7 874,6	5 165,7	411,6	2 296,5	0,8	1 144,4	229,4	490,7
Juni	3 105,4	2 667,0	290,0	139,7	8,7	7 908,0	5 199,4	407,5	2 300,4	0,7	1 171,3	219,3	490,9
Juli ^(a)	3 109,6	2 681,4	284,7	135,8	7,7	7 939,1	5 234,2	399,0	2 305,1	0,8	1 183,2	232,1	491,4
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2018	94,6	106,8	-9,7	-1,0	-1,4	326,6	325,4	-45,0	45,6	0,5	1,7	-3,6	19,2
2019	149,6	167,1	-18,9	1,7	-0,4	394,5	360,2	-26,2	61,0	-0,5	26,9	11,0	29,7
2020	513,9	468,0	55,8	-6,9	-3,0	611,6	561,1	-53,8	104,4	-0,1	144,6	22,3	41,1
2020 Q3	94,7	88,6	6,5	-1,3	0,9	144,3	134,8	-15,6	25,0	0,1	46,1	14,6	3,9
Q4	32,1	51,8	-12,5	-3,7	-3,5	158,4	139,2	-8,5	27,9	-0,2	53,9	-1,9	39,2
2021 Q1	81,1	85,1	-9,0	0,7	4,4	176,3	152,6	-16,0	39,7	0,0	11,8	-29,1	-16,8
Q2	36,3	50,5	-11,1	-4,0	0,9	83,5	90,5	-14,5	7,6	-0,1	46,8	10,1	-1,0
2021 Febr.	20,1	29,6	-9,5	1,0	-1,0	53,6	42,7	-4,7	15,4	0,2	4,8	-2,6	-10,6
März	39,0	28,2	8,2	0,6	2,1	62,5	56,4	-4,7	11,0	-0,2	1,3	-17,9	-5,5
April	-15,4	-8,7	-5,7	-0,7	-0,3	20,3	21,3	-4,3	3,1	0,1	7,4	16,5	2,0
Mai	9,4	10,8	0,7	-1,4	-0,6	30,9	36,3	-5,9	0,6	-0,2	17,2	4,0	-3,2
Juni	42,4	48,5	-6,1	-1,8	1,8	32,3	32,8	-4,4	3,9	0,0	22,3	-10,4	0,2
Juli ^(a)	11,8	18,8	-5,2	-0,7	-1,0	22,8	29,8	-8,6	1,5	0,1	12,0	12,7	0,5
Wachstumsraten													
2018	4,2	5,9	-3,4	-0,7	-16,2	5,2	8,8	-8,0	2,2	66,7	0,2	-1,7	4,6
2019	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,1	2,9	-36,8	2,7	5,3	6,8
2020	20,7	22,6	21,6	-4,6	-46,9	8,7	12,8	-10,9	4,9	-6,5	14,5	10,3	8,8
2020 Q3	21,1	22,4	24,9	-3,3	23,4	7,7	11,7	-11,3	4,2	-0,2	8,2	9,9	0,9
Q4	20,7	22,6	21,6	-4,6	-46,9	8,7	12,8	-10,9	4,9	-6,5	14,5	10,3	8,8
2021 Q1	18,0	19,8	15,2	-2,7	9,4	9,2	12,7	-10,4	6,0	39,5	4,1	-6,2	4,2
Q2	8,5	11,5	-8,3	-5,7	47,9	7,7	11,0	-11,8	4,6	-20,0	15,5	-2,8	5,4
2021 Febr.	21,2	23,8	15,7	-4,4	9,1	9,5	13,4	-11,4	5,9	15,4	14,6	5,0	4,6
März	18,0	19,8	15,2	-2,7	9,4	9,2	12,7	-10,4	6,0	39,5	4,1	-6,2	4,2
April	12,8	14,8	4,7	-2,7	26,2	8,3	11,6	-10,4	5,4	4,0	8,8	-0,5	6,0
Mai	8,9	11,6	-5,8	-3,9	47,4	7,9	11,3	-11,3	4,9	-13,7	11,5	-0,7	6,5
Juni	8,5	11,5	-8,3	-5,7	47,9	7,7	11,0	-11,8	4,6	-20,0	15,5	-2,8	5,4
Juli ^(a)	6,9	10,4	-14,1	-5,5	47,0	7,3	10,6	-12,6	4,2	-28,6	15,0	-3,9	3,6

