

Überblick

Weiterhin starker Preisanstieg, eingetrübte gesamtwirtschaftliche Aussichten

Weltwirtschaft im Frühjahr 2022 geschrumpft

Eine Reihe von Belastungsfaktoren setzte die Weltwirtschaft im Frühjahr 2022 unter Druck. In China dämpften die strikten Einschränkungen zur Pandemiebekämpfung die Wirtschaftsaktivität erheblich. In den USA gab die gesamtwirtschaftliche Produktion vor dem Hintergrund der hohen Inflationsraten und der fortgesetzten geldpolitischen Straffung nochmals etwas nach. Der anhaltend hohe Verbraucherpreisanstieg belastete auch in einer Vielzahl anderer Länder den privaten Verbrauch. Gleichzeitig trübte sich die Stimmung weltweit spürbar ein. Die Weltwirtschaft ist gegenwärtig mit ungewöhnlich hoher Unsicherheit konfrontiert.

Industriekonjunktur: Lieferzeiten steigen nur wenig, nachlassender Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen; allerdings stark steigende Gaspreise

Weltweit zog zwar die Nachfrage nach Dienstleistungen seit dem weitgehenden Wegfall der pandemiebedingten Beschränkungen wieder deutlich an. Aber dies konnte die schwache Nachfrage nach Industriewaren nicht vollständig ausgleichen. Laut Umfragen unter Einkaufsmanagern stellte für die globale Industrie inzwischen die Nachfrageschwäche die zentrale Belastung dar. Behinderungen durch angebotsseitige Engpässe verloren auch deshalb an Bedeutung. Entsprechend stiegen die Lieferzeiten nur noch wenig, und der Preisdruck ließ in der Industrie etwas nach. Auch sanken viele Rohstoffpreise, darunter die Rohölpreise, spürbar. Die europäischen Gaspreise stiegen hingegen sprunghaft an. Maßgeblich hierfür waren vor allem die Entscheidung Russlands, weniger Gas über die Pipeline Nord Stream 1 nach Europa zu liefern, und die Sorge vor einem umfassenden russischen Lieferstopp.

Verbraucherpreisanstieg nochmals verstärkt, unsicherer Ausblick

Auf der Verbraucherstufe verstärkte sich der Preisanstieg weltweit nochmals. Die Vorjahresrate der Verbraucherpreise in den Industrieländern zog bis Juli auf 8,3 % an. Insbesondere im Euroraum legten die Energiepreise drastisch zu.

Zudem ist der Preisauftrieb inzwischen breit angelegt. Die Inflationsrate in der engeren Abgrenzung ohne Energie und Nahrungsmittel hielt sich in den Industrieländern auf hohen 5 %. Perspektivisch sollte sich zwar der Preisanstieg auf den vorgelagerten Stufen angesichts der nachlassenden globalen Konjunktur und teilweise bröckelnder Rohstoffpreise allmählich abschwächen. Die Aufwärtsrisiken für die Teuerung sind aber hoch. Insbesondere im Fall eines vollständigen Gaslieferstopps aus Russland stünden weitere Preissprünge bei Energie an. Aufgrund der angespannten Arbeitsmarktlage in einigen Industrieländern könnten zudem kräftige Lohnsteigerungen zu unerwünschten Zweitrundeneffekten führen.

Hoher Inflationsdruck sorgt für steigende Renditen an den Kapitalmärkten

Die internationalen Finanzmärkte standen im Berichtszeitraum ebenfalls im Zeichen steigender Inflationsraten und wachsender Konjunktursorgen. Angesichts der in vielen Volkswirtschaften weiterhin überraschend hohen Inflation zogen die Staatsanleiherenditen bis Mitte Juni weltweit deutlich an. Die Marktteilnehmer preisten dabei unter anderem einen zunehmend kontraktiven geldpolitischen Kurs wichtiger Zentralbanken ein. Die Zentralbanken des Vereinigten Königreichs und der USA strafften die Geldpolitik mit wiederholten Leitzinserhöhungen: Die Bank of England vollzog im August die sechste Leitzinsanhebung seit Dezember letzten Jahres auf nun 1,75 %, und die Fed erhöhte den Leitzins im Juni und Juli um jeweils 75 Basispunkte auf ein Zielband von nun 2,25 % bis 2,5 %. Zudem begann nach der britischen auch die amerikanische Notenbank, ihre Wertpapierbestände zu reduzieren, die sie im Rahmen geldpolitischer Ankaufprogramme erworben hatte. Das Eurosystem blieb im Vergleich dazu eher abwartend, vollzog aber mit dem

