

## Überblick

### Krieg und Lieferengpässe belasten Wirtschaftserholung und treiben Inflation

*Krieg gegen die Ukraine und Anti-Corona-Maßnahmen in China als Belastungsfaktoren für die Weltwirtschaft*

Die Folgen des Ende Februar 2022 begonnenen russischen Angriffskrieges gegen die Ukraine lasten auf der Weltwirtschaft. Bremsend wirkt insbesondere die kräftige Verteuerung zahlreicher Rohstoffe, welche die Produktionskosten der Unternehmen erhöht und die Kaufkraft der privaten Haushalte schmälert. Die gestiegene Unsicherheit über die Verfügbarkeit wichtiger Rohstoffe und Vorleistungsgüter trübt das Geschäftsklima zusätzlich ein. Dies betrifft insbesondere einige europäische Länder, die stark von den russischen Energielieferungen abhängen. Im März nahmen auch die Störungen internationaler Lieferketten wieder zu, nachdem sie zuvor etwas in den Hintergrund getreten waren. Angesichts der in China ergriffenen strikten Maßnahmen gegen die Ausbreitung des Coronavirus könnten sich diese Probleme in nächster Zeit noch erheblich verschärfen.

*Nach dem Kriegsbeginn merklicher Anstieg der Rohstoffpreise ...*

Nach dem Beginn des Krieges waren die Preise fossiler Energieträger sowie einiger Industriemetalle und Nahrungsmittel, für die Russland und die Ukraine weltweit zu den bedeutendsten Produzenten gehören, sprunghaft angestiegen. Maßgeblich dafür waren insbesondere Sorgen vor zukünftigen Lieferstopps und Embargomaßnahmen. Nachdem deutlich geworden war, dass Energierohstoffe vorerst weitgehend von westlichen Sanktionen ausgenommen sein würden und Russlands Rohstoffexporte bislang lediglich moderat zurückgingen, gaben die Preise zumeist wieder ein gutes Stück nach. Die Nahrungsmittelpreise, insbesondere jene für Weizen und Mais, stiegen aber bis zuletzt weiter an.

*... und in der Folge verstärkter Verbraucherpriestrieb*

Die hohen Energie- und Nahrungsmittelpreise trugen gemeinsam mit dem kräftigen Preisdruck auf vorgelagerten Produktionsstufen maßgeblich dazu bei, dass sich der Anstieg der

Verbraucherpreise weltweit nochmals erheblich verstärkte. In den Industrieländern erreichte die Vorjahresrate der Verbraucherpreise im April 7,6 % und damit den höchsten Stand seit mehr als 40 Jahren. Auch in der engeren Abgrenzung ohne Energie und Nahrungsmittel legte die Teuerungsrate weiter auf 5,0 % zu. Angesichts anhaltend hoher Preise für Rohstoffe, Transportleistungen und andere Vorprodukte dürften die Verbraucherpreise auch in den nächsten Monaten stark steigen.

### Finanzmärkte besorgt über steigende Inflationsraten und Krieg gegen die Ukraine

Die sich verschärfenden Inflations Sorgen und der Krieg gegen die Ukraine bestimmten in den letzten Wochen auch die Entwicklung an den internationalen Finanzmärkten. Die Renditen an den Anleihemärkten stiegen angesichts der höheren Inflationsraten und -erwartungen weltweit deutlich an, auch vor dem Hintergrund der durch wichtige Zentralbanken vorangetriebenen geldpolitischen Neuausrichtung. So haben die Zentralbanken des Vereinigten Königreichs und der USA mit wiederholten Leitzinserhöhungen ihren geldpolitischen Kurs weiter gestrafft. Zudem kündigte die Federal Reserve an, ab Juni 2022 ihre Wertpapierbestände zu reduzieren, die sie im Rahmen von geldpolitischen Ankaufprogrammen erworben hatte. Die Bank von Japan hielt hingegen an ihrer Steuerung der Renditen auf niedrigem Niveau fest. Der Krieg gegen die Ukraine verstärkte insbesondere durch erheblich gestiegene Energiepreise die zuvor schon bestehenden Inflations Sorgen der Marktteilnehmer und schürte letztlich auch die Erwartung einer schnelleren Anpassung der geldpolitischen Ausrichtung. Zudem erhöhte der Krieg die Unsicherheit über den konjunkturellen Ausblick. Steigende Finanzmarktvolatilitäten und ein scharfer, aber kurzer Einbruch der Aktienkurse waren die Folge. Deutlich stärker

*Finanzmarktentwicklung unter dem Einfluss steigender Inflationsraten, des Krieges gegen die Ukraine und weniger akkommodierender Geldpolitik*

belastete das höhere Zinsniveau die Aktienbörsen. Insgesamt verloren die europäischen und US-amerikanischen Aktien seit Jahresbeginn spürbar an Wert. An den Devisenmärkten drückten die befürchteten ökonomischen Folgen des Krieges sowie die Erwartungen über das unterschiedliche Tempo der geldpolitischen Anpassungen in den großen Währungsräumen den Kurs des Euro.