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum¹⁾

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt	Bereinigte Kredite ²⁾	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen ³⁾			An Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bestände												
2018	4 684,1	1 008,4	3 664,3	13 416,5	11 123,0	11 483,4	4 404,9	5 741,9	849,8	126,4	1 519,9	773,6
2019	4 660,7	986,8	3 662,2	13 865,5	11 452,4	11 839,6	4 475,8	5 931,1	893,5	152,0	1 562,5	850,6
2020	5 925,4	996,1	4 917,3	14 343,2	11 927,3	12 301,1	4 723,6	6 119,9	916,1	167,7	1 549,9	866,0
2020 Q3	5 737,2	1 003,1	4 722,3	14 200,5	11 868,4	12 226,5	4 731,8	6 066,0	912,6	157,9	1 517,9	814,2
Q4	5 925,4	996,1	4 917,3	14 343,2	11 927,3	12 301,1	4 723,6	6 119,9	916,1	167,7	1 549,9	866,0
2021 Q1	6 092,3	993,9	5 096,8	14 461,3	12 059,3	12 419,4	4 782,8	6 173,4	947,9	155,2	1 521,2	880,8
Q2	6 185,9	1 005,9	5 178,4	14 485,0	12 072,5	12 436,1	4 745,0	6 240,2	937,6	149,7	1 523,6	888,9
2021 Febr.	5 986,6	993,7	4 991,3	14 394,1	11 973,3	12 337,0	4 731,6	6 153,5	941,7	146,5	1 549,4	871,4
März	6 092,3	993,9	5 096,8	14 461,3	12 059,3	12 419,4	4 782,8	6 173,4	947,9	155,2	1 521,2	880,8
April	6 098,7	1 002,7	5 093,7	14 417,2	12 037,9	12 393,8	4 751,4	6 191,4	944,6	150,4	1 505,5	873,8
Mai	6 133,9	1 004,4	5 127,7	14 455,7	12 064,9	12 415,6	4 745,8	6 213,8	948,2	157,1	1 505,0	885,8
Juni	6 185,9	1 005,9	5 178,4	14 485,0	12 072,5	12 436,1	4 745,0	6 240,2	937,6	149,7	1 523,6	888,9
Juli ⁽⁴⁾	6 290,1	1 009,9	5 278,5	14 530,3	12 113,3	12 472,6	4 743,9	6 275,5	945,7	148,0	1 526,7	890,4
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2018	91,5	-28,2	119,7	375,0	307,5	382,6	124,1	166,1	-0,3	17,7	88,5	-21,1
