

Überblick

Deutsche Wirtschaft bleibt kraftlos bei weiterhin hoher Inflation

Gedämpfte globale Konjunktur

Weltwirtschaft weiterhin von Folgen des starken Preisanstiegs belastet

Die globale Konjunktur blieb im Frühjahr gedämpft. Insbesondere der private Verbrauch fasste nur zögerlich Tritt, weil der Preisanstieg zwar nachließ, aber vielerorts immer noch stark war. Gleichzeitig dürfte die straffere Geldpolitik in vielen Regionen die Weltwirtschaft zunehmend gebremst haben. Im Euroraum kam es vor diesem Hintergrund lediglich durch Sondereffekte zu einem spürbaren Wachstum der Wirtschaft. In vergleichsweise guter Verfassung zeigte sich dagegen nach wie vor die Konjunktur in den Vereinigten Staaten. Unterdessen verlor die in China durch die Beendigung der Null-Covid-Politik eingeleitete Erholung rasch an Fahrt.

Insbesondere globale Industriekonjunktur schwach

Besonders die Industrie litt länderübergreifend unter der schwachen Konjunktur. Seit gut einem Jahr blieben die globale Industrieproduktion und der Welthandel ohne Schwung. Umfragen unter Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes zeigten bislang keine Wende an. Im Gegenteil: Im Juli sanken Produktion und Auftragseingang gemäß Einkaufsmanagerindizes erneut. Auch der bislang recht lebhaft expandierende Dienstleistungssektor scheint zuletzt in Mitleidenschaft gezogen worden zu sein. Hingegen nahm die Zuversicht der Konsumenten in einigen großen Industrieländern spürbar zu. Die weiterhin robusten Arbeitsmärkte und die Ausichten auf wieder steigende Realeinkommen dürften maßgeblich hierzu beigetragen haben.

Global nachlassender Preisdruck, Inflationsraten immer noch hoch

In den letzten Monaten sanken die Preissteigerungsraten auf der Verbraucherstufe weltweit deutlich, blieben vielerorts aber noch hoch. In der Gruppe der Industrieländer verringerte sich die jährliche Inflationsrate bis Juli auf 4,3%. Hierfür waren die erheblich gesunkenen Energiepreise ausschlaggebend. Auch scheint der zugrunde liegende Preisauftrieb inzwischen seinen Höhepunkt überschritten zu haben. Die Kernrate fiel auf zuletzt 5,0%. Allerdings festigte sich gleichzeitig der Eindruck, dass die Inflationsraten dennoch über einen längeren Zeitraum hinweg über dem Zielwert der Notenbanken verharren werden. Insbesondere könnten weitere Fortschritte beim Abbremsen des Preisanstiegs angesichts des anhaltend hohen Lohndrucks schwieriger werden. Auch zeichneten sich vonseiten der Rohstoffmärkte zuletzt keine weiteren Entlastungen ab. Die Rohölnotierungen zogen seit Ende Juni sogar wieder merklich an.

Weltweit nachlassende Inflationsraten

Inflationsausblick im Fokus der internationalen Finanzmärkte

Der Inflationsausblick prägte das Geschehen an den Finanzmärkten. Vor allem bei den weniger volatilen Kernkomponenten der Verbraucherpreise erwies sich der Preisdruck als unerwartet persistent. Auch die Arbeitsmärkte, die eine wichtige Rolle für die Geschwindigkeit spielen, mit der die Inflation zurückgeht, zeigten sich robust. Vor diesem Hintergrund beschlossen die Notenbanken der meisten großen Währungsräume weitere Leitzinserhöhungen und stellten klar, dass der Restriktionsgrad der Geldpolitik weiter steigen würde. Erst gegen Ende des Berichtszeitraums kam – vor allem für die USA – die Erwartung auf, dass das Ende des Zinserhöhungszyklus in naher Zukunft erreicht sein

Renditen steigen angesichts persistenter Kerninflation und geldpolitischer Straffung

könnte. Im Ergebnis stiegen über den Berichtszeitraum die risikofreien Renditen an den Anleihemärkten an.

An den Märkten für risikobehaftete Anlageklassen war die Stimmung insgesamt optimistisch, was sich in einem robusten Risikoappetit widerspiegelte. Hierzu trug die weiter abnehmende Unsicherheit in Bezug auf den US-Regionalbankensektor bei. In der Folge fielen die Zinsaufschläge für weniger liquide Anleihen, Unternehmensanleihen und einige andere Staatsanleihen auch im Euroraum. Auch der Beschluss des EZB-Rats, die Tilgungsbeträge aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme, APP) ab Juli 2023 nicht wieder anzulegen, führte zu keiner Neubewertung der Bonitätsunterschiede zwischen den europäischen Staatsanleihen.

