



# Gebremstes Wachstum bei etwas geringerer Inflation – die strukturellen Herausforderungen bleiben bestehen

**Deutschland könnte im Winterhalbjahr 2022/2023 eine leichte Schrumpfung des BIP durchlaufen haben. Die Rückgänge waren aber nicht so stark wie noch im letzten Herbst befürchtet. Die Lage am Arbeitsmarkt entspricht überhaupt nicht den üblichen Mustern einer Rezession.**

Dennoch hat unser Land Wohlstandseinbußen erlitten, die über das hinausgehen, was das BIP anzeigt. Auch wenn die Energie- und Rohstoffpreise sich zuletzt deutlich zurückgebildet haben, hat sich die Relation aus Export- und Importpreisen für Deutschland unter dem Strich verschlechtert. Ein solcher „Terms-of-Trade“-Schock kostet Wohlstand.

Diese Verluste zeigen sich zunehmend als Verteilungskonflikt in den Lohnverhandlungen. Die herrschende Arbeitskräfteknappheit erzeugt einen Aufwärtsdruck. Die hohen Inflationsraten und die 2022 erlittenen Reallohnverluste lassen einen Kompensationswunsch nachvollziehbar erscheinen. Zugleich sind die erwirtschafteten Verteilungsspielräume und das Produktivitätswachstum sehr begrenzt.

Die Inflationsraten sinken 2023 derweil, auch aufgrund von Basiseffekten. Aber der breite Preisauftrieb in der Kernrate bleibt sehr hartnäckig. Der Handlungsbedarf für die EZB besteht auch nach dem Zinsschritt vom März weiter.

**Berlin, 23. März 2023**

**Autor:**

Dr. Holger Schulz

[Holger.Schulz@dsgv.de](mailto:Holger.Schulz@dsgv.de)

# Gebremstes Wachstum bei etwas geringerer Inflation – die strukturellen Herausforderungen bleiben bestehen

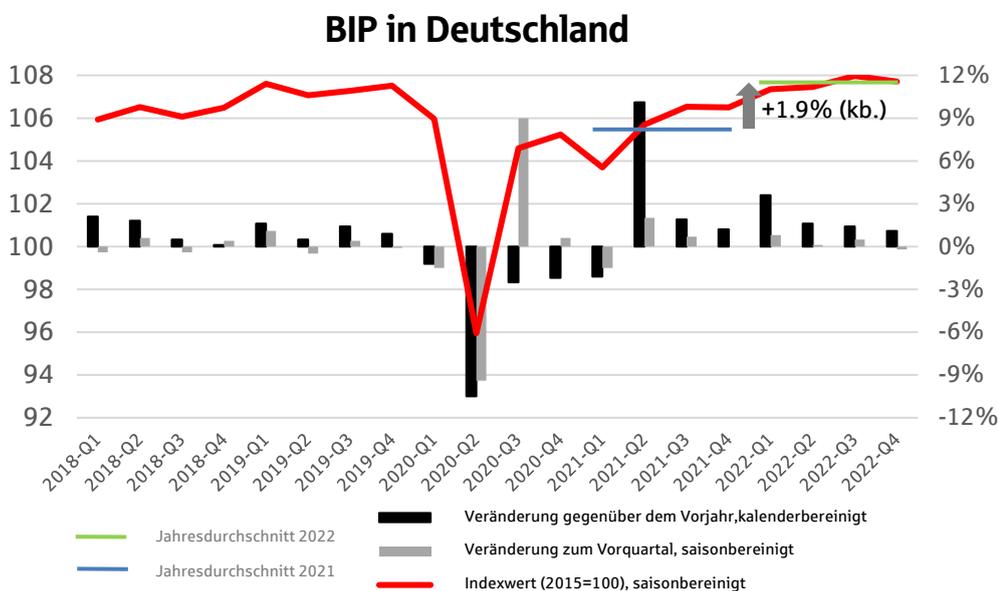
Mit wachsendem Optimismus, aber dennoch mit wenig Schwung ins neue Jahr

Die Wachstumsaussichten für das Jahr 2023 sind bei weitem nicht mehr so düster, wie sie noch im letzten Herbst 2022 gehandelt wurden. Deutschland ist ohne Gasmangellage durch den Winter gekommen. Viele Energie- und Rohstoffpreise haben sich inzwischen ein gutes Stück weit entspannt. Die Szenarien von größeren Einbrüchen der Wirtschaftsleistung wurden verworfen. Die meisten jüngeren Jahresprognosen für das reale deutsche Wachstum im Jahr 2023 gruppieren sich stattdessen nun um die Nulllinie herum.

Doch wie genau ist die Ausgangsbasis aus dem alten Jahr einzuordnen? Für die amtliche Verbuchung des deutschen Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2022 sind in den ersten Monaten des neuen Jahres bereits mehrere verschiedene Werte genannt worden. Um dieses verwirrende Bild einmal zu sortieren: Es gab zwei Veröffentlichungszeitpunkte der amtlichen Statistik: die frühe Schnellschätzung bereits Mitte Januar und danach bald eine erste Revision. Beide Male gab es eine kalenderbereinigte und eine nicht korrigierte Zahl. In der arbeitstäglich bereinigten Definition, die gerade in internationalen Vergleichen gerne bevorzugt verwendet wird, waren es jeweils 0,1 Prozentpunkte mehr. Das um den Arbeitstageffekt korrigierte Wachstum 2022 lag in der Erstschätzung bei 2,0 und inzwischen revidiert bei 1,9 Prozent. Die Headline-Zahlen betragen zuerst 1,9 und zuletzt dann 1,8 Prozent. Letzteres ist also aktuell die markanteste und im Inland meistzitierte Zahl – zumindest bis zur nächsten Revision.

Derartige Nachjustierungen der amtlichen Statistik sind bei den inzwischen üblich gewordenen frühen ersten Veröffentlichungszeitpunkten nicht ungewöhnlich. Erst recht gilt das für so unruhige Zeiten wie derzeit mit der erlebten Serie mehrerer großer Schocks. Eine frühe amtliche Orientierung ist aber besser als gar keine, auch wenn sie dann naturgemäß revisionsanfälliger ist.