Finanzmärkte im Zeichen hoher Inflationsraten und eingetrübter Konjunkturaussichten

Ende der Nettokäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme, APP) und einer anschließenden ersten Leitzinserhöhung in zwischen wichtige Schritte im Prozess der geldpolitischen Normalisierung. Zugleich verfestigten sich im Berichtszeitraum aber die Konjunktursorgen. In Europa wurden sie unter anderem von Einschränkungen bei den Erdgaslieferungen aus Russland genährt. Ab etwa Mitte Juni nahmen die Marktteilnehmer ihre Erwartungen an die geldpolitische Straffung im laufenden Zyklus schrittweise wieder zurück, was den vorangegangenen Renditeanstieg dämpfte. Die Aktienmärkte setzten in diesem Umfeld ihre negative Kursentwicklung des ersten Quartals fort. Neben den per saldo gestiegenen sicheren Zinsen wirkten gesunkene mittelfristige Gewinnwachstumsaussichten hierbei kursdämpfend. Auch an den Devisenmärkten spielte die Geldpolitik eine wichtige Rolle. Das zügigere Normalisierungstempo der US-Geldpolitik bei vergleichsweise abwartender Haltung des Eurosystems ließ den Euro dabei insbesondere gegenüber dem US-Dollar abwerten. Zusätzlich lastete im Verhältnis zum US-Dollar ein abklingender Risikoappetit unter den Devisenmarktteilnehmern auf der Gemeinschaftswährung.

EZB-Rat fasst bedeutende geldpolitische Beschlüsse

Geldpolitik: EZB-Rat beendet APP-Nettokäufe, erhöht Leitzinssätze und ...

Im Juni entschied der EZB-Rat, die Nettokäufe im Rahmen des APP zum 1. Juli 2022 einzustellen. Im Juli beschloss er angesichts erneuter Aufwärtsüberraschungen bei der Preisentwicklung eine erste Anhebung der Leitzinsen um 50 Basispunkte. Bei den kommenden Sitzungen wird eine weitere Normalisierung der Zinssätze angesichts aufwärtsgerichteter Inflationsrisiken angemessen sein.

... beschließt neues Instrument zur Absicherung der Transmission

Darüber hinaus beschloss der EZB-Rat im Juli ein neues Instrument zur Absicherung der Transmission (Transmission Protection Instrument, TPI). Insbesondere während der Normalisierung der Geldpolitik soll das TPI sicherstellen, dass

die Transmission des geldpolitischen Kurses in allen Ländern des Euroraums reibungslos erfolgt. Im Rahmen des TPI kann das Eurosystem am Sekundärmarkt Wertpapiere aus Ländern kaufen, in denen eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen nicht durch länderspezifische Fundamentalfaktoren begründet ist. Ein etwaiger Beschluss des EZB-Rats zur Aktivierung des TPI wird auf einer umfassenden Beurteilung von Markt- und Transmissionsindikatoren beruhen. Insbesondere wird der EZB-Rat mehrere Kriterien prüfen, um zu beurteilen, ob für TPI-Käufe infrage kommende Länder eine solide und tragfähige Finanz- und Wirtschaftspolitik verfolgen.

Die planmäßige Reduzierung der Netto-Anleiheankäufe schwächte auch das Wachstum des breit gefassten Geldmengenaggregats M3 weiter ab. Dagegen nahmen die Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen und private Haushalte im Euroraum kräftig zu. Bei den Unternehmen waren es insbesondere die massiven Handelseinschränkungen und die erhöhten Einkaufspreise, die die Kreditnachfrage trieben. Dabei verschärften die Banken die Richtlinien für Unternehmens- und Wohnungsbaukredite deutlich. Sie begründeten dies mit dem aus ihrer Sicht gestiegenen Kreditrisiko und der Abnahme ihrer Risikotoleranz.