2019	-87,2	-23,3	-64,3	452,1	378,3	424,9	115,6	200,4	41,2	21,1	30,5	43,4
2020	1 050,4	13,3	1 037,0	735,1	539,6	560,6	288,8	209,2	25,8	15,8	167,2	28,3
2020 Q3	262,5	-2,8	265,2	150,8	105,1	86,8	29,0	72,1	1,1	2,9	40,7	5,0
Q4	177,0	-1,9	178,7	156,7	83,6	119,9	3,5	60,8	9,6	9,7	30,0	43,1
2021 Q1	162,2	-1,7	174,4	144,4	132,5	114,8	59,5	56,6	28,9	-12,6	3,7	8,2
Q2	109,8	11,9	97,2	46,5	37,9	37,9	-26,2	78,8	-9,2	-5,5	2,5	6,0
2021 Febr.	60,9	5,1	55,8	36,7	31,3	31,3	9,9	18,9	4,6	-2,0	0,2	5,2
März	67,1	0,6	66,5	91,8	83,0	75,3	49,4	20,6	4,5	8,6	4,5	4,3
April	25,3	8,5	16,1	-20,6	-0,7	-8,8	-22,8	27,6	-0,8	-4,7	-12,6	-7,3
Mai	37,6	1,8	35,7	40,6	30,7	23,0	-3,9	23,1	4,7	6,7	-0,4	10,4
Juni	47,0	1,6	45,5	26,4	7,9	23,7	0,5	28,1	-13,2	-7,4	15,5	3,0
Juli ⁽⁴⁾	77,9	4,0	74,0	44,2	42,1	46,0	10,7	23,8	9,3	-1,7	3,9	-1,7
Wachstumsraten												
2018	2,0	-2,7	3,4	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	0,0	16,3	6,1	-2,6
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,1	2,0	5,5
2020	22,3	1,3	27,9	5,3	4,7	4,7	6,5	3,5	2,9	10,4	11,2	3,4
2020 Q3	19,0	0,1	24,2	4,9	4,7	4,7	6,5	3,5	2,7	8,2	9,0	0,1
Q4	22,3	1,3	27,9	5,3	4,7	4,7	6,5	3,5	2,9	10,4	11,2	3,4
2021 Q1	21,9	-0,8	28,1	4,6	3,6	3,5	4,6	3,8	-1,4	-3,5	10,0	8,4
Q2	13,1	0,6	16,2	3,6	3,1	3,0	1,4	4,5	3,3	-3,5	5,1	7,6
2021 Febr.	24,0	0,5	30,6	5,0	4,4	4,5	6,4	3,3	3,6	-2,5	10,4	3,8
März	21,9	-0,8	28,1	4,6	3,6	3,5	4,6	3,8	-1,4	-3,5	10,0	8,4
April	18,0	-0,5	22,9	4,0	3,3	3,2	2,6	4,3	0,8	-3,5	6,5	9,0
Mai	15,4	-0,2	19,4	3,5	2,8	2,7	1,5	4,3	0,6	1,8	5,1	9,6
Juni	13,1	0,6	16,2	3,6	3,1	3,0	1,4	4,5	3,3	-3,5	5,1	7,6
Juli ⁽⁴⁾	12,4	1,1	15,1	3,4	3,0	3,0	1,2	4,5	4,3	-5,0	4,5	7,1

