

Überblick

Deutschland mit stagnierender Konjunktur und nach wie vor zu hoher Inflation

Weltwirtschaft mit solidem Start in 2023, eher verhaltener Ausblick

Solider Jahresstart für die Weltwirtschaft

Die Weltwirtschaft ist solide in das Jahr 2023 gestartet. Wachstumsimpulse kamen in erster Linie aus China. Nach Ende der Null-Covid-Politik stieg dort das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) deutlich. Zeitgleich fasste die Konjunktur im Euroraum wieder Tritt, auch weil sich die Lage auf den Energiemärkten spürbar entspannte. Mit Blick auf die USA bewahrheiteten sich Rezessionsorgen bislang ebenfalls nicht. Getragen durch die Ausgabenfreude der Konsumenten setzte sich dort das moderate Wirtschaftswachstum fort.

Globale Konjunktur weiterhin verhalten, bei gestiegenen Abwärtsrisiken

Trotz des soliden Jahresstarts dürfte das weltwirtschaftliche Umfeld herausfordernd bleiben. In China sollte sich der Aufschwung zwar mit gemäßigttem Tempo fortsetzen; in fast allen Industrieländern bremsen aber hartnäckig hohe Inflationsraten und die gestraffte Geldpolitik die Konjunktur. Hinzu kommen Risiken aufgrund der jüngsten Turbulenzen im Bankensystem, insbesondere in den USA.

Globaler Inflationsdruck nur wenig nachlassend

Rückgang der Inflationsraten; zugrunde liegender Preisdruck aber weiterhin hoch

Rückläufige Energiepreise und Basiseffekte ließen die Preissteigerungsraten auf der Verbraucherstufe weltweit sinken. In der Gruppe der Industrieländer verringerte sich die jährliche Inflationsrate bis April auf 6,0%. Der zugrunde liegende Preisauftrieb ließ bislang aber kaum nach. Die Vorjahresrate der Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel hielt sich im April bei 5,5%. Insbesondere im Dienstleistungssektor, in dem die Kosten stark durch die

Lohnentwicklung geprägt werden, blieb die Preisdynamik hoch. Offen bleibt zudem, ob in der näheren Zukunft mit weiteren Entlastungen bei den Energiepreisen gerechnet werden kann. Infolge der Entscheidung der OPEC und ihrer Partner, die Rohölförderung ab Mai merklich zu kürzen, besteht für das zweite Halbjahr 2023 das Risiko eines unterversorgten Ölmarkts.

Finanzmärkte verkraften US-Bankenturbulenzen gut

Die internationalen Finanzmärkte waren seit Jahresbeginn von anhaltend hohen Inflationsraten und zeitweilig starken Anspannungen in der Folge der Bankenturbulenzen in den USA geprägt. Große Notenbanken strafften zu Beginn des ersten Quartals angesichts der Inflationsaussichten den geldpolitischen Kurs weiter. Sie signalisierten zudem, dass weitere Zinserhöhungen notwendig seien, um einen zeitnahen Rückgang der Inflation zu gewährleisten. Mit dem Zusammenbruch mehrerer US-Regionalbanken kamen ab Mitte März Sorgen um die Stabilität des Finanzsystems auf. Die Unsicherheit an den Märkten stieg aus Sorge über Ansteckungseffekte sprunghaft an und löste eine Flucht in sichere Anlagen aus, wodurch die Renditen sicherer Wertpapiere deutlich fielen. Gleichzeitig revidierten die Marktakteure ihre Erwartungen über die Leitzinspfade nach unten – insbesondere für die USA. Die Märkte gingen davon aus, dass die US-Regionalbankenkrise dort länger anhaltend zu verschlechterten Finanzierungsbedingungen führen könnte. Der Kollaps der schweizerischen Großbank Credit Suisse belastete das internationale Finanzsystem hingegen nur vorübergehend.