Geldmengenwachstum im Euroraum weiter abgeschwächt

Deutsche Wirtschaftsleistung stagniert: Ukrainekrieg und hohe Kaufkraftverluste

Das Wirtschaftswachstum in Deutschland für das erste Quartal wurde zuletzt deutlich nach oben revidiert, auf 0,8%. Die Wirtschaftsleistung lag damit wieder in etwa auf dem Niveau vor der Coronakrise. Im zweiten Quartal stagnierte das saisonbereinigte reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) allerdings gegenüber dem Vorquartal (gemäß der Schnellmeldung des Statistischen Bundesamtes). Auf die Wirtschaft wirkten im Frühjahr entgegengesetzte Kräfte. Der Wegfall der meisten Corona-Schutzmaßnahmen gab den zuvor eingeschränkten Dienstleis-

Deutsche Wirtschaftsleistung stagnierte im Frühjahr 2022

tern einen kräftigen Schub. Die hohen Preissteigerungen und die Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Ukrainekrieg belasteten jedoch die privaten Haushalte und Unternehmen. Die Industrie sah sich zudem einer schwächeren Nachfrage und weiterhin spürbaren Lieferengpässen gegenüber. Materialknappheiten belasteten auch den Bau, der zusätzlich unter fehlenden Arbeitskräften litt. Außerdem war die Bautätigkeit im Winterquartal aufgrund günstiger Witterung stark ausgeweitet worden, und im Frühjahr kam es zu einer Gegenbewegung.

Privater Konsum und Exporte stützten die Wirtschaft

Nachfrageseitig wurde die Wirtschaft im zweiten Quartal vor allem durch den privaten Konsum gestützt. Der Wegfall der Corona-Schutzmaßnahmen ging mit einem starken Anstieg der Konsumausgaben für zuvor eingeschränkte Dienstleistungen einher. Auch von den Exporten kamen positive Impulse. Die gewerblichen Investitionen in Ausrüstungen dürften sich wegen der hohen Unsicherheit und der Lieferengpässe nur wenig erhöht haben. Die Bauinvestitionen sanken allerdings wohl kräftig.

Weiterhin robustes Kreditwachstum

Die Kreditentwicklung blieb aber gleichwohl robust: Die Banken in Deutschland weiteten ihre Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen und private Haushalte im zweiten Quartal abermals kräftig aus. Die von den Unternehmen aufgenommenen Mittel dienten vor allem der Deckung kurzfristiger Finanzierungsbedarfe bei Lagerhaltung und Betriebsmitteln. Auch das Sichern der im Vergleich zu den Anleiherenditen noch relativ günstigen Bankkreditzinsen spielte eine Rolle. Außerdem blieb die Nachfrage der privaten Haushalte insbesondere nach Wohnungsbaukrediten trotz gestiegener Kreditzinsen und deutlich verschärfter Kreditrichtlinien und -bedingungen weiterhin hoch.

Wirtschaftliche Belastungen nehmen Aufholprozess am Arbeitsmarkt den Schwung

Am Arbeitsmarkt verlor der zügige Aufholprozess nach der Aufhebung der pandemischen Einschränkungen zwar erheblich an Schwung. Gleichwohl stieg die Erwerbstätigkeit auch im Berichtsquartal weiter an. Kurzarbeit wurde nur noch in vergleichsweise geringem Umfang genutzt. Die Arbeitslosigkeit erhöhte sich ab An-

fang Juni 2022 zwar erheblich. Dies ging aber allein darauf zurück, dass ukrainische Flüchtlinge in das deutsche Sozialversicherungsrecht einbezogen wurden. Die positiven Erwartungen für die weitere Entwicklung gingen etwas zurück.

