



Nach den großen Schocks und der kleinen Winterrezession: Woher kommt neuer Schwung?

Deutschland ist im zurückliegenden Winter nun doch in eine leichte Rezession gerutscht – jedenfalls wenn man eine solche an dem rechnerischen BIP-Ausweis festmacht. Revisionen der ersten Schätzung drückten die Entwicklung letztlich unter die Nulllinie. Weiterhin gilt allerdings, dass die Lage weit besser ist als im letzten Jahr befürchtet. Zudem bleibt der robuste Arbeitsmarkt unerschüttert und vermittelt keineswegs das Bild einer Rezession.

Allerdings ist die Frage offen, woher neuer Wachstumsschwung kurzfristig kommen soll. Die USA und China fallen aus unterschiedlichen Gründen als echte Konjunkturlokomotiven für die Weltwirtschaft aus. Die erfolgte Zinswende kommt allerorten in der Realwirtschaft an.

Die gute Nachricht ist, dass das auch für die Preisdynamik gilt. Sie beginnt zu drehen. Allerdings sind es bisher vorwiegend die stark korrigierten Energiepreise, die in den Headline-Raten für Entlastung sorgen. Die Kernraten erweisen sich bisher als deutlich zäher. Der Kampf der Geldpolitik gegen die Inflation ist deshalb noch nicht abgeschlossen. Das bedeutet Kollaterallasten für das Wachstum, ist für die Schaffung einer mittelfristig besseren Ausgangsbasis aber unabdingbar. Die Hoffnungen ruhen mittlerweile vor allem schon auf dem Jahr 2024.

Berlin, 20. Juni 2023

Autor:

Dr. Holger Schulz

Holger.Schulz@dsgv.de

Nach den großen Schocks und der kleinen Winterrezession: Woher kommt neuer Schwung?

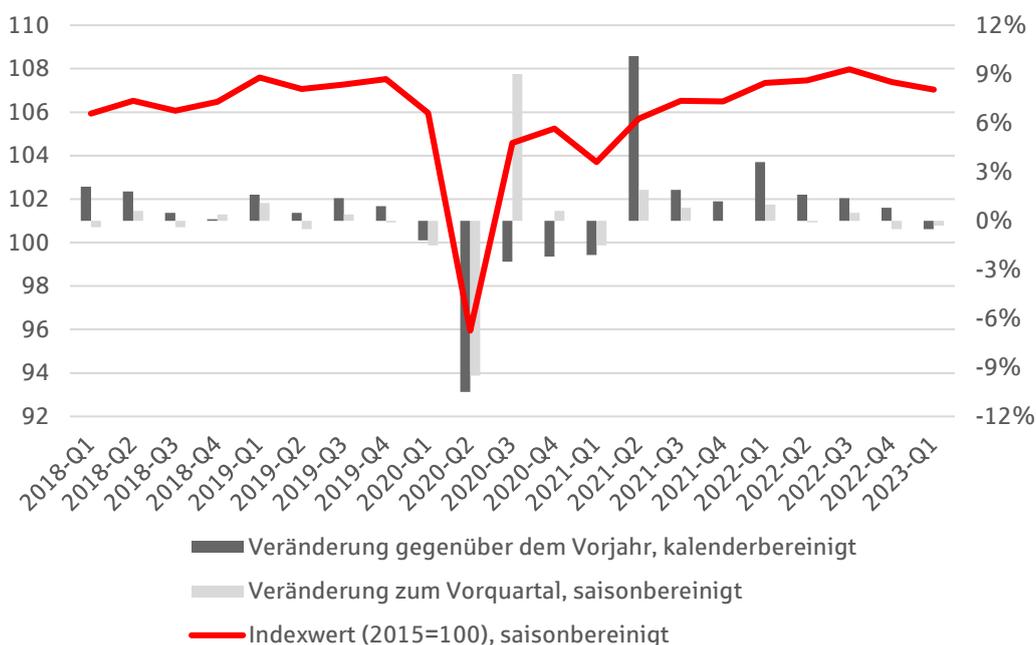
Schließlich waren es zwei Quartale unter der Nulllinie

Die Geschichte der amtlichen Meldungen über das deutsche Bruttoinlandsprodukt hat sich in den beiden Quartalen am Schluss von 2022 und zu Beginn 2023 in sehr ähnlicher Form wiederholt. Für beide Vierteljahre war zunächst in der allerersten Schätzung eine Null genannt worden. Doch dann sind beide in den saisonbereinigten Verläufen peu à peu ins Negative revidiert worden. Offenbar waren doch einige negative Effekte in diesem Winter am Werk, die in den ersten Betrachtungen noch nicht verzeichnet waren. Nach jüngstem Meldestand sind wir dann bei $-0,3$ Prozent zum Auftakt dieses Jahres nach $-0,5$ Prozent im Schlussquartal des alten Jahres gelandet.

Deutschland in die Rezession revidiert

Natürlich ist die Lage damit bei Weitem nicht so schlecht, wie noch im Herbst mit Gasmangellage und anderen Krisenerscheinungen befürchtet. Aber mit zwei negativen Quartalen in Folge war doch die Definition einer „technischen Rezession“ erfüllt. Gleichwohl fühlt sich die Situation nicht wirklich an wie eine Rezession. Denn die starke Lage am Arbeitsmarkt verhindert eine krisenhafte Ausbreitung über die Arbeitslosigkeit.

BIP in Deutschland



Quelle: Destatis

Dennoch ist die Ausgangslage für das gesamte Jahr 2023 mit diesem Start nicht besonders günstig. Und im internationalen Vergleich sieht die deutsche Performance ebenfalls nicht sehr kräftig aus. Aber selbst diejenigen Länder, die besser als Deutschland durch den jüngsten Winter gekommen sind, zeigen nun auch schwächere Perspektiven. Dies liegt maßgeblich daran, dass die schnelle Zinswende allerorten in der Realwirtschaft angekommen ist. Das begrenzt die Chancen für eine schnelle Erholung und für einen zügigen Tempogewinn beim Wachstum.

Auch im internationalen Vergleich unterdurchschnittlich

Zinswende kommt in der Realwirtschaft an

Die Weltwirtschaft mündet nach einer Serie von großen Schocks – Coronapandemie, Materialengpässe, Kriegsausbruch, Energiekrise, Inflation und scharfe Zinswende – nun in eine etwas ruhigere Phase. Zumindest scheinen die Belastungsfaktoren der letzten Jahre sich zurückzubilden und zu normalisieren, bzw. es wurde ein Modus der Gewöhnung und des dauerhaften Umgangs mit den neuen Realitäten gefunden. Natürlich dauert der Krieg in der Ukraine immer noch an. Strukturell höhere Energiepreise und höhere Zinsen werden auch mittel- bis langfristig bestehen bleiben. Ferner gilt selbstverständlich jegliche „ruhigere Phase“ immer nur vorbehaltlich neuer auftauchender Erschütterungen – etwa neuer geopolitischer Zuspitzungen. An potenziellen Krisenherden mangelt es nicht.