Anhaltend hohe Inflationsraten und zeitweilig starke Anspannungen im US-Regionalbankensystem im Fokus der Finanzmärkte

Im Verlauf des Berichtszeitraums klangen die von den USA ausgehenden Ausstrahlungseffekte auf die internationalen Finanzmärkte wieder ab. Zusammen mit günstigen Konjunkturmeldungen vor allem für den Euroraum,

einem wachsenden Risikoappetit und weiteren Leitzinsanhebungen stabilisierte dies die Anleiherenditen auf beiden Seiten des Atlantiks. An den Aktienmärkten schlugen sich die Bankenturbulenzen ebenfalls nur temporär und vergleichsweise maßvoll nieder; insgesamt verzeichneten sowohl der marktbreite Euro Stoxx als auch europäische Bankwerte merkbliche Kursgewinne. Auch der Euro notierte seit dem Jahreswechsel per saldo stärker, unter anderem gegenüber US-Dollar und Yen. Er setzte damit die effektive Aufwertung aus dem letzten Quartal 2022 fort.

Eurosystem setzt Leitzins-erhöhungen fort und ...

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

Auf seiner geldpolitischen Sitzung im März 2023 hob der EZB-Rat die drei Leitzinssätze der EZB erneut um jeweils 50 Basispunkte an. Im Mai beschloss er eine weitere Zinserhöhung, reduzierte die Schrittgröße aber auf 25 Basispunkte. Zukünftige Beschlüsse des EZB-Rats sollen dafür sorgen, dass die Leitzinsen auf ein ausreichend restriktives Niveau steigen, um eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen 2%-Ziel zu erreichen. Dieses Niveau wird so lange aufrechterhalten wie erforderlich. Bei der Festlegung der angemessenen Höhe und Dauer des restriktiven Niveaus wird der EZB-Rat auch künftig einen datengestützten Ansatz verfolgen. Die weiteren Leitzinsbeschlüsse werden sich nach der Einschätzung der Inflationsaussichten vor dem Hintergrund der verfügbaren Wirtschafts- und Finanzdaten, der Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission richten.

... beschließt Ende der Reinvestitionen im APP

... beschließt Beendigung der APP-Reinvestitionen

Der EZB-Rat beschloss im Mai zudem, die Bestände aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme, APP) weiter in einem maßvollen und vorhersehbaren Tempo zu verringern. Im Einklang mit die-

sen Grundsätzen geht der EZB-Rat davon aus, dass ab Juli 2023 keine Tilgungsbeträge aus dem APP mehr angelegt werden.

Zinsanstieg führt zu Portfolioumschichtungen und dämpft Kreditnachfrage

Vor dem Hintergrund der geldpolitischen Straffung schwächte sich das Wachstum des breit gefassten Geldmengenaggregats M3 im ersten Quartal 2023 weiter kräftig ab. Der Anstieg der Geld- und Kapitalmarktrenditen führte zu umfangreichen Portfolioumschichtungen der geldhaltenden Sektoren von hoch liquiden, niedrig verzinsten Einlagen hin zu höher verzinslichen Anlageformen, darunter auch längerfristige Bankschuldverschreibungen. Auf der Entstehungsseite bremsen der Abbau der Anleihebestände und die schwache Buchkreditvergabe der Banken an den Privatsektor das Geldmengenwachstum. Zum einen schwächten der verhaltene Wirtschaftsausblick und die gestiegenen Finanzierungskosten die Kreditnachfrage der Unternehmen und privaten Haushalte. Zum anderen dämpfte die restriktivere Kreditangebotspolitik der Banken das Kreditwachstum. Gemäß der Umfrage zum Bankkreditgeschäft (Bank Lending Survey, BLS) setzten die befragten Banken die Straffung ihrer Kreditrichtlinien im ersten Quartal wie zu Jahresbeginn geplant fort und begründeten dies in erster Linie mit dem gestiegenen Kreditrisiko. Die Turbulenzen im US-amerikanischen und Schweizer Bankensektor vom März hatten dagegen keinen erkennbaren Einfluss auf die Kreditangebotspolitik der Banken im Euroraum.

