

Überblick

Konjunkturelle Aussichten etwas aufgehellt, weiterhin hoher Inflationsdruck

Weltwirtschaft wächst verhalten bei sich bessernder Stimmung

Verhaltene globale Konjunktur, aber zum Jahreswechsel Aufhellung der Stimmung

Die Weltwirtschaft expandierte im Schlussquartal 2022 aufgrund vielfältiger Belastungen weiterhin nur verhalten. Zu den wichtigsten Bremsfaktoren zählten die hohen Inflationsraten, die fortgesetzte geldpolitische Straffung in vielen Industrieländern und die europäische Energiekrise infolge des russischen Krieges gegen die Ukraine. Entsprechend fiel die wirtschaftliche Dynamik im Euroraum kraftlos aus. Gleichwohl war sie etwas stärker als noch vor wenigen Wochen erwartet. In den USA legte das Bruttoinlandsprodukt (BIP) im vierten Quartal zwar merklich zu, die konjunkturelle Grundtendenz blieb aber ebenfalls gedämpft. In China brachten zunächst neue Lockdowns und nach der plötzlichen Aufhebung aller Eindämmungsmaßnahmen eine massive Infektionswelle das Wirtschaftswachstum zum Stillstand. Zum Jahreswechsel hellte sich die Stimmung unter Unternehmen und Verbrauchern weltweit leicht auf, und die Rezessionsängste traten etwas in den Hintergrund. Dazu dürfte beigetragen haben, dass sich die europäische Energiekrise spürbar entspannte. Außerdem ließ der Inflationsdruck etwas nach. Schließlich dürfte in China das Ende der Null-Covid-Politik den Weg für eine wirtschaftliche Erholung bereiten.

Preise für Energierohstoffe geben weiter nach

Preise von Energierohstoffen teils deutlich gesunken

Die europäischen Gas- und Strompreise gaben im Berichtszeitraum deutlich nach. Dazu trug bei, dass aufgrund milder Wintertemperaturen, hoher Flüssiggasimporte und der Sparanstrengungen von Unternehmen und Verbrauchern

die Gasspeicher noch gut gefüllt sind. Die internationalen Rohölnotierungen gingen dank des reichlichen Angebots auf dem Weltmarkt ebenfalls etwas zurück. Russland gelingt es offensichtlich nach wie vor, seine Ölexporte weg von sanktionierenden Ländern nach China und Indien umzuleiten.

Starker Verbraucherpreisanstieg lässt ein wenig nach

Mit den nachlassenden Preisen für Energierohstoffe schwächte sich auch der Verbraucherpreisanstieg in den Industrieländern leicht ab. Die Gesamtinflationsrate fiel in diesem Länderkreis im Dezember 2022 auf 7,6 %. Drei Monate zuvor hatte sie noch fast 1 Prozentpunkt höher gelegen. Perspektivisch dürften die niedrigeren Energiepreise die Inflation weiter dämpfen. Die Erzeugerpreise für Vorleistungen im Verarbeitenden Gewerbe sanken zuletzt in den meisten Industrieländern. Dies dürfte insbesondere den Preisauftrieb bei Waren zügeln. Der zugrunde liegende Inflationsdruck könnte sich allerdings angesichts der robusten Arbeitsmarktlage und des hohen Lohnwachstums als hartnäckiger erweisen. Die Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel gab bisher nur zögerlich auf 5,4 % nach.

Rückgang der Inflationsraten, zugrunde liegender Preisauftrieb hartnäckig hoch

Finanzmärkte im Zeichen sehr hoher Inflationsraten

Die weiterhin hohen Inflationsraten prägten auch das Geschehen an den internationalen Finanzmärkten. Die Notenbanken setzten weltweit ihren Straffungskurs fort, obgleich sie im Umfeld einer stärker restriktiv wirkenden geldpolitischen Ausrichtung die Leitzinsen inzwischen mit kleineren Zinsschritten erhöhten. So passte die Federal Reserve seit Ende September in drei weiteren Schritten den Leitzins nach oben an, zuletzt im Februar jedoch nur noch