Verschiedene BIP-Bezifferungen für das deutsche Wachstum 2022 innerhalb weniger Wochen



**Schlussquartal 2022 war dann doch schwächer als zuerst gemeldet; technische Rezession im Winterhalbjahr 2022/2023 bleibt möglich**

Gleich drei verschiedene Werte der amtlichen Statistik gab es innerhalb weniger Wochen für das Wachstum im allein betrachteten Schlussquartal 2022. Im Rahmen der Erstschätzung für die Jahreszahl wurde noch keine offizielle Quartalszahl ausgekoppelt. Das Statistische Bundesamt legte aber ungewohnt deutlich offen, dass es zu jenem Zeitpunkt mit einer Null für das letzte Viertel des Jahres gerechnet hatte. Mit der dann folgenden gesonderten Quartalszahl wurden es zunächst -0,2 Prozent und Ende Februar dann etwas gehärteter -0,4 Prozent für den saisonbereinigten Vergleich des Abschlussquartals mit demjenigen davor.

Das Bild ist also Stück für Stück abgebröckelt; der Jahresschluss war doch nicht ganz so robust wie zuerst gedacht. Das veränderte ausgewiesene Schlussquartal hat dann auch Implikationen für die Ausgangsbasis für 2023. Das neue Jahr startet nun doch nicht mit einem leicht im Positiven liegenden statistischen Überhang, sondern mit einem knapp unter der Null liegenden Wert.

Am schlechtesten entwickelten sich in der Untergliederung nach Verwendungskomponenten des BIP im Schlussquartal 2022 die Bauinvestitionen. Sie waren sowohl im Vorjahres- als auch im Vorquartalsvergleich deutlich rückläufig. Der private Konsum ließ zuletzt ebenfalls nach. Grund dafür ist sicher die hohe Inflation, die an der Kaufkraft nagt.

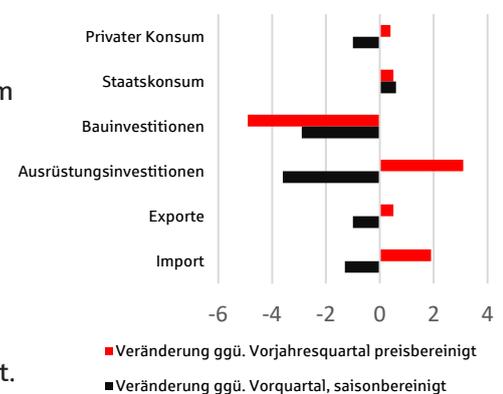
Eine Größenordnung um oder unter null für das BIP droht auch für das Startquartal 2023. Die bisher vorliegenden, in kürzerer Frequenz als das BIP gemeldeten Monatsindikatoren liefern ein gemischtes Bild. Auftrags-eingänge und Einzelhandelsumsätze im Januar waren eher schwach. Die Produktion hat sich gegenüber dem Dezember 2022 verbessert, liegt aber weiter deutlich unter dem Vorjahresniveau. Die Warenexporte Deutschlands haben sich dagegen im Januar gut entwickelt. Auch der bereits bis Februar vorliegende Lkw-Fahrleistungsindex weist auf eine höhere Aktivität zu Jahresbeginn hin.

Die Deutsche Bundesbank z. B. rechnet in ihrem Monatsbericht März gleichwohl mit einer erneuten leichten Schrumpfung des BIP im gesamten Vierteljahr. Fällt die Wachstumszahl für das Auftaktquartal tatsächlich negativ aus, dann wäre damit die rechnerische Bedingung für die gängige Definition einer „technischen Rezession“ in Form von zwei in Folge schrumpfenden Quartalen erfüllt. Diese Zahlenspiele, ob man nun knapp über der Null oder darunter liegt, sollte man aber nicht zu spitzfindig nehmen. Der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung geht in seiner ganz aktuellen Prognose vom 22. März von einem Wachstum im Gesamtjahr 2023 in Höhe von 0,2 Prozent aus, was rechnerisch ebenfalls Raum für eine Rezession im zu Ende gehenden Winter lässt.

**Zyklisch ist das über den Winter 2022/2023 annähernd gehaltene Produktionsniveau eine gute Nachricht**

Gemessen an dem, was der deutschen Wirtschaft in der multiplen Krisenserie aus Pandemie, Krieg und Inflation drohte, ist die aktuelle

**Verwendungskomponenten des BIP im vierten Quartal 2022**  
in Prozent



Quelle: Destatis

*Bundesbank und Sachverständigenrat gehen von einer leichten Rezession aus*

Situation immer noch eine gute Nachricht, selbst wenn sie für zwei Quartale leicht in den negativen Bereich taucht. Zudem fühlt sich die Lage in bestimmten Aspekten überhaupt nicht an wie eine Rezession.

Die Stimmungsindikatoren haben sich über mehrere Monate in Folge gebessert. Und die Lage am Arbeitsmarkt spiegelt überhaupt keine rezessive Situation wider. Vielmehr muss der Arbeitsmarkt zumindest als robust oder eher sogar als überhitzt bezeichnet werden. Fachkräftemangel, ja inzwischen ein genereller Arbeitskräftemangel bis hin zu Ungelernten und steigender Lohndruck prägen das Bild, nicht konjunkturelle Arbeitslosigkeit.

Was ebenfalls gegen eine qualitative Einordnung der Lage als Rezession spricht, ist die Tatsache, dass die gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten mehrheitlich nicht schwach ausgelastet sind. Im Gegenteil: Es gibt immer noch Lieferengpässe, wenngleich diese in immer mehr Bereichen allmählich überwunden werden. In anderen Sektoren erweisen sie sich aber als strukturell persistent. Die Verfügbarkeitsfristen beispielsweise in vielen Gewerken des Handwerks bleiben trotz der eingebrochenen Neubaukonjunktur sehr lang. Die insgesamt anhaltend hohe Preisdynamik legt Zeugnis davon ab, dass die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nicht zu gering ist.

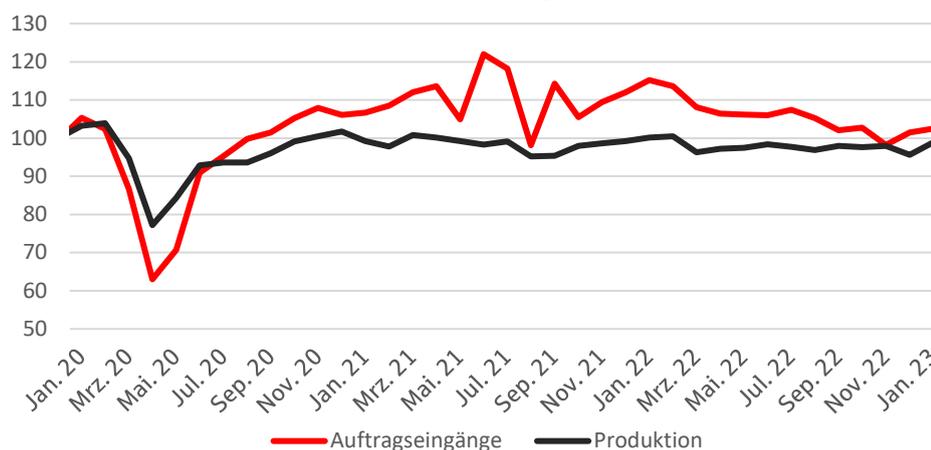
### „Industrie-Rezession“, aber kein genereller Nachfragemangel