Straffung der Kreditangebotspolitik wie geplant fortgesetzt, Bankenturbulenzen ohne erkennbaren Einfluss

Deutsche Wirtschaft stagnierte im ersten Quartal

Die deutsche Wirtschaft trat im ersten Quartal 2023 auf der Stelle, nachdem sie im Quartal zuvor geschrumpft war. Der Schnellmeldung des Statistischen Bundesamtes zufolge blieb das reale BIP gegenüber dem Vorquartal saison-

Deutsche Wirtschaft trat im ersten Quartal 2023 auf der Stelle

bereinigt unverändert. Die hohe Inflation belastete den privaten Konsum und konsumnahe Dienstleister. Zudem gingen die staatlichen Konsumausgaben zurück. Das dürfte maßgeblich am Auslaufen von pandemiebedingten Ausgaben gelegen haben. Die Entspannung an den Energiemärkten, hohe Auftragspolster und nachlassende Lieferengpässe gaben dagegen der Industrie einen Schub. Auch die Warenexporte legten wieder zu. Der Bau profitierte von der relativ milden Witterung zu Jahresbeginn, während hohe Baupreise und gestiegene Finanzierungskosten auf der Nachfrage nach Bauleistungen lasteten. Insgesamt fiel die Wirtschaftsleistung im ersten Quartal etwas schwächer aus als zuletzt erwartet. Dies liegt insbesondere daran, dass die Industrie im März nach dem schwungvollen Jahresauftakt einen Rückschlag erlitt, der den Produktionsanstieg im ersten Quartal merklich schmälerte. Auch die zuvor anziehenden Auftragseingänge waren im März deutlich zurückgefallen. Zwischenzeitliche Anzeichen für eine einsetzende Erholung der Nachfrage nach Industrieerzeugnissen bestätigten sich damit nicht.

*Arbeitsmarkt
sehr robust*

Am Arbeitsmarkt setzte sich der deutliche Beschäftigungsanstieg aus dem Herbst im Winterquartal 2023 fort. Aber auch die Arbeitslosigkeit erhöhte sich in den vergangenen Monaten etwas, und die Zahl der offenen Stellen sank weiter langsam ab. Die Frühindikatoren lassen in den nächsten Monaten eher geringe Verbesserungen am ansonsten nach wie vor robusten Arbeitsmarkt erwarten.

Kreditvergabe schwächt sich weiter ab

Buchkreditvergabe deutscher Banken an inländischen Privatsektor weiter abgeschwächt

Vor diesem Hintergrund schwächte sich auch in Deutschland die Kreditvergabe an den inländischen Privatsektor weiter ab. Die Buchkreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen blieb schwach. Dies lag zum einen daran, dass die Unternehmen erneut in größerem Umfang kurzfristige Kredite tilgten, die sie im Vorjahr zur Abfederung der Lieferengpässe und der hohen

Energiepreise aufgenommen hatten. Zum anderen dämpften die verhaltenen Wirtschaftsaussichten sowie die strafferen Finanzierungskonditionen die Nachfrage nach längerfristigen Ausleihungen. Das Kreditgeschäft mit privaten Haushalten verlor im ersten Quartal ebenfalls weiter an Dynamik. Vor dem Hintergrund der hohen Baupreise, der weiter gestiegenen Finanzierungskosten und des Kaufkraftverlustes infolge der hohen Inflation sank vor allem die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten.

Löhne steigen deutlich stärker

Die Tarifverdienste stiegen im Winter deutlich stärker als im Herbst. Auch die jüngsten Tarifabschlüsse, beispielsweise im Öffentlichen Dienst des Bundes und der Kommunen oder bei der Deutschen Post, fielen überdurchschnittlich aus und übertrafen die vereinbarten Lohnsteigerungen des vergangenen Jahres. Dabei werden Inflationsausgleichsprämien – kombiniert mit tabellenwirksamen Tarifierhebungen – verstärkt ausgeschöpft.