Es stellt sich aber selbst unter der optimistischeren Annahme einer ruhig bleibenden, relativ normalen Situation die Frage, woher neuer Schwung für die Weltwirtschaft kommen soll. Ein gewisser post-pandemischer Rückenwind aus Wiedereröffnungen von Wirtschaftsbereichen, adressierten Engpässen in den Lieferketten und Normalisierungen bei Verfügbarkeiten von Kapazitäten und Transportwegen sowie sich einpendelnden Preisrelationen wird sicherlich helfen. Eine solche Anschubphase ist schon in den letzten Jahren mehrfach erhofft, erwartet und eingepreist worden, musste dann aber immer wieder wegen neuer Unwägbarkeiten verschoben werden. Es ist wohl weiter etwas Geduld nötig. Inzwischen ruhen die Hoffnungen auf einer Beschleunigung des Welthandels und der Produktion und einer Rückkehr zum Potenzialwachstumspfad vor allem im Jahr 2024.

Rückenwind der Normalisierungen ist eher alter als neuer Schwung

Das Jahr 2023 bleibt gedämpft. Noch sind die Belastungen der schnellen und starken Zinswende in den Industrieländern nicht voll verdaut. Im Gegenteil: Angesichts von Wirkungsverzögerungen entfalten sie erst jetzt ihren vollen Effekt und werden komplett sichtbar. Das gilt zuerst für die USA. Die Vereinigten Staaten sind im Zinszyklus weiter fortgeschritten als andere Wirtschaftsregionen. Viele Beobachter gehen davon aus, dass mit dem jüngsten Zinsschritt vom 3. Mai auf eine Zielspanne von 5,0 bis 5,25 Prozent für die Fed Funds nun die Plateauphase der Zinsentwicklung beim US-Dollar erreicht sein könnte.

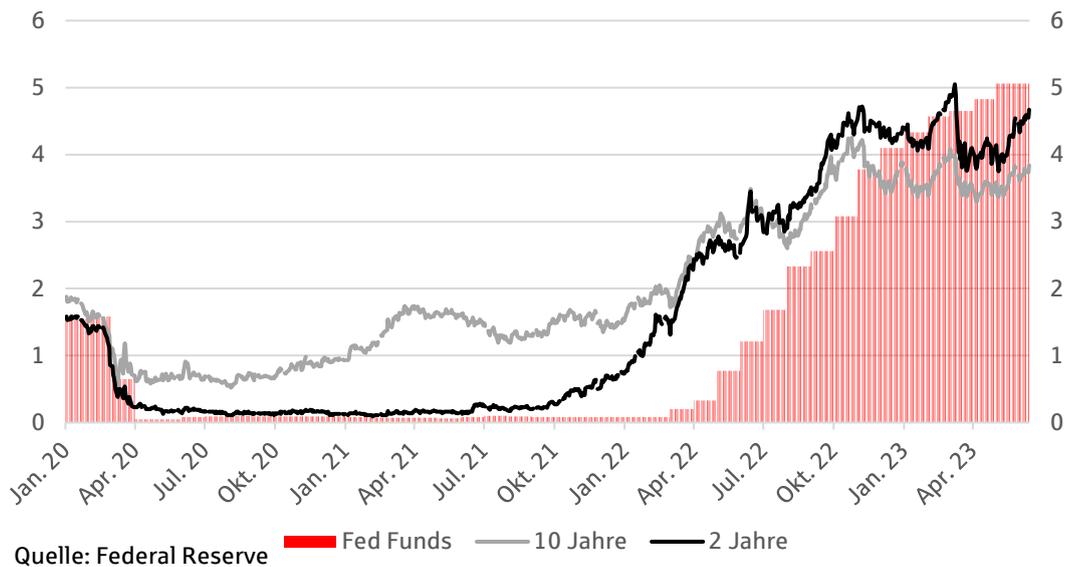
USA im Zinszyklus mehr als ein halbes Jahr voraus

Voller Impulswechsel der Wirtschaftspolitik in den USA erreicht

In den USA liegen mit den jüngsten Schritten insgesamt 500 Basispunkte an Leitzinserhöhungen über anderthalb Jahre hinter der Federal Reserve. Bei den Renditen von langlaufenden Treasuries sieht es ähnlich aus. Der Anstieg ist dort nicht ganz so stark. Die Marktverzinsung von US-Staatsanleihen mit kurzen Restlaufzeiten hat diejenige von längeren überholt. Die Zinsstruktur in den USA ist inzwischen recht deutlich invers. Aber auch im Zehnjahresbereich betrug der Umschwung über die letzten anderthalb Jahre seit dem Beginn der Zinsanhebungen immerhin rund 300 Basispunkte.

Zinsentwicklung beim US-Dollar

Leitzinsen sowie Renditen 10- und 2-jähriger Treasuries, in Prozent



Die nun erreichte restriktive Wirkung des Zinses insgesamt über alle Laufzeiten fällt in eine Phase, in der auch die fiskalpolitischen Stimuli der Biden-Regierung aus den Corona-Jahren und dem ersten Jahr des Ukraine-Krieges auslaufen. Beide Politikfelder, sowohl Geld- als auch Fiskalpolitik, haben somit von Expansion zur Bremsung gewechselt. Einige weitere noch umzusetzende Ausgabeneinschränkungen sind jetzt nötig geworden durch den Parteienkompromiss im Kongress zur Abwendung der Zahlungsunfähigkeit der USA und die dafür nötige Anhebung bzw. Aussetzung der Schuldenobergrenze.

Einige Prognostiker, darunter auch Ökonomen der Sparkassen-Finanzgruppe, gehen wegen der nun restriktiv wirkenden Geld- und Fiskalpolitiken davon aus, dass die USA in der zweiten Jahreshälfte 2023 in eine Rezession rutschen könnten.

Ein Abschwung in den USA wäre nicht unbedingt dramatisch, sondern wäre, solange er mild bleibt, vielleicht sogar nötig sowie hilfreich und ein unumgänglicher Teil der Normalisierung. Denn der amerikanische Arbeitsmarkt ist recht heiß gelaufen. Eine Rezession ist womöglich erforderlich, um die Nachfrage nach Gütern und Arbeitskräften hinreichend zu dämpfen, um sie wieder in Einklang mit den Kapazitäten zu bringen und um dadurch die hohen Inflationsraten zu überwinden. Insofern ist es denkbar, dass eine milde Rezession von der Federal Reserve nicht nur in Kauf genommen, sondern zu einem gewissen Grade sogar angestrebt wird. Es gibt durchaus ermunternde Signale von der Preisfront in den USA, dass dies funktioniert, die Geldpolitik wirksam ist und sich der Inflationsdruck auch in den Kernkomponenten zurückbildet.

Es ist natürlich eine Gratwanderung, ein solches „Soft Landing“ zu treffen und nicht doch hart, selbstverstärkend und krisenhaft durchzuschlagen. Die sich inzwischen aneinanderreihende Serie von Einzelfällen im US-Bankensektor, die durch die Zinswende, Einlagenabflüsse und

Milde Rezession in den USA von der Federal Reserve sogar gewollt?

enge Geschäftsmodelle in Schwierigkeiten geraten sind, zeigt jedenfalls an, mit welchen Belastungen und Risiken der aus Inflationsbekämpfungssicht unzweifelhaft erforderliche geldpolitische Kurs verbunden ist.