In der Industrie ist das Bild etwas gedämpfter. Die bis zum Sommer 2022 auf sehr hohem Niveau gebliebenen Auftragseingänge haben sich inzwischen auf den niedrigeren Pfad des Produktionstrends zurückgebildet. Für das Verarbeitende Gewerbe in Deutschland kann man durchaus eine „Rezession“ diagnostizieren, wenn man denn diesen aus der Makroökonomie entlehnten Begriff für die Entwicklung eines Teilsektors – wenngleich eines sehr bedeutenden – der Volkswirtschaft verwenden möchte. In der deutschen Industrie scheint es aber nicht nur zyklische Ursachen für eine Schrumpfung zu geben. Vielmehr dauert der Abwärtstrend der Produktion dort bereits seit 2019 an. Dieser mittelfristige Trend spricht für strukturelle Gründe, die für die jüngste Phase in energieintensiven Teilbranchen sicher leicht auszumachen sind.

*Kapazitäten schwer zu vermessen – aber im Moment augenscheinlich doch gut ausgelastet*

*Verarbeitendes Gewerbe und vor allem der Bau sind derzeit die schwachen Sektoren*

**Auftragseingänge und Produktion im Verarbeitenden Gewerbe, Deutschland**  
(Saison- und kalenderbereinigte Werte, indexierte Volumina)



Aber ganz abgesehen von diesen Strukturverschiebungen im Branchenmix und auch wenn es viele Indizien gibt, die gegen eine von Nachfragemangel getriebene Entwicklung sprechen: Genau beziffern lassen sich die Relationen aus Nachfrage und Angebotspotenzialen im Moment nicht. Diese Begriffe sind ohnehin – selbst in normaleren Zeiten – kaum zu konkretisierende und schwierig zu quantifizierende abstrakte Konstrukte. Erst recht gilt dies nach der Serie großer Schocks der letzten Jahre. Niemand weiß, wo die gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten und das Produktionspotenzial wirklich liegen. Hinzu kommt, dass ein guter Teil des Kapitalstocks angesichts struktureller Herausforderungen und gewandelter Produktionsstrukturen entwertet und obsolet geworden ist. Das gilt jetzt oder spätestens in einigen Jahren gleichermaßen beispielsweise für einen Braunkohle-Tagebaubagger wie für eine Fabrik zur Fertigung von Fahrzeugen mit Verbrennungsmotor. Selbst wenn diese Maschinerien noch auf Jahre technisch funktionsfähig wären, fallen erhebliche außerordentliche Abschreibungen auf den Kapitalstock an.

**Stabiles BIP und ausgelastete Kapazitäten überzeichnen das derzeitige Wohlstandsniveau Deutschlands**

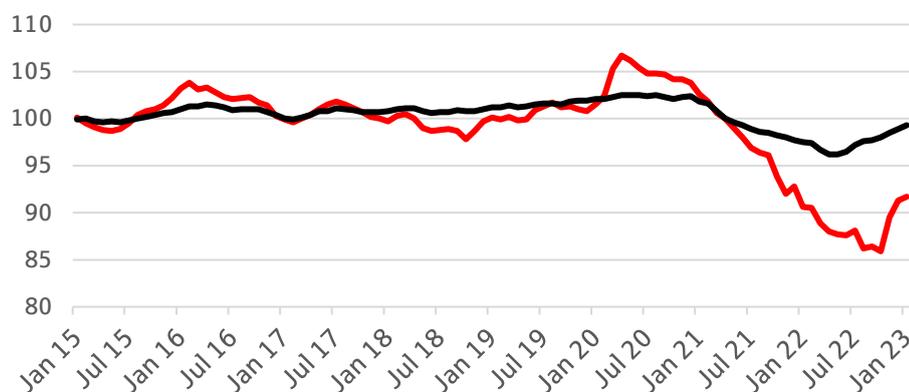
So erfreulich die Stabilisierung beim BIP und die hohe Auslastung der Kapazitäten für die konjunkturelle Lage auch sind: Man muss sich trotzdem vergegenwärtigen, dass Deutschland als Land ärmer geworden ist und die meisten Bürger dies auch in ihrem Geldbeutel spüren.

Deutschland hat einen sehr großen Terms-of-Trade-Effekt erlitten. Unsere Exportgüter haben an relativem Tauschwert verloren, da sich die von Deutschland benötigten Importe erheblich verteuert haben. Letzteres gilt vor allem für die Energierohstoffe. Zuletzt gab es bei diesen Preisen eine starke Gegenbewegung. Der Terms-of-Trade-Schock ist bei weitem nicht mehr so stark wie noch im letzten Herbst. Aber er bleibt unter dem Strich eine Belastung.

*Preisverschiebungen reduzieren Deutschlands Kaufkraft*

**Terms of Trade Deutschland**

Index 2015 = 100



Quelle: Bundesbank — ToT Gesamt — ToT ohne Energie

In der üblichen BIP-Deflationierung zum Ausweis des „realen“ Bruttoinlandsproduktes steckt eine Korrektur um die Preisentwicklung der gesamten inländischen Wertschöpfung.

Das reale BIP bemisst dann korrekt das Volumen der erzeugten Güter. Doch für den im Inland stattfindenden Verbrauch sind die aus der Produktion stammenden deflationierten Exporte nicht relevant. Dafür kommen die hierzulande als Konsum- oder Vorleistungsgüter verbrauchten Importe aus fremder Erzeugung hinzu. Und bei den Importen haben sich bekanntlich die höchsten Preissteigerungen des letzten Jahres konzentriert. Das ausgewiesene reale BIP überzeichnet somit die für das Inland relevante Wohlstandsentwicklung, wenn sich die Terms-of-Trade verschlechtern.

*BIP bemisst die Produktion, nicht die Konsummöglichkeiten*

Rechnungen, die versuchen den Effekt einer T.o.T.-Verschiebung als zusätzliche Korrektur neben der Deflationierung für einen echten verbrauchsorientierten „Realwert“ des BIP zu beziffern, nennen allein für 2022 einen zusätzlich zu berücksichtigenden Wohlstandsverlust von 2,0 Prozent.<sup>1</sup> Das ist mehr als das ausgewiesene Wachstum selbst. Damit ändert sich das vermittelte Bild mit einer BIP-Rate von 1,8 Prozent erheblich. In der „doppelt-realen“ Betrachtung hat es 2022 also gar keine Erholung gegeben, und wir haben das Vor-Corona-Niveau beim „Wohlstand“ eben noch nicht wieder erreicht.