Die Tarifverdienste stiegen im Frühjahr 2022 schwächer als im Winterquartal. Damals hatten hohe Sonderzahlungen in der Industrie und Corona-Prämien die Rate vorübergehend stark erhöht. Die um solche Sonderzahlungen bereinigten Tarifverdienste legten hingegen im Frühjahr mit 2,1% stärker zu als zuvor. Die Effektivverdienste dürften im zweiten Quartal erneut kräftiger als die Tarifverdienste und kaum weniger stark als im ersten Quartal gestiegen sein. Ausschlaggebend dafür war vor allem die im Vorjahresvergleich deutlich höhere Arbeitszeit aufgrund der mittlerweile viel geringeren Kurzarbeit.

Tarifverdienste ohne Sonderzahlungen im Frühjahr noch moderat gestiegen

Gegenwärtig ist der Zuwachs der Tarifverdienste noch durch alte Tarifverträge geprägt, die im Umfeld niedrigerer Inflationsraten und pandemiebedingter Belastungen geschlossen worden waren. Allerdings fielen einige Neuabschlüsse im zweiten Quartal, als die Inflationsrate stark gestiegen war, etwas höher aus als zuvor. Sie blieben aber deutlich hinter der Steigerungsrate der Verbraucherpreise zurück. Die nach wie vor hohe Unsicherheit, die vor allem von den Auswirkungen des Ukrainekriegs ausgeht, sowie die teilweise hohe Kostenbelastung der Unternehmen wirkten höheren Abschlüssen entgegen. Diese dämpfenden Faktoren bleiben zwar bestehen, und der Verteilungsspielraum wird durch die gestiegenen Importpreise für Energie geschmälert. Der anhaltende Kaufkraftverlust wegen der hohen Inflation wird in den anstehenden Lohnverhandlungen aber voraussichtlich an Bedeutung gewinnen. Auch aufgrund der zunehmenden Arbeitsmarktknappheiten zeichnet sich ein höherer Lohndruck als im zweiten Quartal ab.

Jüngste Tarifabschlüsse mit höheren Raten

Inflationsrate dürfte im Herbst neue Höchststände erreichen

Preisanstieg im Frühjahr weiterhin überaus dynamisch

Der überaus kräftige Anstieg der saisonbereinigten harmonisierten Verbraucherpreise (HVPI) setzte sich auch im Frühjahr fort. Energie verteuerte sich wegen der weiter anziehenden Rohölnotierungen. Diese Entwicklung überdeckte die vorübergehend gesenkten Steuern auf Kraftstoffe (Tankrabbat). Darüber hinaus wurden die Tarife für Strom und Gas im zweiten Quartal erneut deutlich angehoben. Die Preise für Nahrungsmittel und Industriegüter ohne Energie wurden noch etwas stärker als im Vorquartal heraufgesetzt. Bei letzteren dürften vor allem gestiegene Rohstoffkosten und Angebotsengpässe eine Rolle gespielt haben. Dienstleistungen verteuerten sich bis Mai weiter spürbar. Im Juni gaben die Preise allerdings merklich nach. Dies geht auf die Einführung des Neun-Euro-Tickets zurück. Es ist wie der Tankrabbat Teil des „Entlastungspakets“ vom Juni und drei Monate lang gültig. In der Vorjahresbetrachtung stieg die durchschnittliche HVPI-Rate im Frühjahr auf 8,3% und die Rate ohne Energie und Nahrungsmittel auf 3,7%.

Im Herbst neue Höchststände bei der Inflationsrate wahrscheinlich

Im Juli stiegen die Preise in saisonbereinigter Betrachtung gegenüber dem Vormonat erneut kräftig. Insbesondere Nahrungsmittel verteuerten sich weiterhin sehr stark. Die Energiepreise sanken nicht, obwohl die Umlage für Erneuerbare Energien (EEG-Umlage) abgeschafft wurde und die Rohölpreise nachgaben. Dies wurde vor allem durch höhere Gaspreise kompensiert. Gegenüber dem Vorjahr weitete sich die Teuerungsrate insgesamt von 8,2% auf 8,5% aus. Mit dem Auslaufen der Maßnahmen des „Entlastungspakets“ im September dürfte die Inflationsrate nochmals spürbar ansteigen. Für zusätzlichen Auftrieb sorgen in den nächsten Monaten die Anhebung des allgemeinen gesetzlichen Mindestlohns und die Abwertung des Euro. Außerdem soll im Oktober eine Umlage auf die Gastarife eingeführt und gleichzeitig der Mehrwertsteuersatz auf Gas gesenkt werden. Insgesamt könnte die Inflationsrate im Herbst eine Größenordnung von 10% erreichen. Der

Inflationsausblick bleibt allerdings vor allem durch die unklare Lage an den Rohstoffmärkten außerordentlich unsicher.

