



Knappheiten halten die Preise weiter auf Trab

Ein multipler Schock aus Krieg und fortdauernden Lieferengpässen hält die Welt in Atem. Die Konsequenz sind Wachstumschwäche und Inflation. Die zusammenwirkenden Themen sind nicht neu, erweisen sich aber als hartnäckiger und schwerwiegender als gedacht.

Russlands Angriffskrieg in der Ukraine bringt neben unendlichem menschlichem Leid auch weitreichende wirtschaftliche Konsequenzen mit sich. Infrastruktur wird zerstört. Die Weizenexporte aus der fruchtbarsten Region der Welt stocken. Der Krieg verschärft weiter den ohnehin hohen Preisdruck bei vielen Gütern. Bei der Energieversorgung ist es bisher nicht zu einer Kappung der Gaslieferungen nach Deutschland gekommen. Diese Gefahr steht aber noch im Raum. Der Wechselkurs des russischen Rubels hat sich derweil in erstaunlichem Maße erholt. Das ist mit Markteingriffen, aber auch den einstweiligen Trends der asymmetrisch betroffenen Handelsströme erklärbar.

Die harten Lockdowns in China tragen ebenfalls zu den herrschenden Güterengpässen bei. Der Effekt erinnert uns daran, dass die Corona-Pandemie noch nicht vorüber ist.

Angesichts der weiter beschleunigten und sich auch verbreiternden Inflation ist es für die EZB nun dringend geboten, wie andere Notenbanken auch die Zinswende zu vollziehen.

Die Wachstumsaussichten für Deutschland und Europa haben sich für 2022 weiter eingetrübt. Der Post-Corona-Aufschwung vermag sich ein weiteres Mal. Die Lage am Arbeitsmarkt und bei den Staatsfinanzen erweist sich aber als robust.

Berlin, 7. Juni 2022

Autor:

Dr. Holger Schulz

Holger.Schulz@dsgv.de

Knappheiten halten die Preise weiter auf Trab

Multi-Schock wirkt mit den bekannten Themen fort

Die Themen, welche derzeit die Unsicherheit auf hohem Niveau halten, sind die gleichen wie schon seit Monaten. Nur dauern die Belastungen länger an als ursprünglich gedacht und verstärken sich gegenseitig. Die Weltwirtschaft sieht sich einer Kombination aus multiplen Schocks gegenüber. Die Resultate sind Lieferengpässe, Wachstumsschwäche und Inflation. Und Corona ist ebenfalls noch nicht völlig verschwunden und wirkt an der Gemengelage weiter mit.

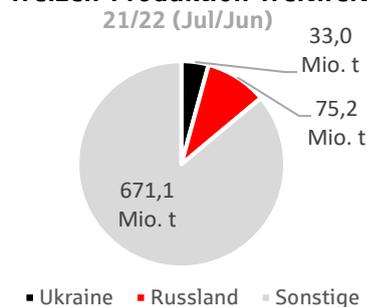
Das größte Thema bleibt selbstverständlich der tobende Krieg. Hier zeichnet sich überhaupt keine kurzfristige Lösung ab. Dass die Ukraine sich gegen die Aggression Russlands so erfolgreich verteidigt, ist die große Überraschung und die entscheidende gute Nachricht in diesem Konflikt. Dieses Zwischenergebnis ist moralisch, politisch und völkerrechtlich sehr zu begrüßen. Dass die Aggression keine einfachen Erfolge erzielt, ist notwendige Voraussetzung für den Erhalt der globalen Friedensordnung. Die erfolgreiche Verteidigung der Ukraine setzt die richtigen Signale und Anreize für andere potenzielle Krisenherde. Auch deshalb bleibt es für die westliche Welt geboten, die Ukraine politisch und materiell auf allen Kanälen unterhalb der Schwelle eines eigenen Kriegseintritts zu unterstützen.

Moralische Imperative des Krieges mit Vorrang

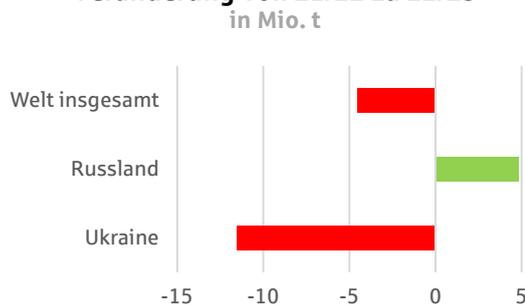
Solange der russische Machtapparat seinen kriegerischen Kurs, sein Vorgehen und seine Ziele nicht korrigiert, ist kein Waffenstillstand erreichbar. Das bedeutet aber für die hier zu betrachtenden wirtschaftlichen Auswirkungen, dass uns das Thema des Krieges in der Ukraine auf längere Zeit erhalten bleiben wird. Die Region wird verwüstet, Infrastruktur zerstört. Die G7-Staaten haben der Ukraine Liquiditätshilfen zugesagt, und die EU hat bereits signalisiert, dass sie sich an einem Wiederaufbaufonds nach Ende der Kampfhandlungen beteiligen werde. Auf eine solide Finanzierung dieser langfristigen Aufgaben wird dabei zu achten sein.

Derweil bleiben, solange die Kämpfe fort dauern, wichtige Güterexporte aus den Kriegsländern aus, so z. B. die Weizenexporte, bei denen beide Konfliktparteien zu den größten Produzenten der Welt gehören. Darunter leiden viele Schwellenländer, die Abnehmer dieser Nahrungsmittel und gegenüber Preisanstiegen bei Grundversorgungsgütern besonders exponiert sind.

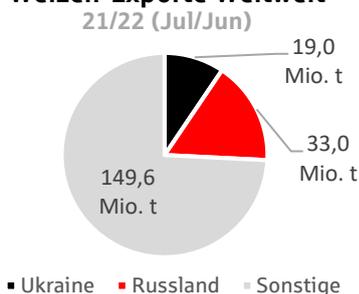
Weizen-Produktion Weltweit



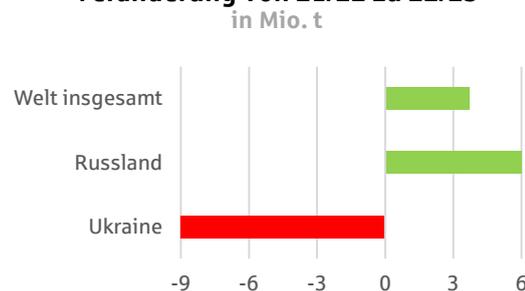
Veränderung von 21/22 zu 22/23



Weizen-Exporte Weltweit



Veränderung von 21/22 zu 22/23



Nahrungsmittelpreise steigen auch bei uns erheblich. Getreideeinfuhren nach Deutschland verteuerten sich im März mit einer Jahresrate von 53,6 Prozent. Aber nicht nur Importe fehlen, auch die heimische Produktion unterliegt dem Preisdruck, z. B. wegen verteuerten Düngers oder hoher Dieselpreise. So lagen die Erzeugerpreise landwirtschaftlicher Produkte in Deutschland im März 2022 um 34,7 Prozent höher als ein Jahr zuvor.

