



## Eingefrorene Erholung

**Die Kombination von aus dem Ruder gelaufenem Pandemiegeschehen und den anhaltenden Lieferengpässen hat die Erholung in Deutschland zum Jahresende 2021 zum Stillstand gebracht. Auch der Jahresauftakt 2022 dürfte in diesem Umfeld sehr verhalten ausfallen.**

Die Beschlüsse der Bund-Länder-Konferenz vom 2. Dezember 2021 setzen den Rahmen für den notwendig gewordenen Teil-Lockdown. Handel, Tourismus und weite Teile des Dienstleistungssektors sind erneut vom Pandemiegeschehen eingeschränkt.

Bis zum dritten Quartal 2021 war die Erholung gesamtwirtschaftlich noch weitgehend intakt. Das Wachstum hierzulande war aber schon im vergangenen Sommer ausschließlich vom privaten Konsum getragen. Bei Exporten und Investitionen ließ das Volumen bereits seit Mitte 2021 nach. Dass geplante Investitionen nicht verwirklicht werden konnten, bremst die Anpassung der Kapazitäten, die zum Überwinden der Engpässe nötig wären.

Diese Situation hält die Preisdynamik weiter auf hohem Niveau. Im November erreichte der deutsche Verbraucherpreisanstieg mit 5,2 Prozent, gemessen am europa-einheitlichen HVPI sogar mit 6,0 Prozent, einen neuen Höchststand. Zwar ist ab Anfang 2022 mit niedrigeren Raten zu rechnen, doch einige strukturelle Faktoren für hohe Preissteigerungen bleiben wirksam. Die Geldpolitik sollte darauf reagieren und sich flexibler für einen möglicherweise nötig werdenden Ausstieg aus ihrem sehr expansiven Kurs aufstellen.

**Berlin, 14. Dezember 2021**

**Autor:**

Dr. Holger Schulz

Holger.Schulz@dsgv.de

# Eingefrorene Erholung

## Jahresschluss 2021 und wohl auch der Start von 2022 in Stagnation

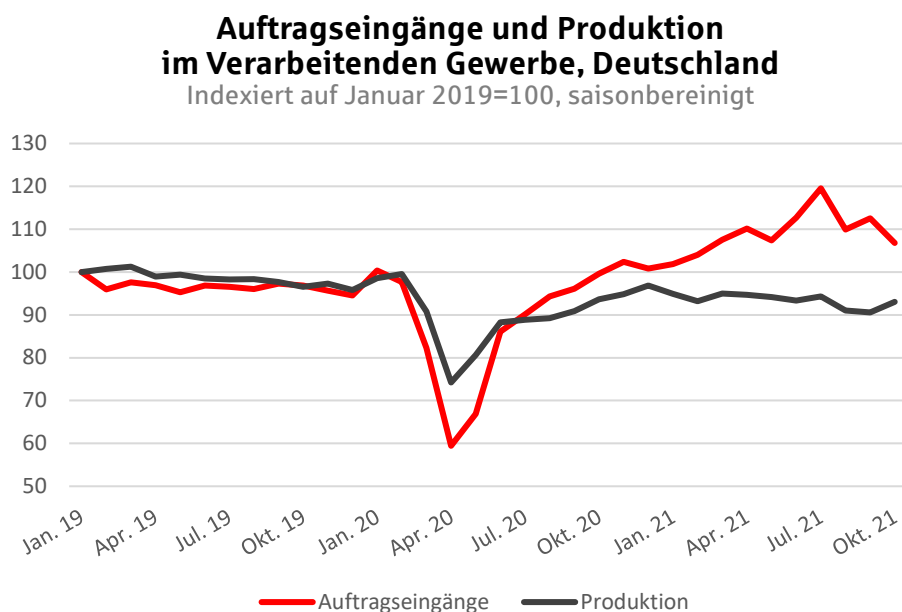
Die Kombination von aus dem Ruder gelaufenem Pandemiegeschehen und den anhaltenden Lieferengpässen hat die Erholung in Deutschland zum Jahresende 2021 zum Stillstand gebracht. Immer mehr kontaktintensive Aktivitäten werden wieder eingeschränkt bzw. werden von der Bevölkerung nicht mehr nachgefragt. Die Hoffnung, dass der Impfumfang uns vor einer solchen neuerlichen Eskalation schützen würde, hat sich zerschlagen. Offenkundig reichte der bis zum Herbst erzielte Stand der Impfungen und Schutzmaßnahmen nicht aus. Es wurden erneut Lockdown-artige Maßnahmen nötig (egal ob man diese politisch nun so nennt oder begrifflich anders umschreibt). Die Beschlüsse der Bund-Länder-Konferenz vom 2. Dezember 2021 setzen den Rahmen für den notwendig gewordenen Teil-Lockdown. Es steht zu befürchten, dass mit der Ausbreitung der neuen Omikron-Variante des Coronavirus auch das erste Quartal 2022 von Einschränkungen geprägt bleiben wird.

Dazu kommt, dass die Produktion ebenfalls nicht in Schwung kommt, weil die angebotsseitigen Engpässe teilweise weiter bestehen. Konnte zu Jahresbeginn 2021 noch festgestellt werden, dass sich die Industrie seinerzeit im zweiten Lockdown recht gut schlug und weitgehend ungestört durchproduzieren konnte, hat sich die Lage seither in diesem Sektor nicht weiter erholen können. Im Gegenteil: Im Jahresverlauf 2021 haben die bereits vielfach thematisierten Liefer- und Transportschwierigkeiten die Entwicklung immer weiter eingeschnürt. Die Engpässe zeigten sich auch und gerade dann, als das Pandemiegeschehen zwischen seinen einzelnen Wellen etwas günstiger verlief und es deshalb zu einer Erholung der wirtschaftlichen Aktivitäten und der Nachfrage kam.

Diese strukturellen Verwerfungen in Liefer-, Transport- und Wertschöpfungsketten dauern bis zuletzt an. Wir hatten bereits in der vorangegangenen Ausgabe dieser Publikationsreihe das Auseinanderlaufen von Auftragseingängen und Produktion im Verarbeitenden Gewerbe aufgezeigt. Die Hemmung der Erholung liegt ausweislich der recht hohen Bestellungen nicht an der Nachfrage. Es lohnt sich, diese Analyse und Gegenüberstellung bis an den aktuellen Rand fortzuschreiben.

*Vierte Pandemiewelle stoppt die wirtschaftliche Erholung*

*Produktion zusätzlich weiterhin von den Angebotsengpässen gehemmt*



Quelle: Destatis

Die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe Deutschlands verläuft über das Jahr 2021 abwärtsgerichtet. Inzwischen kann man dies fast als eine Art Fortsetzung des bereits 2019 – vor der Pandemie – schwachen Trends bei der Industrieproduktion ansehen. Dazwischen liegen der tiefe Einschnitt im ersten Lockdown im Frühjahr 2020 und die schnelle Erholung direkt danach.