Sinkende Wirtschaftsleistung im Winterhalbjahr deutlich wahrscheinlicher geworden

Die Wirtschaftsentwicklung in Deutschland wird im Sommerquartal und darüber hinaus von den ungünstigen Entwicklungen am Gasmarkt beeinträchtigt. Im Sommerquartal dürfte die deutsche Wirtschaftsleistung nach derzeitiger Einschätzung erneut in etwa auf der Stelle treten. Die hohe Unsicherheit über die Gasversorgung im kommenden Winter und die starken Preissteigerungen dürften die privaten Haushalte und Unternehmen deutlich belasten. Die vom Marktforschungsinstitut GfK ermittelte Stimmung der Verbraucher ist schlecht, und die Geschäftserwartungen der Unternehmen sanken auf ein sehr niedriges Niveau. In der Industrie und im Bau sind die Lieferengpässe gemäß Umfragen des ifo Instituts weiter ein großes Problem. Zudem erreichte der Fachkräftemangel zuletzt ein Allzeithoch. In der Industrie und dem Bau schwächt sich zusätzlich zu den angebotsseitigen Belastungen die Nachfrage ab. Dagegen sorgt der Wegfall der Corona-Schutzmaßnahmen weiter für positive Impulse bei den zuvor eingeschränkten Dienstleistungen und dem darauf entfallenden privaten Verbrauch. Zudem legen die jüngsten Daten nahe, dass die Industrie und der Außenhandel den belastenden Faktoren bis zuletzt trotzten. Die Wahrscheinlichkeit, dass das BIP im kommenden Winterhalbjahr zurückgeht, hat sich aufgrund der ungünstigen Entwicklungen am Gasmarkt gleichwohl deutlich erhöht.

Im Sommer dürfte die Wirtschaftsleistung erneut auf der Stelle treten, im Winterhalbjahr Rückgang deutlich wahrscheinlicher geworden

Staatliches Defizit sinkt im laufenden Jahr

Die Finanzpolitik stabilisiert weiterhin die gesamtwirtschaftliche Entwicklung. Sie unterstützt private Haushalte und Unternehmen auch im

Finanzpolitik stützt im laufenden Jahr weiter, Defizit dürfte aber sinken

laufenden Jahr mit zahlreichen Maßnahmen. Dennoch ist ein deutlich niedrigeres Defizit angelegt als 2021 (3,7 % des BIP). Grund sind die abklingenden fiskalischen Lasten durch die Coronakrise. Diese zeigten sich im ersten Halbjahr in stark steigenden Steuereinnahmen und sinkenden Pandemieausgaben. Entsprechend verbesserten sich die finanzstatistischen Haushaltergebnisse von Bund, Ländern und der Bundesagentur für Arbeit beträchtlich. Neue Lasten durch den Ukrainekrieg und Maßnahmen zum Ausgleich hoher Preise werden diese Erholung nach derzeitigem Stand nicht aufwiegen.

In kommenden Jahren deutliche strukturelle Defizite zu erwarten

Ab 2023 wohl deutliches strukturelles Defizit für einige Jahre

In den kommenden Jahren sinkt das Defizit aus heutiger Sicht weiter. Es ist aber ein deutliches strukturelles Defizit zu erwarten, das insbesondere auf den Bund zurückgeht. Die Bundesregierung plant zwar, die Regelgrenze der Schuldenbremse des Bundes ab 2023 wieder einzuhalten. Hinzu kommen aber Defizite durch Einsatz der vorhandenen Rücklage und in Sondervermögen. Zusammen errechnen sich so Spielräume für strukturelle Bundesdefizite von gut 1½ % des BIP im Durchschnitt der Jahre 2023 bis 2026.