*„Bereinigt“ verbleibt für 2022 gar kein Wachstum*

Diese Sichtweise verdeutlicht, welche Verteilungskonflikte damit in Deutschland bestehen. Die Arbeitnehmer und Konsumenten erleben den entsprechenden Effekt bisher als einen Kaufkraftverlust.

### **Für diese Situation gibt es keine „richtige“ Lohnpolitik**

Die nominalen Tarifverdienste in Deutschland sind 2022 um 2,2 Prozent gestiegen, wie das Statistische Bundesamt inzwischen für die Gesamtwirtschaft beziffert hat. Eine große Rolle haben in der Lohnrunde 2022 – wegen der unsicheren und schwer absehbaren weiteren Entwicklung durchaus sinnvoll – einmalige Sonderzahlungen gespielt. Ohne diese hätten die Tarifierhöhungen nur 1,4 Prozent betragen. Tatsächlich waren die Nominallohnanstiege wegen der Sonderzahlungen, aber auch wegen außertariflicher Zahlungen, die die Knappheitslage am Arbeitsmarkt widerspiegeln, höher. Sie betragen insgesamt sogar 3,5 Prozent. Das war der stärkste Nominallohnanstieg in Deutschland seit 2008.

Aber selbst das genügte natürlich nicht einmal ansatzweise, um die weit höheren Preissteigerungsraten auszugleichen. Die Reallöhne sanken deshalb um 3,1 Prozent.

Es gibt ein ausgesprochenes Dilemma in der aktuellen Lohnfindung: Die hohen Inflationsraten wecken einerseits begründete Rufe nach einem Ausgleich. Andererseits haben die Preissteigerungen die Gewinnmargen der Unternehmen in vielen Fällen nicht erhöht, sondern waren oft von verteuerten Vorleistungen und Importen getrieben. Das Produktivitätswachstum ist derzeit ausgesprochen niedrig.

*Dilemma bei der Lohnfindung – klassische Regeln derzeit kaum anwendbar*

---

<sup>1</sup> Siehe z. B: Nierhaus, Wolfgang: Realwert des Bruttoinlandsprodukts und Terms of Trade: Ergebnisse für das Jahr 2022, in: ifo Schnelldienst, 2/2023, 76. Jg., Seiten 47 bis 53.

Davon abgeleitet wäre der rechnerische Verteilungsspielraum entsprechend gering. Andererseits geben die Vollbeschäftigungssituation und die Knappheitsrelationen am Arbeitsmarkt den Arbeitnehmern eine gute Verhandlungsposition in die Hand. Marktmechanismen würden sogar für höhere Reallöhne sprechen.

Damit herrscht ein Verteilungskonflikt vor. Es geht um die Frage, welche Produktionsfaktoren und welche Einkommenskategorien welchen Anteil des Wohlstandsverlusts, den das Land insgesamt erlitten hat, zu tragen haben.

Anders als bei den 2022 noch recht moderat gebliebenen Lohnabschlüssen zeigen die aktuellen Verhandlungen und Tarifkonflikte eine weitaus stärkere Dynamik und eine größere Neigung zur Konfrontation. Es gibt deutlich höhere Forderungen und verschiedene Warnstreiks. Damit droht die Gefahr von Preis-Lohn-Spiralen.

### **Inflation nicht nur hoch, sondern auch in der Vermessung ein sehr bewegliches Ziel**

Die Orientierung darüber, wie hoch die – mutmaßlich auszugleichende – Inflation selbst tatsächlich ist, erweist sich als schwierig. Die Statistik präsentiert sich zur Zeit etwas verwirrend. Plötzlich wird die Inflationsrate für 2022 in neuen Meldungen niedriger ausgewiesen; von den zeitweise zweistelligen Raten ist nun nicht mehr die Rede. Das mag manchen seltsam erscheinen, hat aber einen erklärbaren technischen Hintergrund. Das Statistische Bundesamt hat im Februar 2023 eine Revision des Verbraucherpreisindex vorgenommen. Das Basisjahr für das Wägungsschema wurde von 2015 auf 2020 umgestellt. Eine solche Umbasierung ist eigentlich ein reiner Routinevorgang und erfolgt regelmäßig etwa alle fünf Jahre.

Der aktuelle Durchgang fiel jetzt allerdings in die Situation einer rekordhohen Inflation, und die sich aus der Umbasierung ergebende Änderung fiel ebenfalls außergewöhnlich hoch aus. Das ist damit zu erklären, dass sich die für das Wägungsschema maßgeblichen Konsumgewohnheiten diesmal besonders stark geändert haben. Mit dem neuen Basisjahr 2020 ist ausgerechnet das Jahr aufgegriffen worden, in dem in der ersten Phase der Pandemie die größten Erschütterungen zu verzeichnen waren. Angesichts dieser Besonderheit hat das Statistische Bundesamt dieses Mal ausnahmsweise nicht nur ein Jahr genommen, sondern auch 2019 und 2021 mit in den Basiszeitraum einfließen lassen. Aber auch dieser längere Zeitraum war alles andere als normal. Der Indexierung liegen zumindest zum Teil Lockdown-Situationen zugrunde.

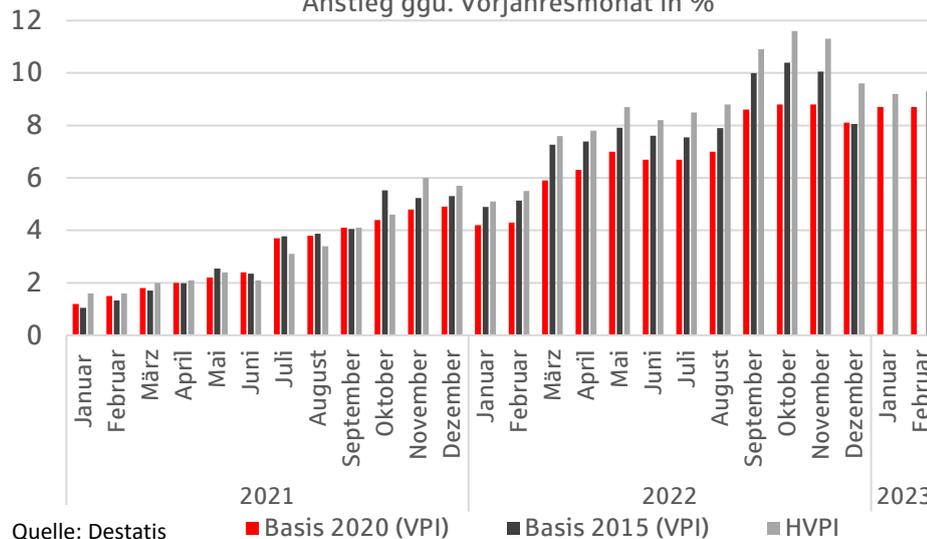
Im Ergebnis erscheinen die Steigerungsraten der deutschen Verbraucherpreise auf Basis des neuen Warenkorbes niedriger. Die Steigerungsrate für das Gesamtjahr wird neu mit 6,9 Prozent beziffert, statt 7,9 Prozent in der alten Abgrenzung. Und die Spitzenstände mit zweistelligen Raten in den Monaten September bis November 2022 rutschen in dem neuen Ausweis unter die Zehn-Prozent-Marke.