Im Oktober ist die Produktion im gesamten Produzierenden Gewerbe (+2,8 Prozent zum Vormonat) und auch in der Industrie (+3,2 Prozent) zwar recht deutlich gestiegen. Doch diese Besserung am aktuellen Rand lag hauptsächlich an einer starken Erholung der Automobilproduktion, die in jenem Monat einen Sprung nach oben um 12,6 Prozent machte und die Gesamtentwicklung dominierte. Auch mit dieser Erholung bleibt die Fahrzeugproduktion in Deutschland aber weiterhin deutlich unter ihrem Normalniveau.

Die Auftragseingänge haben sich dagegen im Verarbeitenden Gewerbe insgesamt in der mittelfristigen Perspektive über die letzten anderthalb Jahre deutlich günstiger als die Produktion entwickelt. Zuletzt hat sich die auseinandergegangene Schere aber wieder ein Stück geschlossen. Die Produktion hat aufgeholt; dafür gab es einen gewissen Rückschlag bei den Bestellungen. Schon im August waren die Neueingänge bei den Aufträgen erstmals rückläufig. Nun wurde Anfang Dezember für den Monat Oktober erneut ein Rückgang, diesmal um 6,9 Prozent gegenüber dem Vormonat, gemeldet.

Die Auftragslage ist aber immer noch auf einem vergleichsweise guten Niveau. Daran muss nachfrageseitig bei den vorbestellten „Waren“ auch die jüngst wieder eskalierte Pandemiewelle nicht zwingend etwas ändern. Vielmehr könnte das hohe Infektionsgeschehen die strukturelle Verlagerung der Konsumnachfrage weg von in der Öffentlichkeit in Anspruch genommenen und tagesaktuell konsumierten Dienstleistungen hin zu im privaten Raum genutzten Waren sogar noch einmal mehr verstärken.

In jedem Fall gibt es noch einen Rückstand in der Abarbeitung der Bestellungen aus den Monaten mit hohem Neueingang. Allein im September haben die aufgelaufenen Auftragsbestände noch einmal um 2,4 Prozent gegenüber dem Vormonat zugelegt. Die durchschnittliche Auftragsreichweite im Verarbeitenden Gewerbe liegt mittlerweile bei 7,4 Monaten.

Die Produktionsmöglichkeiten halten trotz der jüngsten Besserung mit der hohen Nachfrage nicht Schritt. Die Vorleistungsgüterproduktion in Deutschland war an der jüngsten Erholung im Oktober nicht beteiligt. Das Statistische Bundesamt meldete für diesen Teilsektor einen Rückgang um 0,4 Prozent zum Vormonat. Die Engpässe bestehen aber auch deshalb weiter, weil die Kapazitäten nicht schnell genug angepasst werden können. Bei den notwendigen Investitionsgütern besteht ebenfalls ein Stau. Das Ergebnis sehen wir in der hohen Preisdynamik und in den produzierten Mengen in Form einer Stagnation.

### **Drittes Quartal verzeichnete noch gesamtwirtschaftliches Wachstum**

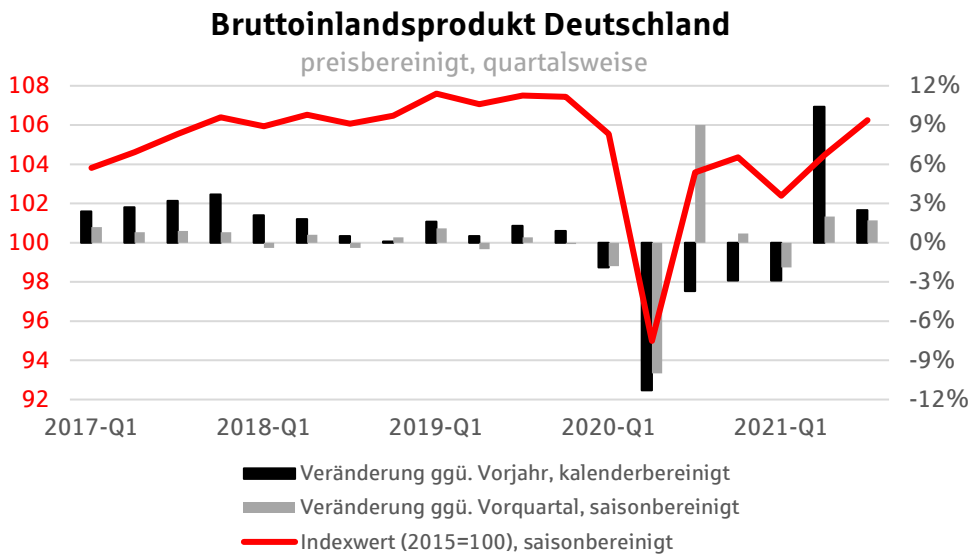
Vor diesem Hintergrund der Engpässe in der Industrie ist es auf den ersten Blick erstaunlich, dass das reale BIP in Deutschland im dritten Quartal 2021 noch ein recht gutes Wachstum erreicht hat. Gemäß der zweiten Meldung der amtlichen Statistik von Ende November wurde ein kalender- und saisonbereinigter Zuwachs von 1,7 Prozent gegenüber dem Vorquartal erreicht. In der ersten Schnellmeldung Ende Oktober wurde noch eine um eine Promillestelle höhere Rate ausgewiesen. Hier gab es dann im Laufe des Novembers eine kleine Revision. Dafür wurde in diesem Zuge allerdings auch das zweite Quartal gegenläufig um einen Promillepunkt heraufgesetzt. Insgesamt gleichen sich diese Mini-Revisionen unter dem Strich weitgehend aus.

*Neue Auftragseingänge haben zuletzt zwar ebenfalls nachgelassen...*

*... doch harren weiterhin hohe Auftragsbestände der Abarbeitung*

*Deutsches BIP in Q3 real um 1,7 Prozent über dem Vorquartal und um 2,5 Prozent über dem Vorjahresquartal*

Das rückblickende Bild vom dritten Quartal präsentiert sich noch recht günstig. Die gesamtwirtschaftliche Wertschöpfung lag im dritten Quartal, in beiden Meldungen gleich, preisbereinigt um 2,5 Prozent über dem gleichen Vorjahresquartal.