Unsicherheit bleibt hoch

Allerdings sind die Aussichten für das laufende und die kommenden Jahre unsicher. Zwar enthalten die Planungen zum Bundeshaushalt 2022 und 2023 noch Puffer. Aber es bestehen Haushaltsrisiken besonders infolge des Ukrainekriegs und durch eine mögliche Energieknappheit, und neue Fiskalmaßnahmen sind im Gespräch. Zudem ist wenig transparent, wie die umfangreichen Defizitspielräume in Sondervermögen genau eingesetzt werden sollen.

Finanzpolitik in schwierigem gesamtwirtschaftlichen Umfeld

Die deutschen Staatsfinanzen sind weiter gut aufgestellt, um auch bei einer ungünstigeren Entwicklung die Konjunktur stabilisieren zu können. Wenn sich die Wirtschaft zusätzlich abschwächen sollte, unterstützt der Staat Einkommen und Nachfrage zunächst automatisch über das Steuer- und Sozialsystem. Wichtig wäre, dass neue ergänzende Stützungsmaßnahmen Preissignale für Angebot und Nachfrage nicht aushebeln. So sind etwa die hohen Energiepreise ein wichtiger Anstoß, den Energieverbrauch zu senken. Höhere Energiekosten, die sich in den steigenden Preisen niederschlagen, kann der Staat letztlich auch nur umverteilen – er kann Unternehmen und private Haushalte nicht grundlegend davon entlasten, da der Bezug von Energieträgern aus dem Ausland nun einen größeren Teil der Wirtschaftsleistung absorbiert.

Staatliche Hilfen für private Haushalte und Unternehmen sollten Preissignale nicht behindern

Ein breiterer defizitfinanzierter Fiskalstimulus ist aus heutiger Sicht weiterhin nicht angezeigt. Denn es besteht ein hoher Preisdruck, und die angebotsseitigen Verwerfungen halten an. Zusätzliche staatliche Nachfrageimpulse dürften daher real vergleichsweise wenig bewirken und drohen, den Preisdruck zusätzlich zu verstärken. Etwaige für notwendig gehaltene neue Maßnahmen wären an anderer Stelle gegenzufinanzieren.

Breiterer defizitfinanzierter Fiskalstimulus weiterhin nicht angezeigt

Daher liegt es aus heutiger Sicht auch weiter nahe, im kommenden Jahr die Regelgrenze der Schuldenbremse einzuhalten. Dies führt im Übrigen nicht zu einer fiskalischen Vollbremsung, die die Wirtschaftsentwicklung abwürgt. Denn erstens sinkt das Defizit quasi automatisch, weil nicht mehr benötigte Corona-Stützungsmaßnahmen entfallen. Zweitens bestehen über die Nettokredit-Grenze der Schuldenbremse hinaus erhebliche Defizitspielräume durch Rücklagen und bei Sondervermögen.

Rückkehr zu regulären Fiskalregeln im kommenden Jahr weiter nahe liegend, ...

Vertrauen in solide Staatsfinanzen ist unter anderem wichtig, damit der Staat in Krisen stabili-

*... auch um
Vertrauen in
verlässliche
Staatsfinanzen
zu stärken*

sieren kann. Fiskalregeln können solide Staatsfinanzen absichern und so Vertrauen schaffen. Dies hilft dann auch einer stabilitätsorientierten Geldpolitik. Dazu müssen die regulären Grenzwerte der Regeln aber bindend wirken und dürfen nicht ausgehöhlt werden. Dies gilt für die deutsche Schuldenbremse, aber insbesondere

auch für die europäischen Regeln. Notfallklauseln haben für Krisensituationen ihre Berechtigung. Der Rückgriff darauf sollte aber eine Ausnahme bleiben und nachvollziehbar begründet werden. Auch sollten Maßnahmen, die mit Ausnahmekrediten finanziert werden, geeignet sein, der konkreten Notlage entgegenzuwirken.