

## Perspektiven der deutschen Wirtschaft für die Jahre 2021 bis 2023

*Die Perspektiven der deutschen Wirtschaft werden weiterhin von der Coronavirus-Pandemie geprägt. Im Sommer holte die Wirtschaft einen großen Teil der vorangegangenen Aktivitätseinbußen wieder auf. Im Winterhalbjahr 2020/2021 wird sie aber infolge der erneut aufgeflammten Pandemie voraussichtlich einen begrenzten Rückschlag erleiden. Danach dürfte die deutsche Wirtschaft jedoch wieder kräftig wachsen. Dabei wird unterstellt, dass die Eindämmungsmaßnahmen ab dem Frühjahr 2021 aufgrund medizinischer Fortschritte rasch gelockert werden und schließlich in den ersten Monaten des Jahres 2022 vollständig auslaufen. Dadurch werden zuvor pandemiebedingt verschlossene Konsummöglichkeiten wieder eröffnet und genutzt, und die gegenwärtig außerordentlich hohe Ersparnisbildung sinkt kräftig. Angetrieben wird die wirtschaftliche Erholung daher vor allem vom privaten Konsum.*

*In diesem als am wahrscheinlichsten angesehenen Szenario steigt das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) in kalenderbereinigter Rechnung nach einem Rückgang um 5½ % im laufenden Jahr in den kommenden beiden Jahren mit Raten von 3 % und 4½ % kräftig an. Im Jahr 2023 nähert sich der BIP-Anstieg dann dem des Potenzialwachstums an. Das Vorkrisenniveau wird Anfang 2022 wieder erreicht und das Produktionspotenzial nur wenig später.*

*Die Inflationsrate auf der Verbraucherstufe wird im laufenden Jahr vor allem aufgrund der vorübergehend gesenkten Mehrwertsteuersätze und des Einbruchs der Rohölpreise deutlich auf 0,4 % zurückgehen. Im Jahr 2021 wirkt dann nicht nur die Rücknahme der Mehrwertsteuersenkung preistreibend, sondern auch die Einführung von CO<sub>2</sub>-Emissionszertifikaten. Die Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel dürfte bereinigt um den Mehrwertsteuereffekt in beiden Jahren bei etwas über 1 % liegen. Dämpfende Effekte der schwachen gesamtwirtschaftlichen Nachfrage überwiegen gegenüber preiserhöhenden angebotsseitigen Auswirkungen der Pandemie. Im weiteren Verlauf erzeugen wieder kräftiger steigende Löhne und sich mit der Güternachfrage erholende Gewinnmargen zunehmenden Preisdruck. Im Jahr 2023 könnte die Inflationsrate gut 1½ % erreichen.*

*Die Staatsfinanzen stabilisieren die Gesamtwirtschaft erheblich. Im laufenden Jahr erreicht das staatliche Defizit daher voraussichtlich rund 5 % des BIP, und die Maastricht-Schuldenquote steigt auf eine Größenordnung von 70 %. Im Zuge der wirtschaftlichen Erholung und mit Auslaufen der pandemiebedingten Stützungsmaßnahmen verbessern sich die Staatsfinanzen danach wieder.*

*Die Unsicherheit der wirtschaftlichen Perspektiven ist hoch, insbesondere mit Blick auf die Pandemie und ihre wirtschaftlichen Auswirkungen. Deshalb wurden jeweils ein in Bezug auf den Fortgang der Pandemie günstigeres beziehungsweise ungünstigeres Szenario entworfen. In ersterem erholt sich die Wirtschaft deutlich schneller und stärker. In dem ungünstigeren Szenario erreicht das BIP dagegen sein Vorkrisenniveau erst Ende 2023, und es entstehen erhebliche Schäden am Produktionspotenzial. Die Inflationsrate liegt dann spürbar niedriger. In der Gesamtschau erscheinen die Risiken – auch jenseits der Pandemie – sowohl für das Wirtschaftswachstum als auch für die Inflationsrate aus heutiger Sicht in etwa ausgeglichen.*

*Deutsche Wirtschaft erholte sich im dritten Vierteljahr kräftig, aber unvollständig von pandemiebedingtem Einbruch zuvor*

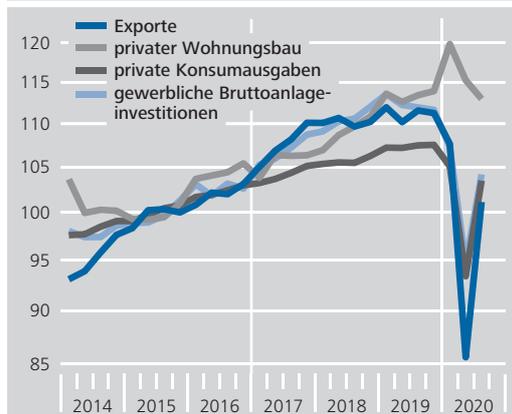
## Konjunktureller Ausblick<sup>1)</sup>

Die aktuelle Lage und die näheren Perspektiven der deutschen Wirtschaft werden entscheidend von der Coronavirus-Pandemie geprägt. Sie verursachte im Frühjahr 2020 einen beispiellosen Einbruch der wirtschaftlichen Aktivität. Besonders betroffen waren kontaktintensive Dienstleistungsbereiche, in denen der Geschäftsbetrieb aufgrund staatlich angeordneter Eindämmungsmaßnahmen und freiwilliger Verhaltensanpassungen erheblich begrenzt wurde oder ganz zum Erliegen kam. Diese Einschränkung der Konsummöglichkeiten durch die Pandemie ließ die Sparquote sprunghaft steigen

und belastete den privaten Verbrauch im ersten Halbjahr 2020 ganz erheblich. Die Exporte gingen vor allem aufgrund der pandemiebedingt einbrechenden Auslandsnachfrage sogar noch stärker zurück. Darunter – und unter der hohen Unsicherheit bezüglich der wirtschaftlichen Aussichten – litten die Investitionen der Unternehmen in Ausrüstungen massiv. Insgesamt lag das reale BIP im zweiten Vierteljahr 2020 wie in der Juni-Projektion erwartet saison- und kalenderbereinigt um 11½% unter dem Schlussquartal 2019.<sup>2)</sup> Mit dem verringerten Infektionsgeschehen und den Lockerungen der Eindämmungsmaßnahmen erholte sich die Wirtschaft im dritten Vierteljahr stark, angetrieben durch Aufhol- und teils auch Nachholeffekte in den zuvor eingebrochenen Bereichen. Dennoch wurde das Vorkrisenniveau der Wirtschaftsleistung – bei beträchtlichen Unterschieden zwischen den Wirtschaftszweigen – noch um 4% verfehlt. Zu der deutlich kräftiger als erwarteten Gegenbewegung im Sommer trugen finanz- und geldpolitische Stützungsmaßnahmen bei, die in der Juni-Projektion noch nicht enthalten waren.

### Wichtige Komponenten der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage

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



Deutsche Bundesbank

### Projektion vom Dezember 2020

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

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

Quelle: Statistisches Bundesamt. 2020 bis 2023 eigene Projektionen.

Deutsche Bundesbank

Im Winterhalbjahr 2020/2021 dürfte die wirtschaftliche Erholung unterbrochen werden. Die im Herbst in Deutschland und vielen für die Ausfuhren wichtigen Partnerländern erneut aufgeflamte Pandemie könnte vielmehr zu einem neuerlichen, im Vergleich zum Frühjahr aber moderaten Rückgang der Wirtschaftsleistung in der Größenordnung von knapp 1% führen. Dabei wird unterstellt, dass auch noch im ersten Vierteljahr 2021 Eindämmungsmaßnahmen erforderlich sind, die die Wirtschaft durchschnittlich in ähnlichem Umfang belasten wie im vierten Quartal.<sup>3)</sup> Eine vergleichbar starke Beein-

*Im Winterhalbjahr 2020/2021 erleidet wirtschaftliche Erholung voraussichtlich begrenzten Rückschlag*

<sup>1</sup> Die hier vorgestellten Vorausschätzungen für Deutschland wurden am 25. November 2020 abgeschlossen. Sie gingen in die am 10. Dezember 2020 von der EZB veröffentlichte Projektion für den Euroraum ein.

<sup>2</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2020a).

<sup>3</sup> Eine vorübergehende weitere Verschärfung der Maßnahmen könnte möglicherweise im Gegenzug etwas früher Lockerungen erlauben. Solange die wirtschaftliche Aktivität nicht lang anhaltend und weitgehend eingeschränkt wird, blieben die Auswirkungen auf das durchschnittliche BIP-Niveau gegenüber dem Basisszenario daher voraussichtlich relativ gering.

trächtigung wie im Frühjahr 2020 und ein Rückgang des BIP auf ein entsprechend niedriges Niveau ist aber nicht zu erwarten. So unterliegen gegenwärtig deutlich weniger Branchen derart strikten Einschränkungen wie im Frühjahr. Direkt betroffen sind vor allem einige kontaktintensive Dienstleistungsbereiche. Außerdem mindern inzwischen im Umgang mit der Pandemie gewonnene Erfahrungen die negativen ökonomischen Folgen der Maßnahmen. Auch die Nachfrage aus dem Ausland dürfte stabiler bleiben. Dadurch sollten die Einbußen in nicht direkt von Einschränkungen betroffenen Wirtschaftsbereichen wie der Industrie begrenzt bleiben. Diese Einschätzung spiegelt sich auch in der Stimmung der Unternehmen wider. Im Dienstleistungssektor (ohne Handel) beurteilten sie ihre Geschäftslage im November spürbar schlechter, während Industrieunternehmen ihre Lage nochmals deutlich besser einschätzten. Die Geschäftserwartungen gaben zuletzt in beiden Sektoren etwas nach, blieben aber weit über den Tiefständen vom Frühjahr 2020.<sup>4)</sup>

*Im weiteren Verlauf schwenkt Wirtschaft wieder auf kräftigen Aufwärtspfad ein*

Im weiteren Verlauf des Projektionszeitraums dürfte die deutsche Wirtschaft die im Winterhalbjahr 2020/2021 unterbrochene Erholung wieder aufnehmen und eine Zeit lang kräftig wachsen. Dabei wird im Basisszenario unterstellt, dass die Eindämmungsmaßnahmen ab dem Frühjahr 2021 rasch gelockert werden können und in den ersten Monaten des Jahres 2022 vollständig auslaufen. Neben im Sommerhalbjahr 2021 wieder stärker im Freien möglichen Aktivitäten spielen hier medizinische Fortschritte bei der Bekämpfung der Pandemie wie vor allem breitflächig verfügbare Impfstoffe eine entscheidende Rolle.

*BIP-Niveau deutlich höher als im Juni 2020 projiziert*

Insgesamt ergibt sich damit für die deutsche Wirtschaft im Basisszenario das Bild einer vorübergehend unterbrochenen kräftigen Erholung der Wirtschaft, die auf einen Wachstumspfad nahe dem des Produktionspotenzials einmündet. Nach dem starken Rückgang um 5 ½ % im laufenden Jahr könnte das kalenderbereinigte reale BIP in den folgenden beiden Jahren mit 3 % und 4 ½ % stark zulegen, bevor sich sein Zuwachs 2023 auf 1 ¾ % abschwächt.<sup>5)</sup> Das BIP

## Geschäftsklima

Salden, saisonbereinigt, monatlich



Quelle: ifo Institut.  
 Deutsche Bundesbank

## Technische Komponenten zur BIP-Wachstumsprojektion

in % bzw. Prozentpunkten

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

Quelle: Statistisches Bundesamt; 2020 bis 2023 eigene Projektionen. <sup>1</sup> Saison- und kalenderbereinigter Indexstand im vierten Quartal des Vorjahres in Relation zum kalenderbereinigten Quartalsdurchschnitt des Vorjahres. <sup>2</sup> Jahresveränderungsrate im vierten Quartal, saison- und kalenderbereinigt. <sup>3</sup> In % des BIP. <sup>4</sup> Abweichungen in der Summe rundungsbedingt.

Deutsche Bundesbank

<sup>4</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2020b).

<sup>5</sup> Ohne Bereinigung um kalendarische Effekte ergibt sich 2020 wegen der im Vergleich zum Vorjahr höheren Zahl an Arbeitstagen ein mit -5,1% etwas geringerer Rückgang. In den Jahren 2022 und 2023 ist dieser Kalendereffekt negativ (vgl. oben stehende Tabelle).