Quelle: Destatis

### Stillstand über den Winter 2021/2022

Doch für das Schlussquartal des Jahres sind die Aussichten verhaltener. In den meisten einschlägigen jüngeren Prognosen, wie etwa derjenigen des Sachverständigenrates, verbleibt rechnerisch kaum noch Platz für Wachstum im vierten Quartal. Das für das aktuelle Feld der Prognosen durchaus typische Jahresgutachten des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung sagt für das fast abgeschlossene, aber noch nicht final amtlich vermessene Gesamtjahr 2021 eine Rate von 2,7 Prozent voraus. Das ließe rechnerisch nur eine Spanne von 0,0 bis 0,3 Prozent im Schlussquartal zu, wenn man unterstellt, dass die amtlichen Zahlen für das BIP der ersten drei Quartale nicht mehr revidiert werden. Und die Lage hat sich in den letzten Wochen seit dem Erscheinen des Jahresgutachtens mit dem eskalierten Pandemiegeschehen weiter verschlechtert.

Für 2022 halten die meisten aktuell gehandelten Prognosen das Szenario einer dann kraftvoll einsetzenden Erholung aufrecht – nur, dass diese dann später einsetzt, als noch bis vor Kurzem gedacht. In den letzten Monaten hatten die prognostizierten Wachstumsraten für 2022 sogar noch von den Verzögerungen profitiert. Was 2021 nicht mehr erreichbar war, sollte dann 2022 folgen. Es gab eine Art Umschaueln zwischen den beiden prognostizierten Jahren. Die meisten Vorhersagen für die deutsche Wirtschaft aus dem Herbst 2021 hatten deshalb für das Gesamtjahr 2022 sogar eine Vier vor dem Komma (siehe auch Punktewolke im Anhang B).

Jetzt reicht die Schwächephase bis ins neue Jahr. Die nun zur Veröffentlichung anstehenden neuen Prognosen werden die Aussichten für das Gesamtjahr wohl heruntersetzen und dann meist nur eine Drei vor dem Komma ausweisen. Der Grund ist das unsichere erste Quartal. Wie lang anhaltend und wie stark die jetzt eingeleiteten Beschränkungen zum Brechen der vierten Infektionswelle und im Angesicht der sich verbreitenden Omikron-Variante sein müssen, ist noch nicht abzuschätzen. Es geht zunächst noch einmal durch einen schweren Winter.

*Q4 2021 in Stagnation,  
Q1 2022 mit großen  
Fragezeichen*

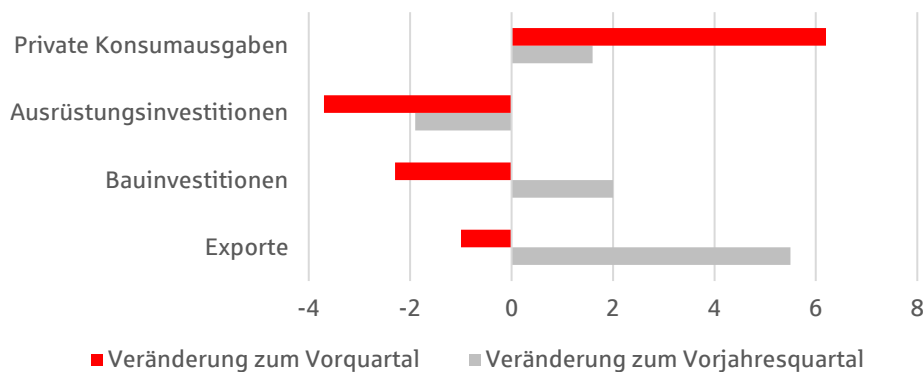
*Für 2022 prognostizierte  
Erholung startet später,*

*was sich auch in den  
Gesamtjahresprognosen  
negativ niederschlägt*

Dabei war der aktuelle Verschlechterungstrend wirtschaftlich bereits seit dem Sommer 2021 angelegt: Dass das Schlussquartal mit einem bestenfalls Stagnation ausweisenden Wachstum deutlich schwächer ausfallen würde als das dritte, dafür gab es bereits Hinweise aus dem zeitlichen Verlauf innerhalb des dritten Quartals. Denn bei allen monatlich erhobenen Indikatoren wie Einzelhandelsumsätzen, Stimmung oder eben der bereits kommentierten Industrieproduktion war der Trend innerhalb des Sommerquartals abwärtsgerichtet. Der Juli präsentierte sich in den Zeitreihen noch recht günstig. Die September-Werte lagen fast überall darunter. Das bedeutet, dass die Zeitreihen mit einem entsprechenden statistischen Unterhang in das im Oktober begonnene Schlussquartal gegangen sind. Die jüngst gemeldeten guten Produktionswerte für Oktober wecken eine gewisse Hoffnung für den Anschluss im vierten Quartal. Doch wir wissen angesichts des eskalierten Pandemiegeschehens bereits, dass sich dies in den Monaten November und Dezember nicht ungestört fortgesetzt haben wird.

### Verwendungskomponenten des deutschen BIP im dritten Quartal 2021

preisbereinigt, in Prozent



Quelle: Destatis

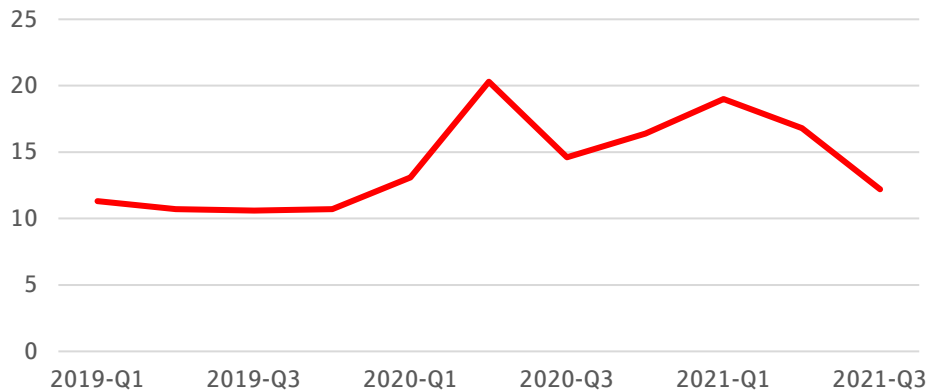
Qualitativ – in der Untergliederung nach der Verwendung – war das Wachstum im dritten Quartal vor allem vom privaten Konsum getragen. Das passt zu der damaligen „Pandemiepause“ mit den deutlich geringeren Infektionszahlen über den Sommer, als vorübergehend wieder mehr gesellschaftliches Leben mit mehr Konsummöglichkeiten bestand.