Der europäische Bankenmarkt ist glücklicherweise robuster aufgestellt mit flächendeckenderer Umsetzung der Regulierung, besserer Kapitalisierung und einer elastischeren Liquiditätsversorgung. Allerdings sind wir auf dieser Seite des Atlantiks in der Zinswende zeitlich und vom Umfang ein Stück zurück. Hier bleibt noch ein Teil des Weges zu gehen.¹

*Europäischer
Bankenmarkt
robuster aufgestellt*

USA und China stehen wegen hausgemachter Fesseln nicht als uneingeschränkte Konjunkturlokomotiven zur Verfügung

Aber selbst wenn in den zyklisch weiter vorangeschrittenen USA die weiche Landung gelingt, fallen die USA als Konjunkturlokomotive für die Weltwirtschaft eine Zeit lang aus. Eine vorauslaufende und auf den Weltmärkten spürbar ankommende Wiederbelebung der Dynamik, die dafür nötig wäre, bleibt unwahrscheinlich. Dies ist auch deshalb der Fall, weil die USA sich handelspolitisch weiter eher zugeknöpft zeigen. Die verbleibenden für die nächsten Jahre wirksamen Programme wie der Inflation Reduction Act zielen eher auf die Binnenwirtschaft ab.

Eine ähnliche Stoßrichtung besteht in China. Auch in der Volksrepublik gilt der binnenwirtschaftlichen Entwicklung ebenfalls klarer politischer Vorrang. Es bestanden Hoffnungen, dass das große Land nach der radikalen Kehrtwende in seiner Corona-Politik nun deutlich an Wachstumskraft gewinnen würde und aus dem Stand vieles nachholen würde. Das passiert teilweise auch tatsächlich.

Dennoch bestehen Fragezeichen, ob die neu entfesselte Dynamik wirklich so stark ist wie erhofft und wie es in den amtlichen BIP-Daten ansatzweise gemeldet wird. Das Auftaktquartal 2023 brachte in China ein Wachstum von über vier Prozent gegenüber dem Vorjahr. Und auch für die kommenden Quartale stehen ähnliche, vielleicht sogar etwas höhere Raten in Aussicht. Das wäre ein durchaus beachtliches Wachstumstempo, selbst wenn es nicht voll an die Sechs-plus-x-Dimensionen anknüpft, die man aus den Jahren vor Corona von der Volksrepublik gewohnt war. Auf dem erreichten BIP-Niveau bei dem inzwischen erklimmen Wohlstand des Landes werden weitere Steigerungen schwieriger. Und allmählich drehen sich die demografischen Grundlagen Chinas. Auch dieses Land „altert“ inzwischen und die Konsequenzen der Ein-Kind-Politik kommen immer mehr am Arbeitsmarkt an. Das ländliche Reserveheer an Arbeitskräften, das in den 90er- und 00er-Jahren in die Städte wanderte und mit so großem Effekt in die arbeitsteilige Produktion der Weltwirtschaft integriert wurde, ist weitgehend aufgebraucht.

*Wie kräftig ist die
Beschleunigung
in China wirklich?*

Außerdem bestehen Zweifel, ob China zyklisch überhaupt so stark ist, wie mit den amtlichen Zahlen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung

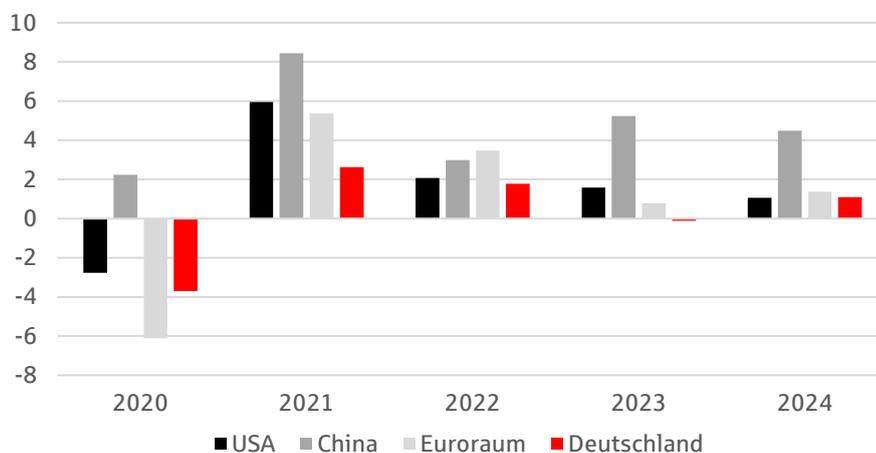
¹ Zum deutschen Bankenmarkt ist am 14. Juni 2023 gerade auch ein Standpunkt der Chefvolkswirte der Sparkassen-Finanzgruppe mit dem Titel „Bankenmarkt Deutschland: Bereit, die Zukunft zu finanzieren“ erschienen. Er ist wie die vorliegende Publikation ebenfalls über die DSGVO-Homepage abrufbar.

gemeldet. Die zuletzt rückläufigen und inzwischen unter der Wachstumsschwelle von 50 Saldenpunkten angekommenen Einkaufsmanagerbefragungen in der chinesischen Industrie bestätigen eine gewisse Skepsis. Die Außenhandelszahlen der Volksrepublik für den April enttäuschten ebenfalls. Dort zeigte sich ein regelrechter Einbruch.

Außerdem ist die in China durchgängig sehr niedrig bleibende Inflation im internationalen Vergleich auffällig und insofern ein Stück weit „verdächtig“. Der Preisauftrieb war nicht nur in den Shutdowns zurückgestaut, als dieser Effekt plausibel war, sondern scheint auch jetzt nicht auszurechnen. Entweder gibt es in China große strukturelle Besonderheiten im Vergleich zum Rest der Welt oder die Nachholdynamik ist im „Reich der Mitte“ doch nicht so uneingeschränkt groß wie noch in den BIP-Werten ausgewiesen.

Inflation in China ist verdächtig niedrig

Internationale BIP-Wachstumsraten
preisbereinigt ggü. dem Vorjahr in Prozent



Quelle: IWF - World Economic Outlook

Der Euroraum siedelt sich mit Blick auf das Wachstum im Mittelfeld der großen Wirtschaftsregionen der Welt an. 2022 entwickelte er sich sogar besser als die USA. Allerdings gehört Deutschland leider zu den Schlusslichtern innerhalb des Euroraums, performt seit 2021 deutlich schlechter. Dies unterstreicht, dass eine die Wachstumsfreundlichkeit und Wettbewerbsfähigkeit des Standorts stärkende Wirtschaftspolitik weiter dringend geboten bleibt.

Preisspitzen sind bei den volatilen Güterkategorien überwunden

Eine schwächere Nachfrage aus China, die die Weltkonjunktur nicht antreibt, hat an anderer Stelle allerdings auch etwas Gutes. Denn eine moderatere Gangart in China hält den Rohstoffbedarf der Weltwirtschaft und damit auch den Preisdruck in diesem Sektor auf niedrigerem Niveau.