### Revisionen gegenüber der Projektion vom Juni 2020

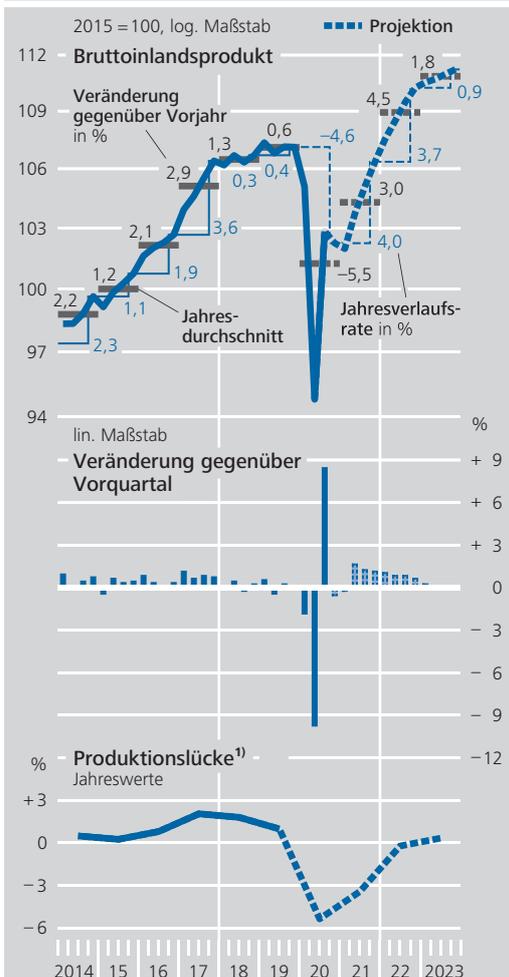
Veränderung gegenüber Vorjahr in %

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

Deutsche Bundesbank

### Gesamtwirtschaftliche Produktion und Produktionslücke

Preis-, saison- und kalenderbereinigt



Quelle: Statistisches Bundesamt und eigene Berechnungen. 2020 bis 2023 eigene Projektionen. <sup>1</sup> Abweichung des BIP vom geschätzten Produktionspotenzial.

Deutsche Bundesbank

erreicht damit sein Vorkrisenniveau bereits wieder Anfang 2022. Gegenüber der Projektion vom Juni wird damit für den gesamten Projektionszeitraum ein höheres Niveau für das BIP erwartet. Ausschlaggebend hierfür ist die deutlich stärker als erwartete Erholung im dritten Vierteljahr 2020 im In- und Ausland.

Im Basisszenario wird das Produktionspotenzial durch die Pandemie auch dank der umfangreichen geld-, finanz- und arbeitsmarktpolitischen Stützungsmaßnahmen nur relativ wenig beeinträchtigt.<sup>6)</sup> Verglichen mit der Einschätzung vor Ausbruch der Pandemie wird das Produktionspotenzial für das Jahr 2023 nun um gut 1 % niedriger angesetzt. Dabei ist allerdings zu beachten, dass dieses Potenzial in den Jahren 2020 und 2021 aufgrund der Eindämmungsmaßnahmen auch angebotsseitig temporär nicht ausgeschöpft werden kann. Mit der fortschreitenden Erholung nähert sich die deutsche Wirtschaft dank wieder steigender Nachfrage und wegfallender Angebotsbeschränkungen dem Produktionspotenzial an und dürfte sich ab dem Jahr 2022 im Korridor der Normalauslastung bewegen.

Die deutschen Exporte dürften im Schlussquartal 2020 ungeachtet des Wiederaufflammens der Pandemie in vielen Ländern eine wichtige Stütze der wirtschaftlichen Aktivität sein. Getragen wird dieser Schwung zu einem gewissen Teil von Vorzieheffekten aufgrund des Ausscheidens des Vereinigten Königreichs aus dem EU-Binnenmarkt und der Zollunion zum 1. Januar 2021. Obschon unter den neu angeordneten Eindämmungsmaßnahmen auch im europäischen Ausland vor allem Dienstleistungen leiden, wird wohl auch die Nachfrage nach Gütern aus dem deutschen Exportsortiment in Mitleidenschaft gezogen werden. Die Exporterwartungen der Unternehmen sanken zuletzt deutlich. Daher und aufgrund des dann belastenden Brexit-Effekts dürften die Ausfuhren

*Nur vergleichsweise geringe Schäden am Produktionspotenzial durch die Pandemie*

*Exporte solide Stütze der wirtschaftlichen Erholung*

<sup>6</sup> Die Schätzung für die Wachstumsrate des Produktionspotenzials steigt wegen wieder höherer Beiträge des Kapitalstocks und der totalen Faktorproduktivität von 0,9 % im laufenden Jahr auf 1,2 % im Jahr 2023.

## Rahmenbedingungen für die gesamtwirtschaftlichen Vorausschätzungen

Die hier vorgelegte Projektion basiert auf Annahmen über die Weltwirtschaft, die Wechselkurse, die Rohstoffpreise und die Zinssätze, die von Fachleuten des Eurosystems festgelegt wurden. Ihnen liegen Informationen zugrunde, die am 18. November 2020 verfügbar waren. Die Annahmen über die wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum ergeben sich aus den Projektionen der nationalen Zentralbanken der Euro-Länder.<sup>1)</sup> Diese Projektionen beziehen die finanzpolitischen Maßnahmen ein, die entweder verabschiedet oder hinreichend spezifiziert waren und deren Umsetzung als wahrscheinlich angesehen wurde.

Mit Blick auf die Coronavirus-Pandemie wird im Basisszenario davon ausgegangen, dass sich die zuletzt berichteten Fortschritte bei der Impfstoffentwicklung bestätigen und im Projektionszeitraum eine medizinische Bekämpfung des Virus in den meisten Ländern einschließlich jenen des Euroraums und Deutschlands effektiv umgesetzt werden kann. So dürften bereits im Verlauf des Jahres 2021 breitflächig Impfungen durchgeführt werden. Daher können die Eindämmungsmaßnahmen, die im Winterhalbjahr 2020/2021 noch bestehen bleiben, ab dem Frühjahr 2021 rasch gelockert werden und in den ersten Monaten des Jahres 2022 auslaufen.

### Weltwirtschaft erholt sich aus tiefer Rezession

Wie in der Juni-Projektion erwartet, sank die globale Wirtschaftsaktivität im zweiten Vierteljahr 2020 in historischem Ausmaß. Im Sommerquartal dürfte die Erholung der globalen Wirtschaftsaktivität dann deutlich stärker ausgefallen sein als damals unter-

stellt. Im Winterhalbjahr 2020/2021 dürfte sich das Expansionstempo, auch aufgrund des im Herbst weltweit wieder stark angestiegenen Infektionsgeschehens, allerdings deutlich abschwächen. Abgesehen von China, dessen Bruttoinlandsprodukt (BIP) nach dem Einbruch zum Jahresauftakt im Frühjahr bereits wieder das Vorkrisenniveau vom Ende des vergangenen Jahres übertraf, dürfte die Wirtschaftsaktivität nahezu aller wichtigen Handelspartner des Euroraums mindestens bis zur zweiten Jahreshälfte 2021 unter dem Niveau bleiben, das vor Einsetzen der Coronakrise erreicht worden war.

Losgelöst vom Verlauf des Pandemiegeschehens wird insbesondere der Ausblick für das Vereinigte Königreich von der Ausgestaltung der Handelsbeziehungen beeinflusst, die das Land nach dem Ablauf der Übergangsphase mit der Europäischen Union unterhalten wird. Für die vorliegende Projektion wird davon ausgegangen, dass bis zum Jahresende kein Handelsabkommen erzielt wird, sodass ab dem 1. Januar 2021 das Meistbegünstigungsprinzip der Welthandelsorganisation gilt.<sup>2)</sup>

Insgesamt wird für die Weltwirtschaft ohne den Euroraum nach einem Rückgang um 3 % in diesem Jahr für das kommende Jahr eine Expansionsrate von 5¾ % veranschlagt, bevor die Wirtschaftsaktivität in den Jahren 2022 und 2023 mit Raten von 4 % bezie-

<sup>1</sup> Die Projektionen der nationalen Zentralbanken der Euro-Länder wurden am 25. November 2020 abgeschlossen.

<sup>2</sup> In den vorangegangenen Projektionen war die Verabschiedung eines Handelsabkommens bis zum Jahresende 2020 unterstellt worden. Die nun getroffene Annahme entspricht derjenigen der Europäischen Kommission in ihrer jüngsten Prognose (vgl. Europäische Kommission (2020)).

### Wichtige Annahmen der Projektion

| Position   | 2020          | 2021          | 2022          | 2023          |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Wechselkurse für den Euro  |               |               |               |               |
| US-Dollar je Euro Effektiv <sup>1)</sup>                                 | 1,14<br>119,2 | 1,18<br>121,6 | 1,18<br>121,6 | 1,18<br>121,6 |
| Zinssätze  |               |               |               |               |
| EURIBOR-Dreimonatsgeld Umlaufrendite öffentlicher Anleihen <sup>2)</sup> | - 0,4         | - 0,5         | - 0,5         | - 0,5         |
| Rohstoffpreise   |               |               |               |               |
| Rohöl <sup>3)</sup>  | 41,6          | 44,0          | 45,7          | 46,9          |
| Sonstige Rohstoffe <sup>4) 5)</sup>                                      | 2,5           | 8,4           | 0,4           | 1,6           |
| Absatzmärkte der deutschen Exporteure <sup>5) 6)</sup>                   | - 10,3        | 6,6           | 4,7           | 3,4           |

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

hungsweise 3½ % wächst. Für den internationalen Handel wird ein vergleichbares Profil angenommen. Nach einem Einbruch um 9¼ % im laufenden Jahr wird für den Welthandel (ohne den Euroraum) für das kommende Jahr mit einem Anstieg von 7 % gerechnet, bevor er in der Folge mit Raten von 4 % im Jahr 2022 und 3½ % im Jahr 2023 expandiert.

### Erholungsprozess im Euroraum vom Verlauf der Pandemie bestimmt

Für den Euroraum fiel der Einbruch der Wirtschaftsaktivität im zweiten Vierteljahr 2020 etwas weniger dramatisch aus als in der Juni-Projektion erwartet. Zudem war die Erholung im Sommerquartal infolge der weitgehenden Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen sowie der deutlichen Erholung des Welthandels kräftiger als im Juni veranschlagt. Angesichts wieder stark ansteigender Infektionszahlen wurden die Restriktionen zur Pandemiebekämpfung im Herbst wieder verschärft. Im Vergleich zum Früh-

jahr konzentrieren sich die Eindämmungsmaßnahmen stärker auf die Beschränkung von Kontakten im privaten Umfeld sowie die Bereiche Freizeit, Gaststätten und Beherbergung sowie Teile des Einzelhandels. Damit ist erneut der Dienstleistungssektor stark betroffen, während die Industrie und der Bau nur wenig beeinträchtigt sein dürften. Die ergriffenen Maßnahmen dürften daher die Wirtschaftstätigkeit im Winterhalbjahr deutlich weniger dämpfen als im Frühjahr. Unter der allgemeinen Annahme dieser Projektion, dass die Pandemie durch medizinische Lösungen bis zum ersten Vierteljahr 2022 sukzessive überwunden wird, könnten im Verlauf dieses Zeitraums die Eindämmungsmaßnahmen schrittweise gelockert werden. Für den Euroraum (ohne Deutschland) wird für dieses Jahr ein Minus von 8,1% projiziert. Infolge der deutlich gedämpften Erwartungen für das Winterhalbjahr 2020/2021 wird die Zuwachsrate für 2021 mit 4,3 % nun niedriger als in der Juni-Projektion angesetzt. Für die Folgejahre wird mit einem Wachstum von 4,1% im Jahr 2022 und 2,2 % im Jahr 2023 gerechnet.

Die Absatzmärkte deutscher Exporteure, die im laufenden Jahr noch etwas stärker in Mitleidenschaft gezogen wurden als der Welthandel, dürften im kommenden Jahr weniger dynamisch expandieren als der globale Handel. Hierfür spielen auch die sich ändernden Handelsbeziehungen mit dem Vereinigten Königreich eine Rolle. Im Jahr 2022 könnten die Absatzmärkte ihre Erholung etwas deutlicher fortsetzen als der Welthandel.

### Szenarien illustrieren hohe Unsicherheit hinsichtlich des Ausblicks für das internationale Umfeld

Angesichts der auf die Pandemie zurückzuführenden hohen Unsicherheit für den globalen Konjunkturausblick wurden für die

Entwicklung der Weltwirtschaft zusätzlich zum Basisszenario der Projektion – wie bereits in der Juni-Projektion – zwei alternative Szenarien konstruiert. Bei den im günstigeren Szenario unterstellten geringeren wirtschaftlichen Belastungen könnten das globale BIP und der Welthandel bereits im kommenden Jahr spürbar dynamischer expandieren. Wenn sich hingegen die Umsetzung medizinischer Lösungen zur Bekämpfung der Pandemie länger hinzieht, würde sich der wirtschaftliche Erholungsprozess in den kommenden beiden Jahren deutlich verzögern. Der Welthandel erreicht sein Vorkrisenniveau im ungünstigeren Szenario erst wieder im Verlauf des Jahres 2023.

#### Technische Annahmen der Projektion

Die aus Terminnotierungen abgeleiteten Annahmen für die Rohölpreise zeigen für die kommenden drei Jahre nur einen leichten Anstieg an. Die Notierungen anderer Rohstoffe auf US-Dollar-Basis erholten sich bis zum Sommer sehr stark<sup>3)</sup> und liegen bereits wieder spürbar über dem Vorkrisenstand. In den kommenden drei Jahren dürften sie im Einklang mit der erwarteten Erholung der Weltwirtschaft weiter ansteigen.