*Umstellung des Basisjahres verschiebt das Inflationsbild quantitativ recht deutlich...*

*...aber qualitativ bleibt die Botschaft gleich*

## Verbraucherpreise in Deutschland

Anstieg ggü. Vorjahresmonat in %



Dazu kommt, dass es von Dezember über Januar bis Februar und März ein ziemliches Hin und Her mit der Verbuchung der staatlichen Interventionen am Energiepreismarkt gab. Die Dezember-Rechnung wurde einmalig vom Staat übernommen, was die Preise dämpfte. Dann folgte im Januar der Rückprall. Ab März greift dann die länger wirksame Energiepreisbremse.

Etwas stetiger und freier von der jüngsten Volatilität der politischen Maßnahmen weist der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) die Entwicklung aus. Er hat eine etwas andere Methodik als der Index nach nationaler Definition. Wir haben den HVPI deshalb mit in die obige Abbildung zum Alt-Neu-Vergleich des nationalen Verbraucherpreisindex aufgenommen. Im HVPI gibt es auch weiterhin die zweistelligen Jahresraten im Herbst 2022 – dort sogar noch einen Tick höher als vormals im VPI.

Die Energiepreisvolatilität ist in beiden Indizes – als Quell weiterer Verwirrung – sogar gegenläufig. Das liegt daran, dass die Neujustierung der Gewichtungen bei beiden Indexabgrenzungen mit unterschiedlichen Stichtagen im Ergebnis in genau entgegengesetzter Richtung erfolgt ist.

Im Augenblick spricht viel dafür, eher den HVPI zur Beurteilung der Inflationsdynamik heranzuziehen. Der nur in Deutschland übliche und in der Beachtung verbreitete VPI verliert gerade etwas an Popularität. Für die Geldpolitik der EZB ist ohnehin der HVPI relevant und dort natürlich auch in der Abgrenzung für das gesamte Währungsgebiet, nicht für einzelne Länder. Aber auf Ebene des Euroraums ist die Entwicklung zuletzt ohnehin nicht so viel anders als in Deutschland.

Egal welche Abgrenzung man in welchen Details auch heranzieht und unbeachtlich, ob in dem alten oder in dem neuen Wägungsschema: Die Inflationsraten bleiben allenthalben eindeutig zu hoch!

Die Headline-Raten werden sich in den nächsten Monaten zwar zurückbilden. Dafür sorgen schon die Basiseffekte der vor Jahresfrist nach dem Beginn des russischen Angriffskriegs gegen die Ukraine explodierten

*HVPI vermittelt derzeit den stetigeren Ausweis als der nationale Verbraucherpreisindex*

*Headline-Raten werden sich in den nächsten Monaten aufgrund von Basiseffekten zurückbilden*

Energiepreise. Aber die Preisdynamik sickert dafür weiter in die Breite der Güterpalette ein. Die Kernraten bleiben hartnäckig hoch.

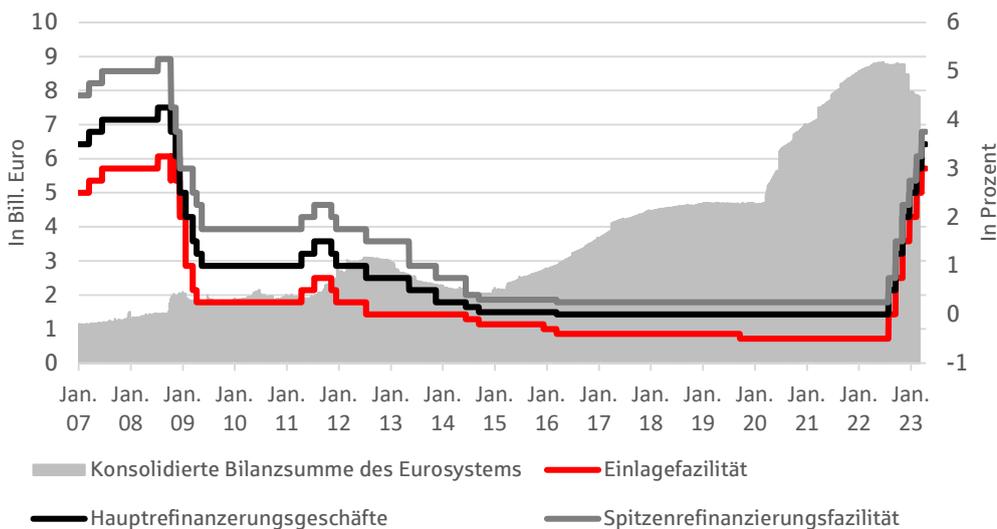
Inzwischen ist auch etwa bei Dienstleistungen der Preisauftrieb groß. Und dieser Trend wird sich angesichts des dargestellten Aufwärtsdrucks bei den Löhnen eher noch verfestigen.

### **EZB hat ihren Zins-„Doppelbeschluss“ vom Februar im März vollzogen**

Vor diesem Hintergrund war es völlig richtig und notwendig, dass die Europäische Zentralbank ihren Zinserhöhungskurs fortgesetzt hat. Zuletzt hat sie die Leitzinsen am 16. März um 50 Basispunkte angehoben. Das war schon seit Anfang Februar keine Überraschung mehr. Denn die EZB hatte schon im Februar mit dem damaligen Erhöhungsschritt um ebenfalls 50 Basispunkte die folgende Stufe für den März praktisch schon fest mit angekündigt.

Das war ein sehr ungewöhnliches Vorgehen, de facto ein schon im Februar beschlossener Doppelschritt. Bisher galt seitens der EZB immer die Devise „We never pre-commit“. Diesmal hat sie es doch getan.