Die Spitzenstände bei vielen Rohstoff- und Energiepreisen sind inzwischen ohnehin überwunden. In Europa und Deutschland war die vorangegangene Entwicklung natürlich hauptsächlich geprägt von der Zuspitzung infolge des Krieges, von den Sanktionen und den russischen Lieferstopps. Dann folgte an den Märkten eine Entspannung. Der milde Winter, die Sparanstrengungen von Unternehmen und Haushalten und das

Energiepreise teils wieder unter Vorkriegsniveau

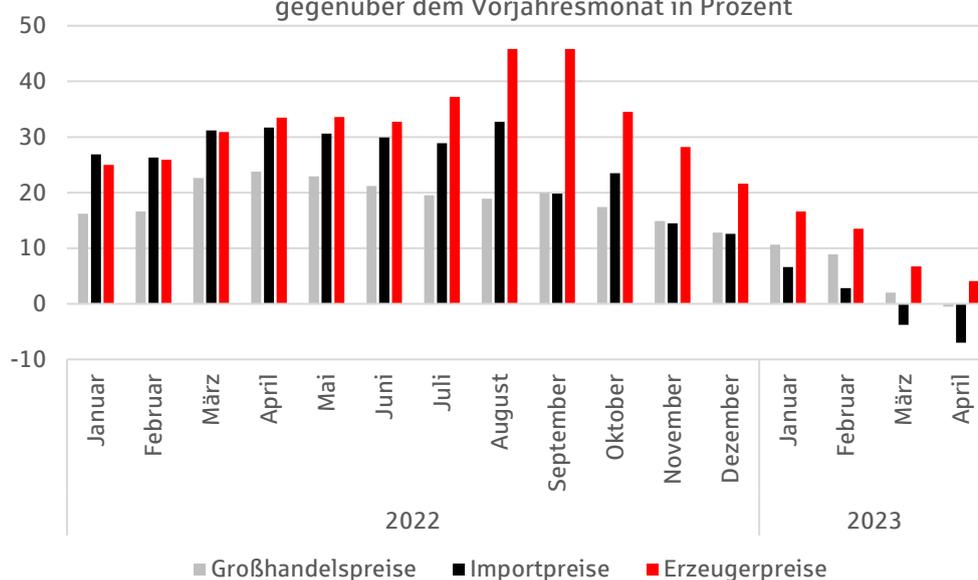
Erschließen neuer Lieferquellen haben die akute Energiekrise 2022 im bisherigen Verlauf des Jahres 2023 weitgehend überwunden. Erdgas ist an den Rohstoffbörsen inzwischen wieder günstiger zu haben als zum Zeitpunkt direkt vor dem Kriegsausbruch.

Die insgesamt entspanntere Energie- und Rohstoffsituation spiegelt sich auch in den Erzeugerpreisen, Importpreisen und Großhandelspreisen wider. In den jüngsten Monatswerten wurde ein starker Basiseffekt wirksam. Die Vergleichspreise für die Zwölfmonatsraten sind nun die direkt nach dem Kriegsbeginn explodierten Preise. Daran gemessen zeigen inzwischen einige Preisindizes sogar negative Raten im Vorjahresvergleich an. Die deutschen Einfuhrpreise lagen über alle Kategorien hinweg im April um 7,0 Prozent unter dem entsprechenden Vorjahresmonat. Allerdings kamen die Rückgänge dort allein aus der Untergruppe der importierten Vorleistungsgüter. Investitions- und Konsumgüter waren dagegen auch zuletzt weiter teurer als vor Jahresfrist, wenngleich nicht mehr mit solch großen Anstiegen wie gehabt.

Und auch bei den anderen Preisindizes der vorgelagerten Wertschöpfungsstufen ist keine Spur mehr von den dramatischen Raten, etwa von zeitweise über 45 Prozent bei den Erzeugerpreisen, wie wir sie im Spätsommer 2022 erlebt hatten.

Viele vorgelagerte Wertschöpfungsstufen jetzt preislich entspannt

Preissteigerungen auf den vorgelagerten Wertschöpfungsstufen in Deutschland gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent



Quelle: Destatis

Im Euroraum ist die Inflationsberuhigung allerdings bisher vor allem außerhalb des „Kerns“ des Verbrauchs zu beobachten, insbesondere eben bei den Energiepreisen. In den breiteren Preismaßen ist die Überwälzung der Preisspitze der vorgelagerten Stufen von 2022 teilweise noch gar nicht voll angekommen und immer noch preistreibend im Gange. Außerdem haben Zweitrundeneffekte in Form hoher Lohnabschlüsse eingesetzt. Das könnte den Kernraten der Verbraucherpreisentwicklung neuen Auftrieb verleihen, etwa bei den Preisen für Dienstleistungen, die einen hohen Lohnanteil in ihrer Wertschöpfung aufweisen.

Zweitrundeneffekte haben eingesetzt – aber zumindest die Headline-Raten sinken allmählich

Die Lohnsteigerungen holen zwar bisher in ihrem Niveau hauptsächlich die Reallohnverluste von 2022 nach und stellen die Kaufkraft wieder her. Sie sind insofern nachvollziehbar und passen auch zur herrschenden Arbeitsmarktlage. Dennoch sind die Lohnerhöhungen jetzt und künftig weiter wirksam und bilden damit auch ein erneutes Schwungrad der Preisentwicklung. Teilweise wurde der komplette Vollzug der Erhöhungen in Stufen bei den jüngsten Abschlüssen, etwa im Öffentlichen Dienst Deutschlands, erst für das Jahr 2024 terminiert. Der Aufwärtsdruck bleibt uns also erhalten. Er kommt jetzt nicht mehr von den Energie- und den Rohstoffpreisen – diese waren „nur“ der Auslöser; jetzt hat sich der Inflationsdruck auf die anderen Überwälzungen und auf die Löhne verlegt. Die Entwicklung gerät aber nicht unbedingt außer Kontrolle, vielmehr ist eine weitere graduelle Rückbildung des Inflationsdrucks wahrscheinlich.

Ein Anker der Entwicklung sind bemerkenswerterweise die Wohnungsmieten, die sich in Deutschland schon geraume Zeit bei einer Jahresrate von 2,0 Prozent bewegen. Starker Treiber sind dagegen innerhalb der Verbraucherpreise nun noch die Lebensmittelpreise, allerdings ebenfalls mit rückläufigen Raten. Lebensmittel waren in Deutschland im Mai nach der Erstschätzung des Statistischen Bundesamtes um 14,9 Prozent teurer als im entsprechenden Vorjahresmonat. Bis März lagen die Zwölfmonatsabstandsraten aber noch über 20 Prozent.

Die allgemeine Verbraucherpreisinflation ist in der ersten Bezifferung des deutschen Verbraucherpreisindex (VPI) für den Mai auf eine Rate von 6,1 Prozent zurückgegangen. Gemäß dem etwas anders definierten HVPI nach europäisch vereinheitlichter Methode waren es 6,3 Prozent. Im Euroraum insgesamt lag die HVPI-Rate bei 6,1 Prozent. Deutschland ist also momentan etwa typisch für die Preisentwicklung im Währungsraum, während sich die einzelnen Länderraten zuletzt weiter aufgefächert haben. Während die Raten in den Benelux-Ländern mäßiger sind, liegen sie im Baltikum immer noch deutlich über dem Schnitt, was sicher auch mit der geografischen Lage in Osteuropa in unmittelbarer Nachbarschaft Russlands zu tun hat.