Divergierender Konjunkturausblick führt zu uneinheitlicher Entwicklung an internationalen Aktienmärkten

An den Aktienmärkten gab die anhaltend hohe Risikoneigung der Investoren sowie das robustere US-Konjunkturbild dem US-amerikanischen S&P 500 deutlich Auftrieb; der europäische Euro Stoxx verzeichnete infolge des eingetrübten Konjunkturausblicks im Euroraum hingegen leichte Kurseinbußen. Insgesamt zeigte sich, dass die ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen ähnlich stark auf die Finanzierungsbedingungen am Kapitalmarkt des Euroraums durchwirken, wie es die historische Erfahrung nahelegen würde. Die Einschätzungen der Marktteilnehmer über den zugrunde liegenden Preisdruck in den verschiedenen Währungsräumen und damit über die zukünftige Notenbankpolitik gaben auch den Devisenmärkten wichtige Impulse. In diesem Zusammenhang wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar vorübergehend auf, konnte die Wertgewinne aber nicht halten, sodass der Wechselkurs per saldo nahezu unverändert blieb.

EZB-Rat hebt Leitzinsen weiter an

Auf seinen geldpolitischen Sitzungen im Juni und im Juli 2023 hob der EZB-Rat die drei Leit-

zinssätze der EZB um jeweils 25 Basispunkte an. Die Zinserhöhungen sind Folge des hartnäckigen Inflationsumfelds, das sich insbesondere bei der zugrunde liegenden Inflation zeigt. Um eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen 2 %-Ziel zu erreichen, müssen die Leitzinsen so lange wie erforderlich auf einem ausreichend restriktiven Niveau festgelegt werden. Dabei wird der EZB-Rat auch künftig einen datengestützten Ansatz verfolgen.

Der EZB-Rat bestätigte im Juni zudem seine Ankündigung aus dem Mai, die Tilgungsbeträge aus dem APP ab Juli 2023 nicht wieder anzulegen. Im Juli beschloss er außerdem, die Mindestreserven künftig mit 0 % zu verzinsen, um die Effizienz seiner Geldpolitik zu erhöhen. Der Beschluss reduziert den insgesamt vom Eurosystem auf Reserven zu zahlenden Zinsbetrag und wahrt gleichzeitig die Wirksamkeit der Geldpolitik.

Angebots- und nachfrage- seitige Einflüsse schwächen Kreditdynamik im Euroraum

Unter dem Einfluss dieser fortgesetzten geldpolitischen Straffung und der schwachen Wirtschaftsentwicklung verringerte sich das Geldmengenwachstum im Euroraum im zweiten Quartal 2023 weiter: Die Jahresrate des breit gefassten Geldmengenaggregats M3 sank Ende Juni auf gut ½ %. Verantwortlich dafür war insbesondere der anhaltende Rückgang der täglich fälligen Einlagen, die weiterhin relativ niedrig verzinst werden. Angesichts des zunehmenden Zinsgefälles setzten die Anleger ihre Portfolioumschichtungen in höher verzinsliche Anlageformen – auch außerhalb von M3 – fort. Auf der Entstehungsseite bremsen der fortgesetzte Abbau der Eurosystem-Bilanz und die weiterhin schwache Buchkreditvergabe der Banken das Geldmengenwachstum. Der verhaltene Wirtschaftsausblick, die damit verbundenen Kreditrisiken und die gestiegenen Finanzierungskosten dämpften die Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen und private Haushalte: Laut

*Geldpolitik:
EZB-Rat erhöht
Leitzinssätze
zweimal um
25 Basispunkte
und ...*

*... beendet APP-
Reinvestitionen*

*Geldmengen-
wachstum durch
Portfolio-
umschichtungen
der Anleger
und schwache
Kreditvergabe
verringert*

aktueller Umfrage zum Bankkreditgeschäft (Bank Lending Survey) sank im Berichtsquartal zum einen die Kreditnachfrage erneut, zum anderen trug die fortgesetzte Verschärfung der Kreditangebotspolitik zur schwächeren Kreditdynamik im Euroraum bei.