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										
2018	4 404,9	4 489,0	991,4	844,2	2 569,4	5 741,9	6 024,9	682,6	4 356,4	702,9
2019	4 475,8	4 577,9	967,4	878,0	2 630,4	5 931,1	6 224,0	720,1	4 524,6	686,4
2020	4 723,6	4 841,3	898,9	1 012,0	2 812,6	6 119,9	6 390,1	700,2	4 725,1	694,6
2020 Q3	4 731,8	4 845,5	930,0	1 014,7	2 787,2	6 066,0	6 334,0	702,4	4 667,6	696,0
Q4	4 723,6	4 841,3	898,9	1 012,0	2 812,6	6 119,9	6 390,1	700,2	4 725,1	694,6
2021 Q1	4 782,8	4 900,8	895,4	1 017,5	2 869,9	6 173,4	6 435,8	695,4	4 785,0	693,1
Q2	4 745,0	4 865,3	831,7	972,1	2 941,1	6 240,2	6 496,9	693,5	4 851,1	695,6
2021 Febr.	4 731,6	4 848,4	892,5	1 005,0	2 834,1	6 153,5	6 421,5	698,5	4 761,7	693,3
März	4 782,8	4 900,8	895,4	1 017,5	2 869,9	6 173,4	6 435,8	695,4	4 785,0	693,1
April	4 751,4	4 870,4	870,6	996,2	2 884,7	6 191,4	6 451,6	690,6	4 809,0	691,8
Mai	4 745,8	4 859,5	871,1	972,9	2 901,8	6 213,8	6 472,1	691,7	4 830,0	692,0
Juni	4 745,0	4 865,3	831,7	972,1	2 941,1	6 240,2	6 496,9	693,5	4 851,1	695,6
Juli ⁽⁶⁾	4 743,9	4 857,3	828,3	966,5	2 949,2	6 275,5	6 533,2	696,0	4 875,0	704,6
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2018	124,1	176,3	18,0	32,8	73,3	166,1	188,4	41,2	134,2	-9,3
2019	115,6	143,3	-13,2	43,6	85,3	200,4	217,2	41,0	168,6	-9,2
2020	288,8	325,1	-54,0	138,8	203,9	209,2	195,1	-11,8	210,8	10,2
2020 Q3	29,0	33,9	-22,5	15,9	35,6	72,1	59,7	5,8	65,0	1,3
Q4	3,5	22,3	-25,5	-1,5	30,4	60,8	68,0	-1,7	61,6	1,0
2021 Q1	59,5	59,4	-3,6	5,8	57,4	56,6	51,0	-3,1	60,4	-0,7
Q2	-26,2	-26,8	-59,9	-42,3	76,0	78,8	72,7	3,1	72,9	2,8
2021 Febr.	9,9	12,0	2,1	-0,6	8,3	18,9	19,9	1,7	16,7	0,4
März	49,4	50,4	2,2	12,3	34,9	20,6	16,7	-2,7	23,2	0,1
April	-22,8	-25,8	-21,4	-19,4	18,0	27,6	25,5	-0,7	28,1	0,1
Mai	-3,9	-11,6	1,1	-22,8	17,7	23,1	21,3	1,4	21,1	0,6
Juni	0,5	10,6	-39,6	-0,2	40,2	28,1	25,8	2,3	23,7	2,1
Juli ⁽⁶⁾	10,7	8,2	-2,4	-4,0	17,2	23,8	28,6	1,4	23,3	-0,8
Wachstumsraten										
2018	2,9	4,1	1,8	4,0	2,9	3,0	3,2	6,3	3,2	-1,3
2019	2,6	3,2	-1,3	5,2	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020	6,5	7,1	-5,6	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2020 Q3	6,5	7,1	-3,9	17,3	6,9	3,5	3,1	-0,1	4,5	1,0
Q4	6,5	7,1	-5,6	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021 Q1	4,6	5,3	-9,1	11,0	7,6	3,8	3,3	-1,6	5,0	1,5
Q2	1,4	1,8	-11,8	-2,2	7,3	4,5	4,0	0,6	5,7	0,6
2021 Febr.	6,4	7,0	-4,8	14,2	7,8	3,3	3,0	-2,8	4,5	1,2
März	4,6	5,3	-9,1	11,0	7,6	3,8	3,3	-1,6	5,0	1,5
April	2,6	3,2	-9,9	3,6	6,8	4,3	3,8	0,4	5,4	1,3
Mai	1,5	1,9	-7,7	-2,6	6,2	4,3	3,9	0,7	5,4	0,7
Juni	1,4	1,8	-11,8	-2,2	7,3	4,5	4,0	0,6	5,7	0,6
Juli ⁽⁶⁾	1,2	1,7	-11,4	-3,3	7,1	4,5	4,2	0,2	5,7	0,4