Die Sparquote der privaten Haushalte konnte sich deshalb in jenem Quartal ein Stück weiter normalisieren. Mit saisonbereinigt 12,2 Prozent erreichte sie das niedrigste Niveau seit Ausbruch der Pandemie Anfang 2020, wenngleich noch immer nicht das Normalniveau aus der Zeit davor. Zudem ist für das Schlussquartal 2021 zu befürchten, dass es hier einmal mehr zu einer Gegenbewegung kommt und die Quote mit dem Pandemiegeschehen und neuen notwendig gewordenen Einschränkungen wieder nach oben schnellte. Es gibt in vielen Branchen ein schwer getroffenes Weihnachtsgeschäft im zweiten Jahr in Folge.

*Niedrigere Sparquote in Q3 2021 war wohl nur ein Zwischentief*

## Sparquote der privaten Haushalte in Deutschland

saisonbereinigte Quartalswerte in Prozent des verfügbaren Einkommens



Quelle: Destatis

Eine weitere negative Nachricht aus der qualitativen Analyse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung für das dritte Quartal 2021 ist die in diesem Zeitraum bereits sehr schwache Investitionstätigkeit. Die Bauinvestitionen waren zum Vorquartal saisonbereinigt um 2,3 Prozent rückläufig. Aber diese Kerbe beim Bau ist unproblematisch. Denn der Bausektor hat sich über die gesamte Pandemie als sehr robust erwiesen und liegt auch nach dem kleinen Rücksetzer weiter über dem Vorjahresniveau.

Bedenklich ist dagegen die schlechtere Entwicklung bei den Ausrüstungsinvestitionen. Sie waren im Quartalsvergleich preis- und saisonbereinigt um 3,7 Prozent rückläufig und lagen damit auch um 1,9 Prozent unter dem Vorjahresniveau. Das ist nicht nur beklagenswert, weil Ausrüstungen für den strukturellen Umbau der deutschen Wirtschaft für Digitalisierung und Klimaschutz ganz grundsätzlich in höherem Umfang benötigt werden. Sie bilden auch zyklisch und kurzfristig in der aktuellen Situation einen Engpass. Mehr Ausrüstungsinvestitionen wären nötig, um die Kapazitäten an die veränderte und sich wieder erholende Güternachfrage anzupassen. Die Lieferengpässe an so vielen Stellen können nur mit neuen Transport-, Logistik- und Produktionskapazitäten überwunden werden. Nur besteht offenbar bei jenen Gütern, die die Lösung erbringen müssten, selbst ein Stau. Der Knoten ist mehrstufig geflochten. Nicht nur bestehen viele Engpässe auf den verschiedenen Stufen der Wertschöpfungskette; die Hemmung reicht bis in die Produktionsfaktoren selbst wie hier bei der Sachkapitalformung.

Es ist nicht so, dass die Unternehmen ihre Kapazitäten zur Wiederauffüllung der Liefermöglichkeiten nicht schaffen wollten. Vielmehr können sie es in der aktuellen Lage nicht. Dabei bremst an vielen Stellen auch ein Mangel an verfügbaren Arbeitskräften, die in der Pandemie in andere Sektoren gewechselt sind oder in einer geringeren Partizipationsrate verschwunden sind. Das ist in den USA ein noch viel größeres Problem als in Deutschland. Dazu kommt aber eben noch die Erklärung über die gebremste Investitionstätigkeit. Auch der Produktionsfaktor Sachkapital ist knapp, nicht wegen fehlender Finanzierungsmöglichkeiten – Geld ist so ziemlich das einzige, was derzeit nicht knapp ist. Vielmehr ist es die realwirtschaftliche Verfügbarkeit, die auch hier den Engpass bildet.

Gerade bei den Investitionsgüterherstellern waren in Deutschland Auftragseingänge und Produktion besonders stark auseinandergelaufen. Ausländische

*Klemme bei den  
Ausrüstungsinvestitionen  
...*

*...ist im negativen Sinne  
ein weiteres Schwungrad  
der Engpässe*

*Vielstufigkeit und  
Interdependenz der  
Engpässe machen deren  
Überwindung so schwierig*

Bestellungen bei Investitionsgüterherstellern waren im Oktober stark rückläufig. Die inländischen Aufträge für Investitionsgüter waren schon im August und September zurückgefallen, hatten sich zuletzt aber ein Stück erholt. Die starken Schwankungen in diesem Bereich kann man als Warnzeichen werten, dass einige Unternehmen die Hoffnung aufgegeben haben könnten, ihre Kapazitäten kurzfristig anpassen zu können. Sie fügen sich einstweilen der Nicht-Verfügbarkeit. Aber diese Sicht sollte man nicht überbetonen. Über mehrere Monate zusammengekommen, ist das Niveau der Bestellungen nicht so schlecht, jedenfalls nicht so schlecht, wie man angesichts der sehr unsicheren Situation erwarten könnte.

Die Unternehmen versuchen durchaus, ihren Kapitalstock zu erneuern und an die durch die Pandemie veränderten Anforderungen und die strukturellen Herausforderungen anzupassen. Nur scheint das nicht so schnell zu gehen wie erhofft. Das hat gewisse Implikationen dafür, wie schnell wir hoffen können, dass sich die Lieferengpässe auch auf den nachgelagerten Wertschöpfungsstufen im kommenden Jahr auflösen werden.

### Stimmung folgt erneut dem Pandemiegeschehen in den Keller

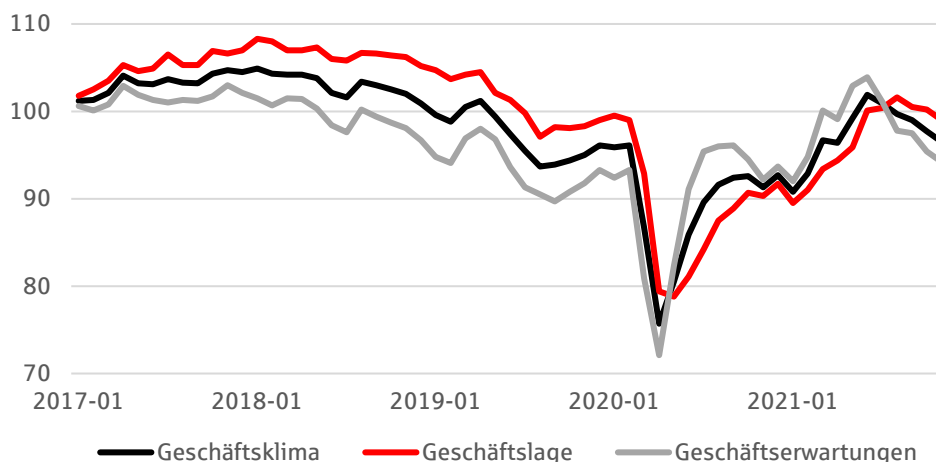
Um die Entwicklung des Stimmungsindikators der europäischen Einkaufsmanager zu erklären, muss man ebenfalls auf die Dichotomie der Nachfrage- und Angebotstrends zurückgreifen: Dieser Index, der sonst ein recht eng verbundenes Vorlaufsignal für die Produktionsentwicklung liefert, war im November überraschend gestiegen, so auch in den Landes-Einzelergebnissen für Deutschland und Frankreich als den Kernländern der Währungsunion. Die erzielten Werte von über 50 Indexpunkten weisen eigentlich eine Ausweitung der Produktion aus. Es kann allerdings in der speziellen gespaltenen Lage sein, dass die Antworten derzeit eher die Dispositionen, also die nicht unbedingt bedienten „Bestellungen“, der „Einkaufsmanager“ ausweisen.