Hohe Inflationsraten und sich unterschiedlich entwickelnde Wirtschaftsaussichten im Fokus der Finanzmärkte

um 25 Basispunkte. Auch das Eurosystem nahm die Schrittgröße von zuvor 75 Basispunkten zurück: So betragen die Anstiege im Dezember und zuletzt im Februar 2023 je 50 Basispunkte. Seit Jahresbeginn entstand bei den Marktteilnehmern zunehmend der Eindruck, dass die Inflation im Jahresverlauf schneller als zunächst vermutet fallen könnte. Hierzu trug die Veröffentlichung von Inflationszahlen bei, die im Vergleich zu den Vormonaten geringer und zum Teil niedriger als erwartet ausfielen. Dies war maßgeblich dafür verantwortlich, dass die langfristigen Renditen an den Staatsanleihemärkten ihre Anfang 2021 begonnene Aufwärtsbewegung zunächst kaum noch fortsetzten. Unter dem Einfluss sich eintrübender Konjunkturaussichten gingen sie im Vereinigten Königreich verglichen mit Ende September sogar zurück. In den USA blieben sie nahezu unverändert. Im Euroraum wurden die Renditen demgegenüber dadurch gestützt, dass sich die Energiemärkte stabilisierten, sich die Wirtschaftsperspektiven im gemeinsamen Währungsraum verbesserten und China von der Null-Covid-Politik abrückte. An den Aktienmärkten kam es vor allem im Euroraum zu kräftigen Kursgewinnen. Die aufgehellten Konjunkturaussichten und die Markteinschätzung abnehmender Aufwärtsrisiken bei den Inflationsaussichten erhöhten den Risikoappetit sowie den Optimismus der Anleger. Der Euro gewann im Winter effektiv und gegenüber dem US-Dollar an Wert und profitierte dabei ebenfalls davon, dass sich die heimischen Konjunkturperspektiven aus Marktsicht merklich aufhellten.

Eurosystem setzt Kurs deutlicher und gleichmäßiger Zinserhöhungen fort

Auf seinen Sitzungen im Dezember 2022 und Februar 2023 hob der EZB-Rat die drei Leitzinssätze der EZB jeweils um 50 Basispunkte an. Der EZB-Rat wird den eingeschlagenen Kurs fortsetzen, indem er die Zinsen deutlich und in einem gleichmäßigen Tempo anhebt. Er wird die Zinsen auf einem ausreichend restriktiven Niveau

Geldpolitik: EZB-Rat hebt Leitzinssätze erneut zweimal an und ...

halten, das eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen Ziel von 2 % gewährleistet. Angesichts des Aufwärtsdrucks im Zusammenhang mit der zugrunde liegenden Inflation beabsichtigt der EZB-Rat, die Zinssätze bei der geldpolitischen Sitzung im März um weitere 50 Basispunkte anzuheben. Dann wird er den darauffolgenden geldpolitischen Pfad bewerten. Die Leitzinsbeschlüsse werden auch in Zukunft von der Datenlage abhängen und von Sitzung zu Sitzung festgelegt.

Darüber hinaus beschloss der EZB-Rat im Dezember 2022 die Grundsätze für die Normalisierung der geldpolitischen Wertpapierbestände. Ab Anfang März 2023 werden die Bestände aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme, APP) bis zum Ende des zweiten Quartals 2023 monatlich im Durchschnitt um 15 Mrd € reduziert. Das Tempo danach wird im Zeitverlauf festgelegt und regelmäßig neu beurteilt. Im Februar ergänzte der EZB-Rat diese Entscheidung um einen Beschluss der technischen Modalitäten.

... beschließt Reduktion der APP-Reinvestitionen

Angebots- und nachfrage-seitige Einflüsse schwächen Kreditdynamik

Vor dem Hintergrund der geldpolitischen Straffung schwächte sich das Wachstum des breit gefassten Geldmengenaggregats M3 im vierten Quartal 2022 kräftig ab. Der Anstieg der Geld- und Kapitalmarktrenditen erhöhte die Opportunitätskosten der Geldhaltung. Die Anleger reagierten darauf mit Umschichtungen aus dem Geldmengenaggregat M3 heraus, aber auch innerhalb von M3. Auf der Entstehungsseite dämpfte der starke Rückgang der Vergabe von Buchkrediten der Banken an den nichtfinanziellen Privatsektor im Euroraum das Geldmengenwachstum. Insbesondere die Unsicherheit über den Wirtschaftsausblick und die gestiegenen Finanzierungskosten schwächten die Kreditnachfrage der Unternehmen und Haushalte. Zudem dürfte die anhaltende Straffung der Kre-