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände ²⁾	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum				Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige			
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren		Kapital und Rücklagen	Zusammen		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Bestände										
2018	389,2	6 817,4	1 940,0	56,1	2 099,7	2 721,6	1 030,0	460,2	187,0	194,9
2019	364,2	7 058,9	1 946,1	50,1	2 156,5	2 906,1	1 455,5	452,3	178,9	187,2
2020	748,8	6 967,2	1 916,7	42,1	1 994,9	3 013,6	1 428,9	539,5	130,1	139,2
2020 Q3	806,2	7 039,6	1 934,3	43,0	2 059,7	3 002,6	1 569,1	499,5	139,9	147,3
Q4	748,8	6 967,2	1 916,7	42,1	1 994,9	3 013,6	1 428,9	539,5	130,1	139,2
2021 Q1	699,4	6 892,4	1 897,4	41,2	1 984,7	2 969,1	1 392,7	387,4	127,3	130,3
Q2	657,0	6 847,8	1 868,6	40,4	1 953,6	2 985,3	1 448,8	332,4	123,7	134,5
2021 Febr.	684,7	6 880,0	1 905,2	41,4	1 971,9	2 961,5	1 431,8	416,0	145,4	145,7
März	699,4	6 892,4	1 897,4	41,2	1 984,7	2 969,1	1 392,7	387,4	127,3	130,3
April	726,3	6 839,2	1 869,7	41,2	1 968,1	2 960,1	1 444,4	380,1	132,8	131,3
Mai	690,4	6 835,3	1 868,2	40,8	1 944,2	2 982,1	1 467,6	317,1	133,4	130,8
Juni	657,0	6 847,8	1 868,6	40,4	1 953,6	2 985,3	1 448,8	332,4	123,7	134,5
Juli ⁽³⁾	683,2	6 893,5	1 860,3	39,4	1 966,8	3 027,0	1 483,4	296,6	133,4	133,2
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2018	45,5	51,0	-37,8	-4,9	16,1	77,6	88,4	42,6	16,2	23,6
2019	-24,3	107,7	-5,3	-3,3	27,3	89,0	309,4	19,4	-2,7	-2,5
2020	321,6	-32,8	-14,6	-8,0	-99,3	89,2	-49,3	156,6	-48,8	-48,0
2020 Q3	69,2	10,8	-3,2	-1,1	6,0	9,0	26,9	-11,2	-19,3	-27,1
Q4	-57,2	2,1	-4,0	-0,9	-43,9	50,9	-110,3	100,8	-9,8	-8,1
2021 Q1	-49,4	-31,9	-22,7	-0,9	-33,5	25,2	2,8	-183,6	-2,8	-8,8
Q2	-42,5	-19,9	-22,1	-0,7	-26,1	29,1	37,3	-44,1	-3,7	4,2
2021 Febr.	5,9	4,2	-7,3	-0,5	-1,8	13,7	-2,9	-24,4	-2,0	-1,0
März	14,8	2,2	-9,7	-0,3	-1,1	13,2	-33,7	-41,4	-18,1	-15,4
April	26,9	-18,0	-20,0	0,0	-3,2	5,3	49,7	-0,1	5,5	0,9
Mai	-36,0	-27,4	-1,0	-0,3	-20,5	-5,6	-5,6	-58,3	0,6	-0,5
Juni	-33,4	25,5	-1,2	-0,4	-2,4	29,4	-6,8	14,3	-9,7	3,7
Juli ⁽³⁾	26,2	-2,3	-8,0	-1,0	14,6	-8,0	12,0	-34,5	9,7	-1,3
Wachstumsraten										
2018	13,0	0,8	-1,9	-8,0	0,8	2,9	-	-	8,1	7,7
2019	-6,3	1,6	-0,3	-5,9	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020	88,5	-0,5	-0,8	-15,9	-4,6	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2020 Q3	91,8	-0,4	-0,6	-19,4	-3,1	2,1	-	-	-24,1	-25,6
Q4	88,5	-0,5	-0,8	-15,9	-4,6	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2021 Q1	56,5	-0,3	-1,6	-12,7	-4,1	3,5	-	-	-30,7	-33,7
Q2	-10,6	-0,6	-2,7	-8,2	-4,8	3,9	-	-	-22,3	-22,9
2021 Febr.	52,7	-0,9	-1,0	-13,9	-6,0	3,1	-	-	-18,3	-23,8
März	56,5	-0,3	-1,6	-12,7	-4,1	3,5	-	-	-30,7	-33,7
April	27,8	-0,3	-2,4	-10,8	-4,2	4,0	-	-	-29,2	-35,4
Mai	5,3	-0,9	-2,7	-9,6	-4,9	3,1	-	-	-32,1	-38,1
Juni	-10,6	-0,6	-2,7	-8,2	-4,8	3,9	-	-	-22,3	-22,9
Juli ⁽³⁾	-9,6	-0,6	-3,0	-9,4	-3,9	3,6	-	-	-17,9	-23,5