### **Geldpolitik der EZB**



Quelle: Destatis

Formal bestand zwar die Möglichkeit, von dem (sehr starken) Signal abzuweichen. Theoretisch bleibt es auf jeder Sitzung bei einer unabhängigen, von der aktuellen Datenlage gestützten Entscheidung. Hier hatte sich die EZB aber bereits so viel Selbstbindung auferlegt wie nur irgend möglich.

Die Kapital- und Geldmärkte waren maßgeblicher Adressat des Doppelbeschlusses. Die Kapitalmärkte waren im Januar erneut – ähnlich wie zuletzt schon im November – mit sehr niedrigen Umlaufrenditen für längere Laufzeiten unterwegs, die nicht mehr so recht zum Leitzinskurs zu passen schienen. Es machte den Anschein, als wären weitere Leitzinsschritte, obwohl sie sich wegen des Inflationsdrucks aufdrängten, nicht eingepreist. Das änderte sich erst mit den angekündigten und dann vollzogenen Zinsschritten. Die Rendite von 10-jährigen Bundesanleihen war auf Basis des klaren geldpolitischen Signals bereits im Vorfeld der

*Vollzogener Zinsschritt hat die Renditen auch bei langen Laufzeiten zeitweise zurecht gerückt...*

jüngsten Zinsentscheidung bis Anfang März auf 2,7 Prozent gestiegen. Auch das lag zwar weiterhin unter dem bereits erreichten Leitzinsniveau (gemessen am Satz der Einlagefazilität aktuell bei 3,0 Prozent), aber immerhin um rund einen halben Prozentpunkt über dem Niveau von Ende Januar.

### **Neuer Schock an den Finanzmärkten mit der SVB-Pleite zu verarbeiten**

Dann traf Mitte März mit dem Zusammenbruch der Silicon Valley Bank (SVB) eine neue Erschütterung die Finanzmärkte. Neben den notwendig gewordenen Aktionen der US-Aufsicht und der Einlagensicherung sah sich auch die Federal Reserve gezwungen, zusätzliche Liquidität bereitzustellen. Es wurde eine gesonderte Tranche aufgelegt, bei der US-Kreditinstitute sich zunächst ohne Veröffentlichung der individuellen Geldaufnahmen bedienen konnten. Diese Anonymisierung sollte der Stigmatisierung der diese Tranche nutzenden Institute und einem daraus resultierenden Schneiden an den Geldmärkten vorbeugen.

Allgemein geht die Erwartung dahin, dass die Fed ihren Straffungskurs nun vorsichtiger gestaltet. Einen Zinsschritt hat sie am 22.3. dennoch vollzogen, wengleich nur in der kleineren Ausprägung um 25 Basispunkte. Erwartete zurückhaltendere Straffungen zeigen auch die eingepreisten Zinssätze bei längeren Laufzeiten an. Die Renditen an den US- und auch an den Euro-Kapitalmärkten sind jedenfalls wieder deutlich zurückgefallen, bei 10jährigen Bundesanleihen auf zuletzt 2,29 Prozent (Stand 22.3.). Zwischenzeitlich war fast wieder die Zwei-Prozent-Marke erreicht worden.

Natürlich kann und darf die EZB in ihrer Inflationsbekämpfung nicht direkt auf die Lage einzelner Kreditinstitute in anderen Währungsräumen Rücksicht nehmen, zumal die SVB mit ihrer Konzentration auf Start-ups ein spezielles Geschäftsmodell hatte, das es im Bankensektor des Euroraums so nicht gibt.

Tatsächlich ist die Lage auf den amerikanischen und europäischen Geldmärkten unterschiedlich. Auf dem Euro-Geldmarkt ist die Liquidität deutlich reichhaltiger und immer noch von großen Überschüssen geprägt. Und für einen unvorhergesehenen Bedarfsfall von Zentralbankgeld seitens der Kreditwirtschaft gibt es stehende Tranchen. So gilt bei den – seit Jahren von den Kreditinstituten wegen ohnehin gegebener Liquiditätssättigung praktisch nicht mehr in Anspruch genommenen – Tendern immer noch das Prinzip der Vollzuteilung. Dieses würde im Notfall automatisch bereitstehen. Das Eurosystem wäre an dieser Stelle sehr elastisch.

Es war deshalb auch vor dem Hintergrund der neuerlichen Turbulenzen richtig, dass die EZB am 16. März ihren vorher praktisch fest angekündigten Zinserhöhungsschritt durchgezogen hat. Alles andere hätte große Zweifel an der Entschlossenheit der Inflationsbekämpfung geweckt. Aber der künftige Zinserhöhungskurs ist mit den Schockwellen aus Amerika sicher auch hier nicht steiler, sondern de facto eher flacher geworden.

*... zumindest bis zum jüngsten Schock*

*Institutioneller Rahmen an den Geldmärkten im Euroraum anders gelagert – hier automatische Liquiditätsreserven*

Es spricht vieles dafür, dass die EZB selbst ohne den neuerlichen Schock ohnehin erst einmal abgewartet hätte, wie die Wirkung der inzwischen spürbar akkumulierten Zinserhöhungsschritte auf die Realwirtschaft sein wird. Eine solche Pause ist jetzt wahrscheinlicher geworden.

Aber wenn es im Sommer nicht zu einer klaren Rückbildung der Inflation und der Inflationserwartungen kommt, dann ist das Ende des Erhöhungszyklus wohl noch nicht erreicht. Dann wird die EZB mit weiteren Maßnahmen gegen die Verfestigung der Inflation ankämpfen müssen.

Dazu gehört dann auch das mengenmäßige Abschmelzen der Bilanzsumme des Eurosystems. Im Juni 2023 wird es mit dem endgültigen Auslaufen des größten Langfristenders (TLTRO-III.4) eine gewisse automatische Stufe geben. Danach liegt das Abschmelzen aber vor allem bei den Beständen der Ankaufprogramme.

Das bisher angekündigte und im März reibungslos begonnene Netto-Auslauftempo von 15 Mrd. Euro pro Monat ist dabei eher eine homöopathische Dosis. Es verblasst vor dem Volumen aller Ankaufprogramm-Bestände von rund fünf Billionen Euro. Viel mehr Abbautempo gibt das Vorgehen im APP aber auch nicht her, wenn man nur mit ausgelassenen Ersatzkäufen arbeiten will und mit verbleibenden Ersatzkäufen auch noch eine gewisse Flexibilität zum Umbau und zum Kontrollieren von Risikoprämien beibehalten will. Das PEPP, das zusätzliche Abbauvolumina erlauben würde, steht nach den Ankündigungen der EZB erst ab frühestens Ende 2024 für einen Rückbau zu Verfügung. Es bleibt zu hoffen, dass das nicht zu spät ist.