*Voten der Einkaufsmanager ambivalent zu interpretieren*

Dagegen hat sich das ifo-Geschäftsklima in der naheliegenden Weise entwickelt. Es ist im November passend zur verschärften Pandemielage weiter gefallen und zwar sowohl in seiner Lage- als auch in seiner Erwartungskomponente.

### ifo-Geschäftsklima und seine Komponenten

Indexwerte (2015=100), saisonbereinigt



Quelle: ifo

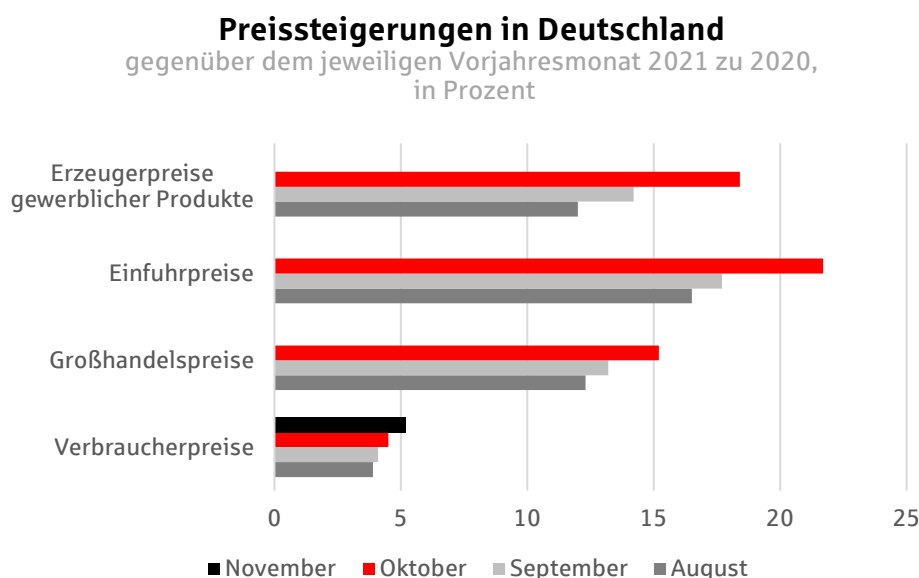
Das ifo Institut macht auch Angaben über die Entwicklung in den einzelnen Sektoren. Das Geschäftsklima war in allen Bereichen rückläufig, am stärksten bei den Dienstleistern. Aus dem Verarbeitenden Gewerbe meldet ifo aus seiner Umfrage, dass eine „deutliche Mehrheit der Unternehmen plant, die Preise zu erhöhen“.

### Preisdynamik auf dem Höhepunkt

Die Preissteigerungen zeigen sich in allen Abgrenzungen. Auf den vorgelagerten Wertschöpfungsstufen – bei Erzeugern und im Großhandel – steigen die Preise mit zweistelligen Raten besonders schnell. Selbst der BIP-Deflator weist einen recht hohen Anstieg aus. Er liegt allerdings nur quartalsweise vor und ist deshalb im unten stehenden Schaubild nicht mit dargestellt. Er erreichte im dritten Quartal immerhin 4,5 Prozent, was erstaunlich hoch ist, weil beim Deflator die Einfuhrpreise ausgeklammert werden, die die Gesamtentwicklung besonders stark befeuert haben. Offensichtlich ist der Preisauftrieb auch schon breit in der inländischen Wertschöpfung angelangt. Der Deflator der privaten Konsumausgaben lag im letzten vorliegenden Quartal bei immerhin 3,8 Prozent.

*HVPI und nationaler Verbraucherpreisindex momentan technisch auseinander*

Die an den üblichen Indizes bemessenen Verbraucherpreise in Deutschland haben mit 5,2 Prozent in der nationalen Definition des Warenkorbes eine neue Spitzenmarke erreicht, die in dieser Höhe seit Jahrzehnten nicht zu beobachten war. In der Abgrenzung des europäisch vereinheitlichten HVPI lag der Anstieg über zwölf Monate im November sogar bei 6,0 Prozent. Der derzeit besonders große Unterschied zwischen den beiden Maßen erklärt sich aus unterschiedlichen Wägungsschemata, die unterschiedlich angepasst werden. So wird der HVPI regelmäßig neu gewichtet und enthält in der aktuellen Sondersituation z. B. einen ausgeprägten Zyklus bei den Preisen von Pauschalreisen, die zeitweise gar nicht möglich waren, dann zurückkehrten und bei diesen Wechseln starke Preisschwankungen aufwiesen.<sup>1</sup>



Quelle: Destatis

<sup>1</sup> Diese Mess-Probleme wurden u.a. erläutert im Standpunkt der Chefvolkswirte „Preisentwicklungen – Reflex oder Reflation“ vom Juli 2021, der wie die vorliegende Publikation ebenfalls auf der Homepage des DSV abrufbar ist.



Die hohen Preissteigerungsraten kosten Kaufkraft und könnten auf diese Weise auch als konjunktureller Dämpfer wirken. Diese Wirkung ist im Moment aber nicht so stark, weil die Konsumenten über sehr hohe Reserven verfügen. Die Konsumenten können die erhöhten Preise derzeit recht leicht bezahlen. Zudem haben sie mit hohem Konsumwillen nach den Corona-Einschränkungen oft auch eine hohe Zahlungsbereitschaft. Für die Beständigkeit der Preisdynamik selbst ist das allerdings eine gefährliche Mischung.

*Bremmung über  
Kaufkraftverlust derzeit  
kaum wirksam*

Für den Euroraum insgesamt lag die Steigerungsrate des HVPI im November bei 4,9 Prozent. Dass die deutsche Rate derzeit deutlich höher ist, liegt maßgeblich an dem Basiseffekt der nationalen Maßnahme der Mehrwertsteuerermäßigung im zweiten Halbjahr 2020. Diese technisch begründete Differenz wird sich dann ab Januar 2022 aus den Vorjahresraten auswachsen. Dann ist mit etwas niedrigeren und auch klarer zu interpretierenden Raten zu rechnen.