Der EZB-Rat beschloss bei seiner Sitzung im Juni, das Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) auszuweiten. Ein wichtiger Grund dafür war, dass sich der Ausblick für die Preisstabilität angesichts der Pandemie verschlechtert hatte. Der Gesamtumfang des Programms wurde auf 1 350 Mrd € erhöht und der Zeithorizont für Nettoankäufe bis mindestens Ende Juni 2021 verlängert.<sup>4)</sup> Die gestiegene Überschussliquidität ließ die Zinssätze am Geldmarkt in den vergangenen Monaten weiter sinken. Eine verstärkte Nachfrage nach sicheren Anlagen vor dem Hintergrund des wieder stärkeren Infektionsgeschehens und die damit verbundenen eingetrübten wirtschaftlichen Aussich-



ten ließen auch die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen seit Juni zurückgehen. Dazu dürften auch Erwartungen einer möglichen Neukalibrierung der geldpolitischen Ausrichtung beigetragen haben.<sup>5)</sup> Die Markterwartungen weisen auf einen recht verhaltenen Anstieg der Renditen über den Projektionszeitraum hin. Im Einklang mit den technischen Zinsannahmen und vor dem Hintergrund der reichlichen Liquiditätsausstattung des Finanzsystems wird auch für die Bankkreditzinsen über den Projektionszeitraum nur mit geringen Anstiegen gerechnet.<sup>6)</sup> Die Finanzierungsbedingungen bleiben damit äußerst vorteilhaft.

Nach Abschluss der Juni-Projektion legte der Euro gegenüber dem US-Dollar deutlich an Wert zu. Der Euro notierte in dem für die

<sup>3</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2020c).

<sup>4</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2020d).

<sup>5</sup> Mit den Neuigkeiten zu Fortschritten bei der Impfstoffentwicklung war zuletzt wieder eine leichte Aufwärtsbewegung erkennbar. Vgl.: Deutsche Bundesbank (2020e).

<sup>6</sup> Diesen Prognosen liegt die Annahme zugrunde, dass der wirtschaftliche Erholungsprozess in Verbindung mit den beschlossenen finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen für den Unternehmenssektor und die privaten Haushalte – neben der reichhaltigen Liquiditätsversorgung der Märkte – dafür sorgt, dass die Risikoaufschläge auf die Kreditzinsen nicht stark ausgeweitet werden.

Ableitung der Wechselkursannahmen relevanten Zeitraum bei 1,18 US-\$ und damit 9¼ % über den Annahmen der Juni-Projektion. In Bezug auf 42 für den Außenhandel wichtige Währungen wertete der Euro seit Juni um 3¾ % auf.<sup>7)</sup>

### Finanzpolitische Maßnahmen stützen in der Coronakrise

In der Projektion wurden umfangreiche finanzpolitische Maßnahmen berücksichtigt. Sie schlagen im Defizit des laufenden Jahres mit 4 % des BIP zu Buche. Davon wurde der weit überwiegende Teil anlässlich der Coronakrise ergriffen. In den Folgejahren laufen diese Maßnahmen weitestgehend wieder aus. Dann belasten aber verschiedene andere Beschlüsse den Staatshaushalt.

Finanzpolitische Corona-Maßnahmen zielen auf die Unterstützung von Gesundheitssystem, Unternehmen und privaten Haushalten sowie die Konjunkturstabilisierung in der Krise ab.<sup>8)</sup> Sie erhöhen das gesamtstaatliche Defizit im laufenden Jahr stark. Im nächsten Jahr schlagen sie nur noch moderat und ab 2022 dann kaum noch zu Buche.

Ausgabenseitig handelt es sich vor allem um Transfers des Bundes an Unternehmen, Selbständige und Beschäftigte in freien Berufen. Zudem entlastet die Bundesagentur für Arbeit (BA) die Unternehmen bei den Sozialbeiträgen auf Kurzarbeitergeld (mit Einschränkungen bis Ende 2021).<sup>9)</sup> Für öffentliche Personenverkehrsunternehmen leistet der Staat im laufenden Jahr einen teilweisen Ausgleich für Verluste. Die Anspruchsvoraussetzungen für die Grundsicherung (Arbeitslosengeld II) wurden gelockert und die Ansprüche auf Arbeitslosengeld verlängert. Eltern wurden durch einen Kinderbonus unterstützt. Staatliche Zuschüsse stabilisieren im nächsten Jahr die EEG-Umlage beim Strompreis, um Unternehmen und pri-

vate Haushalte zu entlasten. Zur Gesundheitssicherung fallen ebenfalls zusätzliche Ausgaben an: zunächst etwa für Schutzausrüstung, zusätzliche Intensivkapazitäten und Corona-Tests, später auch für Impfungen. Zudem leistet der Bund Ausgleichszahlungen an Krankenhäuser für nicht belegte Betten, um Kapazitäten für die Behandlung von Covid-19-Patientinnen und -Patienten zu sichern. Auch weitere Teile des Gesundheitssektors wurden für coronabedingte Einbußen entschädigt.

Einnahmenseitig fällt ins Gewicht, dass die Umsatzsteuersätze für das zweite Halbjahr 2020 vorübergehend gesenkt wurden. Eine Reihe weiterer Maßnahmen verschiebt die Steuereinnahmen im Wesentlichen nur auf der Zeitachse. So konnten sich Unternehmen Sondervorauszahlungen der Umsatzsteuer erstatten lassen. Zudem ist die Einfuhrumsatzsteuer ab dem nächsten Jahr einen Monat später fällig. Bei den Gewinnsteuern können Unternehmen unter anderem bewegliche Wirtschaftsgüter vorübergehend wieder degressiv abschreiben und Verluste des Jahres 2020 stärker zurücktragen.

Neben diesen defizitwirksamen Maßnahmen werden in der Projektion Corona-Maßnahmen berücksichtigt, die sich nur im

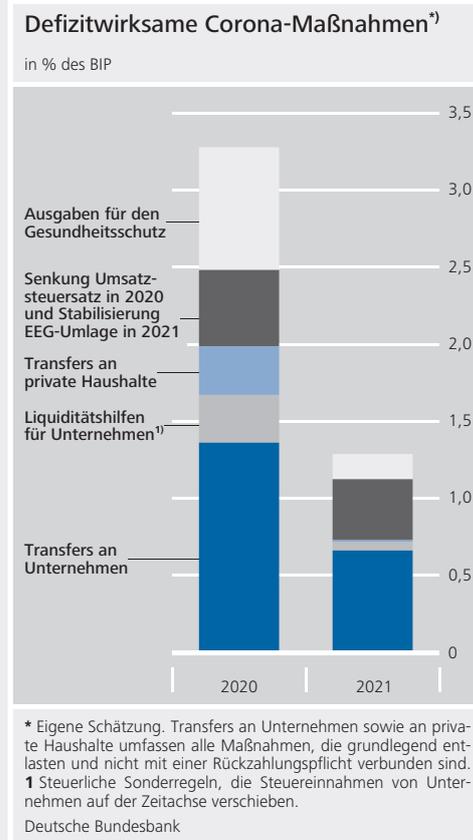
<sup>7</sup> Die Europäische Zentralbank passte im Juli die Gewichte zur Berechnung der effektiven Wechselkurse für den Euroraum an. Der große Länderkreis wurde von 38 auf 42 Länder erweitert. Zudem berücksichtigen die Gewichte nun neben dem Güter- auch den Dienstleistungshandel, vgl.: Europäische Zentralbank (2020). Das von der Bundesbank für Deutschland verwendete Verfahren für die Berechnung von Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit wurde im Einklang damit verändert, vgl.: Deutsche Bundesbank (2020f).

<sup>8</sup> Die Corona-Maßnahmen sind hier vergleichsweise eng abgegrenzt: Bspw. sind die klimapolitischen Ausgaben aus dem Konjunkturprogramm vom Juni 2020 nicht darunter gefasst. Diese sind längerfristig angelegt und verfolgen Ziele, die über die kurzfristige Krisenstützung hinausgehen.

<sup>9</sup> Die übrigen Ausgaben für das Kurzarbeitergeld werden weitestgehend als automatischer Stabilisator aufgefasst (analog zum Arbeitslosengeld I).

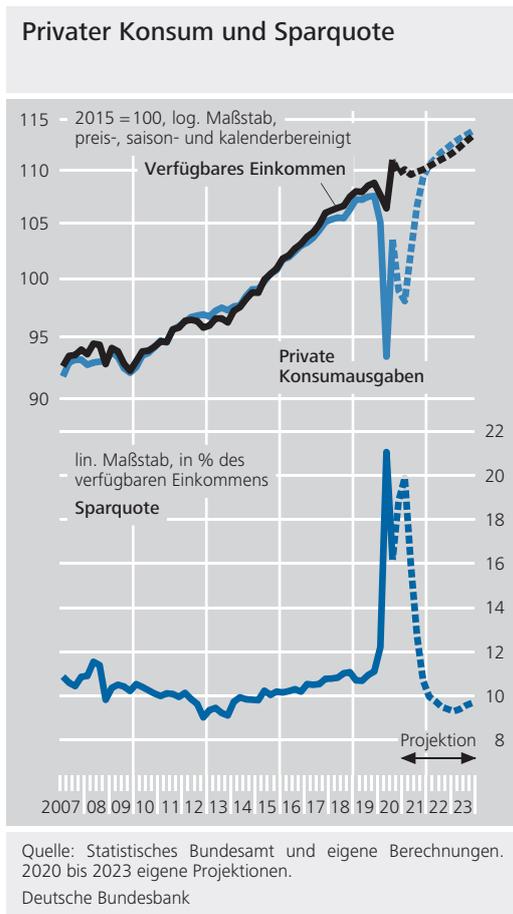
Schuldenstand zeigen. Hierzu zählen vor allem Kreditprogramme mit sehr weitgehenden staatlichen Garantien und Eigenkapitalhilfen. Die diesbezüglichen Schuldeneffekte werden im laufenden Jahr auf 2 % des BIP veranschlagt. Damit liegt die Inanspruchnahme deutlich unterhalb der umfangreichen Haushaltsermächtigungen. Zusätzlich steigen die Schulden (ohne Defiziteffekt) vorübergehend leicht, weil Unternehmenssteuern gestundet werden sowie die gesetzliche Kranken- und die soziale Pflegeversicherung Bundeszuschüsse erhalten.

Über die Corona-Maßnahmen hinaus sind in der Projektion weitere finanzpolitische Maßnahmen berücksichtigt. Es wird angenommen, dass die Krankenkassen ihre Zusatzbeitragsätze im Projektionszeitraum kräftig erhöhen (im Durchschnitt gegenüber 2020 um fast 1½ Prozentpunkte, davon fast 1 Prozentpunkt im Jahr 2022). Der BA-Beitragsatz steigt 2022 und 2023 jeweils um 0,1 Prozentpunkte auf sein planmäßiges Niveau von 2,6 %. Zudem muss der Beitragsatz der gesetzlichen Rentenversicherung am Ende der Projektion erhöht werden, damit die Rücklage ihre Untergrenze einhält. Bei den einkommensabhängigen Steuern kommt es hingegen zu deutlichen Mindereinnahmen, insbesondere weil der Solidaritätszuschlag 2021 teilweise entfällt. Ausgabenseitig belasten die Erhöhung des Kindergeldes ab 2021 und die neue Grundrente. Zudem fließen höhere staatliche Vermögenstransfers, nicht zuletzt um den Einsatz kohlenstoffhaltiger Energieträger zu vermindern und die Digitalisierung zu fördern. Der geplante kreditfinanzierte EU-Extrahaushalt Next Generation EU (NGEU) wurde bereits berücksichtigt: Deutschland erhält daraus Transfers, die entsprechend den Ankündigungen der Bundesregierung überwiegend in bestehende Programme fließen. Für die Projektion der deutschen Staatsfinanzen spielt die Einbeziehung von



NGEU wegen des kleinen Volumens unmittelbar kaum eine Rolle (Volumen von 0,1 % des BIP im Jahr 2021 steigend auf 0,2 % im Jahr 2023).<sup>10)</sup>

**10** Insgesamt wird Deutschland durch den EU-Haushalt künftig stärker belastet. Die Netto-Finanzierungsbeiträge steigen wegen des Brexits ab 2021. In der längeren Frist wird Deutschland zudem durch die Krisenprogramme belastet: Die Zahlungen zur Finanzierung der NGEU-Transfers übersteigen die erhaltenen NGEU-Transfers deutlich. Die EU-Verschuldung ist von den Mitgliedsstaaten zu bedienen, was an den nationalen Fiskalkennzahlen aber nicht erkennbar ist. Vgl. dazu S. 39 ff. dieses Berichts.



Wirtschaft im Frühjahr 2021 wieder auf ihren Erholungspfad einschwenkt, die Auslandsnachfrage steigt und die Unterauslastung sinkt, sollten mit gewisser zeitlicher Verzögerung aber auch die Unternehmensinvestitionen wieder an Schwung gewinnen. Zum Ende des Projektionszeitraums dürften die gewerblichen Investitionen dann wieder ein Niveau erreicht haben, das einer konjunkturellen Normallage entspricht.