Erste Fortschritte bei der Reduzierung der Energieabhängigkeit, aber das Damoklesschwert eines Gas-Stopps schwebt weiter

Für Deutschland sind es aber vor allem industrielle Vorprodukte, die fehlen und die darauf basierende Wertschöpfung beeinträchtigen. Am stärksten ist dieser Effekt natürlich bei den Energiegütern. Dabei ist es erfreulich, dass bei Kohle und Erdöl die Substitution der Lieferanten in den letzten Wochen bereits recht schnell vorangekommen ist und die Abhängigkeit von Russland deutlich reduziert wurde. Ein Ölembargo ist deshalb bereits im aktuell ausgehandelten Sanktionspaket der Europäischen Union gegen Russland enthalten.

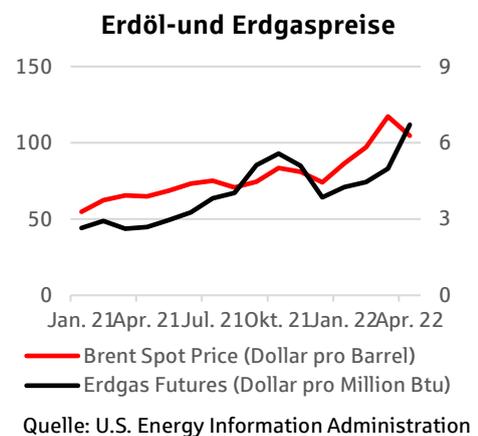
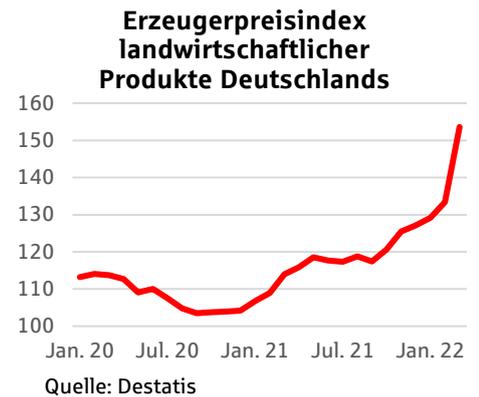
Allerdings gibt es hier Übergangs- und Auslaufristen. Der schwierige Verhandlungskompromiss erstreckt sich zudem zunächst nur auf Importe per Tanker, nicht aber per Pipeline. Diese Zugeständnisse und Ausnahmeregelungen mussten eingeräumt werden, um auch einige bremsende Länder wie Ungarn in eine geschlossene europäische Vorgehensweise mitzunehmen. Hier spielten bei den abweichenden Positionierungen dieser Länder auch politische Gesinnung und Verhandlungstaktik eine Rolle. Richtig ist gleichwohl ebenso, dass Ungarn als Binnenland ohne eigene Seehäfen objektiv größere Schwierigkeiten hat, die leitungsgebundenen russischen Lieferungen zu ersetzen.

Bei Erdgas sind mehrere Staaten, darunter maßgeblich auch Deutschland, in einer ähnlichen Lage. Gas ist in den meisten Ländern noch stärker an die Lieferweg-Infrastruktur mit Pipelines gebunden. Darüber hinaus verschärft sich die Problematik bei diesem Schlüsselgut, weil die Verwendung von Gas nicht nur energetisch beim Heizen und bei der Stromerzeugung eine wichtige Rolle spielt, sondern auch als stoffliches Vorprodukt in der Industrie sehr bedeutend und in vielen Fällen nicht substituierbar ist.

Ein Gaslieferstopp, egal von welcher Seite letztlich verhängt, hätte erhebliche Konsequenzen für Wohlstand, Wertschöpfung und wohl auch Beschäftigung in Europa und überproportional in Deutschland. Eine hypothetische Lieferunterbrechung wäre eine fundamentale Veränderung für die Wirtschaftslage und hätte das Potenzial, die deutsche Wirtschaft 2022 und vor allem 2023 in eine Rezession zu stürzen.

Inzwischen liegen zwar diverse Abschätzungen für das Ausmaß einer solchen Rezession vor. Doch wirklich seriös berechnen ließen sich die BIP-Einbußen nicht. An dieser Stelle wirken zahlreiche Nicht-Linearitäten. Die Mengeneffekte lassen sich nicht final mit den üblichen Input-Output-Beziehungen oder Preiselastizitäten abschätzen. Denn anders als bei Preisänderungen, auch sehr starken, geht es jetzt nicht nur um Verknappung und Verteuerung, sondern um die handfeste harte Nicht-Verfügbarkeit. Welche Lieferketten als Resultat über mehrere Stufen letztlich zusammenbrechen würden, lässt sich nicht komplett auf dem Radarschirm vorwegnehmen. Eine Vorwarnung bezüglich dessen, wie sehr sich Vorprodukt-Engpässe auswachsen können, gibt die Lieferengpass-Story, wie wir sie schon im Laufe des letzten Jahres beobachten konnten.

Der vollständige Gaslieferstopp wurde bisher von beiden Seiten vermieden. Er unterliegt aber gleichwohl einem intensiven Pokerspiel zwischen den westlichen Abnehmerländern und Russland. Es gab bereits Liefereinstellungen an einzelne osteuropäische Länder (zuerst Polen und Bulgarien, dann als Abstrafung des NATO-Beitritts gesuchs auch Finnland, zuletzt die Niederlande), einen zeitweise



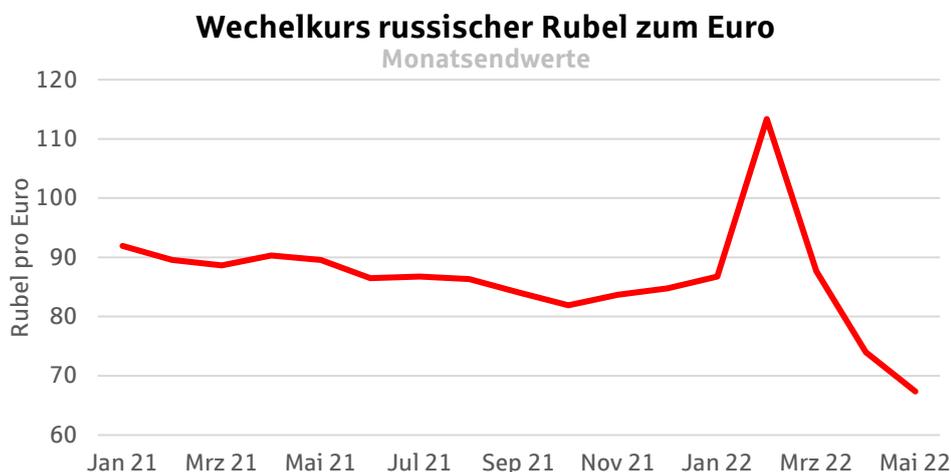
Nicht-Linearitäten und viele indirekte Effekte machen Folgen eines Gaslieferstopps kaum kalkulierbar

stockenden Transit durch die Ukraine sowie das Hantieren Russlands mit vertraglichen Details. So hat Russland eine Gegensanktionsliste vorgelegt, mit welchen Unternehmen man nicht mehr handeln werde, darunter teils die unter westliche Kuratel gestellten Vertriebs- und Lagerstätten-Töchter russischer Energiekonzerne in Deutschland und anderen europäischen Ländern. Wie konsequent diese Gegenmaßnahmen umgesetzt werden, bleibt abzuwarten.