*Geldpolitik:  
EZB-Rat stellt  
zügigere  
Normalisierung  
in Aussicht*

Und auch im Euroraum rückte das Ende der äußerst expansiven Geldpolitik näher. Im März beschloss der EZB-Rat die Ankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme, APP) im Verlauf des zweiten Quartals schneller zu reduzieren als im Dezember vorgesehen. Im April kam der EZB-Rat zu dem Schluss, dass die Nettokäufe im dritten Quartal eingestellt werden könnten. Der EZB-Rat passte zudem die Forward Guidance zu den Leitzinsen an. Gemäß der neuen Formulierung wird der EZB-Rat Änderungen der EZB-Leitzinsen „einige Zeit“ nach dem Ende der Nettoankäufe im Rahmen des APP vornehmen. Mit diesen Formulierungen hält sich der EZB-Rat in Bezug auf das zeitliche Profil der ersten Zinsschritte alle Optionen offen. Dazu gehört auch die Möglichkeit, die Leitzinsen sehr zeitnah nach dem Ende der Nettoankäufe im Rahmen des APP erstmalig anzuheben. Jüngste Äußerungen zahlreicher EZB-Ratsmitglieder haben die entsprechenden Markterwartungen einer ersten Zinsanhebung deutlich nach vorne bewegt. So wird gegenwärtig der erste Schritt für den Juli erwartet, und bis Jahresende sind vier Zinserhöhungen à 25 Basispunkte eingepreist.

*Geldmengen-  
wachstum  
weiter abge-  
schwächt*

Das breit gefasste Geldmengenaggregat M3 wuchs auch im ersten Quartal 2022 deutlich. Das Wachstum verlor gegenüber den kräftigen Zuflüssen der Vorquartale jedoch weiter an Schwung. Grund war die Verringerung der Nettoankäufe von Wertpapieren im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP), die im März wie geplant beendet wurden. Zugleich stiegen die Buchkredite an den inländischen Privatsektor im ersten Quartal weiter kräftig an.

Dies betraf vor allem Wohnungsbaukredite an private Haushalte, aber auch Kredite an nicht-finanzielle Unternehmen. Ein wichtiges Motiv für die lebhafte Kreditnachfrage dürfte die Erwartung steigender Bankkreditzinsen gewesen sein. Die in der Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey) befragten Banken berichteten, dass sie die Richtlinien für Unternehmenskredite im ersten Quartal zum ersten Mal seit einem Jahr wieder etwas verschärft hätten.

## **Eigentlich ab dem Frühjahr angelegte kräftige Erholung der deutschen Wirtschaft erheblich geschwächt**

Die Wirtschaftsaktivität in Deutschland erhöhte sich im Winterquartal 2022 leicht, nachdem sie im Schlussquartal 2021 etwas gesunken war. Der Schnellmeldung des Statistischen Bundesamtes zufolge stieg das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) gegenüber dem Vorquartal saisonbereinigt um 0,2 %. Stark positive Impulse kamen – begünstigt durch die milde Witterung – vom Bau. Aufgrund eines guten Starts in das Jahr konnte auch die Industrieproduktion gegenüber dem Vorquartal etwas zulegen. Seit Beginn des russischen Krieges gegen die Ukraine belasten dessen Auswirkungen die Wirtschaft aber erheblich. So verschärften sich die Lieferengpässe in der Industrie und im Bau wieder, nachdem sie sich zu Beginn des Quartals wohl etwas entspannt hatten. Auch die stark gestiegenen Energiepreise dämpften wohl die Produktion. Die Ausfuhren gingen im März stark zurück und lagen auch im ersten Quartal 2022 insgesamt deutlich unter dem Vorquartal. Die hohen Energiepreise verstärkten zudem die ohnehin hohe Teuerung und schmälerten dadurch bei den privaten Haushalten die Kaufkraft der Einkommen. Dies belastete den privaten Konsum. Zusätzlich beeinträchtigt wurde er durch die Pandemie und die damit einhergehenden Schutzmaßnahmen. Dagegen dürften die Bauinvestitionen und die Investitionen in Ausrüstungen trotz der Lieferengpässe angestiegen sein.