Der private Konsum bleibt stark von dem Pandemiegeschehen abhängig. Im ersten Halbjahr 2020 gingen die Ausgaben der Verbraucher deutlich stärker zurück als ihre verfügbaren Einkommen, und die Sparquote stieg spiegelbildlich sehr kräftig an. Während klassische Vorsichtsmotive hierfür eine vergleichsweise geringe Rolle spielten, war vor allem eine von der Pandemie und den zu ihrer Eindämmung beschlossenen Maßnahmen ausgehende, unfreiwillige Konsumzurückhaltung maßgeblich: Konsummöglichkeiten standen entweder nicht zur Verfügung oder wurden von den Konsumenten aufgrund der Infektionsgefahr nicht in Anspruch genommen (vgl. die Ausführungen auf S. 28 f.). Zwar sank die Sparquote im Sommerquartal wieder spürbar, und der private Konsum erholte sich ein gutes Stück weit. Im Winterhalbjahr 2020/2021 dürfte die wieder deutlich angespanntere Pandemielage aber erneut den privaten Verbrauch beschränken, mit der Folge eines Anstiegs der Sparquote.<sup>7)</sup> Allerdings dürfte der private Konsum bei Weitem nicht so stark leiden wie im Frühjahr 2020. Wenn ab Frühjahr 2021 die Pandemie sukzessive durch medizinische Lösungen überwunden wird, sollte das unfreiwillige Sparen an Gewicht verlieren. Der private Verbrauch erholt sich dann sehr dynamisch. Dabei dürfte im weiteren Verlauf ein Teil der unfreiwillig während der Pandemie gebildeten Ersparnisse zusätzlich ausgegeben und Konsum nachgeholt werden. Da es sich hierbei um

*Privater Konsum von unfreiwilligem Sparen infolge der Pandemie geprägt*

zum Jahresbeginn 2021 vorübergehend etwas nachgeben. Im Gefolge der wieder einsetzenden wirtschaftlichen Belebung in wichtigen Partnerländern sollten die Exporte ab Frühjahr 2021 rasch an Schwung gewinnen und die wirtschaftliche Erholung solide stützen. Allerdings wird unterstellt, dass die Exporte etwas weniger stark zulegen werden als die Absatzmärkte der deutschen Exporteure. Im Vergleich zu anderen Mitgliedstaaten des Euroraums verlieren die deutschen Unternehmen durch ein stärkeres Lohnwachstum und eine höhere Binneninflation an preislicher Wettbewerbsfähigkeit.

*Unternehmensinvestitionen setzen Erholung nach Dämpfer im Winter fort*

Die angespannte Infektionslage und die davon ausgehende Unsicherheit für die Absatzperspektiven dürften zunächst auf der Investitionsbereitschaft vieler Unternehmen lasten. Die trüberen Exportaussichten bremsen auch die Erholung in der Industrie. In der Folge bleiben die Produktionskapazitäten vorerst schwach ausgelastet, sodass nur wenig Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen erforderlich sind. Sobald die

<sup>7)</sup> Vorgezogene Ausgaben aufgrund der zum Jahreswechsel wieder auf ihr altes Niveau steigenden Mehrwertsteuersätze dürften den privaten Konsum im vierten Quartal 2020 zwar stützen. Im Gegenzug dämpft diese zeitliche Verlagerung des Konsums aber den Verbrauch zu Beginn des kommenden Jahres.

einen vorübergehenden Effekt handelt, dürfte der private Konsum gegen Ende des Projektionszeitraums auf hohem Niveau deutlich an Schwung verlieren.

*Wohnungsbauinvestitionen insgesamt wenig durch Corona-Krise beeinträchtigt*

Die Wohnungsbauinvestitionen erwiesen sich im bisherigen Jahresverlauf 2020 angesichts nur geringer Restriktionen auf der Angebotsseite und einer nur wenig beeinträchtigten Nachfrage als relativ robust gegenüber der Pandemie. Auch die zweite Welle belastete die Stimmung in der Baubranche bislang nur wenig. Nach einem leichten Rückgang im Winterhalbjahr 2020/2021 sollten die Wohnungsbauinvestitionen ab dem kommenden Frühjahr wieder auf einen Expansionspfad einschwenken, der im Einklang mit der wirtschaftlichen Erholung steht. Für Auftrieb sorgen insbesondere die Verbesserung am Arbeitsmarkt und die nach und nach wieder stärker steigenden Löhne.

*Preisdynamik bei Wohnimmobilien in der Krise robust, lässt aber perspektivisch nach*

Die Coronavirus-Pandemie hinterließ bislang auch kaum Spuren bei der Preisdynamik am Wohnungsmarkt. Hierfür spielt eine Rolle, dass die Wohnraumnachfrage im Zusammenhang mit der Pandemie lediglich kurzzeitig nachgab. Die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte, eine wichtige Einflussgröße der Nachfrage, stiegen bereits im dritten Vierteljahr 2020 wieder kräftig. Außerdem könnte eine vorübergehende Nachfrageverschiebung hin zu Wohnraum aufgrund pandemiebedingter Verlagerung von beruflichen und privaten Tätigkeiten nach Hause einen gewissen zusätzlichen Preisimpuls ausgelöst haben. Auch dürften Wohnimmobilien im Niedrigzinsumfeld eine attraktive Anlageform bleiben. Auf der Angebotsseite kam es indes kaum zu Störungen, die preistreibende Effekte hervorgerufen haben könnten. Perspektivisch dürfte sich die Preisdynamik jedoch abschwächen. So hat sich die Erschwinglichkeit kreditfinanzierten Wohneigentums angesichts des anhaltenden Preisauftriebs trotz der nach wie vor überaus günstigen Finanzierungssätze weiter verschlechtert. Zudem könnte der Trend zur Verlagerung der Wohnraumnachfrage in Gebiete außerhalb der Ballungszentren durch die Pandemie Fahrt aufnehmen; dort

## Eckwerte der gesamtwirtschaftlichen Projektion

Veränderung gegenüber Vorjahr in %, kalenderbereinigt <sup>1)</sup>

| Position  | 2019  | 2020   | 2021  | 2022  |
|---|-------|--------|-------|-------|
| BIP (real)  | 0,6   | - 5,5  | 3,0   | 4,5   |
| desgl. unbereinigt                                | 0,6   | - 5,1  | 3,0   | 4,4   |
| Verwendung des realen BIP                         |       |        |       |       |
| Private Konsumausgaben                            | 1,6   | - 6,6  | 3,8   | 7,0   |
| nachrichtlich: Sparquote                          | 10,9  | 17,1   | 14,8  | 9,7   |
| Konsumausgaben des Staates                        | 2,7   | 4,6    | 0,0   | 1,0   |
| Bruttoanlageinvestitionen                         | 2,6   | - 4,0  | 1,1   | 6,5   |
| Unternehmensinvestitionen <sup>2)</sup>           | 1,7   | - 9,1  | 1,7   | 9,3   |
| Private Wohnungsbauinvestitionen                  | 4,0   | 1,4    | - 1,5 | 3,3   |
| Exporte   | 1,0   | - 10,5 | 6,5   | 4,3   |
| Importe   | 2,6   | - 9,5  | 5,1   | 7,1   |
| nachrichtlich: Leistungsbilanzsaldo <sup>3)</sup> | 7,2   | 7,1    | 7,6   | 6,5   |
| Beiträge zum BIP-Wachstum <sup>4)</sup>           |       |        |       |       |
| Inländische Endnachfrage                          | 1,9   | - 3,4  | 2,2   | 5,2   |
| Vorratsveränderungen                              | - 0,7 | - 1,0  | - 0,1 | 0,0   |
| Exporte   | 0,5   | - 4,9  | 2,8   | 1,9   |
| Importe   | - 1,1 | 3,9    | - 1,9 | - 2,8 |
| Arbeitsmarkt                                      |       |        |       |       |
| Arbeitsvolumen <sup>5)</sup>                      | 0,6   | - 4,7  | 1,8   | 2,6   |
| Erwerbstätige <sup>5)</sup>                       | 0,9   | - 1,0  | - 0,6 | 1,3   |
| Arbeitslose <sup>6)</sup>                         | 2,3   | 2,7    | 2,9   | 2,5   |
| Arbeitslosenquote <sup>7)</sup>                   | 5,0   | 6,0    | 6,4   | 5,5   |
| nachrichtlich: Erwerbslosenquote <sup>8)</sup>    | 3,2   | 4,2    | 4,7   | 3,8   |
| Löhne und Lohnkosten                              |       |        |       |       |
| Tarifverdienste <sup>9)</sup>                     | 2,9   | 2,2    | 1,5   | 2,1   |
| Bruttolöhne und -gehälter je Arbeitnehmer         | 2,9   | - 0,3  | 2,3   | 2,7   |
| Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer               | 3,0   | 0,1    | 2,3   | 2,9   |
| Reales BIP je Erwerbstätigen                      | - 0,3 | - 4,5  | 3,6   | 3,1   |
| Lohnstückkosten <sup>10)</sup>                    | 3,3   | 4,8    | - 1,2 | - 0,2 |
| nachrichtlich: BIP-Deflator                       | 2,2   | 1,6    | 1,9   | 1,4   |
| Verbraucherpreise <sup>11)</sup>                  | 1,4   | 0,4    | 1,8   | 1,3   |
| ohne Energie                                      | 1,4   | 1,0    | 1,7   | 1,4   |
| Energiekomponente                                 | 1,4   | - 4,6  | 3,0   | 1,2   |
| ohne Energie und Nahrungsmittel                   | 1,4   | 0,7    | 1,5   | 1,3   |
| Nahrungsmittelkomponente                          | 1,5   | 2,3    | 2,5   | 1,7   |
| Preise für Wohnimmobilien <sup>12)</sup>          | 5,8   | 6,6    | 5,4   | 4,3   |

Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesagentur für Arbeit; Eurostat; 2020 bis 2022 eigene Projektionen. **1** Falls Kalendereinfluss vorhanden. Angaben in Ursprungswerten befinden sich in der Tabelle auf S. 35. **2** Private Anlageinvestitionen ohne Wohnungsbau. **3** In % des nominalen BIP. **4** Rechnerisch, in Prozentpunkten. Abweichungen in der Summe rundungsbedingt. **5** Inlandskonzept. **6** In Millionen Personen (Definition der Bundesagentur für Arbeit). **7** In % der zivilen Erwerbspersonen. **8** International standardisiert gemäß ILO-Definition, Eurostat-Abgrenzung. **9** Ursprungswerte auf Monatsbasis; gemäß Tarifverdienstindex der Bundesbank. **10** Quotient aus dem im Inland entstandenen Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und dem realen BIP je Erwerbstätigen. **11** Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI), Ursprungswerte. **12** Ursprungswerte.

## Zum Sparverhalten privater Haushalte in der Pandemie

Die Projektion der privaten Konsumausgaben wird entscheidend durch die Erwartungen hinsichtlich der verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte sowie deren Sparquote geprägt.<sup>1)</sup> Letztere stieg im ersten Halbjahr 2020 außergewöhnlich stark an. Klassische Vorsichtsmotive spielten dabei wohl nur eine untergeordnete Rolle. So ergab eine ökonometrische Analyse für den Euroraum, dass nur ein vergleichsweise ge-

ringer Anteil der gestiegenen Sparquote im zweiten Vierteljahr 2020 durch die Sorge vor zukünftigem Arbeitsplatz- und Einkommensverlust erklärt werden kann.<sup>2)</sup> Ein Großteil des Anstiegs wird dagegen einem durch die Pandemie verursachten unfreiwilligen Sparen zugeschrieben. In Deutschland dürften die Sparmotive ähnlich gelagert gewesen sein.