Rubel an den Devisenmärkten einstweilen erholt

Das jüngste vertragliche Vorgehen im Zusammenhang mit den Gaslieferungen ähnelt dem Geplänkel vom April um die Zahlungsmodalitäten einer von russischer Seite geforderten Abwicklung in Rubel. Diese Forderung erschien erst als ein großes Hindernis, weil im Westen kaum verfügbare Rubel am Markt umlaufen. Letztlich wurden dann aber pragmatische Wege gefunden.

Tatsächlich hat sich der russische Rubel an den Devisenmärkten seither sehr stark erholt nach dem vorangegangenen Absturz direkt nach Kriegsausbruch. Zuletzt hat der Rubel sogar in Form einer Aufwertung über das Vorkriegsniveau übergeschossen.



Quelle: Statista, WSJ

Diese Entwicklung verblüfft auf den ersten Blick. Sie will nicht so recht zu dem für Russland katastrophalen Kriegsverlauf und den immer weiter angezogenen Sanktionen des Westens passen. Tatsächlich ist dieser Wechselkurs kein echter Marktpreis, sondern Ergebnis eines engen und vielen Eingriffen unterliegenden Systems. Die wenigen noch Exporterlöse erzielenden russischen Unternehmen müssen Teile ihrer Deviseneinnahmen zentral abliefern. Und auch die Bürger sind in der Verwendung von Währungen nicht frei. Der Wechselkurs ist kein einhelliger Beleg von Stärke.

Der Erholungstrend ist allerdings auch zu einem gewissen Teil mit den Handelsrelationen fundamental erklärbar: Importe und Exporte Russlands sind mengenmäßig beide stark eingebrochen. Die nominalen Werte haben sich aber unterschiedlich entwickelt. Exporte des Westens nach Russland sind sehr schnell fast vollständig zum Erliegen gekommen. Viele Unternehmen haben sich auch über die Sanktionsvorgaben hinaus weitgehend aus dem russischen Markt zurückgezogen. Bereits im März, dem Monat, für den nach Ländern aufgeschlüsselte Handelsdaten vorliegen, sind die Exporte aus Deutschland nach Russland um 58,7 Prozent gegenüber dem Wert ein Jahr zuvor eingebrochen. Der Trend dürfte sich im April und Mai noch stärker fortgesetzt haben. Für Importe braucht Russland – unfreiwillig – also derzeit kaum Devisen aufzuwenden.

*Rubel-Aufwertungen
auch mit den bisher
asymmetrisch betroffenen
Handelsströmen erklärbar*

Dagegen fließen die Einnahmen aus den russischen Exporten, vorwiegend für Rohstoffe und Energie, noch teilweise weiter. Zwar sind auch auf dieser Seite der Handelsströme die Volumina sehr stark eingebrochen und werden mit jeder Sanktionsrunde und erfolgreichen Substitutionsanstrengungen weiter in die Zange genommen. Doch aufgrund der stark gestiegenen Preise sind die Erlöse nominal zunächst noch einmal aufgebläht. Die Exporterlöse blieben für Russland somit erst einmal robuster als die Importausgaben. Spiegelbildlich zeigt sich dies in der Handelsbilanz des Euroraums, die im März ein so großes Monatsdefizit aufgewiesen hat wie noch nie seit Bestehen der Währungsunion. Kurzfristig profitiert der Rubel von diesen Veränderungen des Devisenangebots und der Devisennachfrage aus dem Handel.

Die einstweilige Aufwertung des Rubels ist für den angestrebten Weckruf an die russische Bevölkerung und für die preisliche Spürbarkeit der Sanktionen bedauerlich. Das Signal der Sanktionen kommt zwar dennoch an, sei es über die Nicht-Verfügbarkeit von westlichen Waren oder über die auch ohne die Abwertung eintretenden Verteuerungen. Doch mit einer Abwertung, so wie in der Erstreaktion der Devisenmärkte im März erlebt, wäre der Hebel sicher noch größer.

Mit zunehmender Dauer der Sanktionen und mit Fortschreiten des Ersatzes bei den Energielieferungen dürfte sich der Terms-of-Trade-Effekt wieder umdrehen und der Rubel dann erneut unter Druck geraten.

Globale Lieferketten weiter angespannt – auch aus anderen Gründen als dem Krieg

Auch der Westen selbst und Deutschland leiden unter Lieferengpässen und Nicht-Verfügbarkeiten, und zwar weiterhin auch ganz unabhängig von der Kriegsthematik. Die deutsche Autoproduktion wurde für den März als um 20 Prozent unter dem Vorjahresmonat liegend gemeldet. Grund ist dort immer noch der altbekannte Chipmangel. Die Breite und Dauer der diversen Engpässe überraschen weiter mit negativen Nachrichten.

Ein Grund für die sich weiterhin nicht entspannende Lage sind die Lockdowns in China, vor allem derjenige in Shanghai. In Shanghai selbst begannen zuletzt erste Öffnungsschritte. Aber andere Städte und Regionen drohen bei andauernder Pandemie mit ähnlichen Maßnahmen zu folgen. Die Lage in China erinnert uns über den weiten geografischen Umweg daran, dass die Corona-Pandemie immer noch nicht vorüber ist. Während sich die Lebenslage und der Konsum in Europa und in Amerika zusehends normalisieren, ist China hier noch in einer ganz anderen Phase. Obwohl das Virus ursprünglich von dort stammt, gelang es China über zwei Jahre, mit deutlich geringeren Infektionszahlen durch die Pandemie zu kommen. Aber am Ende scheint das mit der Omikron-Variante nicht mehr zu gelingen, selbst mit den härtesten Maßnahmen, die in einer freiheitlichen Gesellschaft gar nicht vorstellbar wären. China hat noch vor sich, was andere Länder bereits durchlitten haben. Die Grundimmunisierung in der Bevölkerung sowie der quantitative und qualitative Impfschutz sind in China nicht auf dem gleichen Stand wie in den westlichen Industrieländern.