*Deutsche Wirtschaft im Winterquartal 2022 durch Pandemie, hohe Teuerung und den Angriff Russlands auf die Ukraine belastet*

*Buchkreditvergabe deutscher Banken an inländischen Privatsektor kräftig ausgeweitet*

Dafür spricht auch die weiterhin kräftige Kreditvergabe deutscher Banken an private Haushalte und nichtfinanzielle Unternehmen. Die Nachfrage der privaten Haushalte insbesondere nach Wohnungsbaukrediten blieb hoch. Neben der weiterhin günstigen Einkommens- und Vermögenssituation der Haushalte spielten dabei auch Zinssicherungsmotive eine Rolle. Auch die Unternehmen fragten erneut in großem Umfang Buchkredite nach. Die aufgenommenen Mittel dienten sowohl der kurzfristigen Überbrückung ungeplanter Finanzierungsbedarfe bei Lagerhaltung und Betriebsmitteln als auch der Finanzierung von Anlageinvestitionen.

*Wirtschaftliche Belastungen hinterließen bei Beschäftigung und Arbeitslosigkeit kaum Spuren*

Der deutsche Arbeitsmarkt entwickelte sich im ersten Vierteljahr 2022 ausgesprochen günstig. Die Erwerbstätigkeit expandierte kräftig, und die Arbeitslosigkeit verringerte sich weiter spürbar. Beide Indikatoren erreichten, anders als die wohl noch gedrückte Arbeitszeit je Beschäftigten, wieder den Stand unmittelbar vor Ausbruch der Pandemie. Damit kehrten jedoch auch die Engpässe von Arbeitskräften aus Vorkrisenzeiten zurück. Die das Wirtschaftsgeschehen im Winterquartal belastenden Faktoren – die hohe Verbreitung der Omikron-Variante und zuletzt der Einmarsch Russlands in die Ukraine – dürften eher die tatsächliche Arbeitszeit der Beschäftigten und die Arbeitsproduktivität beeinträchtigt haben. So stieg die wirtschaftlich bedingte Kurzarbeit wieder etwas an. Gleichwohl blieben die Frühindikatoren des Arbeitsmarktes nach einer kurzen Verunsicherung bei Kriegsausbruch für die nächsten Monate weiter optimistisch.

*Tarifverdienste stiegen im Winter wegen hoher Sonderzahlungen erheblich an, Effektivverdienste erhöhten sich wohl ebenfalls kräftig*

Die Tarifverdienste stiegen im Winter 2022 deutlich stärker als im Herbst 2021. Sie erhöhten sich gegenüber dem Vorjahr um 4,4%, maßgeblich wegen hoher Sonderzahlungen und Corona-Prämien. Die um solche Sonderzahlungen bereinigten Grundvergütungen legten hingegen lediglich um 1,6% zu. Die Effektivverdienste dürften im ersten Quartal vor allem aufgrund im Vorjahresvergleich spürbar niedrigerer Kurzarbeit noch kräftiger gestiegen sein als die Tarifverdienste.

Gegenwärtig wird der Zuwachs der Tarifverdienste noch durch alte Tarifverträge geprägt, die in einem Umfeld niedrigerer Inflationsraten und pandemiebedingter Belastungen geschlossen worden waren. Auch die Neuabschlüsse im ersten Quartal fielen trotz der stark gestiegenen Inflationsrate meist noch moderat aus. In den anstehenden Lohnverhandlungen könnten einerseits die Unsicherheit über die weitere wirtschaftliche Entwicklung und die Sorge um mögliche Arbeitsplatzverluste die Lohnsteigerungen etwas dämpfen. Andererseits dürften die anhaltend hohen Inflationsraten und die zunehmenden Arbeitsmarktknappheiten zu spürbar kräftigeren Lohnabschlüssen als in der jüngeren Vergangenheit beitragen. Dabei ist zu beachten, dass die gestiegenen Preise für die weitgehend importierten fossilen Energieträger den Verteilungsspielraum im Inland mindern.