Allerdings zeigen sich bereits zunehmende Effekte der eingeleiteten geldpolitischen Wende. Das Geldmengenwachstum, z. B. gemessen an M3, ist infolge des deutlich gedämpften Kreditwachstums praktisch zum Erliegen gekommen. Die bereits vollzogenen Restriktionen werden – zwar mit Wirkungsverzögerungen, aber am Ende doch – in der Inflationsdynamik bremsend ankommen.

***Zur Lage der Geldpolitik im Frühjahr 2023 wird Anfang April auch noch ein gesonderter Standpunkt der Chefvolkswirte der Sparkassen-Finanzgruppe mit dem Titel „Geldpolitik neu gefordert“ erscheinen.***

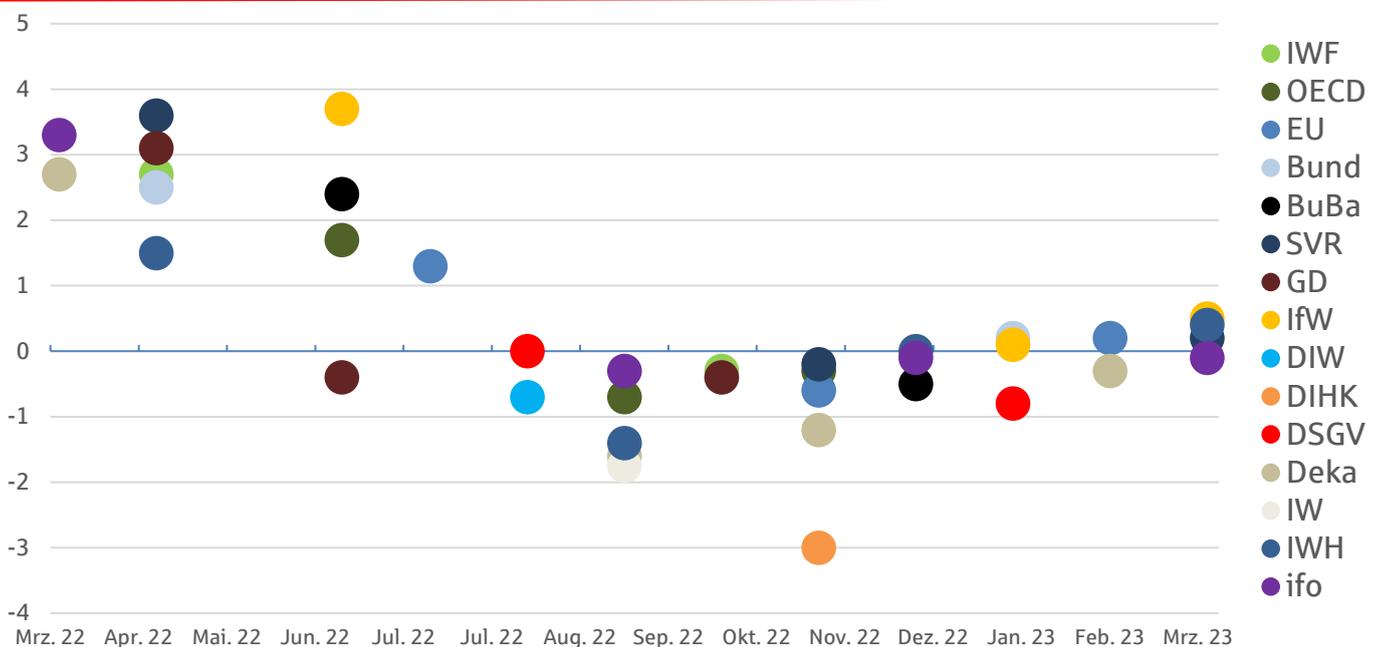
*Bei Beschränkung des Abschmelzens auf das APP nur begrenzter Bilanzabbau möglich*

### A. Wachstum der Weltwirtschaftsregionen, Veränderung zum Vorjahr

	2021	2022	2023*	2024*
Welthandelsvolumen	10,4%	5,4%	2,4%	3,4%
BIP – Welt	6,2%	3,4%	2,9%	3,1%
USA	5,9%	2,4%	1,4%	1,0%
Japan	2,1%	1,4%	1,8%	0,9%
China	8,4%	3,0%	5,2%	4,5%
Euroraum	5,3%	3,5%	0,7%	1,6%
Deutschland	2,6%	1,8%	0,1%	1,4%

\* Prognosen des Internationalen Währungsfonds vom Januar 2023

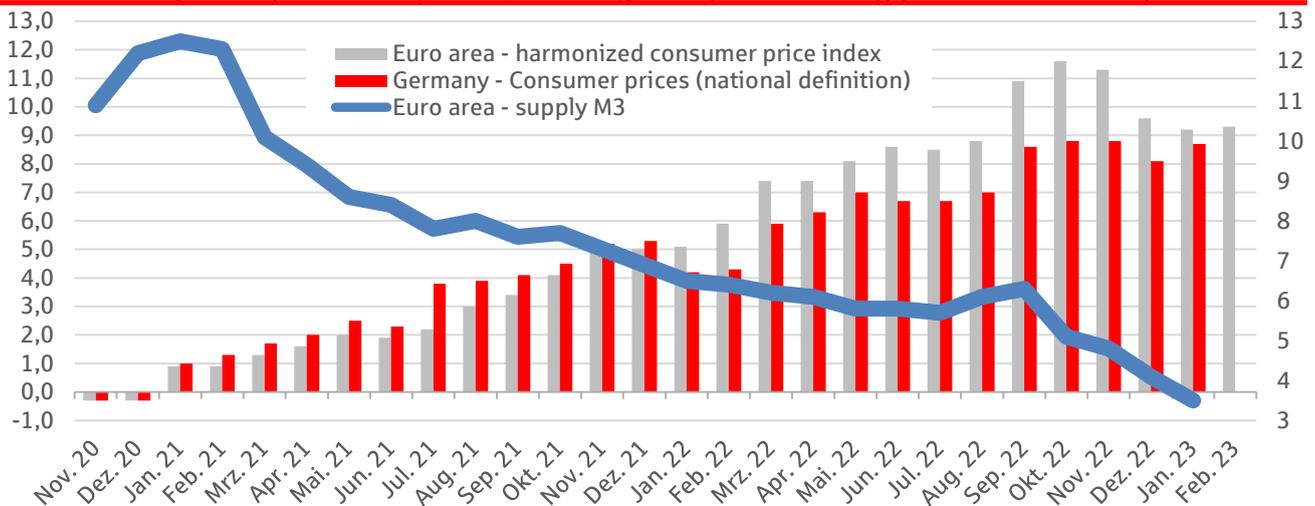
### B. Prognosen für das Wirtschaftswachstum in Deutschland für 2023, in %