Starker Rückgang der Kreditvergabe schwächt Geldmengenwachstum im Euroraum

ditangebotspolitik, die sich gemäß der Umfrage zum Bankkreditgeschäft (Bank Lending Survey, BLS) im Berichtsquartal fortsetzte, das Kreditwachstum gedämpft haben. Die im BLS befragten Banken begründeten die Straffung wiederum in erster Linie mit dem nach ihrer Ansicht gestiegenen Kreditrisiko.

Deutsche Wirtschaftsleistung im Herbst gesunken

Deutsche Wirtschaftsleistung im vierten Quartal 2022 geringer als im Vorquartal

Die deutsche Wirtschaftsleistung war im vierten Quartal 2022 geringer als im Vorquartal. Der Schnellmeldung des Statistischen Bundesamtes zufolge sank das reale BIP gegenüber dem Vorquartal saisonbereinigt um 0,2 %. Der Rückgang der Wirtschaftsleistung fiel damit milder aus als in der Dezember-Projektion erwartet. Die Lage an den Energiemärkten entspannte sich im Laufe des Quartals merklich, und die Preise für Energierohstoffe gaben nach. Zudem blieb die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe insgesamt widerstandsfähiger als gedacht. Dazu trug bei, dass die Lieferengpässe weiter zurückgingen und die hohen Auftragsbestände die sinkenden Neuaufträge auffingen. Insbesondere die Kfz-Industrie weitete ihre Produktion im Schlussquartal spürbar aus. Dies glich den Produktionsrückgang in den energieintensiven Branchen in etwa aus. Die hohe Inflation verringerte indes die Kaufkraft der Verbraucherinnen und Verbraucher, und die realen Umsätze im Einzelhandel gingen erheblich zurück. Der private Verbrauch dürfte daher spürbar gesunken sein. Auch die Baukonjunktur schwächte sich weiter ab. Grund hierfür ist vor allem die sinkende Nachfrage nach Bauleistungen. Sie leidet unter den hohen Baupreisen, der geschälerten Kaufkraft der privaten Haushalte und den gestiegenen Finanzierungskosten.

Buchkreditvergabe deutscher Banken an inländischen Privatsektor deutlich abgeschwächt

Diese Faktoren trugen zu einer Abschwächung der Kreditvergabe an den inländischen Privatsektor und vor allem an nichtfinanzielle Unternehmen bei. Zum Teil war dies zwar eine Gegenbewegung zu der außergewöhnlich starken Ausweitung der Kredite in den Vorquartalen.

Eine wesentliche Rolle spielten aber auch die strafferen Finanzierungsbedingungen sowie das unsichere makroökonomische Umfeld, das die Investitionsbereitschaft der Unternehmen dämpfte. Hinzu kamen umfangreiche Rückflüsse aus staatlichen Hilfskrediten an Energieunternehmen, die insbesondere durch Umstrukturierungen der staatlichen Unterstützung bedingt waren. Die Ausleihungen an private Haushalte verloren im vierten Quartal ebenfalls weiter an Dynamik. Vor allem Wohnungsbaukredite waren bei privaten Haushalten weniger gefragt als in den Vorquartalen.

Der Arbeitsmarkt verbesserte sich im Schlussquartal 2022 wieder. Die Erwerbstätigkeit erhöhte sich im Herbst leicht, nachdem die Beschäftigung im Sommer kaum gewachsen war. Die Arbeitslosigkeit blieb weiter stabil auf einem niedrigen Niveau. Damit wurden die Erwartungen aus der Dezember-Projektion übertroffen. Sie ging trotz rezessiver Aussichten und kräftiger Mindestloohnerhöhung bereits von einer robusten Arbeitsmarktentwicklung aus. Auch die kurzfristigen Perspektiven stellen sich aktuell günstiger dar als noch vor wenigen Monaten.