Restriktive Geldpolitik beginnt immer mehr zu wirken

Ein Anfang in der Inflationsbekämpfung ist im Schnitt aber auf jeden Fall gemacht. Die Wirkungen der Zinswende zeigen sich zunehmend im Euroraum. Die Kreditvergabe und damit korrespondierend das Geldmengenwachstum haben sich deutlich abgeflacht. Das breite Geldmengenaggregat M3 wuchs im April 2023 nur noch mit einer Jahresrate von 1,9 Prozent. In der enger gefassten Abgrenzung M1, die nur Bargeld und Sichteinlagen umfasst, schrumpfte die Geldmenge sogar mit einer Jahresrate von 5,2 Prozent. Grund für deren überproportionale Rückbildung sind die Umwandlungen von kurzfristigen Einlagen in andere Anlageprodukte, seit der Zins an die Märkte zurückgekehrt ist.

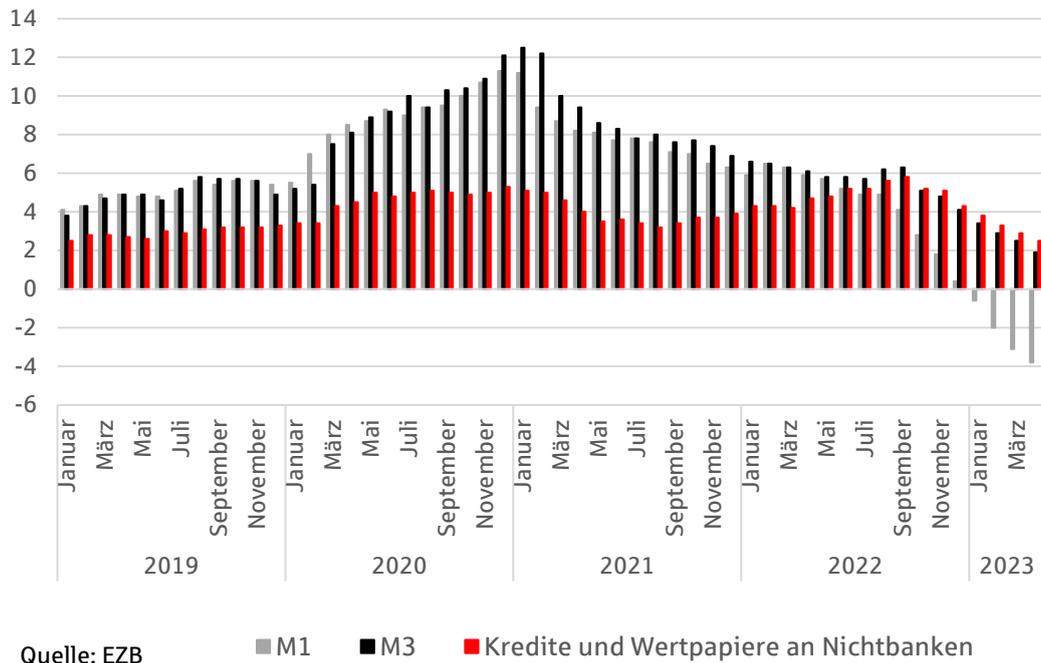
Lohnerhöhungen sind verständlich, aber auch ein neues Schwungrad

Deutsche Inflation derzeit Euroraum-typisch...

... im zuletzt stärker aufgefächerten Länderfeld

Geldmengen- und Kreditentwicklung im Euroraum

Veränderungen zum Vorjahresmonat, in Prozent



Bei dieser nun engeren Liquiditätsversorgung wird die Inflation nach und nach gezügelt. Mit den sich gedämpfter entwickelnden Geldmengen werden über kurz oder lang die nominalen Expansionen von Umsätzen, wie wir sie letztes Jahr erlebt haben und auch noch dieses Jahr sehen, auf Dauer gar nicht möglich und bezahlbar sein. Die monetäre Unterfütterung des Inflationsfeuers wird gelöscht. Das knappere Geld und der höhere Zins bremsen zunehmend die Nachfrage.

Am deutlichsten ist der Bremseffekt bisher bei der Neukreditvergabe und bei der Bautätigkeit zu erkennen. Insbesondere bei Wohnungsbauinvestitionen ist neuen Projekten jetzt fast allerorten ein Stoppschild vorgehalten.

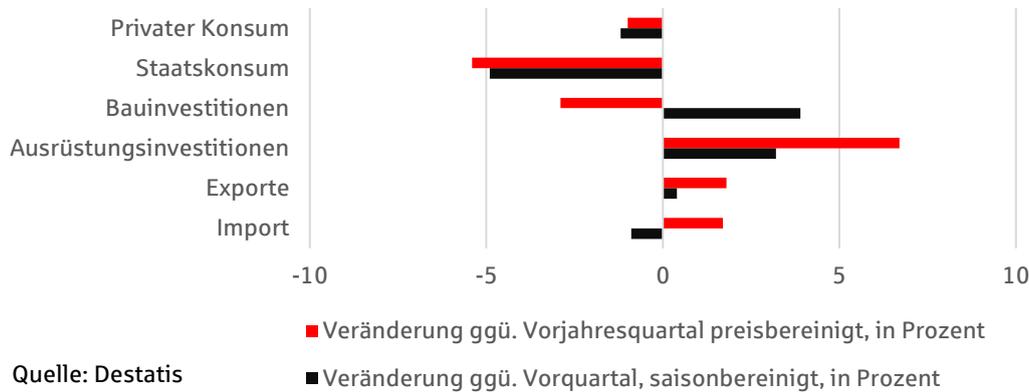
Im ersten Quartal 2023 lagen alle Bauinvestitionen zusammengenommen preisbereinigt um 2,9 Prozent unter dem entsprechenden Vorjahresquartal. Der kurzfristige saisonbereinigte Ausweis gegenüber dem Schlussquartal 2022 zeigt zwar ein Plus von 3,9 Prozent. Doch das ist allein der milden Witterung in diesem Winter zuzuschreiben, die ein weitgehendes Durcharbeiten bei den bereits laufenden Bauprojekten ermöglicht hat. Die Saisonbereinigung mit ihrem unterstellten „normalen kalten Winterwetter“ versagt hier bei der treffenden Bemessung. Das muss man bei der Beurteilung der entsprechend schief bereinigten Quartalszahlen bedenken.

Wende in der Geldmengenentwicklung wird verfangen

Der Bau erlebt die schärfste Bremsung...

... seine Bemessung ist allerdings durch einen Wittereffekt verzerrt

Verwendungskomponenten des deutschen BIP im ersten Quartal 2023



Die nicht so witterungsabhängigen Ausrüstungsinvestitionen zeigen sich insgesamt weit weniger zinsreagibel. Sie liegen sowohl im Vorjahres- als auch im Vorquartalsvergleich deutlich im Plus. Sie sind diesmal nicht ein die Ausschläge verschärfender Akzelerator, wie es sonst in vielen Konjunkturzyklen typischerweise der Fall ist. Bei den Ausrüstungen laufen viele Nachholprojekte, die zuvor an Lieferengpässen gescheitert waren, jetzt weiter. Außerdem geben das Thema der Digitalisierung und vor allem die Maßnahmen zur Eindämmung des Klimawandels weiter strukturellen Rückenwind für die Investitionsvolumina. Insbesondere bei der grünen Transformation bleibt die Notwendigkeit zum Handeln auch bei höheren Zinsen bestehen.