Aufschluss über die Gründe für die Konsumzurückhaltung in der ersten Jahreshälfte 2020 lässt sich aus den Antworten der Teilnehmer an dem Bundesbank-Online-Panel-Haushalte (BOP-HH) im August 2020 gewinnen.<sup>3)</sup> Knapp die Hälfte der Befragten gab an, dass sie ihre Konsumausgaben in Verbindung mit Einschränkungen durch die Pandemie verringerten. Für lediglich knapp ein Sechstel davon waren unmittelbare Einkommenseinbußen maßgeblich. In allen anderen Fällen spielten Motive eine Rolle, die sich in der Sparquote niederschlugen: Für nur etwa ein Fünftel waren klassische Vorsichtsmotive aufgrund eines befürchteten zukünftigen Einkommensverlustes ausschlaggebend. Direkt mit der Pandemie verbundene Gründe spielten eine deutlich größere Rolle: Knapp die Hälfte reduzierte ihre Konsumausgaben, weil eine Reihe von Konsummöglichkeiten im Frühjahr – etwa aufgrund angeordneter Geschäftsschließungen oder Reiseeinschränkungen – nicht oder nur teilweise verfügbar waren. Diese unfreiwillige Konsumzurückhaltung war bei Haushalten mit höherem Einkommen besonders ausgeprägt. Dies steht im Gegensatz zu den Erkenntnissen für das klassische Vorsichtsmotiv: Bei reduzierten Konsumausgaben wegen befürchteten zukünftigen Einkommensverlusten waren die Anteile für Haushalte mit niedrigerem Einkommen größer als für Haushalte mit höherem Einkommen. Ganz unabhängig von der Einkommenshöhe verzichtete ein gutes Drittel zudem aus Sorge vor einer Ansteckung auf Ausgaben für einige Waren beziehungsweise Dienstleistungen. Auch ohne Ein-

### Gründe für reduzierte Konsumausgaben

in %, Mehrfachnennungen möglich

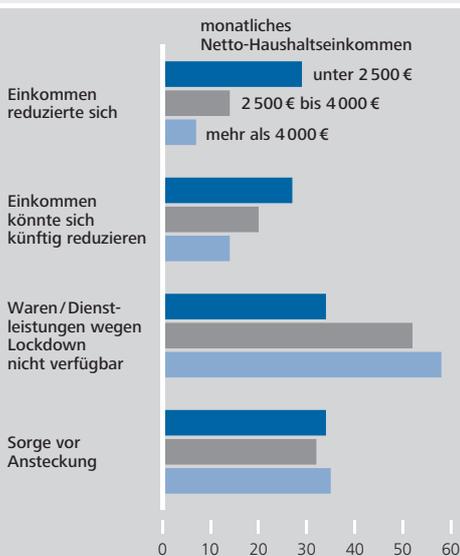
|  |    |
|--|----|
| Einkommen reduzierte sich                                | 16 |
| Einkommen könnte sich künftig reduzieren                 | 20 |
| Waren/Dienstleistungen wegen Lockdown nicht verfügbar    | 49 |
| Sorge vor Ansteckung                                     | 34 |
| Manche früheren Konsumausgaben nicht mehr nötig/sinnvoll | 45 |

Quelle: Bundesbank-Online-Panel-Haushalte, August 2020. Antworten von 935 (etwa 46 %) Umfrageteilnehmern, die ihre Konsumausgaben im Zuge der Einschränkungen durch die Coronavirus-Pandemie reduziert haben.

Deutsche Bundesbank

### Ausgewählte Gründe für reduzierte Konsumausgaben in Abhängigkeit vom Einkommen

in %, Mehrfachnennungen möglich



Quelle: Bundesbank-Online-Panel-Haushalte, August 2020. Antworten von 892 (etwa 46%) Umfrageteilnehmern, die ihre Konsumausgaben im Zuge der Einschränkungen durch die Corona-Pandemie reduziert haben und ihr Haushaltseinkommen angaben.

Deutsche Bundesbank

<sup>1</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2007).

<sup>2</sup> Vgl.: Dossche und Zlatanov (2020). Das Niveau der Ersparnis aus klassischen Vorsichtsmotiven ist im historischen Vergleich dennoch hoch.

<sup>3</sup> Zu näheren Informationen zum BOP-HH vgl.: Beckmann und Schmidt (2020). Vgl. auch: Bernard et al. (2020), die Angaben aus der Befragungswelle im Mai 2020 ausgewertet haben. Für eine ähnliche Analyse auf Basis einer Umfrage vgl.: Sachverständigenrat (2020).

dämmungsmaßnahmen, die bestimmte Konsummöglichkeiten direkt einschränken, dürfte der private Konsum also spürbar leiden, wenn die Verbraucher sich einer erhöhten Ansteckungsgefahr ausgesetzt sehen.<sup>4)</sup>

Die Erkenntnisse aus der Haushaltsbefragung können für die Projektionen der Sparquote und des privaten Konsums herangezogen werden. Die Ersparnis aufgrund klassischer Vorsichtsmotive hängt vor allem von der Entwicklung am Arbeitsmarkt ab. Sobald sich dieser wieder nachhaltig erholt, dürften entsprechende Impulse für die Sparquote nachlassen. Angesichts der größeren Bedeutung von unfreiwilligem Sparen und vorsichtigem Verhalten aus Sorge vor Ansteckung dürfte die zukünftige Entwicklung der Sparquote insgesamt – und damit auch die des privaten Konsums – aber eng an die Annahmen zur Pandemie gekoppelt bleiben. Beide Motive sollten in dem Maße zurückgehen, wie das Infektionsgeschehen nachlässt und Eindämmungsmaßnahmen zurückgeführt werden können. Zudem stellt sich die Frage, was mit den während der Pandemie gebildeten unfreiwilligen Ersparnissen nach Bewältigung der Gesundheitskrise geschieht: Da diese Form des Sparens an und für sich nicht im

Einklang mit den Präferenzen der Haushalte steht, wäre prinzipiell zu erwarten, dass zumindest ein gewisser Teil davon nachträglich ausgegeben wird. Die Sparquote sinkt daher dann für einige Zeit unter ihr langjähriges durchschnittliches Niveau. Da die zusätzlichen Ersparnisse jedoch vor allem von Haushalten mit höherem Einkommen aufgebaut wurden, sind solche Nachholeffekte in der Projektion eher vorsichtig angesetzt worden. Diese Haushalte haben in Relation zu ihrem Einkommen eine vergleichsweise geringe Konsumneigung,<sup>5)</sup> und ein Großteil ihrer unfreiwilligen Ersparnisse könnte zu länger anhaltend höheren Vermögen führen.

<sup>4</sup> Für etwa 45 % der Befragten waren manche früheren Konsumausgaben nicht mehr nötig oder sinnvoll. Dies könnte einerseits mit während des Lockdowns nicht verfügbaren Konsummöglichkeiten zusammenhängen (bspw. Reisen). Andererseits könnte es aber auch auf eine durch die Pandemie ausgelöste, möglicherweise dauerhafte Anpassung des Konsumverhaltens hinweisen.

<sup>5</sup> Vgl.: Drescher et al. (2020).

ließe sich das Wohnraumangebot leichter ausweiten. Gleichwohl werden sich die Preissteigerungsraten angesichts der üblicherweise trägen Preisreaktion bei Wohnimmobilien vermutlich lediglich graduell ermäßigen.

*Staatliche Investitionen legen zunächst noch dynamisch zu*

Die realen staatlichen Investitionen entwickeln sich im laufenden und kommenden Jahr weiter dynamisch. Schwerpunkte sind Verkehrs- und digitale Infrastruktur, Kinderbetreuung und Schulen. Allerdings belastet die Coronakrise die Finanzlage der Gebietskörperschaften auch mittelfristig, und die Rücklagen im Kommunalinvestitionsförderungsfonds werden aufgezehrt. Daher ist unterstellt, dass sich der Zuwachs danach spürbar verlangsamt.

*Staatsverbrauch wächst im laufenden Jahr stark*

Der reale Staatsverbrauch steigt im laufenden Jahr aufgrund der Coronavirus-Pandemie stark. Kompensationszahlungen an Krankenhäuser für frei gehaltene Betten sowie Ausgaben für Schutzausrüstung erhöhen die Vorleistungskäufe erheblich. In den Folgejahren stagniert

der Staatsverbrauch zunächst und wächst im Anschluss moderat: Die einmaligen Corona-Mehrausgaben entfallen. Außerdem sind angesichts struktureller Defizite der Gebietskörperschaften langsamere Zuwächse vor allem bei den Vorleistungskäufen unterstellt.

Nach einem deutlichen Rückgang in diesem Jahr werden die Importe im Sog der stark steigenden Nachfrage der privaten Haushalte und Unternehmen über den gesamten Projektionszeitraum kräftig zulegen. In den beiden Jahren 2022 und 2023 kommt hinzu, dass ein Teil der unfreiwillig angehäuften Ersparnisse für zusätzliche Auslandsreisen ausgegeben werden könnte. Sie waren in der Krise besonders stark zurückgestutzt worden. Diese Ausgaben der Deutschen im Ausland zählen zu den Dienstleistungsimporten.

*Importe legen im Sog starker Nachfrage kräftig zu*

Der Leistungsbilanzüberschuss, der im zweiten Vierteljahr 2020 von zuvor mehr als 7 % deutlich auf knapp unter 5 % des BIP gesunken war,

*Leistungsbilanzüberschuss geht perspektivisch spürbar zurück*



schnellte im Sommer bereits wieder auf knapp 8 % hoch. Im Winterhalbjahr 2020/2021 könnte er vorübergehend sogar noch etwas steigen. Ausschlaggebend ist die in Deutschland im Vergleich zu vielen außereuropäischen Handelspartnern zunächst ungünstigere wirtschaftliche Entwicklung. Dadurch legen die Importe aus diesen Ländern schwächer zu als die deutschen Exporte dorthin. Über den weiteren Projektionszeitraum sollten sich die Überschüsse hingegen spürbar verringern. Aufgrund der dann starken Binnenkonjunktur steigen die Importe durchgängig stärker als die Exporte. Der Saldo der Leistungsbilanz könnte daher bis zum Jahr 2022 auf einen Wert von 6 ½ % des BIP zurückgehen und nachfolgend weiter sinken.

## Arbeitsmarkt

Der Arbeitsmarkt erwies sich gegenüber den wirtschaftlichen Verwerfungen infolge der Pandemie als recht robust. Die Ausschläge bei Be-

schäftigung und Arbeitslosigkeit waren gegenüber dem massiven Einbruch des Arbeitsvolumens vergleichsweise moderat. Dazu trugen insbesondere der umfangreiche Einsatz von Kurzarbeit zur Überbrückung des Arbeitsausfalls, die beschäftigungssichernden Maßnahmen der Sozialpartner und stabilisierende Maßnahmen des Staates sowie die auf den Einbruch im Frühjahr folgende zügige wirtschaftliche Erholung bei. Entsprechend wurde im Sommer trotz der wieder stark gestiegenen Wirtschaftsleistung auch nur in geringem Umfang neu eingestellt und stattdessen massiv Kurzarbeit abgebaut. Der Beschäftigungsstand lag im Oktober noch etwa 1 ½ % unter dem Niveau vor der Pandemie.

Im laufenden Winterhalbjahr beeinträchtigen die temporär wieder verschärften Einschränkungen des Wirtschaftsgeschehens auch die Erholung am Arbeitsmarkt. Die Kurzarbeit dürfte in den von Schließungen betroffenen Wirtschaftsbereichen erneut ansteigen, auch wenn sie insgesamt weit unter dem Stand vom Frühjahr bleibt. Die Beschäftigung wird leicht sinken, und die Arbeitslosigkeit könnte Anfang 2021 ein etwas höheres Niveau erreichen als im vergangenen Frühjahr.

Mit der zunehmenden wirtschaftlichen Belebung wird ab dem zweiten Vierteljahr 2021 zunächst wiederum die Arbeitszeit steigen. Das Arbeitsvolumen wächst vor allem, indem Kurzarbeit verringert und Arbeitszeitkonten gefüllt werden. Ab der zweiten Hälfte des nächsten Jahres dürften mit wachsenden Erfolgen bei der Bekämpfung der Pandemie die Planungssicherheit in den Unternehmen und damit auch die Einstellungsbereitschaft zunehmen. Im Jahresdurchschnitt 2021 wird der Beschäftigungsstand aufgrund eines erheblichen statistischen Unterhangs zu Jahresbeginn gleichwohl das Vorjahresniveau noch deutlich unterschreiten. Im Jahr 2022 wird der Beschäftigungszuwachs hingegen recht kräftig ausfallen. Dagegen wird die Arbeitszeit je Erwerbstätigen mit der Annäherung an das Vorkrisenniveau nicht mehr ganz so stark wachsen.

*Arbeitsmarkt erholte sich in Sommermonaten leicht, Kurzarbeit stark reduziert*

*Erholung wird im Winterhalbjahr 2020/2021 unterbrochen*

*Mit wirtschaftlicher Belebung normalisiert sich zunächst die Arbeitszeit, nachfolgend dann auch die Beschäftigung*

*Arbeitslosigkeit sinkt ab Mitte 2021, erreicht Vorkrisenniveau jedoch im Projektionszeitraum nicht*

Die Arbeitslosigkeit wird gegenläufig zur Erwerbstätigkeit im Jahresdurchschnitt 2021 über dem Niveau des Vorjahres liegen. Obwohl sie ab Mitte des Jahres 2021 zunehmend stärker zurückgeht, wird sie ihr Vorkrisenniveau im Projektionszeitraum nicht erreichen. Das sehr niedrige Niveau vor der Pandemie war das Ergebnis eines langen und reifen Aufschwungs.