Den transitorischen Charakter dieser und einiger anderer Einflüsse betont auch die Europäische Zentralbank. Dennoch dürften Anfang 2022 weiter deutlich über Zielniveau bleibende Steigerungen zu beobachten sein. Es besteht die Gefahr, dass diese sich auch zunehmend in Zweitrundeneffekten ausbreiten.

### **Geldpolitik im Euroraum und in den USA vor der Wende**

In den USA ist der Preisdruck noch größer. Der amerikanische Konsumentenpreisindex stieg zum Oktober mit einer Jahresrate von 6,2 Prozent. In den USA ist aber auch der geldpolitische Ausstieg schon etwas konkreter aufgezeigt. Es ist ein Abschmelzpfad für die Netto-Ankäufe angekündigt, der voraussichtlich im Sommer 2022 die Nulllinie erreicht. Die Bilanzsumme der Federal Reserve dürfte dann in eine Seitwärtsbewegung einschwenken. In der zweiten Jahreshälfte 2022 wäre dann der Weg frei für erste Leitzinsanhebungen in den USA.

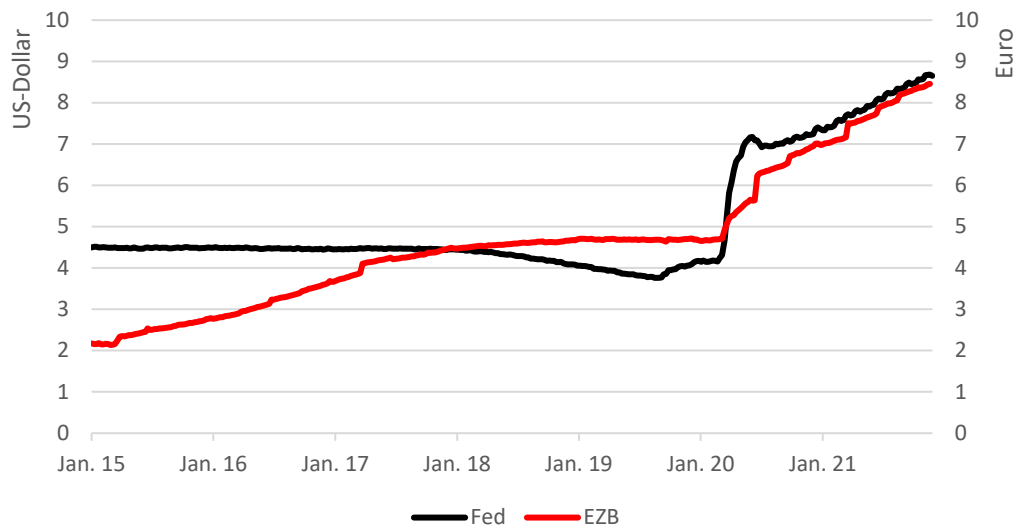
Die veröffentlichten Einzelmeinungen der Mitglieder des Federal Open Market Committees zeigen hier ein entsprechend aufgeschlossenes Bild zumindest für rund die Hälfte der Mitglieder dieses Gremiums. Der angekündigte Ausstiegspfad dürfte zudem an Stabilität und Voraussehbarkeit gewonnen haben durch die gerade erfolgte Wiederberufung von President Jerome Powell an der Spitze der Fed durch die Biden-Administration. Powell hat den Handlungswillen zum Tapering in einer Kongressanhörung jüngst sogar noch einmal bekräftigt.

*Ausstiegspfad in den USA  
für 2022 zunehmend  
deutlicher*

Andererseits blickt die Federal Reserve immer noch stark auf die Beschäftigungsentwicklung, die sie als zweites Ziel ihrer Strategie verfolgt. Sie sollte sich allerdings vom Anstreben unrealistisch hoher Beschäftigungsniveaus verabschieden, die womöglich durch die strukturellen Verschiebungen des Corona-Schocks mit einer gesunkenen Partizipationsrate nicht mehr erreichbar sind.

Die EZB ist dagegen bei ihrer Zielvorgabe eindeutiger aufgestellt. Dies gilt auch nach der Strategiefassung, die zusätzliche Aspekte eingebracht hat. Der klare Vorrang der Preisniveaustabilität ist aber geblieben, wenngleich auf dem leicht höheren und nun symmetrisch verfolgten Wert von zwei Prozent.

## Bilanzsummen der Federal Reserve und des Eurosystems in Billionen US-Dollar bzw. Euro



Quellen: EZB, Fed

Allerdings ist die EZB bei der tatsächlichen Einhaltung und Verfolgung dieses Niveaus inzwischen ein Stück hinter die Kurve geraten. Wenn sich die hohen Preissteigerungsraten auch 2022 als nicht so vorübergehend erweisen sollten, dann ist der geldpolitische Bremsweg im Euroraum sehr lang, angesichts seiner Vielstufigkeit hoffentlich nicht zu lang.

Noch im Dezember wird die EZB voraussichtlich das Einstellen ihres Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) per März 2022 ankündigen. Das ist richtig, auch wenn die Pandemie selbst noch nicht überwunden ist. Mehr Liquidität hilft in der aktuellen Situation nicht. Mehr geschaffenes Geld treibt nur noch die Preise. Und die unter dem PEPP gekauften Wertpapierbestände werden natürlich weiter gehalten, nur der Netto-Zukauf soll eingestellt werden. Der Bestand wirkt weiter. Deshalb sollte es für die EZB keine unüberwindbare kommunikative Hürde sein, das PEPP jetzt anzugehen, obwohl die Pandemie selbst – zumindest in Deutschland – auf dem Höhepunkt ist. In Frankreich, Italien und Spanien blieb die aktuelle Infektionswelle unter den Belastungen der früheren Wellen zurück. Und auch dort hilft eine weitere Nachfragestimulierung jetzt nicht mehr, sondern schadet mit Blick auf die Preisentwicklung.

Der EZB ist deshalb auch zu raten, dass sie nicht Teile der bisherigen monatlichen PEPP-Ankäufe in das allgemeine Ankaufprogramm APP umschichtet. Auch dort nützt das Schaffen von noch mehr Überschussliquidität nicht mehr. Und eine Ausweitung des APP würde den ohnehin schon kritisch langen Bremsweg nur noch mehr verlängern. Vielmehr sollte im Laufe des Jahres 2022 dann auch das APP in Form seiner Nettokäufe zurückgeführt werden. Wenn schließlich dazu die Forward Guidance angepasst wird, wäre der Weg Ende 2022 vorbereitet, um Leitzinserhöhungen vollziehen zu können, falls die Inflationsprognosen dann immer noch über der Zielmarke liegen sollten.