Ausrüstungsinvestitionen sind entgegen ihrem üblichen zyklischen Muster derzeit sehr robust

Außenhandel stabilisierte das BIP – schwacher Konsum war für die Winterrezession verantwortlich

Der Außenhandel leistete im ersten Quartal ebenfalls einen positiven Beitrag zum Wachstum. Auch im Schlussquartal 2022 hatte er sich schon erholt, lag damals aber noch unter dem Vorjahresquartal. Jetzt ist auch dort die Erholung im Jahresvergleich erreicht. Noch stärker schlägt die Kehrtwende im Außenhandel in der nominalen Rechnung im Leistungsbilanzsaldo positiv durch, weil die Importpreise sich nach ihren Rekordständen ein gutes Stück zurückgebildet haben. Ohne die Besserung im Außenhandel wäre – gemessen nur an der inländischen Verwendung – die Winterrezession in Deutschland doch markanter ausgefallen, dann in der Größenordnung von je –1,0 Prozent in der Verlaufsrate jedes der beiden Quartale.

Außenbeitrag und Leistungsbilanzsaldo finden zu hohen Überschüssen zurück

Der Konsum entwickelte sich im ersten Quartal sehr schwach. Das ist die eigentliche Erklärung für die gesamtwirtschaftliche Schrumpfung. Der private Verbrauch als größte Komponente des BIP ist jetzt seit zwei Quartalen rückläufig. Das ist auch kein Wunder nach den erlittenen Kaufkrafteinbußen durch die hohe Inflation.

Konsum von den Kaufkraftverlusten erschüttert

Trotz der Lichtblicke bei den Ausrüstungen und im Export war das Auftaktquartal 2023 eine Enttäuschung, insbesondere wenn man das Ergebnis wetterbereinigt interpretiert. Der milde Winter, der uns beim Heizen und Gassparen so viel Entlastung verschafft hat, war wie schon angesprochen auch für die Bautätigkeit hilfreich.

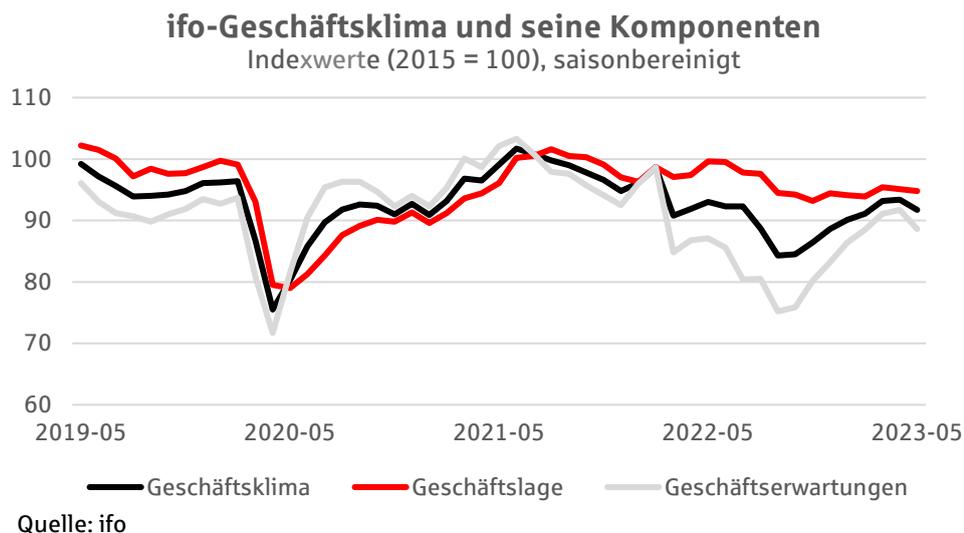
Doch trotz dieses Rückenwindes wurde beim BIP die technische Rezession ausgewiesen. Ohne den Wettereinfluss wäre es eine deutlichere Schrumpfung geworden.

Außerdem droht nun ein negativer Rückpralleffekt im zweiten Quartal. Wenn der Bau im Winter schon viel erledigen konnte, muss dies im Frühjahr nun nicht mehr nachgeholt werden, zumal die Neuauftragspipeline gerade am Bau wegen der Zinssteigerungen stockt und leerläuft.

Mit anhaltenden Lasten ins Frühjahr

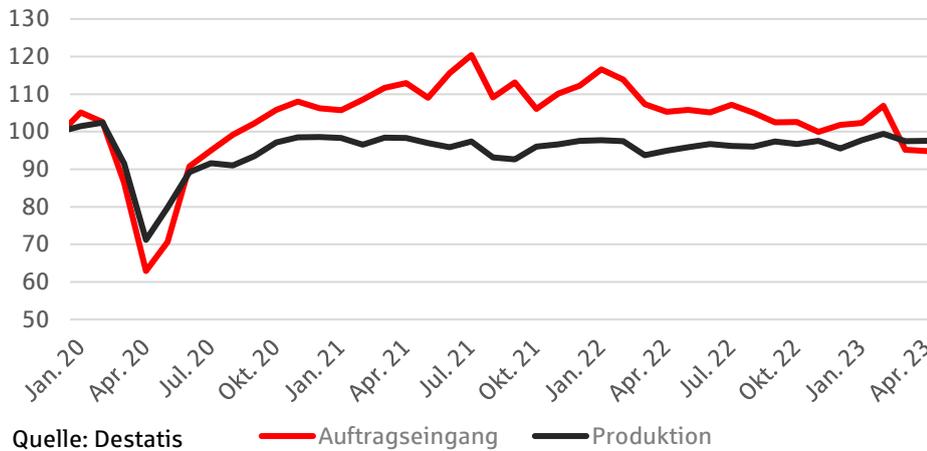
Wie geht es nun weiter? Von dem inzwischen fast schon verstrichenen, aber natürlich in der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung noch nicht vermessenen, zweiten Quartal ist mit Blick auf das BIP nicht viel zu erwarten. Das liegt auch daran, dass das zeitliche Verlaufsprofil in den ersten Monaten des Jahres sehr ungünstig war. Der Januar und Februar starteten bei vielen Kennzahlen – Produktion, Aufträge, Verkehrsleistung, Stimmung – zunächst gar nicht schlecht. Es war ein Einbruch im März zu verzeichnen, der dann für die vermeldete Schrumpfung des Gesamtquartals verantwortlich war. Und das erzeugte eine schlechte Startbasis, einen Unterhang für das folgende Frühjahrsquartal.

Frühjahrsquartal startet mit Unterhang



Und leider haben sich die negativen Trends auch im April und Mai fortgesetzt. Die Stimmung in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten ist wieder skeptischer geworden. Und bei Produktion und Auftragseingängen in der deutschen Industrie sind ebenfalls Stockungen erkennbar. Die Produktion legte zuletzt im April zwar leicht zu, doch das genügte nicht, um das Abbröckeln im März aufzuholen. Der mittelfristige Trend ist vor allem bei den Bestellungen abwärts gerichtet.