*Erwerbsbeteiligung und Zuwanderung vorübergehend durch Pandemie gedrückt, 2022 jedoch Nachholeffekte*

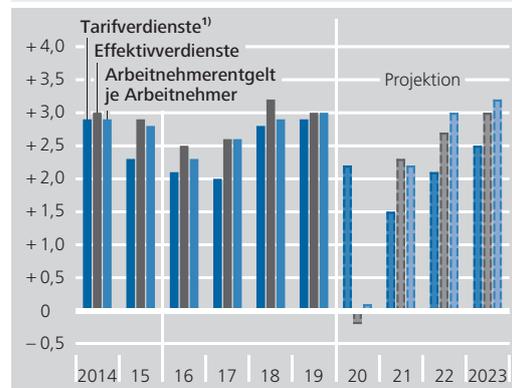
Das Arbeitsangebot wird von der Pandemie nicht massiv, jedoch in gewissem Umfang beeinflusst. Die Zahl der Erwerbspersonen wächst im Jahr 2020 ganz erheblich langsamer als zuvor und wird 2021 sogar geringfügig sinken. Einige Erwerbspersonen zogen sich mit Verlust des Arbeitsplatzes zumindest temporär vom Arbeitsmarkt zurück. Dies ist insbesondere bei denjenigen der Fall, die keine Ansprüche auf Zahlungen der Bundesagentur für Arbeit besitzen, zum Beispiel, weil sie zuvor einer geringfügig entlohnten Tätigkeit nachgingen. Daher dürfte die Erwerbsbeteiligung kurzfristig eine Delle aufweisen. Außerdem wurde die Zuwanderung nach Deutschland, die den Beschäftigungsaufschwung der letzten Jahre maßgeblich mitgetragen hatte, durch die pandemiebedingten Beschränkungen erheblich erschwert. Im laufenden Jahr wird sich der Nettozugang nach Deutschland gegenüber 2019 etwa halbieren. Ab Mitte 2021 dürfte die Zuwanderung wieder zunehmen, sodass im Jahresverlauf per saldo wieder 250 000 Personen zuwandern könnten. Im Jahr 2022 wird ein kleiner Nachholeffekt unterstellt. Zusammen mit der steigenden Erwerbsbeteiligung führt dies dazu, dass die Zahl der Erwerbspersonen zunimmt.

*Mittel- bis langfristig wieder zunehmende Angebotsengpässe*

Mit Blick auf das Jahr 2023 und darüber hinaus ist jedoch davon auszugehen, dass die zugrunde liegende demografische Entwicklung die Zahl der Erwerbspersonen trotz hoher Zuwanderung und steigender individueller Erwerbsneigung zunehmend beschränken wird. Entsprechend kann die Erwerbstätigkeit kaum noch steigen, und die Arbeitsangebotsengpässe aus der Vorkrisenzeit kehren wieder zurück.

## Tarif- und Effektivverdienste sowie Arbeitnehmerentgelte

Veränderung gegenüber Vorjahr in %, auf Monatsbasis



Quelle: Statistisches Bundesamt. 2020 bis 2023 eigene Projektionen. <sup>1</sup> Gemäß Tarifverdienstindex der Bundesbank.  
 Deutsche Bundesbank

## Arbeitskosten und Preise

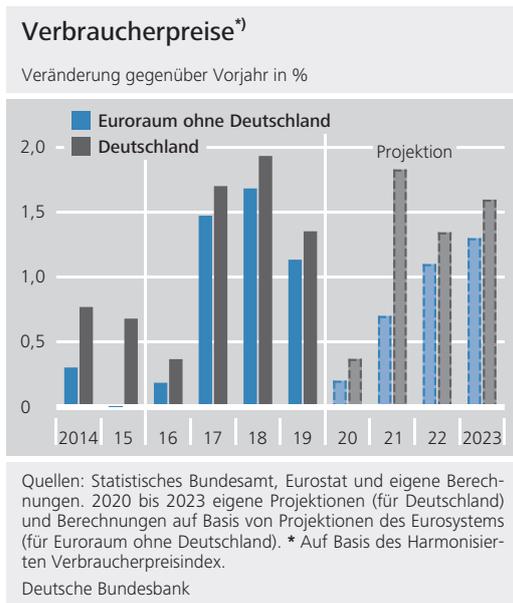
Die Tarifverdienste stiegen in der Krise schwächer als zuvor. Vor dem Hintergrund des erheblichen Wirtschaftseinbruchs einigten sich die Sozialpartner in der Tarifrunde 2020 meist auf Maßnahmen zur Beschäftigungssicherung und auf niedrige Lohnabschlüsse. Auch im kommenden Jahr werden Arbeitgeber und Gewerkschaften angesichts der noch verhaltenen Wirtschaftstätigkeit und erhöhter Arbeitslosigkeit überwiegend geringe Lohnsteigerungen vereinbaren. Erst mit fortschreitender wirtschaftlicher Erholung werden die Tarifvertragsparteien ab dem Jahr 2022 wieder zu höheren Lohnabschlüssen zurückkehren.<sup>8)</sup>

*Tarifverdienstanstieg durch Krise gedrückt und erst im Jahr 2022 wieder stärker*

In den Effektivverdiensten schlagen sich die Anpassungen auf dem Arbeitsmarkt noch wesentlich stärker nieder als in den Tarifverdiensten. So verringerte insbesondere der massive Einsatz von Kurzarbeit die bezahlte Arbeitszeit je Arbeitnehmer. Der Verdienstaufschlag wurde zwar in einigen Branchen durch tarifliche oder freiwillige

*Effektivverdienste vor allem wegen Kurzarbeit 2020 rückläufig, steigen dann aber zunehmend stärker*

<sup>8</sup> In den Vorausschätzungen der Tarifverdienststeigerungen werden sämtliche in der Tarifverdienststatistik der Bundesbank erfassten Abschlüsse der Vergangenheit (etwa 500 Tarifverträge und Besoldungsregelungen) berücksichtigt. Am Ende ihrer vertraglichen Laufzeit werden sie unter Beachtung gesamtwirtschaftlicher Rahmenbedingungen und branchenspezifischer Besonderheiten fortgeschrieben.



lige Aufstockungen der Arbeitgeber abgemildert,<sup>9)</sup> die anders als die Zahlungen des Kurzarbeitergeldes in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen Bestandteil der Bruttolöhne und -gehälter sind. Gleichwohl sanken die durchschnittlichen Effektivverdienste im Frühjahr 2020 außergewöhnlich stark und im Jahr 2020 insgesamt leicht. Mit der rückläufigen Kurzarbeit und der damit verbundenen allmählichen Ausweitung der Arbeitszeit steigen die Effektivverdienste nach und nach wieder deutlicher an. Im letzten Jahr des Projektionszeitraums führen neben den dann normalisierten konjunkturellen Rahmendaten auch verstärkte Arbeitsmarktknappheiten zu kräftigen Lohnzuwächsen. Steigende Sozialbeitragssätze der Arbeitgeber für die gesetzliche Kranken-, Arbeitslosen- und Rentenversicherung heben die Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer in den Jahren 2022 und 2023 zusätzlich an und tragen zu einem Aufwärtsdruck bei den Preisen bei.

*Lohnstückkosten geprägt von zeitversetzter Erholung von Produktivität und Löhnen*

Die Lohnstückkosten steigen in diesem Jahr krisenbedingt außergewöhnlich kräftig an. Dies reflektiert, dass die Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen stark sinkt, während sich die Arbeitskosten vergleichsweise wenig ändern.<sup>10)</sup> Mit einsetzender wirtschaftlicher Erholung dürfte die Arbeitsproduktivität dann zunächst stärker zulegen als die Arbeitskosten. Vor allem

im nächsten Jahr werden die Lohnstückkosten daher spürbar sinken. In der anhand des BIP-Deflators gemessenen Binneninflation schlagen sich die starken Ausschläge der Lohnstückkosten nicht nieder. Sie werden vielmehr über die gesamtwirtschaftlichen Gewinnmargen weitgehend abgefedert. Im Jahr 2023 geben die Lohnstückkosten wieder ein belastbareres Signal für den binnenwirtschaftlichen Preisdruck. Sie dürften aus heutiger Sicht dann spürbar ansteigen und auch die Gewinnmargen der Unternehmen könnten sich nochmals etwas verbessern. Der BIP-Deflator könnte so um rund 1¾ % ansteigen.

Die Inflationsrate auf der Verbraucherstufe gab im Verlauf des Sommerhalbjahres weiter nach und lag gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) im November bei – 0,7 %. Neben fallenden Energiepreisen macht sich die von Juli bis Dezember geltende Absenkung der Mehrwertsteuersätze bemerkbar, die wohl zu gut 60 % an die Verbraucher weitergereicht wurde.<sup>11)</sup> Lässt man diese in der Juni-Projektion noch nicht enthaltene Steuerrechtsänderung außen vor, entwickelten sich die Preise in den zurückliegenden Monaten etwa wie damals erwartet. So stiegen die Nettopreise für Nahrungsmittel auch vor dem Hintergrund von ungünstigen Witterungsverhältnissen und höheren Kosten für den Schutz vor Ansteckungen kräftig. Bei Industriegütern ohne Energie und Dienstleistungen führte die pandemiebedingte schwache Nachfrage zwar in einzelnen Segmenten, wie beispielsweise bei Bekleidung und Reisen, zu deutlichen Preissenkungen. Insgesamt war der preisdämpfende Einfluss aber begrenzt, da ihm höhere Kosten für Maßnahmen zur Eindämmung des Infektionsgesche-

*Moderate Grundtendenz der Inflationsrate 2020 durch Senkung der Mehrwertsteuersätze ...*

<sup>9</sup> Auch steuer- und sozialversicherungsfreie Corona-Sonderzahlungen stützten die Effektivverdienste im Jahr 2020.

<sup>10</sup> Gegenwärtig senkt vor allem der massive Einsatz von Kurzarbeit die Arbeitsproduktivität. Hier wird wie in der Tabelle auf S. 27 die Entwicklung der Produktivität und der Löhne auf Kopfbasis beschrieben. Auf Stundenbasis sinkt die Produktivität wegen der gesunkenen Arbeitszeit je Arbeitnehmer weniger stark, und die Löhne steigen erheblich. Auf die Lohnstückkosten haben die verschiedenen Betrachtungsweisen wenig Einfluss.

<sup>11</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2020b).

hens oder Verknappungen des Angebots entgegenwirkten. Ohne die Mehrwertsteuersenkung liegt die Kernrate im Jahresdurchschnitt 2020 daher immer noch etwas über 1%, was dem Mittelwert der vorangegangenen Jahre entspricht. Einschließlich der Steuersenkung dürfte die Kernrate bei 0,7% liegen. Der HVPI insgesamt steigt vermutlich um 0,4%.

... und im Jahr 2021 durch deren Rücknahme und Maßnahmen des Klimapakets verdeckt

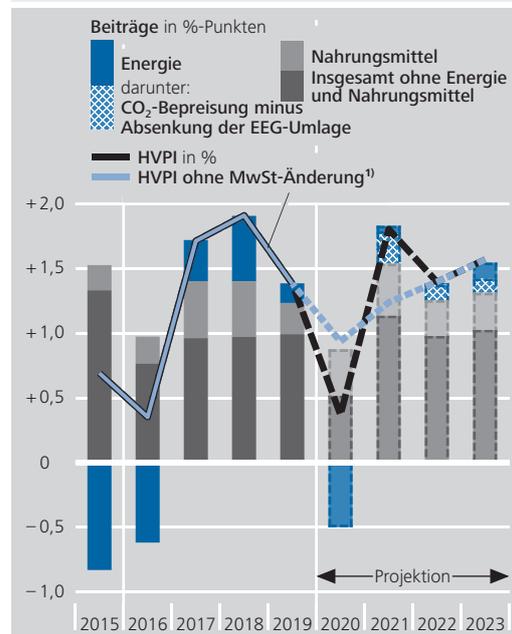
Im nächsten Jahr bleibt die Grundtendenz des Preisanstiegs verhalten. Sowohl die gesamtwirtschaftliche Nachfrage als auch das Lohnwachstum bleiben zunächst noch gedämpft und schlagen sich zudem erst mit zeitlicher Verzögerung in der Inflationsrate nieder. Darüber hinaus verlieren die Kosten, die im Zusammenhang mit den Eindämmungsmaßnahmen entstanden, an Bedeutung. Die verhaltene Grundtendenz wird allerdings durch die Rücknahme der Mehrwertsteuersenkung überlagert. Dabei wird angenommen, dass die Preise im Januar 2021 als Reaktion auf die Steueränderung ebenso stark angehoben werden, wie sie im Juli 2020 gesenkt worden waren.<sup>12)</sup> Außerdem treten Anfang 2021 weitere Maßnahmen des Klimapakets in Kraft. Durch die Einführung von CO<sub>2</sub>-Emissionszertifikaten in den Bereichen Transport und Gebäudeheizung steigen die Preise für Mineralölprodukte und Gas kräftig. Entlastungen bei den Stromtarifen fangen dies nur ein Stück weit auf.<sup>13)</sup> Die ebenfalls im Klimapaket beschlossene Erhöhung der Kfz-Steuer, die in die Dienstleistungskomponente und damit in die Kernrate eingeht, wirkt ebenfalls preistreibend. Die HVPI-Rate insgesamt sollte daher bereits zum Jahresanfang 2021 wieder spürbar positive Werte annehmen. In der zweiten Jahreshälfte sind dann aus heutiger Sicht sogar recht hohe Teuerungsraten von rund 2½% wahrscheinlich, weil die Preise des Vorjahres durch die Mehrwertsteuersenkung gedämpft wurden.