Schafft sich die EZB diese notwendige Flexibilität nicht, dann könnte sie Opfer einer schnell steiler werdenden Rutschbahn werden, wenn die Kapital- und Devisenmärkte eine rechtzeitige Anpassung der Geldpolitik nicht mehr für möglich halten. Der Außenwert des Euro hat bereits ein Stück abgewertet. Gegenüber dem Dollar hat der Euro im Laufe des Jahres 2021 um mehr als

*EZB wird zunächst  
das PEPP einstellen*

*Bereits spürbare  
Abwertung des Euro*

sieben Prozent nachgegeben. Lag der Wechselkurs zu Jahresbeginn noch über 1,23 US\$/EUR, so erreichte er zuletzt nur noch rund 1,13 US\$/EUR.

Grund für diesen Trend ist, dass im Jahresverlauf immer deutlicher wurde, dass die Federal Reserve schneller auf Leitzinssteigerungen zulaufen würde als die EZB – eine potenzielle Ausweitung der bereits bestehenden Zinsdifferenz zu Gunsten des Dollars.

In der wirtschaftlichen Lage der 2010'er Jahre hätte man eine solche Abwertung noch begrüßt, um die schwächere Wachstumsdynamik im Euroraum anzuregen und um die Preisentwicklung von unten Richtung Zielniveau anzutreiben. In der jetzigen Situation kommt die Abwertung dagegen ungelegen, feuert die ohnehin hohe Preisdynamik über verteuerte Einfuhrpreise sogar noch an. In Euro gerechnet haben sich etwa die hohen Energiepreise noch stärker verteuert, als es auf den Weltmärkten in Dollar spürbar ist.

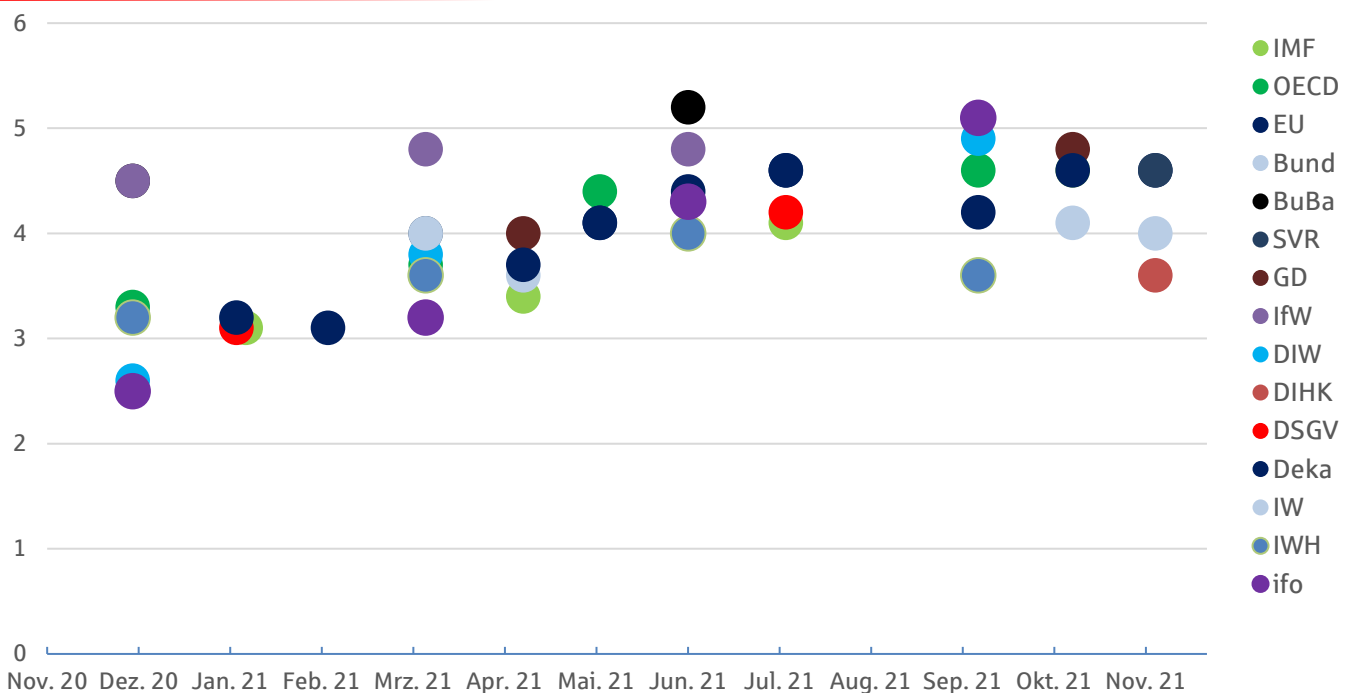
Das Hauptproblem für die Weltwirtschaft bleibt aber die Pandemie selbst. Zum Jahreswechsel 2021/2022 ist die Lage in vielerlei Hinsicht ähnlich unerfreulich und unsicher wie vor einem Jahr. Wir wünschen aber gerade deshalb allen Lesern unserer „Informationen zur Wirtschaftslage“ alles Gute, ein paar besinnliche Tage und ein gutes neues Jahr, vor allem viel Gesundheit!

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

	2019	2020	2021*	2022*
Welthandelsvolumen	0,9%	-8,2%	9,7%	6,7%
BIP - Welt	2,8%	-3,1%	5,9%	4,9%
USA	2,3%	-3,4%	6,0%	5,2%
Japan	0,0%	-4,6%	2,4%	3,2%
China	6,0%	2,3%	8,0%	5,6%
Euroraum	1,5%	-6,3%	5,0%	4,3%
Deutschland	1,1%	-4,6%	3,1%	4,6%