### C. BIP im Euroraum und in Deutschland

	Jahr 2022	Q I - 2022	Q II - 2022	Q III - 2022	Q IV - 2022
	real ggü. Vorjahr	reale Veränderung zum Vorjahresquartal und saisonbereinigte reale Veränderung zum Vorquartal			
Euroraum BIP	+3,5%	+5,5%	+4,4%	+2,4%	+1,9%
Deutschland BIP	+1,8%	+3,9%	+1,7%	+1,3%	+0,3%
Privater Konsum	+4,6%	+8,5%	+7,0%	+2,1%	+0,4%
Bruttoanlageinvestitionen	+0,2%	+2,3%	-1,3%	+2,0%	-1,2%
Exporte	+3,2%	+3,6%	+2,4%	+5,1%	+0,5%
		-0,7%	+0,6%	+0,7%	-1,0%
		+0,8%	+0,1%	+0,5%	-0,4%
		+2,3%	-1,2%	+1,3%	-2,5%
		-0,3%	+0,7%	+1,9%	-1,0%
		Niveau, nicht Veränderungsrate; Quartalszahlen saisonbereinigt			
Sparquote	11,4%	11,7%	11,2%	11,0%	11,4%

**D. Verbraucherpreise (linke Skala) und Geldmenge M3 (rechte Skala), jährliche Änderungsraten in %**



**E. Monatliche Konjunkturindikatoren Deutschland**

	Oktober	November	Dezember	Januar	Februar
<b>Preise (nationale Definition)</b>					
	Veränderung zum Vorjahresmonat				
Verbraucherpreise	8,8%	8,8%	8,1%	8,7%	8,7%
– Ohne Nahrungsmittel und Energie (Kerninflation)	4,8%	5,0%	5,2%	5,6%	5,7%
Erzeugerpreis gewerblicher Produkte	34,5%	28,2%	21,6%	17,6%	-
Einfuhrpreise	23,5%	14,5%	12,6%	6,6%	-
<b>Stimmungsindikatoren</b>					
ifo-Geschäftsklimaindex	84,4	86,4	88,6	90,1	91,1
ZEW-Konjunkturerwartung	-59,2	-36,7	-23,3	16,9	28,1
<b>Auftragseingang</b>					
	Veränderung zum Vorjahresmonat				
Verarbeitendes Gewerbe	-6,7%	-10,2%	-9,9%	-8,2%	-
aus dem Inland	-10,8%	-7,2%	-11,8%	-6,1%	-
aus dem Ausland	-3,8%	-12,2%	-8,6%	-9,6%	-
Investitionsgüterproduzenten	-4,4%	-11,2%	-13,2%	-8,1%	-
<b>Produktion</b>					
	arbeitstäglich bereinigte Veränderung zum Vorjahresmonat				
Produzierendes Gewerbe insgesamt	-0,6%	-0,5%	-3,3%	-1,6%	-
davon Bau	-0,9%	-2,3%	-8,0%	-1,6%	-
davon Industrie	0,4%	0,6%	-1,6%	-0,9%	-
<b>Außenhandel</b>					
	Veränderung zum Vorjahresmonat				
Export	11,7%	14,0%	6,3%	-	-
Import	19,9%	15,5%	3,6%	-	-
<b>Arbeitsmarkt</b>					
	Stand der Quote bzw. Veränderung zum Vorjahresmonat in 1000				
Arbeitslosenquote	5,3%	5,3%	5,4%	5,7%	5,7%
Arbeitslose	+65	+117	+124	+269	+192
Erwerbstätige (mit Arbeitsort im Inland)	523	495	458	454	-
Sozialversicherungspflichtige Beschäftigte	+531	+478	+446	-	-

## F. Rohstoff-, Devisen- und Finanzmärkte

	November	Dezember	Januar	Februar	22. März
<b>Ölpreis Brent in US-Dollar</b>	91,42	80,92	82,50	82,59	75,05
<b>Wechselkurse</b>					
US-Dollar / EUR	1,0201	1,0589	1,0769	1,0715	1,0785
Japanische Yen / EUR	145,12	142,82	140,54	142,38	143,13
<b>Aktienmärkte</b>					
Deutscher Aktienindex DAX, Monatsende	14.397	13.923	15.128	15.365	15.216
Veränderung zum Vorjahresmonat	-4,66%	-12,35%	-2,21%	6,25%	-
<b>Geld- und Kapitalmarktzinsen</b>					
Tagesgeld (€STR)	1,368%	1,568%	1,902%	2,275%	2,399%(21.)
Umlaufrendite von Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit:					
– von einem Jahr	2,00%	2,39%	2,65%	3,17%	2,75%
– von zehn Jahren	1,94%	2,53%	2,28%	2,65%	2,29%
<b>Zinsen der Kreditinstitute, im Neugeschäft</b>					
Täglich fällige Einlagen priv. Haushalte in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	0,02% 0,05%	0,07% 0,07%	0,09% 0,10%	- -	- -
Einlagen privater Haushalte bis 1 Jahr in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	1,34% 1,12%	1,53% 1,35%	1,68% 1,53%	- -	- -
Unternehmenskredite bis 1 Mio. € über 5J in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	3,80% 3,00%	3,81% 3,21%	3,91% 3,40%	- -	- -

## Impressum

### Herausgeber

Deutscher Sparkassen- und Giroverband e.V.

Charlottenstraße 47  
10117 Berlin  
Telefon: 030 20225-5303  
dsgv-Volkswirtschaft@dsgv.de  
www.dsgv.de

### Redaktionsschluss dieser Ausgabe

23. März 2023

### Gestaltung

Franz Metz, Berlin

### Bildnachweis

Titelseite: Plainpicture/Westend61

### ISSN

2509-3835

### Verantwortlich

Dr. Thomas Keidel  
Direktor  
Leitung der Abteilung Financial Markets & Economics  
thomas.keidel@dsgv.de

Dr. Reinhold Rickes  
Chefvolkswirt  
Stellv. Abteilungsleiter  
Abteilung Financial Markets & Economics  
Reinhold.Rickes@dsgv.de

### Autor

Dr. Holger Schulz  
Holger.Schulz@dsgv.de

### Hinweis

Alle Publikationen dieser Reihe finden Sie unter  
<https://www.dsgv.de/positionen.html#wirtschaftslage>