Im April sind Industrieproduktion und Einzelhandelsumsätze in China deutlich eingebrochen. Die chinesische Notenbank hat vor diesem Hintergrund ihre Politik gelockert – im Gegenlauf zum Trend unter praktisch allen anderen Notenbanken weltweit.

Wichtige Knoten der globalen Industrieproduktion und der Export- und Transport-Infrastruktur, vor allem die Häfen, sind in China nun schon seit Wochen lahmgelegt. Der Lieferrückstau von dort kommt mit der rund sechs Wochen umfassenden Wirkungsverzögerung der Dauer der Transportwege nun in Europa an.

*Shanghai im Lockdown –
Güterflüsse im Stau*

Das Thema Lieferengpässe bleibt uns also erhalten – in einem sehr ungünstigen Zusammenwirken von Pandemie und Krieg.

Preisdruck ist weiter ungebremst und gewinnt an Breite

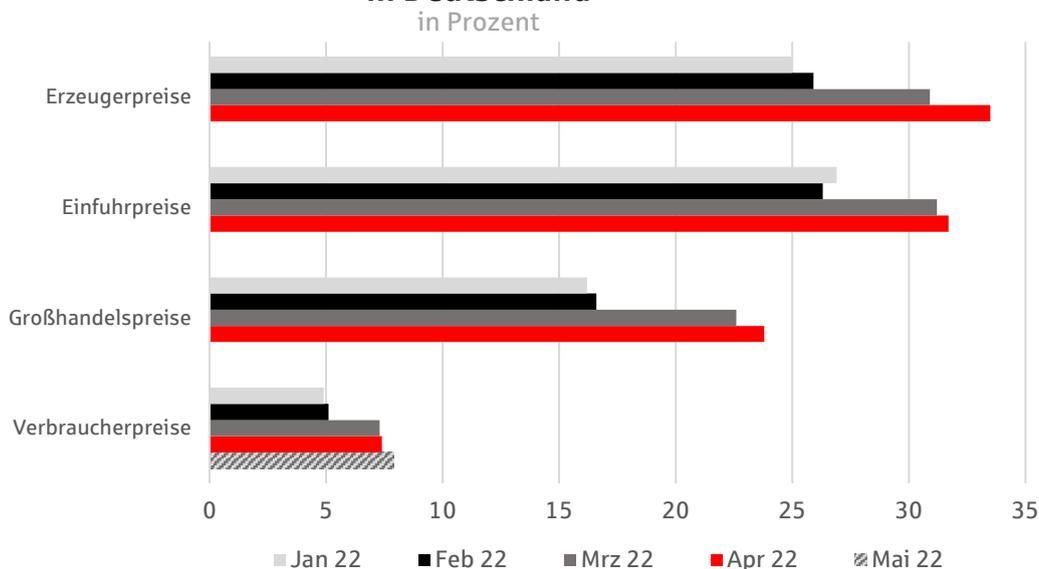
Dies macht sich auch in den Inflationsraten weiter deutlich bemerkbar. Bei den Energiepreisen hat die Entwicklung eine Spitze erreicht und könnte sich nun abflachen und in den nächsten Monaten schon aufgrund von Basiseffekten in den Jahresraten sogar ein Stück zurückbilden. Denn in der zweiten Jahreshälfte 2021 setzten dort bereits die Preisanstiege ein.

Dafür gewinnt der Preisdruck zuletzt an Breite. Die Kernraten folgen inzwischen der zuerst von Energie und Rohstoffen angeführten Dynamik und holen schrittweise auf. Fast alle Güterkategorien liegen inzwischen über der Zielmarke. Im Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) lag die eng abgegrenzte Kernrate ohne Energie, Lebensmittel, Tabak und Alkohol im April im Euroraum bei 3,5 Prozent, in Deutschland bei 3,9 Prozent. Beide Raten haben sich seit Januar um mehr als einen Prozentpunkt beschleunigt. Auch die Kernraten liegen jetzt weit über der Zielmarke der Europäischen Zentralbank, die Headline-Raten ohnehin.

Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) ist in Deutschland nach der ersten Schätzung für den Monat Mai sogar mit einer Jahresrate von 8,7 Prozent gestiegen, also noch stärker als in dem in der untenstehenden Grafik angeführte Verbraucherpreisindex nach nationaler Definition mit gleichwohl bereits hohen 7,9 Prozent. Dass weiterer Preisdruck in der Pipeline steckt, der noch gar nicht auf der Verbraucherebene angekommen ist, zeigt ein Blick auf die vorgelagerten Wertschöpfungsstufen. Einfuhrpreise, Erzeugerpreise und Großhandelspreise steigen allesamt nicht nur mit zweistelligen Raten, sondern lagen zuletzt teils sogar über 30 Prozent.

Preisanstiege inzwischen bei den meisten Güterkategorien über Ziel

Preissteigerungen gegenüber dem Vorjahresmonat in Deutschland



Quelle: Destatis

Geldpolitik muss handeln – vor der Zinswende im Euroraum

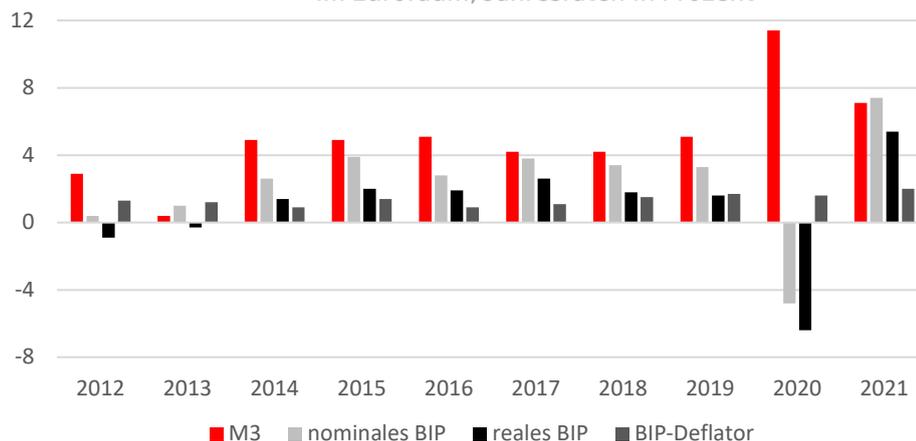
Die Inflation ist kein deutsches Spezialthema, sondern ein global weit verbreitetes Phänomen. Im Euroraum insgesamt lag die Erstschätzung für die Verbraucherpreise im Mai bei einer Jahresrate von 8,1 Prozent. In einigen Ländern ist die Entwicklung noch dramatischer (z. B. in den baltischen Staaten, dort natürlich auch überlagert von Einflüssen aus deren geographischer Lage).

Um diese aus dem Ruder laufende Entwicklung einzudämmen, muss die Geldpolitik dringend wieder vor die Kurve des Handelns kommen. Im Euroraum gibt es sogar immer noch Negativzinsen! Das passt überhaupt nicht zu dieser überbordenden Inflationslage.