Deutsche Wirtschaft weiter in Schwächephase

Deutsche Wirtschaft im Frühjahr ohne Schwung

Die deutsche Wirtschaft befindet sich weiter in einer Schwächephase. Die Wirtschaftsleistung stagnierte der Schnellmeldung des Statistischen Bundesamtes zufolge im zweiten Quartal 2023, nachdem sie im Winterhalbjahr zurückgegangen war. Die schwache Auslandsnachfrage lastete auf der Industrie. Gegenwind für die Wirtschaft kam auch von den gestiegenen Finanzierungskosten. Diese drückten die Nachfrage nach Bauleistungen und Investitionsgütern und bremsten die Kreditvergabe. Vor allem Wohnungsbaukredite an private Haushalte wurden deutlich weniger nachgefragt als in den Vorquartalen. Aber auch das Wachstum der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen verlor im zweiten Quartal weiter an Dynamik. Einer noch schwächeren realwirtschaftlichen Entwicklung standen das weiterhin hohe Auftragspolster in Teilen von Industrie und Bau und nachlassende Lieferengpässe entgegen. Rückenwind erhielt die Wirtschaft auch von dem soliden Arbeitsmarkt. Da die Löhne weiter kräftig stiegen und die Inflation nicht mehr ganz so hoch war, erholte sich der private Konsum wohl etwas.

Löhne steigen weiter kräftig

Arbeitsmarkt recht robust

Der Arbeitsmarkt zeigt sich in der aktuellen zyklischen Schwäche als recht robust. Gleichwohl reduzierte sich im Frühjahr das zuvor hohe Tempo des Beschäftigungsanstiegs spürbar, und die Arbeitslosigkeit stieg moderat an. Die Arbeitsmarktanspannung ließ zwar leicht nach, aber trotzdem stehen noch immer vergleichsweise viele offene Stellen den relativ niedrigen

Arbeitslosenzahlen gegenüber. Die Frühindikatoren lassen in den nächsten Monaten eine stabile Beschäftigung bei weiter leicht steigender Arbeitslosigkeit erwarten.

Die Tarifverdienste stiegen im Frühjahr 2023 nach wie vor kräftig. Die Effektivverdienste legten wahrscheinlich auch im Frühjahr noch stärker zu als die Tarifverdienste. Außerdem fielen die jüngsten Tarifvereinbarungen erneut überwiegend hoch aus. Sie setzen sich wie zuvor aus einer Kombination von spürbaren Inflationsausgleichsprämien und hohen dauerhaften Tarifierhebungen zusammen. Bei immer noch hoher Inflation und einem anhaltend recht stark ausgelasteten Arbeitsmarkt sind auch in den kommenden Monaten hohe Lohnabschlüsse zu erwarten.

Tarifverdienste stiegen kräftig, jüngste Tarifvereinbarungen mit hohen Zuwächsen

Kerninflationrate weiter sehr hoch

Die Verbraucherpreise (HVPI) stiegen im Frühjahr erneut kräftig an. Im Durchschnitt der Monate April bis Juni 2023 erhöhten sie sich saisonbereinigt um 1,0 %, nach 0,9 % im ersten Vierteljahr. In der Vorjahresbetrachtung fiel die Inflationsrate im zweiten Quartal 2023 von 8,8 % auf 6,9 %. Maßgeblich dafür war, dass die Energiepreise im Vorjahr im Zuge der russischen Invasion der Ukraine stark gestiegen waren und dieser Basiseffekt jetzt entfiel. Auch Nahrungsmittel und Industriegüter ohne Energie verteuerten sich weniger stark als im Vorquartal. Dagegen weitete sich der Vorjahresabstand bei den Dienstleistungen deutlich aus. Entsprechend hielt sich die Kernrate ohne die volatilen Komponenten Energie und Nahrungsmittel im Frühjahr hartnäckig bei 5,6 %, nach 5,5 % im Vorquartal.