Wirtschaftliche Erholung schlägt sich 2022 und 2023 in wieder anziehender Grundtendenz der Teuerung nieder

Ab dem Jahresbeginn 2022 beeinflussen diese Rechtsänderungen den Preisanstieg auf der Verbraucherstufe kaum noch,<sup>14)</sup> und die wirtschaftliche Lage dürfte wieder deutlicher in der HVPI-Rate sichtbar werden. Dies gilt sowohl für die Kern- als auch für die Gesamtrate, denn von

### Beiträge der Komponenten zur HVPI-Gesamtrate

Veränderung gegenüber Vorjahr



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

den Energie- und Nahrungsmittelpreisen dürften keine besonderen Teuerungsimpulse ausgehen. Die Preise sollten aber aufgrund des wieder verstärkten Lohnwachstums anziehen. Darüber hinaus sollten sich mit der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage auch die zuvor gedrückten Gewinnmargen erholen. Dies gilt umso mehr, als in einzelnen Segmenten aufgrund pandemiebedingter Geschäftsaufgaben die

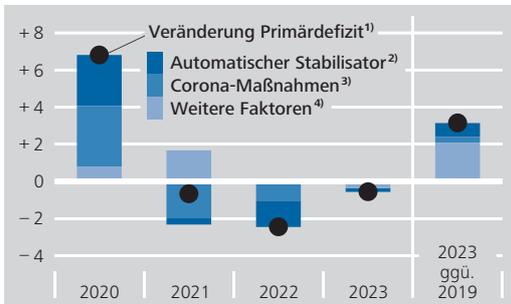
<sup>12)</sup> Nach momentanem Kenntnisstand gibt es weder Pläne, die Preise bereits gegen Ende 2020 an das Niveau vor der Steuersenkung anzupassen, noch merklich über dieses Niveau hinauszugehen.

<sup>13)</sup> Das Klimapaket ist seit Dezember 2019 Bestandteil der Projektionen, vgl. dazu: Deutsche Bundesbank (2019). Der damals eingestellte Preispfad der CO<sub>2</sub>-Zertifikate lag unter den nun geltenden Werten. Darüber hinaus wurde im Juni 2020 für die Jahre 2021 und 2022 eine Obergrenze für die EEG-Umlage festgelegt, die einen wichtigen Bestandteil der Strompreise darstellt. Zusammengenommen dürften die Maßnahmen des Klimapakets und die Begrenzung der EEG-Umlage den HVPI im Jahr 2021 um 0,3 Prozentpunkte erhöhen.

<sup>14)</sup> Die Preise für CO<sub>2</sub>-Emissionszertifikate werden in den Jahren 2022 und 2023 lediglich moderat angehoben, wobei im Jahr 2022 die Auswirkung auf die Teuerung bei Energie insgesamt durch die anhaltende Entlastung bei den Stromtarifen leicht gedämpft wird.

### Stabilisierungsbeitrag des Staatshaushalts<sup>\*)</sup>

in % des BIP, Veränderung gegenüber Vorjahr



\* Eigene Schätzungen. Eine positive Veränderung zeigt einen expansiven Fiskalimpuls. **1** Staatliches Defizit ohne Zinsausgaben. **2** Veränderung des konjunkturbedingten Defizits. **3** Für eine weitere Aufgliederung vgl. S. 25. **4** Alle weiteren Faktoren, die das Primärdefizit beeinflussen (u. a. Maßnahmen ohne direkten Bezug zur Coronakrise).

Deutsche Bundesbank

Staatsfinanzen stellt sich zum Ende des Projektionszeitraums ungünstiger dar als vor der Krise: Der strukturelle Überschuss von ½ % des BIP im Jahr 2019 schlägt in ein strukturelles Defizit in einer Größenordnung von 1 % des BIP im Jahr 2023 um. Ausschlaggebend ist das starke Wachstum der Ausgaben für Renten, Gesundheit und Pflege sowie für die angestrebte Dekarbonisierung und Digitalisierung der Wirtschaft. Ein gewisses Gegengewicht bilden die Zinsausgaben. Trotz der höheren Schuldenquote sinken sie weiter stark: Es wird unterstellt, dass die hohe krisenbedingte Neuverschuldung im Durchschnitt zu negativen Sätzen aufgenommen werden kann. Dadurch verringert sich die durchschnittliche Verzinsung der Staatsschulden nochmals deutlich und könnte 2023 nur noch ½ % betragen.

*Strukturelle Lage 2023 weniger günstig als vor Coronakrise*

Marktkonzentration zunehmen könnte. Den in diesen Bereichen verbliebenen Anbietern würde es so leichter fallen, höhere Margen durchzusetzen. Insgesamt könnten die Kern- und die Gesamtrate daher – um den Einfluss von Rechtsänderungen bereinigt – von gut 1 % im Jahr 2021 auf 1,3 % im Jahr 2022 anziehen und im Jahr 2023 auf rund 1½ % oder geringfügig mehr zulegen.

Im Einzelnen steht die Entwicklung im Jahr 2020 im Zeichen der Coronavirus-Pandemie. Durch den Wirtschaftseinbruch sinken die Steuern sowie die Sozialbeiträge aus regulärer Beschäftigung. Gleichzeitig steigen die Ausgaben für das Kurzarbeiter- und Arbeitslosengeld erheblich. Noch stärker schlagen die Corona-Maßnahmen zu Buche (vgl. zu den einbezogenen finanzpolitischen Maßnahmen S. 24 f.).

*2020: Automatische und aktive fiskalische Stabilisierung*

## Öffentliche Finanzen

Im laufenden Jahr stabilisieren die Staatsfinanzen die Wirtschaftsentwicklung erheblich. Gemäß dieser Projektion verzeichnet der Staatshaushalt ein Defizit von rund 5 % des BIP, nachdem im Jahr 2019 noch ein Überschuss von 1,5 % des BIP erzielt wurde. Im nächsten Jahr geht das Defizit nur leicht zurück: Den auslaufenden Corona-Maßnahmen steht eine expansive Fiskalpolitik an anderer Stelle gegenüber. Im Jahr 2022 lassen die weiter auslaufenden Corona-Maßnahmen und die Konjunkturerholung das Staatsdefizit dann deutlich sinken. Im Jahr 2023 bewegt es sich Richtung 1 % des BIP. Insgesamt ist die Prognoseunsicherheit durch die Coronakrise weiterhin stark erhöht.

Im Jahr 2021 sinkt das Defizit auf rund 4 % des BIP. Dabei bildet sich der negative Konjunkturlauf auf den Staatshaushalt nur wenig zurück: Zwar gewinnt die Wirtschaftsentwicklung an Schwung. Vor allem die für den Staatshaushalt besonders bedeutsame Arbeitsmarktentwicklung läuft aber zeitlich nach. Dass die meisten Corona-Maßnahmen bis zum Jahresende 2021 auslaufen, senkt das Defizit für sich genommen zwar deutlich. Allerdings stehen dem defiziterhöhende Beschlüsse an anderer Stelle gegenüber. Zudem wachsen die Ausgaben der Renten-, Kranken- und Pflegeversicherung stark.<sup>15)</sup>

*2021: Defizit sinkt trotz einsetzender wirtschaftlicher Erholung zunächst nur moderat*

*Staatliche Defizite im Auf und Ab*

Die strukturelle, also um konjunkturelle und andere temporäre Einflüsse bereinigte, Lage der

<sup>15</sup> Durch das Zusammenspiel des Rentenpakets 2018 mit den volatilen Lohn- und Beschäftigungsentwicklungen in der Coronakrise wuchsen die Renten stärker als die Löhne, vgl. auch: Deutsche Bundesbank (2020g).

2022: Stabilisierungswirkung des Staatshaushalts stärker rückläufig

Im Jahr 2022 sinkt das Defizit dann deutlicher auf rund 2 % des BIP. Dies liegt vor allem daran, dass sich die Erholung der Wirtschaft jetzt stärker im Staatshaushalt niederschlägt. Außerdem entfallen die pandemiebedingten Stützungsmaßnahmen nun weitestgehend. Die Sozialausgaben wachsen weiterhin recht stark. Dem stehen allerdings steigende Sozialbeitragsätze gegenüber.

Schuldenquote steigt 2020 auf Größenordnung von 70 %, fällt im weiteren Verlauf aber wieder deutlich

Die Schuldenquote, also die Staatsverschuldung in Relation zum BIP, steigt im laufenden Jahr auf eine Größenordnung von 70% (2019: 59,6%). Die staatlichen Defizite werden überwiegend durch zusätzliche Staatsverschuldung finanziert. Nur zum kleineren Teil wird Finanzvermögen eingesetzt, zum Beispiel Rücklagen der Sozialversicherungen. Zudem erhöhen die staatlich garantierten Corona-Hilfskredite, staatliche Eigenkapitalzuführungen und höhere Kassenreserven die Schulden (Corona-Sondereffekte in der Regel ohne Einfluss auf das Defizit). Außerdem fällt das nominale BIP im Nenner der Schuldenquote. Im Jahr 2021 sinkt die Schuldenquote nur wenig. Im weiteren Verlauf verringert sie sich dann aber stärker bis auf eine Größenordnung von 65% im Jahr 2023. So sind ab 2022 die Defizite der Gebietskörperschaften wieder deutlich niedriger, und die Corona-Sondereffekte werden zurückgeführt. Außerdem verringern sich die Portfolios staatlicher Bad Banks weiter, und das nominale BIP wächst zeitweise sehr deutlich.

## Risikobeurteilung und alternative Szenarien

Unsicherheit weiter ungewöhnlich hoch, insbesondere mit Blick auf den Fortgang der Pandemie

Die Perspektiven der deutschen Wirtschaft hinsichtlich der Wirtschaftsaktivität und der Verbraucherpreise bleiben insgesamt ungewöhnlich unsicher. Zwar ist mittlerweile erheblich mehr über das Virus, die Maßnahmen gegen seine Ausbreitung und die Auswirkungen auf das Verhalten der Wirtschaftsakteure und die Wirtschaft selbst bekannt als im Frühjahr. Dennoch bleiben der weitere Fortgang der Pandemie und die gesamtwirtschaftlichen Folgen schwer abzuschätzen. In einer solchen Situation

### Eckwerte der gesamtwirtschaftlichen Projektion – ohne Kalenderbereinigung

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

| Position  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  |
|---|-------|-------|-------|-------|
| BIP (real)  | 0,6   | - 5,1 | 3,0   | 4,4   |
| desgl. kalenderbereinigt                          | 0,6   | - 5,5 | 3,0   | 4,5   |
| Verwendung des realen BIP                         |       |       |       |       |
| Private Konsumausgaben                            | 1,6   | - 6,4 | 3,8   | 7,0   |
| nachrichtlich: Sparquote                          | 10,9  | 16,8  | 14,5  | 9,4   |
| Konsumausgaben des Staates                        | 2,7   | 4,6   | 0,0   | 1,0   |
| Bruttoanlageinvestitionen                         | 2,5   | - 3,3 | 1,3   | 6,8   |
| Unternehmensinvestitionen <sup>1)</sup>           | 1,6   | - 8,1 | 2,0   | 9,9   |
| Private Wohnungsbauinvestitionen                  | 4,0   | 2,3   | - 1,4 | 3,2   |
| Exporte   | 1,0   | - 9,7 | 6,5   | 4,1   |
| Importe   | 2,6   | - 8,9 | 5,1   | 7,0   |
| nachrichtlich: Leistungsbilanzsaldo <sup>2)</sup> | 7,1   | 7,2   | 7,7   | 6,6   |
| Beiträge zum BIP-Wachstum <sup>3)</sup>           |       |       |       |       |
| Inländische Endnachfrage                          | 1,9   | - 3,1 | 2,2   | 5,3   |
| Vorratsveränderungen                              | - 0,7 | - 1,1 | - 0,1 | - 0,1 |
| Exporte   | 0,5   | - 4,6 | 2,8   | 1,9   |
| Importe   | - 1,1 | 3,6   | - 1,9 | - 2,7 |
| Arbeitsmarkt                                      |       |       |       |       |
| Arbeitsvolumen <sup>4)</sup>                      | 0,6   | - 4,2 | 1,9   | 2,4   |
| Erwerbstätige <sup>4)</sup>                       | 0,9   | - 1,0 | - 0,6 | 1,3   |
| Arbeitslose <sup>5)</sup>                         | 2,3   | 2,7   | 2,9   | 2,5   |
| Arbeitslosenquote <sup>6)</sup>                   | 5,0   | 6,0   | 6,4   | 5,5   |
| nachrichtlich: Erwerbslosenquote <sup>7)</sup>    | 3,2   | 4,2   | 4,7   | 3,8   |
| Löhne und Lohnkosten                              |       |       |       |       |
| Tarifverdienste <sup>8)</sup>                     | 2,9   | 2,2   | 1,5   | 2,1   |
| Bruttolöhne und -gehälter je Arbeitnehmer         | 2,9   | - 0,3 | 2,3   | 2,7   |
| Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer               | 3,0   | 0,1   | 2,3   | 2,9   |
| Reales BIP je Erwerbstätigen                      | - 0,3 | - 4,1 | 3,6   | 3,0   |
| Lohnstückkosten <sup>9)</sup>                     | 3,4   | 4,4   | - 1,3 | - 0,1 |
| nachrichtlich: BIP-Deflator                       | 2,2   | 1,6   | 1,9   | 1,4   |
| Verbraucherpreise <sup>10)</sup>                  | 1,4   | 0,4   | 1,8   | 1,3   |
| ohne Energie                                      | 1,4   | 1,0   | 1,7   | 1,4   |
| Energiekomponente                                 | 1,4   | - 4,6 | 3,0   | 1,2   |
| ohne Energie und Nahrungsmittel                   | 1,4   | 0,7   | 1,5   | 1,3   |
| Nahrungsmittelkomponente                          | 1,5   | 2,3   | 2,5   | 1,7   |
| Preise für Wohnimmobilien                         | 5,8   | 6,6   | 5,4   | 4,3   |

Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesagentur für Arbeit; Eurostat; 2020 bis 2022 eigene Projektionen. <sup>1</sup> Private Anlageinvestitionen ohne Wohnungsbau. <sup>2</sup> In % des nominalen BIP. <sup>3</sup> Rechnerisch, in Prozentpunkten. Abweichungen in der Summe rundungsbedingt. <sup>4</sup> Inlandskonzept. <sup>5</sup> In Millionen Personen (Definition der Bundesagentur für Arbeit). <sup>6</sup> In % der zivilen Erwerbspersonen. <sup>7</sup> International standardisiert gemäß ILO-Definition, Eurostat-Abgrenzung. <sup>8</sup> Auf Monatsbasis; gemäß Tarifverdienstindex der Bundesbank. <sup>9</sup> Quotient aus dem im Inland entstandenen Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und dem realen BIP je Erwerbstätigen. <sup>10</sup> Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI).