*Tarifabschlüsse
jüngst höher als
im Vorjahr*

Die mittlerweile breit angelegte und recht hartnäckige Teuerung hinterlässt mehr und mehr ihre Spuren in den Lohnsteigerungen. Dabei wird auch in nicht tarifgebundenen Bereichen die Möglichkeit zur Zahlung der Inflationsausgleichsprämien verstärkt ausgeschöpft. Mit Blick auf die laufenden Tarifrunden begünstigen die erwartete Konjunkturverbesserung und die gesunkene Unsicherheit hinsichtlich der Energieversorgung die Bestrebungen, die bisherigen Reallohnverluste stärker als bislang auszugleichen. Es spricht vieles dafür, dass die Unternehmen im Jahresverlauf die gestiegenen Lohnkosten zum Teil in die Preise überwälzen werden.

*Mit Zweit-
rundeneffekten
auf die Preise zu
rechnen*

Zugrunde liegender Preisdruck nach wie vor sehr hoch

Die Verbraucherpreise (HVPI) stiegen zu Jahresbeginn weniger stark als in den Quartalen zu-

Hohe Teuerung schwächte sich im Winter wegen gesunkener Energiepreise etwas ab

vor. Im Durchschnitt der Monate Januar bis März 2023 erhöhten sie sich saisonbereinigt um 0,9%, nach 2,6% im Herbst. In der Vorjahresbetrachtung ging die Inflationsrate im ersten Quartal 2023 von 10,8% auf 8,8% zurück. Ausschlaggebend für die geringere Teuerung waren die Preise für Energie, die im Quartalsverlauf erstmals seit zwei Jahren wieder sanken. Die Preisdynamik der übrigen Komponenten außer Energie blieb hingegen sehr hoch. Ohne volatile Komponenten wie Energie, Nahrungsmittel, Reisedienstleistungen und Bekleidung gerechnet zog die Teuerungsrate im Frühjahr deutlich von 5,0% auf 5,8% an.

Inflationsrate im April weiter auf hohem Niveau und sinkt nur allmählich

Im April sank die Teuerungsrate von ihrem sehr hohen Niveau kaum und blieb damit höher als erwartet. So stiegen die Verbraucherpreise um 7,6% gegenüber dem Vorjahr, nach 7,8% im März.¹⁾ Die Rate ohne Energie und Nahrungsmittel sank nur leicht von 5,9% im März auf 5,6% und blieb deutlich oberhalb der Erwartungen. In den kommenden Monaten dürfte die Inflationsrate entsprechend der abflachenden Preisentwicklung auf den vorgelagerten Wirtschaftsstufen weiter – jedoch nur sehr allmählich – nachgeben. Die nach wie vor außerordentlich hohen Preissteigerungen bei nicht energetischen Komponenten, der noch spürbare Preisdruck entlang der Lieferketten sowie das kräftige Lohnwachstum wirken dem dämpfenden Beitrag der rückläufigen Energiepreise entgegen.

Voraussichtlich leichter BIP-Anstieg im zweiten Quartal

Im zweiten Quartal 2023 dürfte die Wirtschaftsleistung wieder leicht ansteigen

Im zweiten Quartal 2023 dürfte die Wirtschaftsleistung wieder leicht ansteigen. Nachlassende Lieferengpässe, das hohe Auftragspolster und die gesunkenen Energiepreise begünstigen die Fortsetzung der Erholung in der Industrie. Dies dürfte auch die Exporte stützen, zumal die globale Konjunktur wieder etwas Tritt gefasst hat. Die realen Nettoeinkommen der privaten Haushalte sollten aufgrund der kräftigen Lohnsteigerungen trotz weiter hoher Inflation zumin-

dest nicht weiter sinken. Der private Konsum dürfte daher in etwa stagnieren. Im Bau ist hingegen mit einem Rückgang der Produktion zu rechnen. Die stark gesunkene Nachfrage dürfte ihren Tribut zollen, und der zuvor stützende Effekt von der milden Witterung entfällt.