Teuerung im Frühjahr 2023 hartnäckig hoch

Im Juli verringerte sich die Inflationsrate leicht auf 6,5 %, nach 6,8 % im Juni. Die Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel stieg dagegen etwas an auf nun 6,2 %. Zu diesem hohen Wert trugen Sondereffekte durch die fiskalischen Entlastungsmaßnahmen aus dem ver-

Inflationsrate im Juli leicht gesunken, dürfte auch im weiteren Jahresverlauf nachlassen

gangenen Jahr und die Auswirkungen des Anstiegs des HVPI-Gewichts von Pauschalreisen im Jahr 2023 bei. Aber auch ohne diese Sondereffekte dürfte die Kernrate weiterhin auf einem sehr hohen Niveau von etwa 5½ % gelegen haben. In den kommenden Monaten wird die Inflationsrate vor allem wegen eines zunehmend dämpfenden Beitrags der Energiepreise aus heutiger Sicht wohl weiter nachgeben. Außerdem dürften der abnehmende Preisdruck entlang der Lieferketten und auslaufende Sondereffekte zu einer niedrigeren Inflationsrate beitragen. Dagegen bleibt das Lohnwachstum voraussichtlich – auch über den Jahreswechsel hinaus – kräftig. Dies ist ein wesentlicher Grund, weshalb die Inflationsrate noch über längere Zeit oberhalb von 2 % verharren dürfte. Gestiegene Inflationserwartungen sowie möglicherweise erneut auftretende Energiepreisschocks bergen zudem Aufwärtsrisiken für den Preisausblick.

Wirtschaftsleistung tritt voraussichtlich auch im dritten Quartal in etwa auf der Stelle

Im dritten Quartal 2023 dürfte Wirtschaftsleistung erneut in etwa stagnieren

Im dritten Quartal 2023 wird die deutsche Wirtschaftsleistung wohl erneut weitgehend unverändert bleiben. Aufgrund der stabilen Beschäftigung und kräftiger Lohnsteigerungen bei rückläufigen Inflationsraten dürfte sich die Erholung des privaten Konsums fortsetzen. Dies gibt auch dem Dienstleistungssektor einen Schub. Teilbereiche der Industrie und des Baus zehren weiter von ihren hohen Auftragspolstern. Aufgrund nachlassender Lieferengpässe können die Aufträge schneller abgearbeitet werden. Die Industrieproduktion wird dennoch wohl zunächst schwach bleiben, denn die Auslandsnachfrage war bis zuletzt tendenziell rückläufig. Die hohen Finanzierungskosten dürften weiter auf den Investitionen lasten. Auch dämpfen sie nach wie vor die Nachfrage im Bausektor, was sich verstärkt in der Produktion niederschlagen dürfte.

Staatsdefizit sinkt, weil temporäre Stützungsmaßnahmen zurückgehen

Der deutsche Staat wird auch 2023 ein deutliches Defizit verzeichnen. Denn er stützt weiterhin umfangreich und krisenbezogen Unternehmen und private Haushalte. Dazu nutzt er vor allem die Energiepreisbremsen und stellt Inflationsausgleichsprämien bei den Entgelten teils von Abgaben frei. Gleichwohl dürfte das gesamtstaatliche Defizit im Vorjahresvergleich erneut sinken (2022: 2,7 % des BIP). Denn verglichen mit 2022 dürften temporäre Stützungsmaßnahmen insgesamt an Gewicht verlieren. Hierzu trägt wesentlich bei, dass die Energiepreise niedriger sind als erwartet. Dadurch belasten die Energiehilfen den Staatshaushalt sehr viel weniger als zunächst gedacht.

Staat 2023 noch mit deutlichem Defizit durch umfangreiche Stützungsmaßnahmen

Im kommenden Jahr dürfte das Defizit nochmals fallen. Dies liegt daran, dass das Volumen temporärer Stützungsmaßnahmen weiter sinkt. Im übrigen Staatshaushalt (ohne die temporären Stützungsmaßnahmen betrachtet) ist die Ausrichtung hingegen zunehmend defizitär. Diese zweigeteilte Entwicklung betrifft vor allem den Bund (einschl. seiner Sondervermögen): Dieser finanziert die Stützungsmaßnahmen überwiegend und profitiert folglich am stärksten von der diesbezüglichen Entlastung. Gleichzeitig steigen seine kreditfinanzierten Ausgaben für Klimapolitik und Verteidigung stark. Aber auch bei Ländern und Gemeinden zeichnet sich für das kommende Jahr eine eher expansive Grundausrichtung ab.