### Eckwerte der verschiedenen makroökonomischen Szenarien

Veränderung gegenüber Vorjahr in %, kalenderbereinigt <sup>1)</sup>

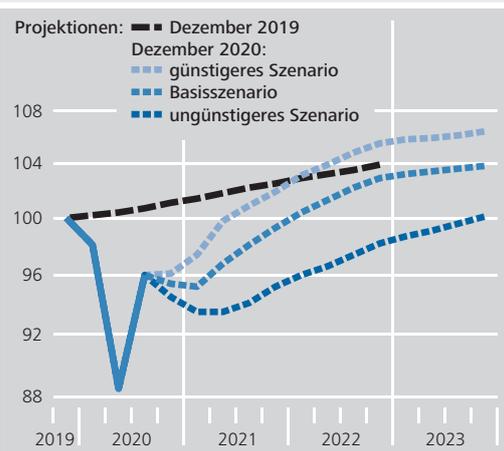
| Position                        | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---------------------------------|------|------|------|------|
| <b>Basisszenario</b>            |      |      |      |      |
| BIP (real)                      | -5,5 | 3,0  | 4,5  | 1,8  |
| Arbeitslosenquote <sup>2)</sup> | 6,0  | 6,4  | 5,5  | 5,2  |
| Verbraucherpreise <sup>3)</sup> | 0,4  | 1,8  | 1,3  | 1,6  |
| ohne Energie und Nahrungsmittel | 0,7  | 1,5  | 1,3  | 1,5  |
| <b>Günstigeres Szenario</b>     |      |      |      |      |
| BIP (real)                      | -5,3 | 5,6  | 4,3  | 1,7  |
| Arbeitslosenquote <sup>2)</sup> | 5,9  | 6,0  | 5,1  | 4,9  |
| Verbraucherpreise <sup>3)</sup> | 0,4  | 1,8  | 1,5  | 1,7  |
| ohne Energie und Nahrungsmittel | 0,7  | 1,5  | 1,4  | 1,7  |
| <b>Ungünstigeres Szenario</b>   |      |      |      |      |
| BIP (real)                      | -5,7 | -0,2 | 3,2  | 2,4  |
| Arbeitslosenquote <sup>2)</sup> | 6,0  | 7,2  | 6,6  | 6,1  |
| Verbraucherpreise <sup>3)</sup> | 0,4  | 1,7  | 1,1  | 1,2  |
| ohne Energie und Nahrungsmittel | 0,7  | 1,4  | 1,0  | 1,0  |

Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesagentur für Arbeit; Eurostat; 2020 bis 2023 eigene Projektionen. <sup>1)</sup> Falls Kalendereinfluss vorhanden. <sup>2)</sup> In % der zivilen Erwerbspersonen. <sup>3)</sup> Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI), Ursprungswerte.

Deutsche Bundesbank

### Szenarien für das reale BIP

4. Vj. 2019 = 100, log. Maßstab



Deutsche Bundesbank

helfen Alternativszenarien, die vielschichtigen Unwägbarkeiten bezüglich der medizinischen Lage und ihrer wirtschaftlichen Auswirkungen zu illustrieren.<sup>16)</sup>

Risiken für den gesamtwirtschaftlichen Ausblick bestehen aber nicht nur im unmittelbaren Hin-

blick auf die Pandemie. Die deutsche Wirtschaft ist auch stark vom Welthandel abhängig. Unwägbarkeiten bestehen hier derzeit insbesondere hinsichtlich der zukünftigen Handelsbeziehungen zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich, da die Verhandlungen über die künftige Ausgestaltung des gemeinsamen Handels weiterhin offen sind. Zwar wurde die Projektion mit der Annahme eines Rückfalls auf das Meistbegünstigungsprinzip der Welthandelsorganisation bereits vorsichtig angesetzt (vgl. Ausführungen auf S. 21). Hinsichtlich der damit verbundenen wirtschaftlichen Auswirkungen bestehen aber auch Abwärtsrisiken. Gewisse Hoffnungen auf eine höhere Dynamik der Auslandsnachfrage besteht für den Fall, dass die bereits seit Längerem bestehenden Unsicherheiten in Verbindung mit den globalen Handelsverflechtungen zurückgehen, etwa, weil in der US-Handelspolitik ein höheres Maß an Berechenbarkeit einkehrt. So ergibt sich aus heutiger Sicht eine weitgehend ausgeglichene Verteilung von Auf- und Abwärtsrisiken für BIP- und Inflationsausblick in Bezug auf das internationale Umfeld. Dies gilt auch in der Gesamtschau, da sich die Risiken bezüglich der Pandemie ebenfalls weitgehend die Waage halten. Zwar wären die Abweichungen im ungünstigeren Szenario gravierender als im günstigeren Szenario. Dem günstigeren Szenario wird jedoch eine etwas höhere Eintrittswahrscheinlichkeit zugeschrieben.

Im günstigeren Szenario sind medizinische Lösungen im In- und Ausland rascher verfügbar und werden schneller implementiert. So könnten beispielsweise breite Teile der Bevölkerung bereits im Laufe des kommenden Jahres geimpft werden. Die Infektionszahlen sinken zügig. Die Eindämmungsmaßnahmen könnten unter diesen Bedingungen bereits bis zum Jahresende 2021 vollständig zurückgenommen werden.

Unter diesen Bedingungen erholt sich die Auslandsnachfrage deutscher Unternehmen rascher, und der private Konsum im Inland wird noch früher und stärker ausgeweitet. Das BIP

*Risiken aus dem außenwirtschaftlichen Umfeld und auch in der Gesamtschau ausgeglichen*

*Günstigeres Szenario: Erfolgreichere Implementierung medizinischer Lösungen ...*

*... bewirkt zügigere und kräftigere Erholung*

<sup>16)</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2020a).

erreicht den Vorkrisenstand bereits zur Mitte des kommenden Jahres und wächst dennoch in den Jahren 2022 und 2023 ähnlich stark wie im Basisszenario. Der Arbeitsmarkt belebt sich schneller, und die Arbeitslosigkeit geht bis zum Prognosehorizont auf die Tiefststände von vor der Pandemie zurück. Vor diesem Hintergrund bleibt das Produktionspotenzial weitgehend unbeschädigt. Die Produktionslücke schließt sich bereits mit Ablauf des Jahres 2021 und nimmt ab 2022 deutlich positive Werte an. Die preistreibenden Auswirkungen von Kosten der Pandemiebekämpfung fallen zwar geringer aus. Aufgrund des günstigeren makroökonomischen Umfelds liegt die Inflationsrate insbesondere in den Jahren 2022 und 2023 dennoch etwas höher als im Basisszenario. Die Staatsfinanzen entwickeln sich in diesem Szenario deutlich günstiger. Hauptgrund ist die günstigere wirtschaftliche Lage, die zu höheren Einnahmen aus Steuern und Sozialbeiträgen sowie niedrigeren Ausgaben für Arbeitslosengeld führt.

Die gesamtwirtschaftliche Leistung wird in diesem Szenario trotz noch stärkerer Stützung seitens der Staatsfinanzen substanziell und anhaltend in Mitleidenschaft gezogen. Ursächlich hierfür sind die persistent schwache Nachfrage nach deutschen Exporten und der private Konsum, der wegen der Einschränkungen und einer höheren Sparneigung lange Zeit gedrückt bleibt. Die Lage am Arbeitsmarkt bessert sich kaum. Das BIP erholt sich in einem solchen Szenario nur sehr schleppend und erreicht seinen Vorkrisenstand allenfalls zum Ende des Projektionszeitraums. Die Auswirkungen auf das Produktionspotenzial und sein Wachstum wären schwerwiegend und dauerhaft. Die gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten blieben in diesem Szenario über den gesamten Projektionszeitraum unterausgelastet. Die Bekämpfung der Pandemie verursacht unter diesen Bedingungen zwar einerseits beträchtliche Kosten für die Unternehmen, was Preissteigerungen nach sich zieht. Andererseits dämpft die anhaltend schwache Güternachfrage und die Unterauslastung am Arbeitsmarkt den Druck auf Löhne und Preise erheblich und begrenzt den Spielraum für die Weitergabe höherer Kosten. Per Saldo fällt der Verbraucherpreisanstieg daher spürbar schwächer aus als im Basisszenario. Die Staatsfinanzen stehen in diesem Szenario deutlich schlechter da. Die Defizitquote wird durch die ungünstigere wirtschaftliche Lage erhöht. Darüber hinaus wird unterstellt, dass die Unternehmen durch weitere Direkthilfen gestützt werden und einige Corona-Hilfskredite ausfallen. Zudem nehmen Unternehmen mehr staatliche Hilfskredite und Eigenkapital in Anspruch.

*... führen zu gravierenden und dauerhaften Schäden am Produktionspotenzial*

*Ungünstigeres Szenario: Keine schnellen Erfolge bei der Pandemiebekämpfung und anhaltende Einschränkungen ...*

Im ungünstigeren Szenario wird ein schwerer weiterer Verlauf der Krise unterstellt. Trotz verschärfter Gegenmaßnahmen wird die Pandemie im laufenden Winterhalbjahr nur unzulänglich eingedämmt, und auch im Verlauf der kommenden Jahre gelingt dies nur begrenzt. Die Implementierung medizinischer Lösungen im In- und Ausland zieht sich über den gesamten Projektionszeitraum hin, etwa weil Impfstoffe an Wirksamkeit verlieren oder keine ausreichend hohen Impfquoten erzielt werden. Eindämmungsmaßnahmen müssen, wenn auch in nach und nach abgeschwächter Form, bis Ende 2023 fortbestehen.

## ■ Literaturverzeichnis

Beckmann, E. und T. Schmidt (2020), Bundesbank online pilot survey on consumer expectations, Technical Paper der Deutschen Bundesbank, 01/2020.

Bernard, R., P. Tzamourani und M. Weber (2020), Wie beeinflusst die Covid-19-Pandemie die Konsumabsichten der privaten Haushalte?, Research Brief der Deutschen Bundesbank, 35. Ausgabe.

Deutsche Bundesbank (2020a), Perspektiven der deutschen Wirtschaft für die Jahre 2020 bis 2022, Monatsbericht, Juni 2020, S. 15–34.

Deutsche Bundesbank (2020b), Konjunktur in Deutschland, Monatsbericht, November 2020, S. 49–62.

Deutsche Bundesbank (2020c), Rasche Erholung der chinesischen Wirtschaft stützt Rohstoffmärkte und Welthandel, Monatsbericht, November 2020, S. 14.

Deutsche Bundesbank (2020d), Geldpolitik und Bankgeschäft, Monatsbericht, November 2020, S. 23–37.

Deutsche Bundesbank (2020e), Finanzmärkte, Monatsbericht, November 2020, S. 38–49.

Deutsche Bundesbank (2020f), Neuberechnung der Gewichte für die Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft, Monatsbericht, August 2020, S. 52–55.

Deutsche Bundesbank (2020g), Rentenanpassungsformel reformbedürftig, Monatsbericht, November 2020, S. 73–74.

Deutsche Bundesbank (2019), Perspektiven der deutschen Wirtschaft – Gesamtwirtschaftliche Vorausschätzungen für die Jahre 2020 und 2021 mit einem Ausblick auf das Jahr 2022, Monatsbericht, Dezember 2019, S. 15–37.

Deutsche Bundesbank (2007), Der private Konsum seit der deutschen Wiedervereinigung, Monatsbericht, September 2007, S. 41–56.

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

Drescher, K., P. Fessler und P. Lindner (2020), Helicopter money in Europe: New evidence on the marginal propensity to consume across European households, *Economics Letters*, Vol. 195, S. 1–6.

Europäische Zentralbank (2020), Daily nominal effective exchange rate of the euro, abrufbar unter: [https://www.ecb.europa.eu/stats/balance\\_of\\_payments\\_and\\_external/eer/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/balance_of_payments_and_external/eer/html/index.en.html).

Sachverständigenrat (2020), Corona-Krise gemeinsam bewältigen, Resilienz und Wachstum stärken, Jahresgutachten 2020/21.