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich Einlagen der Zentralstaaten beim MFI-Sektor sowie von Zentralstaaten gehaltener Wertpapiere des MFI-Sektors.

3) Nicht saisonbereinigt.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Finanzierungssaldo					Nachrichtlich: Primärsaldo
	Insgesamt	Zentralstaat	Länder	Gemeinden	Sozialversicherung	
	1	2	3	4	5	6
2017	-0,9	-1,4	0,1	0,2	0,1	1,0
2018	-0,5	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,0	0,2	1,0
2020	-7,2	-6,0	-0,3	-0,1	-0,9	-5,7
2020 Q2	-4,0	.	.	.	.	-2,4
Q3	-5,3	.	.	.	.	-3,8
Q4	-7,3	.	.	.	.	-5,8
2021 Q1	-8,4	.	.	.	.	-6,9

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

6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Einnahmen						Ausgaben						Vermögens- wirksame Ausgaben
	Insgesamt	Laufende Einnahmen				Ver- mögens- wirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende Ausgaben				Vermögens- wirksame Ausgaben	
		Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial- beiträge				Arbeitnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Sozial- ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,2	43,3	9,9	5,3	1,9	22,4	3,8
2018	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019	46,4	45,9	12,9	13,1	15,0	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,6	22,5	3,8
2020	46,8	46,4	13,0	12,8	15,7	0,5	54,1	49,5	10,7	5,9	1,5	25,7	4,6
2020 Q2	46,7	46,2	13,1	12,9	15,4	0,5	50,6	46,6	10,4	5,7	1,6	24,2	4,0
Q3	46,7	46,2	13,0	12,9	15,5	0,5	52,0	47,8	10,5	5,8	1,6	24,9	4,2
Q4	46,7	46,3	13,0	12,8	15,6	0,5	54,0	49,4	10,7	6,0	1,5	25,6	4,6
2021 Q1	46,7	46,2	13,0	12,7	15,7	0,5	55,1	50,4	10,8	6,1	1,5	25,9	4,7

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

6.3 Verschuldung

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

	Insgesamt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld- verschrei- bungen	Gebietsansässige MFIs	Gebiets- fremde	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder Euro- Vorgänger- währungen	Andere Währungen	
														1
2017	87,7	3,2	14,6	70,0	48,2	32,1	39,5	8,6	79,1	16,5	29,0	42,3	85,8	1,9
2018	85,7	3,1	13,8	68,8	48,0	32,4	37,8	8,1	77,7	16,0	28,4	41,3	84,2	1,5
2019	83,9	3,0	13,1	67,8	45,4	30,6	38,5	7,7	76,3	15,7	27,8	40,4	82,5	1,4
2020	98,0	3,2	14,3	80,5	54,9	39,4	43,1	11,6	86,4	19,7	31,7	46,6	95,9	2,1
2020 Q2	94,8	3,1	14,3	77,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	97,1	3,2	14,0	79,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	97,8	3,2	14,3	80,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 Q1	100,5	3,2	14,3	83,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren¹⁾

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Veränderung der Schuldenquote ²⁾	Primär-saldo	Deficit-Debt-Adjustments									Zins-Wachstums-Differenzial	Nachrichtlich: Nettoneuverschuldung
			Insgesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva					Neubewertungseffekte und sonstige Volumensänderungen	Sonstige			
				Zusammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Anteile an Investmentfonds					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2017	-2,4	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,3	1,0	
2018	-2,0	-1,4	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	-1,0	0,8	
2019	-1,8	-1,0	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0	-0,9	0,9	
2020	14,1	5,7	2,3	2,4	2,0	0,4	-0,1	0,1	0,0	-0,1	6,1	9,5	
2020 Q2	8,8	2,4	3,1	3,0	2,8	0,2	-0,1	0,2	-0,2	0,4	3,2	7,3	
Q3	11,4	3,8	2,9	3,2	2,9	0,3	-0,1	0,1	-0,3	0,0	4,7	8,5	
Q4	13,9	5,8	2,2	2,4	2,0	0,4	-0,1	0,1	0,0	-0,2	5,9	9,5	
2021 Q1	14,4	6,9	1,9	2,1	1,6	0,5	-0,1	0,1	-0,1	-0,1	5,7	10,4	

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
2018	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2019	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,1
2020	15,0	13,6	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8
2020 Q2	15,3	13,9	5,0	1,4	0,4	7,5	2,0	1,1	-0,2	2,3	2,0	0,1	0,9
Q3	15,9	14,5	4,7	1,4	0,3	7,5	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,2	0,1	0,8
Q4	15,0	13,6	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8
2021 Q1	15,7	14,3	5,5	1,4	0,4	7,8	1,8	1,1	-0,2	2,1	2,1	0,0	0,5
2021 Febr.	15,4	13,9	5,2	1,4	0,4	7,8	1,8	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,6
März	15,7	14,3	5,5	1,4	0,4	7,8	1,8	1,1	-0,2	2,1	2,1	0,0	0,5
April	15,8	14,4	5,1	1,4	0,4	7,9	1,7	1,0	-0,3	2,1	2,1	-0,1	0,6
Mai	15,7	14,3	4,8	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,1	2,1	-0,1	0,6
Juni	15,6	14,2	5,2	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,0	2,1	-0,1	0,5
Juli	15,3	14,0	5,2	1,3	0,3	7,9	1,6	0,5	-0,3	2,0	2,0	-0,1	0,5