Die Notenbanken können zwar die realen Knappheiten nicht verändern. Höhere Zinsen öffnen weder die Häfen in Shanghai noch in Odessa. Doch die Inflationsdynamik ist inzwischen zu stark und zu breit, um durch diese Entwicklungen noch „hindurchsehen“ zu wollen. Zweitrundeneffekte setzen ein bis hin zu steigenden Löhnen, denn auch Arbeitskräfte sind knapp. Die Inflationserwartungen steigen. Gas, Öl, Bauholz, Halbleiterchips, Metalle, Schiffstransporte, Weizen etc. sind allesamt knapp. Nur Geld ist überhaupt nicht knapp.

Das Finanzsystem ertrinkt in Überschussliquidität, und die Haushalte verfügen aus den coronabedingten Nicht-Konsummöglichkeiten der letzten Jahre über hohe Ersparnisse. Das Geldmengenwachstum im Euroraum war zwar zuletzt nicht mehr ganz so stark wie noch vor einigen Jahren mit damals zeitweise zweistelligen Raten. Im März waren es gemessen an M3 noch 6,3 Prozent. Aber auch das ist für eine aus angebotsseitigen Gründen in Stagnation gefangene Wirtschaft recht viel.

Geldmengen, reales Wachstum und Inflation im Euroraum, Jahresraten in Prozent



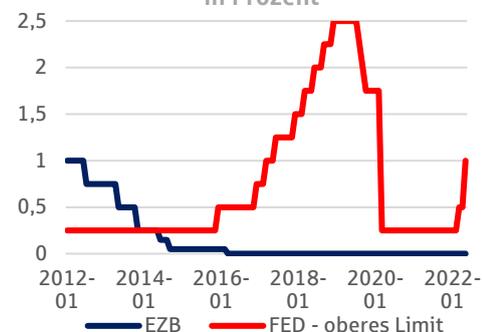
Quelle: Eurostat, EZB

Der in den letzten Jahren mit einer aggressiven expansiven Geldpolitik, mit Negativzinsen und Quantitative Easing sehr weit geschneiderte Geldmantel hat sehr lange nicht seinen Weg in eine realwirtschaftliche Wirkung gefunden. Deshalb haben die Notenbanken sehr lange immer mehr Gas gegeben. Doch es bedarf in einer solchen Situation nur eines Funkens, um irgendwann dann doch eine Inflation zu entzünden. Und die Schock-Abfolge von Pandemie und einem großen Krieg war weit mehr als nur ein Funke. Sie stellt ein regelrechtes Feuerwerk dar.

Wir erwarten, dass die EZB dem Kurs anderer Notenbanken, insbesondere der amerikanischen Federal Reserve, die das Steuer bereits sehr entschlossen herumgerissen hat, folgt. Auf der EZB-Ratssitzung am 9. Juni 2022 dürfte sie zunächst das Ende der Netto-Zukäufe in den Ankaufprogrammen beschließen. Danach könnte sie im Juli gesichtswahrend mit dem kleinstmöglichen Zeitabstand der vorab angekündigten Reihenfolge des Instrumenteneinsatzes mit einer Leitzinsmaßnahme folgen. Das Ende des (nominalen) Negativzinses ist nahe.

Auch der Wechselkurs hatte den Handlungsdruck für die EZB im Mai verschärft. Wegen des Rückstandes in der zinspolitischen Wende hatte der Euro ein gutes

Leitzinsen in Prozent



Quelle: Bundesbank, Fred

Stück von über 1,20 USD/EUR auf zwischenzeitlich rund 1,05 USD/EUR abgewertet. Diese Abwertung des Euro verstärkt bei Gütern, deren Marktpreise auf dem Weltmarkt in anderen Devisen abgerechnet werden, über teurere Importe zur Unzeit noch den Inflationsdruck in unserer Währung.

Schwacher Außenwert des Euro verschärft die Lage

Natürlich würde das dann bei weiteren Zinsschritten eine allmähliche Verschärfung der Finanzierungsbedingungen für die Wirtschaft bedeuten. Dieses Anziehen der Zügel ist aber unausweichlich, um die Inflationsdynamik zu brechen. Die Finanzierungsbedingungen bleiben jedoch immer noch relativ günstig. Und in Betrachtung als Realzins (Nominalzins minus Inflationsrate) sind die Zinsen noch auf absehbare Zeit so niedrig, so stark negativ wie noch nie.

Er ist auch Ausdruck der Zögerlichkeit der EZB

Die Finanzmärkte hatten sich in den letzten Wochen angesichts der vielfältigen Anspannungen zunehmend dünnhäutiger gezeigt. An den Rentenmärkten sind die notwendigen Zinstrends bereits teilweise vorweggenommen. Die Rendite von Bundesanleihen mit zehnjähriger Laufzeit hat sich über der Ein-Prozent-Marke eingependelt, Tendenz weiter steigend. Das sind bereits jetzt immerhin rund 1,5 Prozentpunkte mehr als noch im letzten Sommer, als auch der Zehnjahreszins noch negativ war. Die Spreads von etwas risikoreicheren Anleihen (von anderen Ländern bzw. von Unternehmen) haben sich zusätzlich zum generellen Zinstrend ein Stück ausgeweitet, aber noch nicht zu unbeherrschbaren gefährlichen Niveaus.

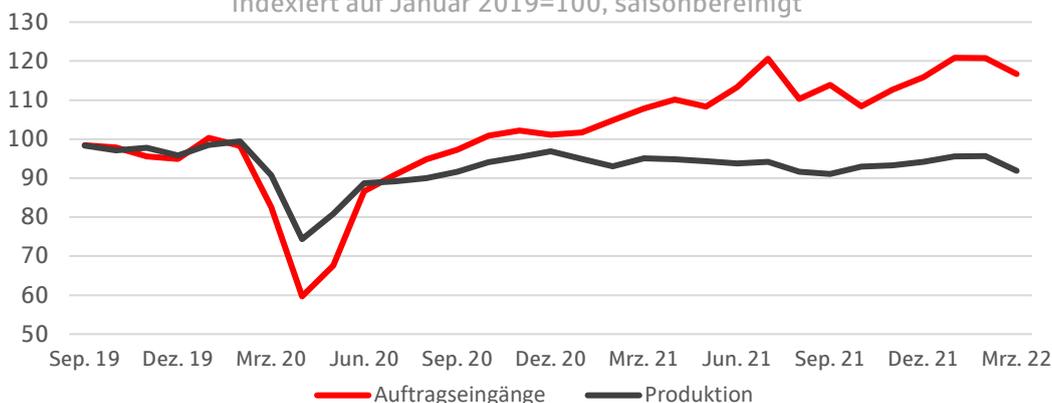
Die Aktienmärkte agierten in den letzten Wochen ebenfalls etwas nervöser. Die ersten starken Kursrückgänge direkt nach Kriegsausbruch wurden in der zweiten Märzhälfte recht schnell wieder aufgeholt. Seither bröckeln die Kurse eher wieder ab und zwar sowohl in Europa, den USA und Japan als auch aus anderen landesspezifischen Gründen in China. Die Märkte kommen zunehmend zu der Überzeugung, dass uns der multiple Schock aus Krieg, Engpässen, Inflation und Wachstumsschwäche noch länger erhalten bleibt.