Arbeitsmarktentwicklung günstiger als erwartet

In jüngsten Tarifabschlüssen hohe Lohnzuwächse vereinbart

Die Tarifverdienste stiegen im Herbst 2022 zwar weiterhin moderat. Die jüngsten Tarifabschlüsse fielen allerdings erneut deutlich höher aus als in den vorangegangenen Jahren. Auffällig ist, dass in einigen Branchen zusätzlich zu dem Anstieg der tabellenwirksamen Leistungen vermehrt (steuer- und abgabenfreie) Inflationsausgleichsprämien vereinbart wurden. In einzelnen Branchen wurden dazu laufende Tarifverträge außerplanmäßig nachverhandelt. Auch die Lohnforderungen fallen im historischen Vergleich derzeit ungewöhnlich hoch aus. In diesem Jahr werden die alten, moderaten Tarifabschlüsse aus der Zeit vor der hohen Inflation auslaufen. Die deutlichen Lohnsteigerungen in neuen Tarifverträgen werden sich verstärkt in höheren Zu-

Jüngste Tarifabschlüsse erneut mit deutlich stärkerem Lohnzuwachs als in Vorjahren

*Zweitrunder-
effekte tragen
dazu bei, den
Zeitraum hoher
Inflationsraten
zu verlängern*

wachsraten der Tarifverdienste insgesamt niederschlagen.

Die diesjährige Lohnrunde wird geprägt sein von der hohen Inflation und Arbeitskräfteknappheiten auf der einen Seite und der gegenwärtig schleppenden Konjunktur sowie Unsicherheiten aufgrund geopolitischer Risiken auf der anderen Seite. Zusätzlich erschwert werden die Verhandlungen dadurch, dass der Lohnverteilungsspielraum eingeengt wird. Denn Deutschland verliert als Nettoimporteure von massiv verteuerter Energie an Kaufkraft und Wohlstand. In den jüngsten Tarifabschlüssen sind die Auswirkungen der hohen Preissteigerungsraten bereits klar erkennbar. Spürbare Zweitrunderneffekte auf die Preise sind absehbar. Sie tragen dazu bei, dass die Inflationsrate über einen längeren Zeitraum deutlich über dem mittelfristigen Ziel von 2 % für den Euroraum bleiben wird.

Hochpunkt der Inflation im Herbst überschritten

*Auch im Herbst
2022 kräftige
Preisanstiege*

Der kräftige Anstieg der Verbraucherpreise hielt auch im Herbst 2022 an. Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) erhöhte sich im Durchschnitt der Monate Oktober bis Dezember gegenüber dem Vorquartal saisonbereinigt um 2,6 %. Damit wurde der Zuwachs aus dem dritten Vierteljahr von 2,1 % übertroffen. Verantwortlich für die erneut stärkere Dynamik war vor allem der zusätzliche Preisschub bei Dienstleistungen. Zum einen wirkte sich das im Frühsommer vorübergehend eingeführte Neun-Euro-Ticket nicht mehr dämpfend aus. Zum anderen wurde der gesetzliche Mindestlohn im Oktober kräftig angehoben. Die Energiekomponente verlor dagegen infolge der staatlichen Übernahme der Gas-Abschlagszahlungen im Dezember (Soforthilfe) sowie nachgebender Rohölpreise etwas an Dynamik. Im Vergleich zum Vorjahr stieg die HVPI-Rate im Herbst um 1,4 Prozentpunkte auf 10,8 % an, die Rate ohne Energie und Nahrungsmittel von 3,8 % auf 5,2 %.

Im Januar sank die HVPI-Rate laut Schätzung von 9,6 % im Dezember auf 9,2 %. Detailinformationen zur Anpassung des zugrunde liegenden Warenkorbs werden erst mit Veröffentlichung der endgültigen Werte am 22. Februar 2023 bekannt. Das HVPI-Wägungsschema könnte sich merklich geändert haben, denn der weitere Rückgang der Inflationsrate kam überraschend. Basierend auf dem alten Wägungsschema wäre mit einem deutlichen Anstieg zu rechnen gewesen, da der dämpfende Effekt der Soforthilfe Dezember entfiel. Die im Januar bereits in der Preisstatistik erfassten Strom- und Gaspreisbremsen fallen wohl weniger ins Gewicht. In den kommenden Monaten wird sich die Inflationsrate voraussichtlich weiter verringern. So fällt im März der kräftige Anstieg der Energiepreise im Vorjahr aus der Berechnung der Rate. Der zugrunde liegende Preisauftrieb dürfte aber in den nächsten Monaten von einem außerordentlich hohen Niveau aus nur zögerlich zurückgehen.