\* Prognosen des Internationalen Währungsfonds vom Oktober 2021

### B. Prognosen für das Wirtschaftswachstum in Deutschland für 2022, in %

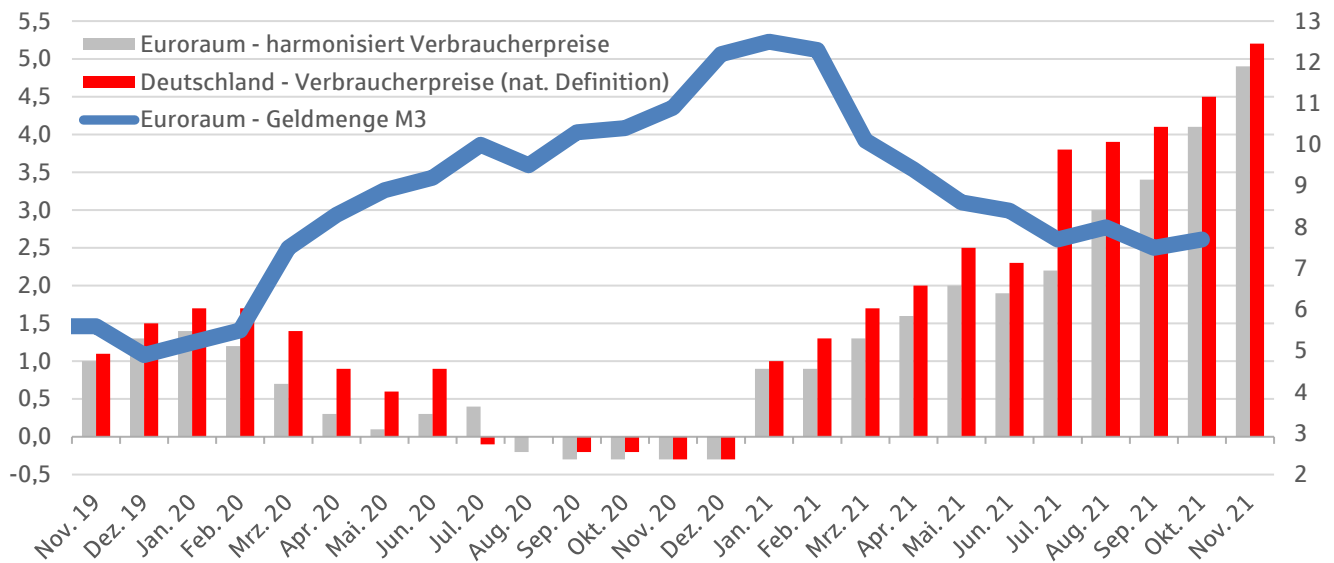


### C. BIP im Euroraum und in Deutschland

	Jahr 2020	Q IV - 2020	Q I - 2021	Q II - 2021	Q III - 2021
	real ggü. Vorjahr	reale Veränderung zum Vorjahresquartal und saisonbereinigte reale Veränderung zum Vorquartal			
Euroraum BIP	-6,4%	-4,4%	-1,2%	+14,2%	+3,7%
Deutschland BIP	-4,6%	-2,9%	-3,0%	+10,4%	+2,5%
Privater Konsum	-6,0%	-5,7%	-9,1%	+6,0%	+1,6%
Bruttoanlageinvestition	-2,2%	+1,5%	-1,4%	+7,5%	+0,7%
Exporte	-9,3%	-3,1%	-0,5%	+26,5%	+5,5%
		+2,4 %	-0,7%	+0,5%	-2,2%
		+4,6%	+1,4%	+0,5%	-1,0%
Sparquote	16,1%	16,4%	19,0%	16,8%	12,2%

Niveau, nicht Veränderungsrate; Quartalszahlen saisonbereinigt

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



### E. Monatliche Konjunkturindikatoren Deutschland

	Juli	August	September	Oktober	November
<b>Preise (nationale Definition)</b>					
	Veränderung zum Vorjahresmonat				
Verbraucherpreise	3,8%	3,9%	4,1%	4,5%	5,2%
- Ohne Nahrungsmittel und Energie (Kerninflation)	2,7%	2,8%	2,9%	2,9%	-
Erzeugerpreis gewerblicher Produkte	10,4%	12,0%	14,2%	18,4%	-
Einfuhrpreise	15,0%	16,5%	17,7%	-	-
<b>Stimmungsindikatoren</b>					
ifo-Geschäftsklimaindex	100,9	99,7	99,0	97,7	96,5
ZEW- Konjunkturerwartung	63,3	40,4	26,5	22,3	31,7
<b>Auftragseingang</b>					
	Veränderung zum Vorjahresmonat				
Verarbeitendes Gewerbe	22,6%	13,4%	10,3%	-3,9%	-
aus dem Inland	20,9%	14,7%	2,5%	-1,8%	-
aus dem Ausland	23,7%	12,7%	15,7%	-5,2%	-
Investitionsgüterproduzenten	25,7%	10,6%	13,2%	-6,0%	-
<b>Produktion</b>					
	arbeitstäglich bereinigte Veränderung zum Vorjahresmonat				
Produzierendes Gewerbe insgesamt	6,0%	2,2%	-0,4%	-0,6%	-
davon Bau	3,3%	-0,3%	1,1%	1,5%	-
davon Industrie	6,9%	3,0%	-1,1%	-1,3%	-
<b>Außenhandel</b>					
	Veränderung zum Vorjahresmonat				
Export	12,0%	14,5%	7,2%	-	-
Import	16,9%	17,0%	13,3%	-	-
<b>Arbeitsmarkt</b>					
	Stand der Quote bzw. Veränderung zum Vorjahresmonat in 1000				
Arbeitslosenquote	5,6%	5,6%	5,4%	5,2%	5,1%
Arbeitslose	-320	-377	-382	-383	-382
Erwerbstätige (mit Arbeitsort im Inland)	+259	+275	+267	+289	-
Sozialversicherungspflichtige Beschäftigte	+488	+490	+522	-	-

## F. Rohstoff-, Devisen- und Finanzmärkte

	August	September	Oktober	November	13.12.2021
<b>Ölpreis Brent in US \$</b>	70,75	74,49	83,54	81,54	73,34 (6.)
<b>Wechselkurse</b>					
US- Dollar / EUR	1,7772	1,7700	1,1601	1,1414	1,1278
Japanische Yen / EUR	129,28	129,66	131,21	130,12	128,19
<b>Aktienmärkte</b>					
Deutscher Aktienindex DAX, Monatsende	15.835	15.260	15.688	15.100	15.665
Veränderung zum Vorjahresmonat	22,32%	19,59%	35,76%	13,61%	-
<b>Geld- und Kapitalmarktzinsen</b>					
Tagesgeld (€STR)	-0,568%	-0,570%	-0,571%	-0,573%	-0,577% (10.)
1-Monatsgeld (EURIBOR)	-0,56%	-0,56%	-0,56%	-0,57%	-0,58% (10.)
3-Monatsgeld (EURIBOR)	-0,55%	-0,55%	-0,55%	-0,57%	-0,59% (10.)
Umlaufrendite von Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren	-0,46%	-0,24%	-0,14%	-0,40%	-0,40%
<b>Zinsen der Kreditinstitute, im Neugeschäft</b>					
Täglich fällige Einlagen priv. Haushalte in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	-0,01% 0,01%	-0,01% 0,01%	-0,01% 0,01%	- -	- -
Einlagen privater Haushalte bis 1 Jahr in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	0,02% 0,15%	-0,01% 0,15%	0,06% 0,17%	- -	- -
Unternehmenskredite bis 1 Mio. € über 5J in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	1,44% 1,44%	1,48% 1,43%	1,50% 1,43%	- -	- -

## 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

13. Dezember 2021

### 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>