Staatsfinanzen 2023 deutlich günstiger als geplant

Deutschland kam bisher besser durch die Energiekrise als in den ungünstigen Szenarien befürchtet. Auch die Staatsfinanzen entwickeln sich günstiger. Vor allem senken die niedrigeren Energiepreise die staatlichen Kosten für die Energiepreiskontrollen und die Hilfen für Gashandelsunternehmen. Aus heutiger Sicht dürfte die Defizitquote im laufenden Jahr annähernd unverändert bei rund 2½% bleiben. Die Planungen vom letzten Herbst sahen hingegen einen deutlichen Anstieg auf über 4% vor.

Staatsfinanzen entwickeln sich 2023 sehr viel günstiger als geplant

Defizite auch mittelfristig noch über Notlagenkredite finanziert

Im kommenden Jahr sinkt die Defizitquote aus heutiger Sicht auf eine Größenordnung von 1% bis 1½%. Ausschlaggebend ist, dass temporäre Stützungsmaßnahmen im Zuge der Energiekrise weitgehend entfallen. Mittelfristig könnte sich die Defizitquote seitwärts bewegen. Allerdings diskutiert die Bundesregierung über neue Budgetlasten, etwa höhere Verteidigungsausgaben oder Subventionen für billigeren Industriestrom. Auf einen neuen Finanzrahmen ab 2024 verständigte sie sich noch nicht.

2024 Defizitrückgang und danach eher Seitwärtsbewegung, aber neue Budgetlasten diskutiert

Zwar greifen der Bund und die meisten Länder nicht mehr formal auf die Ausnahmeklausel der Schuldenbremse zurück. Allerdings schafften Bund und Länder mit dem Bundeswehrfonds und zurückgelegten Notlagenkrediten die Möglichkeit, mittelfristig erhebliche Defizite zu

Ausnahmeklauseln der Schuldenbremse sollen in die mittlere Frist wirken

¹ Beim VPI waren es 7,2%, nach 7,4%.

machen – weit über die Regelgrenzen der Schuldenbremse hinaus. Zu Corona-Notlagenkrediten im Klimafonds steht eine Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts an. Diese könnte auch allgemeine Hinweise geben, inwieweit künftige Defizite mit Notlagenkrediten vorfinanziert werden dürfen.

Transparenz der Finanzen des Bundes beeinträchtigt

Bundeshaushalt bildet Bundesfinanzen nur noch teilweise ab

Es wird zunehmend schwieriger, den Überblick über die Bundesfinanzen und das Zusammenspiel mit der Schuldenbremse zu wahren. Die Transparenz hat sich verschlechtert. So hält sich der Bund zwar zugute, im laufenden Jahr die Schuldenbremse wieder einzuhalten. Gleichzeitig plant er aber mit einem sehr hohen Defizit von 231 Mrd €, davon 146 Mrd € in seinen Extrahaushalten. Kreditermächtigungen wurden teils 2021 und 2022 mit der Begründung der Coronakrise beziehungsweise der Energiekrise formal ausgeschöpft; die Mittel wurden aber zu einem guten Teil zunächst geparkt. Für die Schuldenbremse unberücksichtigt bleiben die Defizite des Bundeswehrfonds, für den die Parlamente eigene Kreditermächtigungen im Grundgesetz verankerten. Zudem weist der Bund nicht aus, welche Verpflichtungen aus neuen Schulden der Europäischen Union für Next Generation EU (NGEU) im laufenden Jahr hinzutreten. Eingerechnet sind nur die Einnahmen aus NGEU.

Einsparungen bei Krisenmaßnahmen nicht neu verplanen

Niedrige Energiepreise senken Defizit automatisch

Die Budgetlasten durch Energiepreisbremsen und Zahlungen an Gashandelsunternehmen dürften deutlich geringer ausfallen als geplant. Grund ist, dass die niedrigeren Energiepreise den privaten Sektor entlasten; entsprechend billiger sind die daran anknüpfenden Fiskalmaßnahmen. Ähnlich wie automatische Stabilisatoren reagieren die staatlichen Kosten automatisch auf wirtschaftliche Entwicklungen. Ent-

sprechend niedrigere Defizite sind folglich kein Ausdruck einer restriktiveren Finanzpolitik.