*Inflationsrate im
Januar weiter
leicht gesunken
und dürfte sich
in kommenden
Monaten weiter
verringern*

Nach erneutem BIP-Rückgang im ersten Vierteljahr belebt sich Konjunktur leicht

Die Wirtschaftsleistung dürfte im ersten Quartal 2023 abermals geringer als im Vorquartal ausfallen. Einerseits ist eine Gasmangellage nicht mehr zu erwarten. Zudem mildern die Strom- und Gaspreisbremsen den Anstieg der Energiekosten für private Haushalte und Unternehmen ab. Die Anspannung an den Energiemärkten und die Unsicherheit ließen deutlich nach. Davon dürften vor allem die Unternehmensinvestitionen, aber auch die Industrieproduktion profitieren. Letztere sollte vor dem Hintergrund weiter nachlassender Lieferengpässe und hoher Auftragsbestände auch im laufenden Winterquartal relativ robust bleiben. Andererseits startete die Industrieproduktion nach dem deutlichen Rückgang im Dezember 2022 von einem gedrückten Niveau aus in das Jahr 2023. Dies gilt auch für die Exporte, die zudem durch die nachlassende Auslandsnachfrage gedämpft werden. Außerdem bleibt die Inflation hoch

*Im ersten Quar-
tal 2023 dürfte
deutsche Wirt-
schaftsleistung
erneut geringer
als im Vorquar-
tal sein*

und schmälert weiter die Kaufkraft der privaten Haushalte. Der private Verbrauch dürfte also auch zu Jahresbeginn 2023 sinken. Schließlich kühlt sich die Baukonjunktur voraussichtlich weiter ab.

Im weiteren Jahresverlauf leichte Belebung, aber noch keine wesentliche Verbesserung

Im weiteren Jahresverlauf könnte es zwar langsam wieder aufwärtsgehen. Eine wesentliche Verbesserung ist aber noch nicht in Sicht. Alles in allem dürfte die deutsche Wirtschaftsleistung aus heutiger Perspektive im Mittel des Jahres 2023 wohl leicht zurückgehen, sich aber ein wenig besser schlagen als in der Dezember-Projektion erwartet.

Staatliches Defizit steigt 2023 wieder

Anstieg der Defizitquote im laufenden Jahr angelegt

Die auslaufende Pandemie, neue fiskalische Stützungsmaßnahmen und die hohe Inflation prägen die Entwicklung der Staatsfinanzen. Im vergangenen Jahr überwogen die Entlastungen, und die Defizitquote sank gegenüber dem Vorjahr um 1 Prozentpunkt auf 2,6%. Im laufenden Jahr ist mit den aktuellen Planungen eine wieder steigende Defizitquote angelegt. Das Volumen temporärer Stützungsmaßnahmen bleibt hoch, vor allem aufgrund der breit angelegten Strom- und Gaspreisbremsen. Für deren Kosten sind die stabileren Preise für den Endverbrauch relevant; die überraschend gesunkenen Preise an den Energiemärkten schlagen sich vermutlich erst verzögert in den Preisen für den Endverbrauch nieder. Insgesamt gesehen dürften die Ausgaben deutlich stärker steigen als die Einnahmen. Dazu trägt bei, dass die hohe Inflation unter anderem die staatlichen Sachkäufe sowie Investitionen weiter verteuert. Zudem dürften die Ausgaben für Verteidigung und Klimapolitik deutlich zulegen. Bei den staatlichen Einnahmen lässt der Boom der Gewinnsteuern im Vorjahr hingegen erwarten, dass sie nun deutlich langsamer wachsen.