Die Verbraucherpreise zogen zu Jahresbeginn nochmals kräftig an. Im ersten Vierteljahr 2022 betrug die Teuerungsrate gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex gegenüber dem Vorquartal saisonbereinigt 2,8%. Dies war der stärkste quartalsweise Preisanstieg in Deutschland seit Beginn der Währungsunion. Besonders dynamisch legten die Energiepreise zu. Zudem stieg die Teuerungsrate bei Nahrungsmitteln und nicht energetischen Industriegütern infolge neuer Lieferengpässe erheblich. In der Vorjahresbetrachtung verstärkte sich die Inflationsrate im ersten Quartal 2022 deutlich von 5,4% auf 6,1%. Ohne die volatilen Komponenten Energie und Nahrungsmittel betrug die Teuerungsrate dagegen 3,1%. Sie lag damit niedriger als im Vorquartal, weil damals noch der preistreibende Effekt der ausgelaufenen Mehrwertsteuersenkung verzeichnet wurde.

Im April stiegen die Preise saisonbereinigt gegenüber dem Vormonat deutlich an, allerdings nicht so außergewöhnlich kräftig wie noch im März. Dies war vor allem den Energiepreisen geschuldet, die nach einer starken Verteuerung im Vormonat leicht nachgaben. Gegenüber dem Vorjahr erhöhten sich die Preise insgesamt um 7,8%, nach bereits 7,6% im März. Ähnlich

*Tarifabschlüsse bislang noch moderat, in kommenden Monaten aber spürbar kräftigere Lohnerhöhungen möglich*

*Teuerung verstärkte sich im ersten Quartal deutlich ...*

*... und dürfte vorerst hoch bleiben*

hohe Raten wurden im früheren Bundesgebiet zuletzt während des ersten Golfkriegs Anfang der 1980er Jahre beobachtet. Vor dem Hintergrund der starken Teuerung auf den vorgelagerten Stufen dürfte die Inflationsrate aus heutiger Sicht im Mittel des laufenden Jahres bei etwa 7 % liegen. Die Unsicherheit hinsichtlich des Preisausblicks ist gegenwärtig allerdings besonders hoch.

*Wirtschaftsleistung dürfte im zweiten Quartal allenfalls leicht zulegen; Schub durch gelockerte Corona-Schutzmaßnahmen stehen Auswirkungen des Ukrainekriegs entgegen*

Im zweiten Quartal 2022 dürfte die deutsche Wirtschaftsleistung aus heutiger Sicht allenfalls leicht zulegen. Dahinter stehen starke, aber entgegengesetzte Kräfte. Einerseits dürfte die Lockerung der Corona-Schutzmaßnahmen den Dienstleistungsbereichen und den damit verbundenen Konsumausgaben einen kräftigen Schub verleihen. Andererseits verstärken die Auswirkungen des Angriffs Russlands auf die Ukraine die Belastungen durch hohe Teuerung und Lieferengpässe. Sie führen zudem zu weiteren negativen Effekten und dürften die zuvor angelegte kräftige Erholung erheblich schwächen. Der Konsum der privaten Haushalte wird von der hohen Inflation und der Unsicherheit über den Fortgang des Krieges gedämpft. Hohe Energie- und Materialkosten sowie die gestiegene Unsicherheit belasten zudem die Produktion in der Industrie und im Bau. Aufgrund des Ukrainekriegs und coronabedingter Lockdowns in China sind die Lieferketten erneut stark strapaziert. Die Exporte dürften aufgrund der Beeinträchtigungen des Außenhandels und einer infolge der Auswirkungen des Krieges niedrigeren Auslandsnachfrage ebenfalls spürbar unter dem Stand des Winterquartals verbleiben.

## Perspektiven für die Staatsfinanzen im laufenden Jahr und in der mittleren Frist

*Finanzpolitik reagiert auf Folgen des russischen Angriffskrieges*

Die Finanzpolitik reagiert derzeit auf die verteidigungs-, energie- und sozialpolitischen Folgen des russischen Angriffskrieges. So plant die Bundesregierung Mehrausgaben für die Verteidigung. Andere Maßnahmen zielen darauf, private Haushalte und Unternehmen von den stark

steigenden Energiekosten teilweise abzuschirmen. Hilfen für Geflüchtete und für die Ukraine treten hinzu. Die Maßnahmen sollen aus neuen Krediten finanziert werden. Deshalb zeichnen sich höhere Defizite ab als noch zu Jahresanfang erwartet.

Zwar ist die Unsicherheit erneut sehr hoch. Aus heutiger Perspektive dürfte das gesamtstaatliche Defizit aber im laufenden und kommenden Jahr deutlich sinken (2021: Defizitquote 3,7 %). Dies unterstellt, dass die Folgen des Krieges begrenzt bleiben und die Coronakrise nicht zurückkehrt. Dann dürften die Corona-Maßnahmen und die neuen temporären Hilfen auslaufen, und die Wirtschaft dürfte sich erholen.