Auslaufende Krisenmaßnahmen lassen Defizit 2024 weiter sinken, expansiver Ausgabenkurs an anderer Stelle

Bund macht hohe Defizite in Extrahaushalten

Im Hinblick auf die Bundesfinanzen ist der Blick allein auf die Nettokreditaufnahme des Kernhaushalts unzureichend. Der Kernhaushalt hält zwar die Regelgrenze der Schuldenbremse ab 2023 wieder ein. Allerdings macht er im laufenden Jahr noch ein hohes Defizit, das er zum guten Teil aus der allgemeinen Rücklage finan-

Bund hält Schuldenbremse im Kernhaushalt weiter ein, bei deutlichen Defiziten seiner Extrahaushalte

ziert. Die Extrahaushalte weisen auch im Planungszeitraum von 2024 bis 2027 erhebliche Defizite auf. Sie finanzieren vor allem Aufwendungen im Zusammenhang mit der Energie- und Klimapolitik sowie der Verteidigung. Für seine Vorhaben setzt der Bund hier Reserven aus Corona-Notlagenkrediten sowie Kredite des Bundeswehrfonds ein. Insgesamt dürfte das strukturelle Defizit erheblich über der Obergrenze der Schuldenbremse für die Nettokreditaufnahme liegen. Die Planungen der Extrahaushalte sind aber nicht vollständig veröffentlicht. Unklar ist auch, wie der Bund die finanziellen Herausforderungen bewältigen wird, wenn die Defizitspielräume der Extrahaushalte erschöpft sind. Ab 2028 wird er zudem erhebliche Tilgungen für die Notfallkreditaufnahme und die Verschuldung der EU zu leisten haben.

Zu einer soliden Finanzpolitik bei hohen Inflationsraten

Angesichts hoher Inflation wäre es angemessen, den fiskalpolitischen Kurs nicht zu lockern

Angesichts der hohen Inflation wäre es aus stabilitätspolitischer Sicht angemessen, keine weiteren defiziterhöhenden Maßnahmen zu beschließen. Sonst müsste die Geldpolitik noch stärker straffen, um ihr Inflationsziel zu erreichen. Für die Fiskalpolitik folgt daraus beispielsweise auch, die frei werdenden Mittel bei den Energiehilfen nicht anderweitig zu verplanen. Das bedeutet nicht, wichtige politische Vorhaben zu unterlassen. Sie wären aber unmittelbar gegenzufinanzieren – durch geringere andere Ausgaben oder Mehreinnahmen. So lassen sich etwa Maßnahmen umsetzen, die Wachstumsbedingungen verbessern, ohne mit zusätzlichen Defiziten Nachfrageimpulse zu setzen.

Auch der Bindungswirkung der Schuldenbremse kommt es zugute, Ausgaben nicht umfangreich über die Ausnahmeklausel vorzufinanzieren. Wirksame Fiskalregeln sichern solide Staatsfinanzen ab. Und solide Staatsfinanzen sind nicht nur für eine stabilitätsorientierte Geldpolitik wichtig, sondern auch Basis eines handlungsfähigen Staates.

Dabei zieht die Schuldenbremse derzeit den Kreditrahmen vergleichsweise eng. Insofern wäre im Sinne stabiler Staatsfinanzen auch eine Reform vertretbar, welche die regulären Obergrenzen der Schuldenbremse moderat anhebt. Die Bundesbank hat Vorschläge für eine stabilitätsorientierte Reform gemacht. So könnte der Defizitspielraum erweitert werden, wenn die Schuldenquote unter 60 % liegt. Sollen Investitionen innerhalb der Grenzen priorisiert werden, können Spielräume für Nettoinvestitionen reserviert werden.

Die Staatsfinanzen in einigen anderen Ländern im Euroraum sind erheblich ungünstiger als in Deutschland. So lag die deutsche Schuldenquote zuletzt bei rund 66 % und fällt mit den aktuellen Planungen Schritt für Schritt weiter Richtung 60 %. Demgegenüber werden unter anderem in Italien, Spanien und Frankreich für 2023 und darüber hinaus Schuldenquoten von über 100 % erwartet. Es ist zentral, dass Fiskalregeln Staaten dazu bewegen, hohe Schuldenquoten zurückzuführen. Dafür müsste der Stabilitäts- und Wachstumspakt nach der Reform stringenter sein und stärker binden. Die diesbezügliche Reformdiskussion ist noch im Gange. Der vorliegende Vorschlag der Europäischen Kommission droht allerdings, dieses Ziel zu verfehlen.

Wirksame Schuldenbremse sichert solide Staatsfinanzen, ...

... stabilitätsorientierte Reform vertretbar

Im Euroraum teils sehr hohe Schuldenquoten und bindende Fiskalregeln deshalb besonders wichtig