2024 sinkendes Defizit, Extrahaushalte auch mittelfristig bedeutend

Im kommenden Jahr laufen die temporären Stützungsmaßnahmen voraussichtlich weitgehend aus, womit das Defizit deutlich sinkt. Es dürfte allerdings nicht so bald auf die regulären Kreditgrenzen der Schuldenbremse zurückgehen. So hält der Bund diese Grenze im Kernhaushalt ab 2023 zwar wieder ein. Er macht aber im Zeitraum der mittelfristigen Finanzplanung noch deutliche Defizite in seinen Extrahaushalten, vor allem in den Fonds für Klimapolitik und Bundeswehr. Zudem bauten die Länder in den Krisenjahren umfangreiche Puffer auf. Auf diese dürften sie in den nächsten Jahren wohl nicht nur für die anstehenden Tilgungen zurückgreifen. Defizite auf der Länderebene scheinen deshalb ebenfalls vorgezeichnet.

Mittelfristig noch merkliche Defizite: vor allem Klima- und Verteidigungsausgaben zum guten Teil kreditfinanziert

Die Extrahaushalte mit hohen Rücklagen oder Kreditermächtigungen beeinträchtigen den Überblick über die Haushaltsplanung. So plant der Bund für 2023 im Kernhaushalt ein deutlich sinkendes Defizit von rund 85 Mrd €, zusammen mit den Extrahaushalten wächst es aber stark auf 230 Mrd €. Die Planungen bis 2026 vom Sommer 2022 deuten auf ein mittelfristig stabiles Gesamtdefizit des Bundes in einer Größenordnung von 70 Mrd €. Der Anteil des Kernhaushalts macht dann nur noch ein Fünftel aus (14 Mrd €). Für das laufende Jahr sind die Planungen der Extrahaushalte des Bundes noch weitgehend nachvollziehbar. Für die Folgejahre liegen aber kaum Planzahlen vor.

Extrahaushalte mit hohen Defizitspielräumen beeinträchtigen Überblick über Budgetplanung

Defizite begrenzen, Fiskalregeln wieder stärken

Die Finanzpolitik reagierte im letzten Jahr zügig auf die Folgen des Ukrainekriegs und die hohen Inflationsraten. Sie legte die Stützungsmaßnahmen breit an und finanziert sie weitgehend durch neue Schulden. Dies trägt dazu bei, dass im hochinflationären Umfeld ein steigendes

Stützungsmaßnahmen breit angelegt und weitgehend über neue Schulden finanziert

Defizit angelegt ist. Ein zunehmendes Defizit erschwert für sich genommen die Aufgabe der Geldpolitik, die Inflation zurückzuführen. Dies spricht grundsätzlich dafür, Hilfszahlungen möglichst auf Bedürftige zu begrenzen und zeitnah gegenzufinanzieren. Positive fiskalische Überraschungen sollten nicht als zusätzlicher Spielraum interpretiert werden. Vielmehr sollten sie in niedrigere Defizite münden.

*Fiskalregeln
wieder effektiv
anwenden:
national und ...*

Es ist wichtig, die Fiskalregeln künftig wieder effektiv anzuwenden. Werden sie fortgesetzt gedehnt, verlieren sie Bindungswirkung und Glaubwürdigkeit und können solide Staatsfinanzen nicht mehr absichern. Sofern an der Schuldenbremse Änderungsbedarf gesehen wird, sollte sie transparent reformiert und gegebenenfalls neu im Grundgesetz verankert werden. Die Bundesbank hat entsprechende Reformvorschläge gemacht.

Die EU-Fiskalregeln sollen solide Staatsfinanzen in den einzelnen Mitgliedsländern gewährleisten. Diesbezüglich sind sie essenziell für eine stabilitätsorientierte Währungsunion. Der Reformvorschlag der Europäischen Kommission vom November 2022 überzeugt in dieser Hinsicht nicht: Anstelle einheitlicher Regelgrenzen sieht er länderspezifisch gestaltbare Vorgaben vor. Damit würde er das Ziel des Regelwerks erheblich gefährden. Dies ließe sich vermeiden, wenn die Reformdiskussion stattdessen auf den bestehenden Regeln aufsetzen würde, um diese stabilitätswahrend anzupassen. Die Bundesregierung legte in ihrem jüngsten Jahreswirtschaftsbericht ihre Vorstellungen für eine Reform der Regeln dar. Sie spricht sich darin für deutlich stringenteren Fiskalregeln aus, als es die Vorschläge der Europäischen Kommission hergeben.

... in der EU