Auftragseingang und Produktion im Verarbeitenden Gewerbe, Deutschland saison- und kalenderbereinigte Werte, Index 2015 = 100



Jedenfalls ist bei den Auftragseingängen nicht mehr die aus dem Jahr 2022 bekannte komfortable Situation gegeben. Die zunächst durchgängig auf hohem Niveau gebliebenen Bestellungen hatten die deutsche Industrie stabilisierend durch das erste Kriegsjahr getragen. Zumindest von der Nachfrageseite war ein fester Anker gegeben, als Lieferengpässe, Preisdruck und Energiesorgen das Geschäft erschwerten. Die umfangreichen Ordereingänge gaben Planungssicherheit und erlaubten im Zweifel auch Preisüberwälzungen und sicherten die Ertragsmargen.

Dieser Rückenwind von der Nachfrage scheint jetzt einstweilen vorbei zu sein. Die Situation ist jetzt nicht mehr nur ein Angebotsengpass, als der er in der vorangegangenen Phase zu charakterisieren war. Die 2022 eröffnete Schere zwischen Aufträgen und möglicher Produktion hat sich nun geschlossen – leider nicht mit einem Anstieg der Produktion, sondern mit einem Zurückfallen der Auftragseingänge.

2023 bleibt perspektivisch insgesamt recht schwunglos – aber mit Lichtblicken der Wenden bei Zinsen, Preisen und Handel

In einigen Branchen sind die Auftragsbestände zwar noch gut. Deren Abarbeitung sichert noch eine Weile das Geschäft. Doch woher neue Wachstumskraft bei gewachsener Skepsis, hohem Zins und erodierter Kaufkraft kommen soll, ist weitaus ungewisser. In diesem Sinne muss man bei der für diese Ausgabe der „Informationen zur Wirtschaftslage“ titelgebenden Frage „Woher kommt neuer Schwung?“ wohl zu einem gewissen Grade passen und feststellen, dass die Beantwortung einstweilen ungeklärt bleiben muss. Wirklich konkret in Sicht ist neuer Schwung nicht.

Der Wachstumsjahrgang 2023 ist für Deutschland nach dem schwachen Start wohl auch auf Jahresbasis bereits verloren. Mit negativem Auftaktquartal und bereits absehbar kaum besser einlaufendem zweiten Quartal ist der Start schlecht gelungen. Die Deutsche Bundesbank erwartet in ihrem Monatsbericht Juni zwar ein positives Ergebnis für das zweite Quartal. Doch selbst damit und mit einer im zweiten Halbjahr einsetzenden Erholung wird eine nennenswert positive Wachstumszahl für das Gesamtjahr 2023 nur noch sehr schwer erreichbar sein. Die Hoffnungen

Auftragspolster werden abgeschmolzen

Schwierig, für das deutsche BIP 2023 noch eine positive Wachstumszahl zu erzielen

auf eine deutlichere Belebung ruhen mittlerweile bereits auf dem Jahr 2024. Das ist in der längerfristigen Einordnung ernüchternd: Wir bewegen uns unter Schwankungen immer noch in etwa auf dem Vor-Corona-BIP-Niveau von 2019.

Für den Wohlstand des Landes ist die Situation aber inzwischen wieder besser, als es die reine BIP-Entwicklung nahelegt. Denn die Terms-of-Trade Deutschlands haben sich deutlich erholt. Die Importpreise schneiden jetzt nicht mehr so stark ins Fleisch wie noch 2022.

Ein weiterer – damit zusammenhängender – Lichtblick ist, dass die Inflationsentwicklung insgesamt begonnen hat zu drehen. Es wird sicher noch ein langer und zäher Kampf, bis die Preisdynamik in der Breite hinreichend durchbrochen ist. Und auf dem Wege dorthin drohen noch einige Kollateralschäden am Wachstum durch den Zins und durch die parallel dazu eingeleitete quantitative geldpolitische Bremsung. Doch zunächst diesen Sieg über die Inflation zu erringen, ist für die Schaffung eines mittelfristig dann wieder gedeihlicheren Wachstumsumfeldes unabdingbar.

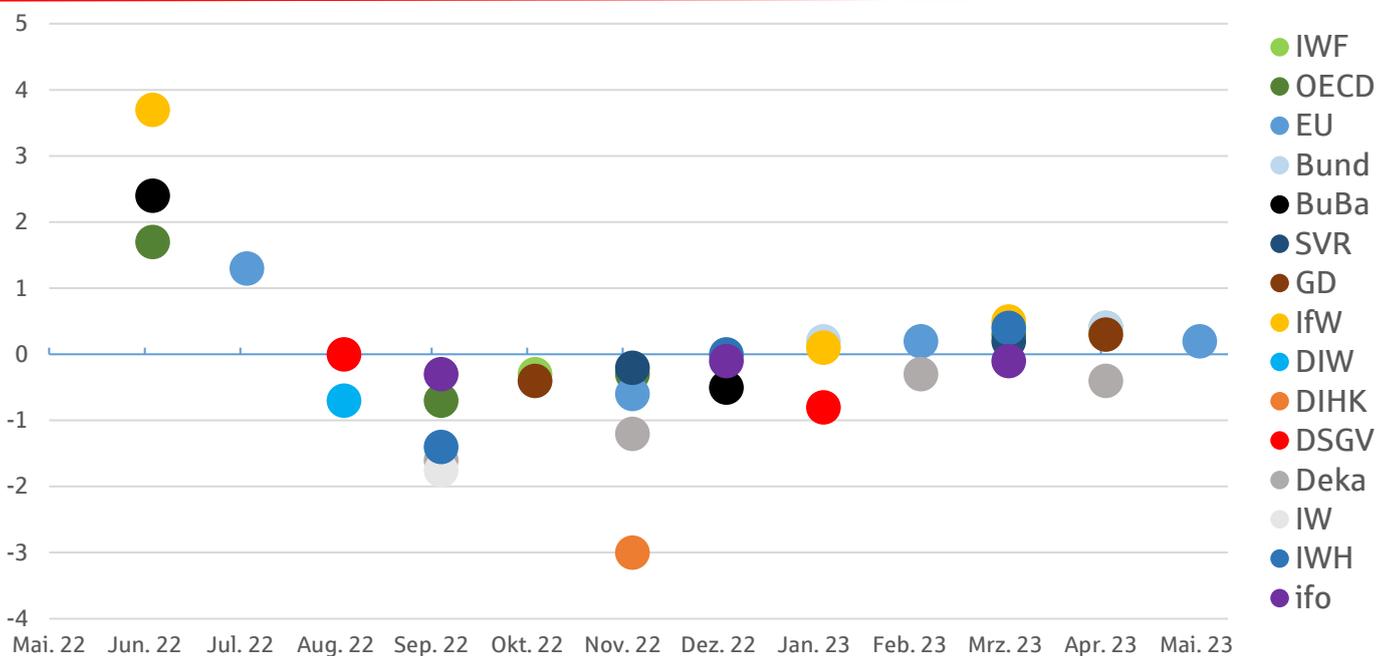
*Wir müssen zunächst
unweigerlich durch
das Tal der Inflations-
bremsung*