Für die kommenden Jahre sind deutliche strukturelle Defizite zu erwarten. Dies liegt am Bund. Zwar kündigte die Bundesregierung an, die Schuldenbremse ab 2023 wieder einzuhalten. Sie plant aber, die umfangreiche allgemeine Rücklage einzusetzen, was ein entsprechend höheres Defizit zur Folge hat. Zusätzliche umfangreiche Defizite werden in den Sondervermögen erwartet. Dies betrifft insbesondere das geplante neue Bundeswehr-Sondervermögen und den Energie- und Klimafonds (EKF). Die zusätzlichen Defizitspielräume der Sondervermögen sowie aus der Rücklage im Kernhaushalt belaufen sich zusammen auf etwa 230 Mrd € (derzeit 6 % des BIP). Sie dürften wohl im Wesentlichen bis 2026 ausgeschöpft werden. Das heißt, die Defizite könnten 2023 bis 2026 im Durchschnitt fast 1½ % des BIP höher liegen als ohne diese Spielräume.

*Gleichwohl deutlich sinken des Defizit angelegt*

*Mittelfristig deutliche strukturelle Defizite beim Bund zu erwarten*

Der Bund schaffte sich die hohen Defizitspielräume ab 2023 teils aus Notlagenkrediten der Jahre 2020 und 2021. So stockte er vor allem den EKF über Notlagenkredite auf. Damit sollen für einige Jahre Klimaschutzmaßnahmen finanziert werden. Die Übertragung von Notlagenkrediten aus dem Jahr 2021 wird aber derzeit vom Bundesverfassungsgericht geprüft. Im laufenden Jahr sind zusätzliche Notlagenkredite auch für Maßnahmen infolge des russischen

*Hohe Defizitspielräume über weite Auslegung der Ausnahme-klausel*

Angriffskrieges geplant: Hierbei wäre gut zu begründen, warum die einzelnen Maßnahmen geeignet sind, die Notlage zu überwinden. Dabei wäre auch darzulegen, wieso sie dazu im aktuellen wirtschaftlichen Umfeld aus zusätzlichen Notlagenkrediten finanziert werden müssen (statt sie gegenzufinanzieren oder die Rücklage von derzeit knapp 50 Mrd € einzusetzen).

## Finanzpolitik in schwierigem wirtschaftlichen Umfeld

*Kreditfinanzierte Impulse bei Angebotsengpässen mit geringeren realen Wirkungen und erhöhtem Preisdruck*

Die staatlichen Haushalte sind in Krisen ein wichtiger Stabilisierungsfaktor. Ein breiter kreditfinanzierter Fiskalstimulus ist derzeit aber nicht angezeigt. Dies gilt insbesondere angesichts von hohen Preisanstiegen und Angebotsengpässen. In einer solchen Wirtschaftslage haben zusätzliche kreditfinanzierte Nachfrageimpulse geringere reale Wirkungen und verstärken eher den Preisdruck.

*Preissignale wirken lassen*

Die Energiepolitik zielt darauf, dass Deutschland möglichst zeitnah unabhängig von russischen Energielieferungen wird und langfristig netto

kein CO<sub>2</sub> mehr emittiert. Preissignale unterstützen diese Ziele effizient: Sie zeigen die Knappheiten an und lösen wichtige Anpassungsreaktionen aus. Staatliche Maßnahmen, die Energiepreise kurzfristig senken, wirken dagegen dem gewünschten Anpassungsprozess entgegen.

Staatlichen Schutz benötigen in der aktuellen Situation einkommensschwache private Haushalte. Maßnahmen, die an der Bedürftigkeit anknüpfen, können hier zielgenau wirken. Dies gilt etwa für die Sonderzahlungen bei geringem Einkommen. Die Energiepreispauschale begünstigt ebenfalls Personen mit geringeren Einkommen stärker. Sie ist aber eine breiter angelegte Maßnahme, denn alle Erwerbstätigen erhalten diese steuerpflichtige Zahlung. Andere Teile des nun beschlossenen Maßnahmenpakets für private Haushalte stehen mitunter den energiepolitischen Zielen entgegen. Für in Not geratene Unternehmen sind zielgenaue Transfer-, Bürgschafts- und Kreditprogramme vorgesehen. Wichtig ist, dass die Programme den Anreiz für die Unternehmen erhalten, zügig ihren fossilen Energieverbrauch zu drosseln und erneuerbare Energien zu nutzen.

*Private Haushalte und Unternehmen gezielt unterstützen, ohne die Transformation zu behindern*