Konjunktur im Jahresverlauf 2022

Tatsächlich ist der Wachstumsjahrgang 2022 inzwischen weitgehend abgeschlossen. Dabei ist die Gütermarkt-Nachfrage weiter gut. In den wiedereröffnenden Dienstleistungsbranchen – im Tourismus und in der Gastronomie – kehren die Konsumenten mit großer Zahlungsbereitschaft zurück. Hier trägt die Story vom Post-Corona-Boom. Doch gesamtwirtschaftlich schlägt der gute Trend in diesen Sektoren nur begrenzt durch. Die geschilderten vielfältigen Belastungen bremsen die Entwicklung in anderen Bereichen ab.

Auftragseingänge und Produktion im Verarbeitenden Gewerbe, Deutschland

Indexiert auf Januar 2019=100, saisonbereinigt



Quelle: Destatis

Dabei ist auch in der Industrie die Nachfrage weiter recht gut. Das gilt auch immer noch für die Auftragseingänge. Wir hatten in den vorangegangenen Ausgaben dieser Reihe schon mehrfach die vorstehende Abbildung der auseinanderlaufenden Schere zwischen Aufträgen und Produktion in Deutschland gezeigt. Am aktuellen Rand hat sich diese Schere leicht geschlossen, allerdings leider nicht in der erhofften Richtung. Die Produktion folgte nicht den Aufträgen nach oben, sondern umgekehrt korrigierten die Auftragseingänge nach unten.

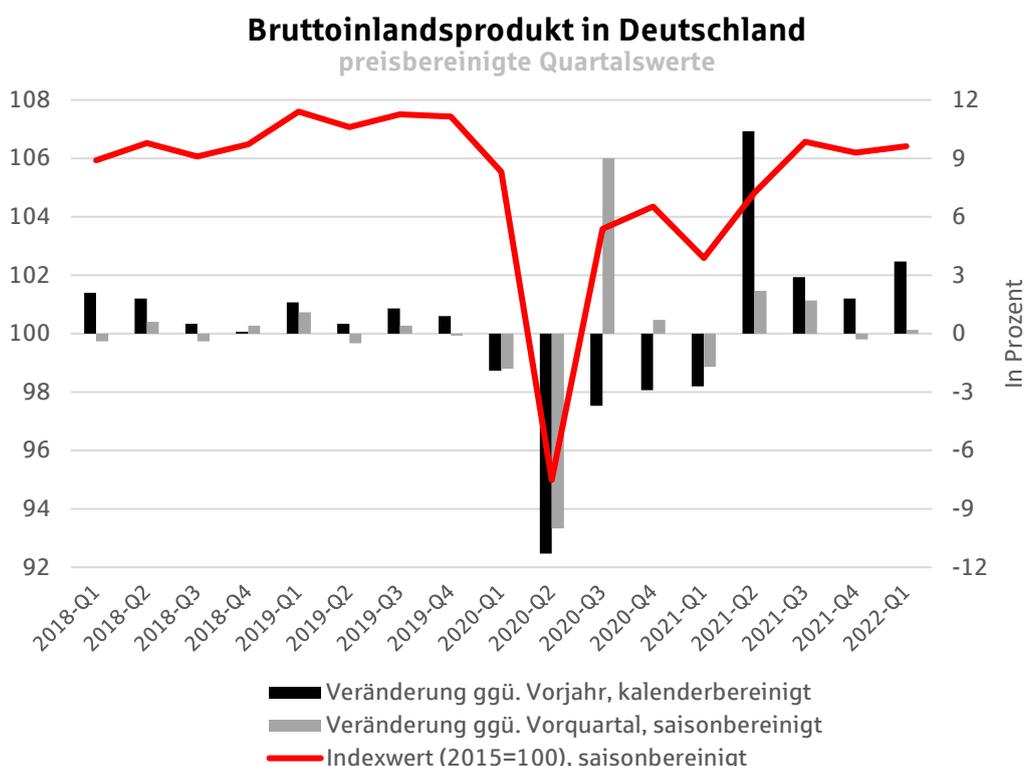
Weiterhin Charakter eines Angebotsschocks

Es kann noch nicht abschließend gesagt werden, ob das daran liegt, dass die Besteller die Hoffnung aufgegeben haben, die geordneten Güter noch zu erhalten, und sie sich nicht in einer immer länger gewordenen Warteschlange anstellen wollen – die Bestände und zeitlichen Reichweiten an Aufträgen sind per März immer noch gestiegen. Das ifo Institut beziffert basierend auf Unternehmensumfragen die durchschnittliche Auftragsreichweite auf viereinhalb Monate, das Statistische Bundesamt nennt für das gesamte Verarbeitende Gewerbe sogar Auftragsbestände von acht Monaten.

Oder ist der Rückgang der Auftragseingänge eine Reaktion auf die erheblichen Preisanhebungen? Das würde zwar die Wachstumsaussichten dämpfen, wäre aber verständlich und in gewissem Sinne auch eine gesunde Reaktion. Nur wenn Angebot und Nachfrage elastisch reagieren, können sich Gleichgewichte einstellen. Man sollte die Preise flexibel ihre Allokations- und Steuerungsfunktion erledigen lassen.

Das gilt auch für die hohen Energiepreise. Sie sorgen für sparsameres Verhalten der Verbraucher und führen zum Ausschauhalten nach Alternativen. Steigende Preise sind unangenehm, kosten Kaufkraft und Wohlstand, sind aber zugleich auch ein Teil der Lösung bei auftretenden Knappheiten. Die Wirtschaftspolitik sollte deshalb bei allem verständlichen Willen, die Bürger zu entlasten, nicht mit Instrumenten reagieren, die die flexible Preisanpassung zu sehr eibebnen.

Allokationsfunktion veränderter relativer Preise zulassen



Quelle: Destatis

Der Rückgang von Produktion und Aufträgen im März ist in jedem Fall eine Bürde für die Aussichten des zweiten Quartals und den weiteren Jahresverlauf, da die Belastungen bekanntermaßen auch in den noch nicht mit Daten belegten Monaten andauern.