A. Wachstum der Weltwirtschaftsregionen, Veränderung zum Vorjahr

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

* Prognosen des Internationalen Währungsfonds vom April 2023

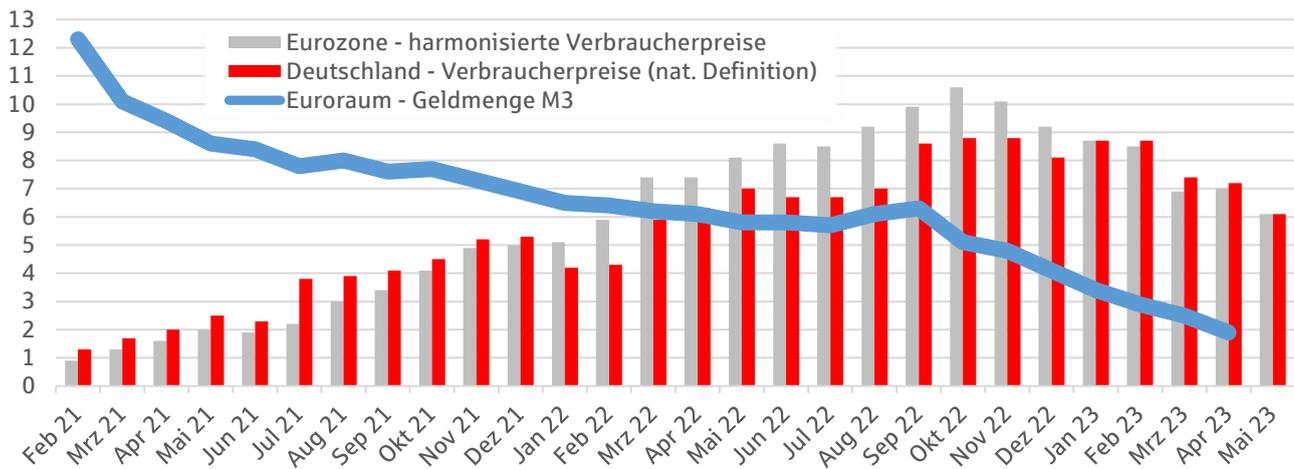
B. Prognosen für das Wirtschaftswachstum in Deutschland für 2023, in %



C. BIP im Euroraum und in Deutschland

	Jahr 2022 real ggü. Vorjahr	Q II - 2022	Q III - 2022	Q IV - 2022	Q I - 2023
		reale Veränderung zum Vorjahresquartal und saisonbereinigte reale Veränderung zum Vorquartal			
Euroraum BIP	+3,5%	+4,4%	+2,5%	+1,8%	+1,3%
Deutschland BIP	+1,8%	+0,9%	+0,4%	+0,0%	+0,1%
Privater Konsum	+3,4%	+7,4%	+3,0%	+0,6%	-1,0%
Bruttoanlageinvestitionen	+0,2%	+0,2%	+1,2%	-1,7%	-1,2%
Exporte	+3,2%	+7,4%	+3,0%	+0,6%	-1,0%
		-1,2%	+2,0%	-1,4%	+0,8%
		-1,2%	+1,3%	-2,6%	+3,0%
		+3,3%	+5,4%	+0,4%	+1,8%
		+0,6%	+1,5%	-1,3%	+0,4%
Niveau, nicht Veränderungsrate; Quartalszahlen saisonbereinigt					
Sparquote	11,2%	11,2%	11,3%	11,3%	11,2%

D. Verbraucherpreise und Geldmenge M3, jährliche Änderungsraten in %



E. Monatliche Konjunkturindikatoren Deutschland

	Januar	Februar	März	April	Mai
Preise (nationale Definition)					
		Veränderung zum Vorjahresmonat			
Verbraucherpreise	8,7%	8,7%	7,4%	7,2%	6,1%
– Ohne Nahrungsmittel und Energie (Kerninflation)	5,6%	5,7%	5,8%	5,8%	5,4%
Erzeugerpreis gewerblicher Produkte	16,6%	13,5%	6,7%	4,1%	-
Einfuhrpreise	6,6%	2,8%	-3,8%	-7,0%	-
Stimmungsindikatoren					
ifo-Geschäftsklimaindex	90,1	91,1	93,2	93,4	91,7
ZEW-Konjunkturerwartung	16,9	28,1	13,0	4,1	-10,7
Auftragseingang					
		Veränderung zum Vorjahresmonat			
Verarbeitendes Gewerbe	-9,3%	-7,2%	-11,2%	-12,5%	-
aus dem Inland	-7,3%	-6,3%	-11,2%	-11,7%	-
aus dem Ausland	-10,8%	-7,8%	-11,3%	-13,0%	-
Investitionsgüterproduzenten	-10,4%	-5,6%	-9,8%	-10,8%	-
Produktion					
		arbeitstäglich bereinigte Veränderung zum Vorjahresmonat			
Produzierendes Gewerbe insgesamt	-1,0%	1,0%	2,3%	1,6%	-
davon Bau	-1,5%	0,8%	-2,6%	2,8%	-
davon Industrie	-0,2%	2,1%	4,1%	2,7%	-
Außenhandel					
		Veränderung zum Vorjahresmonat			
Export	13,0%	6,4%	4,3%	-	-
Import	9,4%	2,7%	-5,6%	-	-
Arbeitsmarkt					
		Stand der Quote bzw. Veränderung zum Vorjahresmonat in 1000			
Arbeitslosenquote (saisonbereinigt)	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,5%
Arbeitslose	+269	+192	+232	+276	+284
Erwerbstätige (mit Arbeitsort im Inland)	+443	+447	+449	+421	-
Sozialversicherungspflichtige Beschäftigte	+395	+371	+319	-	-

F. Rohstoff-, Devisen- und Finanzmärkte

	Februar	März	April	Mai	20. Juni
Ölpreis Brent in US-Dollar	82,59	78,43	84,64	74,54	71,80 (12.6.)
Wechselkurse					
US-Dollar / EUR	1,0715	1,0706	1,0968	1,0868	1,0933
Japanische Yen / EUR	142,38	143,01	146,51	148,93	154,51
Aktienmärkte					
Deutscher Aktienindex DAX, Monatsende	15.365	15.522	15.922	15.664	16.159
Veränderung zum Vorjahresmonat	6,3%	7,7%	12,9%	8,9%	-
Geld- und Kapitalmarktzinsen					
Tagesgeld (€STR)	2,275%	2,572%	2,900%	3,080%	3,144% (19.)
Umlaufrendite von Bundesanleihen:					
– mit einer Restlaufzeit von einem Jahr	3,17%	2,82%	2,90%	2,97%	3,36%
– mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren	2,65%	2,35%	2,35%	2,28%	2,49%
Zinsen der Kreditinstitute, im Neugeschäft					
Täglich fällige Einlagen priv. Haushalte in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	0,12% 0,12%	0,17% 0,15%	0,22% 0,18%	- -	- -
Einlagen privater Haushalte bis 1 Jahr in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	1,95% 1,86%	2,19% 2,09%	2,33% 2,27%	- -	- -
Unternehmenskredite bis 1 Mio. € über 5J in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	4,06% 3,64%	4,13% 3,84%	4,32% 3,89%	- -	- -

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

20. Juni 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>