Es wäre gesamtwirtschaftlich nicht angezeigt, die für Energiepreishilfen eingeplanten, aber nicht mehr benötigten neuen Schulden nun anderweitig einzusetzen. Damit würde der fiskalische Expansionsgrad erhöht, und dies dürfte den Inflationsdruck verstärken. Im gegenwärtigen Umfeld sollte die Ausrichtung der Finanzpolitik die Aufgabe der Geldpolitik nicht erschweren. Auch deswegen sollten Deutschland und die anderen Mitglieder der Währungsunion die Defizite begrenzen. Die breit angelegten Krisenhilfen sollten zeitnah auslaufen.

Übrig gebliebene Mittel für Krisenhilfen nicht anderweitig verplanen, um Geldpolitik nicht zu erschweren

Bindungswirkung der Fiskalregeln stärken

Ohne Frage werden Klimawandel, Energiewende und die geopolitische Lage die Politik für längere Zeit und erheblich fordern. Schuldenbegrenzende Fiskalregeln verhindern nicht, dass der Staat aktiv wird. Sie erfordern aber, dass er Prioritäten setzt. Das heißt, weniger wichtige Ausgaben sind zurückzuführen oder zusätzliche Einnahmen zu generieren. Solide Staatsfinanzen stehen dabei gerade nicht in Widerspruch zu einer zukunftsgerichteten Staatstätigkeit. Sie sind vielmehr deren Basis und sorgen dafür, dass der Staat auch in Krisen handlungsfähig ist.

Handlungsfähigkeit des Staates verlässlich absichern

Die Schuldenbremse zieht den Kreditrahmen vergleichsweise eng. Insofern erscheint eine stabilitätsorientierte Reform möglich, die etwas größere Spielräume lässt, sofern die Schuldenquote relativ niedrig ist. Eine solche Reform sollte aber gleichzeitig die Bindungswirkung der Regeln wieder stärken, die in den letzten Jahren abgenommen hat. Nur wenn Fiskalregeln auch tatsächlich binden, verhindern sie, dass die Finanzpolitik Kosten ihrer Entscheidungen immer wieder auf spätere Generationen überwälzt und die Geldpolitik unter Druck setzt.

Schuldenbremse sollte wieder besser binden, eventuell bei etwas weiterem regulären Kreditrahmen

*EU-Fiskalregeln
drohen
geschwächt
zu werden*

Die europäischen Fiskalregeln sollen solide Staatsfinanzen in den EU-Staaten absichern. Dies ist insbesondere für eine stabilitätsorientierte Geldpolitik wichtig. Die Europäische Kommission legte Ende April Verordnungsentwürfe für eine Reform der Fiskalregeln vor. In der Gesamtschau drohen die Regeln deutlich geschwächt zu werden. Dadurch steigt die Gefahr, dass die Mitgliedstaaten hohe Schuldenquoten nur zögerlich abbauen. Der Reformvorschlag sieht weniger einheitliche Fiskalregeln und mehr bilateralen Verhandlungsspielraum vor. So soll die Europäische Kommission künftig mit den einzelnen Ländern mehrjährige Anpassungspläne vereinbaren. Reform- und Investitionsvorhaben sollen dabei fristverlängernd berücksichtigt werden. Gesamtwirtschaftliche und fiskalische Überwachungsverfahren werden

miteinander verknüpft. Damit nimmt die Europäische Kommission eine noch zentralere Rolle bei der Haushaltsüberwachung ein und ihr diskretionärer Ermessensspielraum wächst. Die Europäische Kommission hat aber ein breites Aufgabenfeld und verfolgt nicht nur das Ziel fiskalischer Solidität. Dies führt unweigerlich zu Interessenskonflikten. Die neuen länderspezifischen Ziele resultieren vor allem aus komplexen und stark annahmegetriebenen Tragfähigkeitsberechnungen. Die Regeln werden damit nicht einfacher zu verstehen sein. Die öffentliche Wahrnehmung könnte darunter leiden und damit eine wichtige Kontrollinstanz entfallen. Die Mitgliedstaaten verhandeln weiter über die Legislativvorschläge der Europäischen Kommission und können diese noch anpassen.