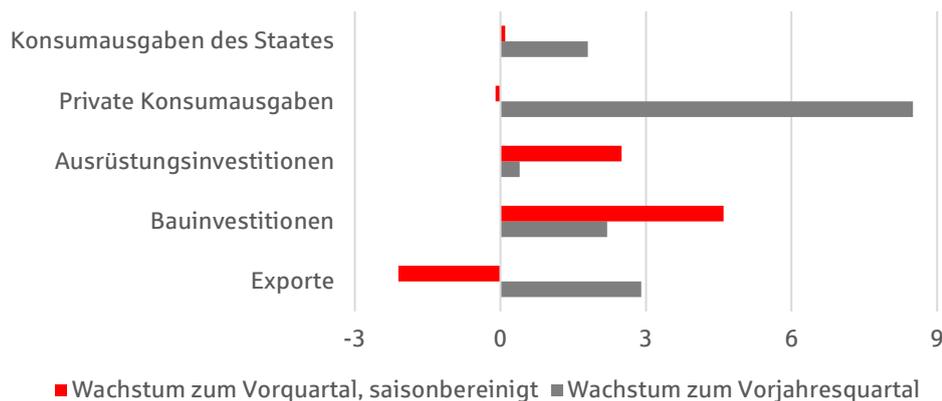
In der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung des ersten Quartals 2022 hat sich der März – die Zeit nach dem Kriegsausbruch – bereits anteilig niedergeschlagen. Die Monate Januar und Februar waren von den Höchstständen bei den Infektionszahlen der Omikron-Welle gezeichnet. Vor diesem Hintergrund ist es erstaunlich und erfreulich, dass sich das deutsche BIP im Auftaktquartal immerhin knapp über die Nulllinie gerettet hat.

Das saisonbereinigte reale Wachstum gegenüber dem Schlussquartal 2021 wurde mit +0,2 Prozent ausgewiesen. Eine im vergangenen Winter bereits drohende rechnerische technische Rezession nach dem leichten Rückgang im vierten Quartal selbst wurde also knapp vermieden. Dennoch war das letzte halbe Jahr insgesamt schwach, de facto eine Stagflation.

Stagnation über den vergangenen Winter

Verwendungskomponenten des BIP im ersten Quartal 2022

in Prozent

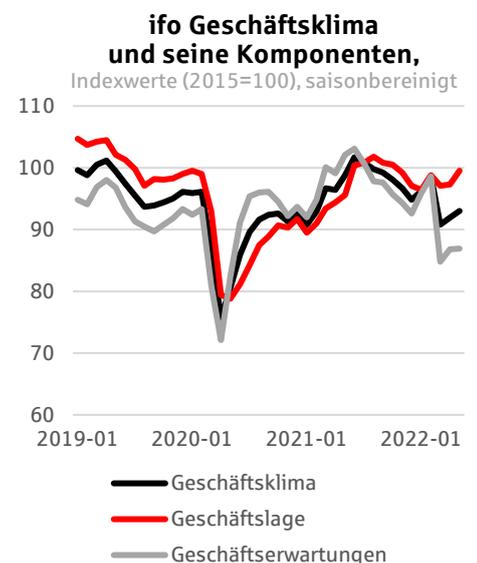


Quelle: Destatis

Dass das Vorjahresquartal im ersten Jahresviertel preis- und kalenderbereinigt um 3,8 Prozent übertroffen wurde, lag ausschließlich an der Erholung im Sommer 2021. Das deutsche BIP bewegte sich damit zuletzt aber real weiter unter dem Vor-Corona-Niveau von 2019 – anders als in den meisten Schwellenländern und auch in einigen Industrieländern (USA, UK, Frankreich).

Zuletzt, im direkten Vorquartalsvergleich, belastete der Außenhandel die BIP-Entwicklung. Bei der Inlandsnachfrage stützten vor allem die Investitionen. Sie haben aber auch noch am meisten gegenüber dem Vorkrisenniveau aufzuholen, vor allem die Ausrüstungsinvestitionen. Im Vorjahresvergleich trug vor allem der private Konsum das Wachstum. Die Sparquote normalisiert sich allmählich.

Für das zweite, von Krieg und Inflation beherrschte Quartal, sind die ersten vorliegenden Monatsindikatoren wenig überraschend ebenfalls nicht sehr vielversprechend ausgefallen. Für das Quartals-BIP im zweiten Viertel wird nicht viel zu erwarten sein.



Quelle: ifo

Die meisten Prognosen der einschlägigen Institutionen nehmen deshalb ihre Wachstumszahlen für das Gesamtjahr mehr und mehr zurück. Das IW Köln hat zuletzt am 20. Mai einen Wert von 1,75 Prozent für das deutsche Wachstum im Gesamtjahr 2022 genannt. (Eine Übersicht über weitere aktuelle BIP-Prognosen liefert der Anhang B.)

Wenn man bedenkt, dass 1,1 Prozentpunkte des Jahreswachstums bereits mit dem statistischen Überhang von 2021 erklärt sind und das erste Quartal die genannten 0,2 Prozent erbracht hat, dann bleibt in dieser Wachstumsausschau nicht viel Raum für Wachstumsdynamik im Jahresverlauf.

Der schon so oft erhoffte Post-Corona-Aufschwung vertagt sich einmal mehr. Gründe dafür gibt es leider in der geschilderten ungünstigen Kombination von Schocks genug. Völlig abgesagt ist der Aufschwung allerdings nicht. Das Einsetzen wird jetzt eher für Ende 2022 veranschlagt.