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									
2017	-0,7	1,4	-0,7	-0,3	0,6	-3,0	-3,0	-2,4	1,9
2018	-0,8	1,8	-0,6	0,1	0,9	-2,5	-2,3	-2,2	-3,5
2019	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,1	-2,9	-3,1	-1,6	1,5
2020	-9,4	-4,2	-4,9	-5,0	-9,7	-11,0	-9,2	-9,5	-5,7
2020 Q2	-6,1	-1,4	-3,1	-2,0	-2,7	-6,9	-6,7	-5,4	-2,4
Q3	-7,3	-2,9	-3,6	-3,4	-5,7	-8,2	-7,3	-7,4	-4,3
Q4	-9,4	-4,5	-4,9	-5,0	-9,7	-11,0	-9,2	-9,5	-5,7
2021 Q1	-9,3	-6,1	-4,7	-5,8	-12,3	-11,5	-10,3	-10,1	-7,6
Verschuldung									
2017	102,0	65,1	9,1	67,0	179,2	98,6	98,3	134,1	93,5
2018	99,8	61,8	8,2	63,0	186,2	97,4	98,0	134,4	99,2
2019	98,1	59,7	8,4	57,4	180,5	95,5	97,6	134,6	94,0
2020	114,1	69,8	18,2	59,5	205,6	120,0	115,7	155,8	118,2
2020 Q2	114,0	67,3	18,5	62,1	191,3	110,2	113,1	149,4	113,2
Q3	113,1	70,0	18,5	61,2	199,8	114,0	115,6	154,4	119,5
Q4	114,1	69,7	18,2	58,4	205,6	119,9	115,1	155,8	119,1
2021 Q1	118,6	71,1	18,5	60,5	209,3	125,2	118,0	160,0	125,7

	Lettland 10	Litauen 11	Luxemburg 12	Malta 13	Niederlande 14	Österreich 15	Portugal 16	Slowenien 17	Slowakei 18	Finnland 19
Finanzierungssaldo										
2017	-0,8	0,5	1,3	3,2	1,3	-0,8	-3,0	-0,1	-1,0	-0,7
2018	-0,8	0,6	3,0	1,9	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,5	2,4	0,4	1,8	0,6	0,1	0,4	-1,3	-0,9
2020	-4,5	-7,4	-4,1	-10,1	-4,3	-8,9	-5,7	-8,4	-6,2	-5,4
2020 Q2	-1,6	-2,4	-2,2	-5,3	-1,3	-2,8	-1,9	-4,7	-3,4	-3,0
Q3	-3,4	-4,1	-2,9	-7,3	-2,5	-4,7	-4,2	-5,8	-4,5	-4,0
Q4	-4,5	-7,4	-4,1	-10,2	-4,2	-8,8	-5,7	-8,4	-6,1	-5,4
2021 Q1	-6,3	-7,3	-3,0	-10,6	-5,8	-10,9	-6,8	-8,8	-6,8	-6,0
Verschuldung										
2017	39,0	39,1	22,3	48,5	56,9	78,5	126,1	74,1	51,5	61,2
2018	37,1	33,7	21,0	44,8	52,4	74,0	121,5	70,3	49,6	59,7
2019	37,0	35,9	22,0	42,0	48,7	70,5	116,8	65,6	48,2	59,5
2020	43,5	47,3	24,9	54,3	54,5	83,9	133,6	80,8	60,6	69,2
2020 Q2	43,0	41,3	23,9	50,1	55,0	82,2	125,7	78,2	59,9	68,9
Q3	44,7	45,9	26,0	52,8	55,1	78,6	130,5	78,4	60,2	67,2
Q4	43,5	47,1	24,8	54,8	54,3	83,5	133,6	80,8	60,3	69,5
2021 Q1	45,7	45,6	28,1	59,0	54,9	87,4	137,2	86,0	60,3	70,3

Quelle: Eurostat.

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 8. September 2021.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-BP-21-006-DE-N (Online-Version)