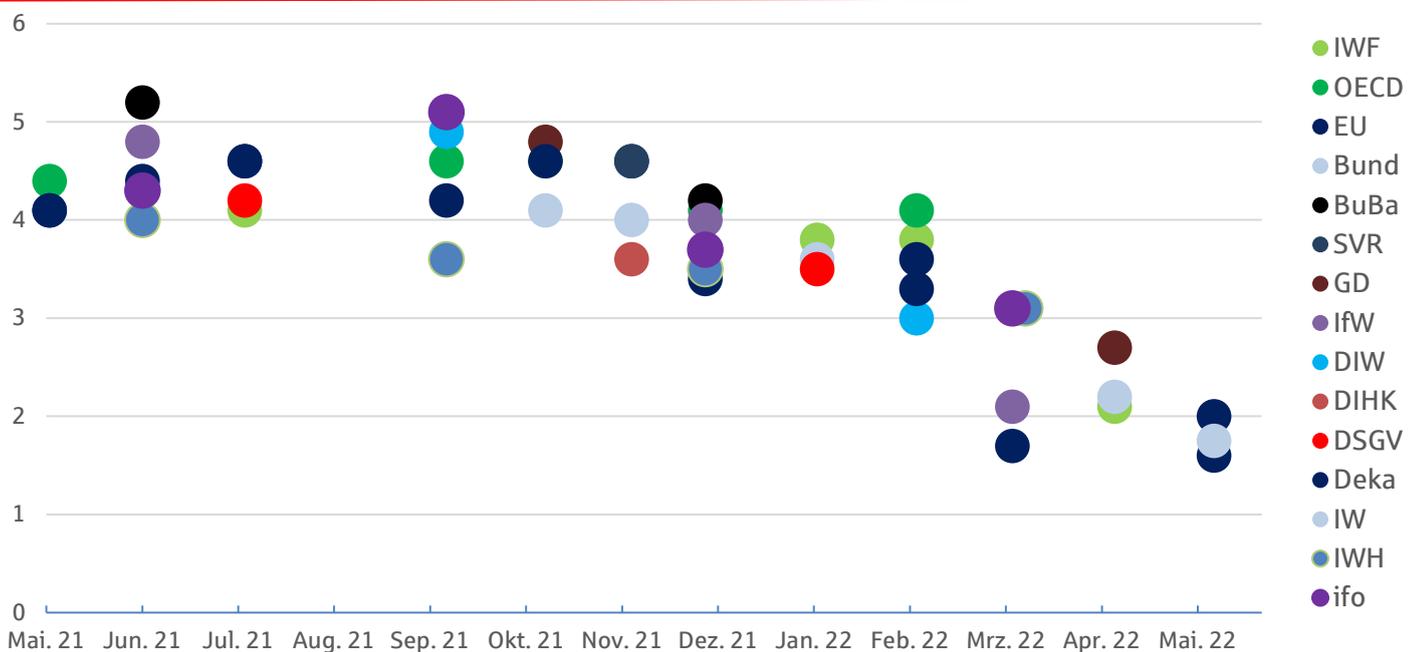
Die Stimmungsindikatoren haben sich nach den Einbrüchen direkt nach Kriegsausbruch sogar ein Stück erholt, bemerkenswerterweise vor allem wegen einer immer noch recht guten Einschätzung der aktuellen Situation. Positiv bleibt außerdem zu verzeichnen, dass die Beschäftigungslage, die Ertragslagen der meisten Unternehmen und die Staatsfinanzen sich bisher als sehr robust in dieser Stagflationslage erweisen.

A. Wachstum der Weltwirtschaftsregionen, Veränderung zum Vorjahr

	2020	2021	2022*	2023*
Welthandelsvolumen	-7,9%	10,1%	5,0%	4,4%
BIP – Welt	-3,1%	6,1%	3,6%	3,6%
USA	-3,4%	5,7%	3,7%	2,3%
Japan	-4,5%	1,6%	2,4%	2,3%
China	2,2%	8,1%	4,4%	5,1%
Euroraum	-6,4%	5,4%	2,8%	2,3%
Deutschland	-4,6%	2,9%	2,1%	2,7%

* Prognosen des Internationalen Währungsfonds vom April 2022

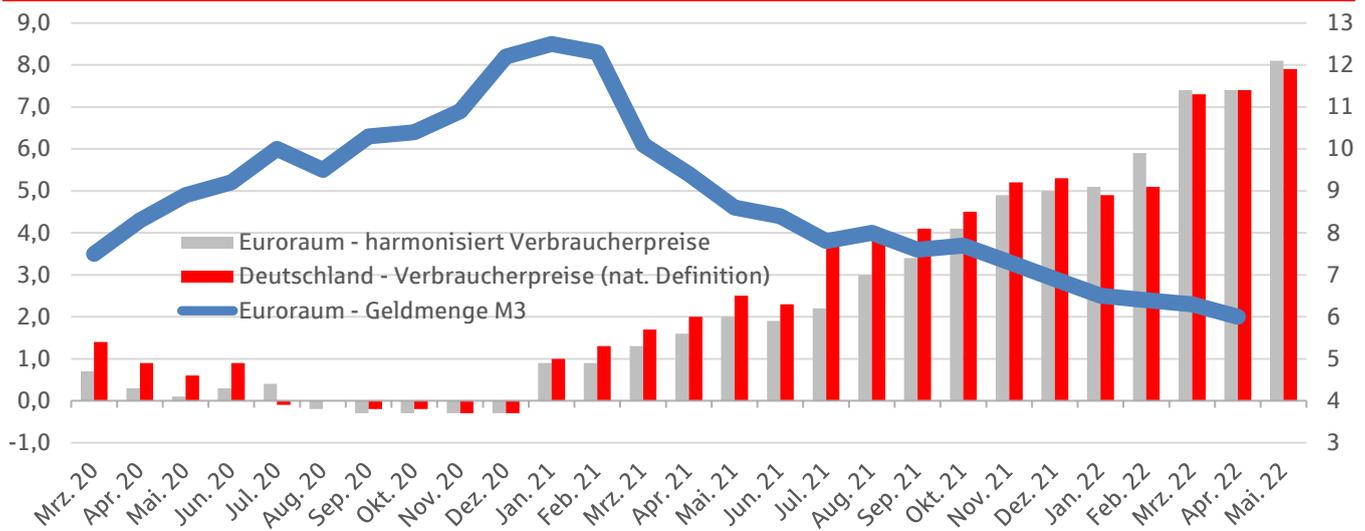
B. Prognosen für das Wirtschaftswachstum in Deutschland für 2022, in %



C. BIP im Euroraum und in Deutschland

	Jahr 2021	Q II - 2021	Q III - 2021	Q IV - 2021	Q I - 2022
	real ggü. Vorjahr	reale Veränderung zum Vorjahresquartal und saisonbereinigte reale Veränderung zum Vorquartal			
Euroraum BIP	+5,4%	+14,9%	+4,1%	+4,5%	+5,1%
Deutschland BIP	+2,9%	+10,4%	+2,9%	+1,8%	+1,8%
Privater Konsum	+0,1%	+6,5%	+1,4%	+2,6%	+3,3%
Bruttoanlageinvestition	+1,5%	+8,7%	+0,1%	-1,5%	-2,2%
Exporte	+9,9%	+27,6%	+7,5%	+8,2%	+6,9%
		+2,2%	+1,7%	-0,3%	-0,3%
		+3,7%	+6,0%	-1,8%	-1,3%
		+1,3%	-2,9%	+0,5%	0,0%
		+1,1%	+0,0%	+4,8%	+3,8%
		Niveau, nicht Veränderungsrate; Quartalszahlen saisonbereinigt			
Sparquote	15,0%	16,8%	11,9%	12,5%	11,5%

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



E. Monatliche Konjunkturindikatoren Deutschland

	Januar	Februar	März	April	Mai
Preise (nationale Definition)					
		Veränderung zum Vorjahresmonat			
Verbraucherpreise	4,9%	5,1%	7,3%	7,4%	7,9%
– Ohne Nahrungsmittel und Energie (Kerninflation)	2,9%	3,0%	3,4%	3,8%	-
Erzeugerpreis gewerblicher Produkte	25,0%	25,9%	30,9%	33,5%	-
Einfuhrpreise	26,9%	26,3%	31,2%	31,7%	-
Stimmungsindikatoren					
ifo-Geschäftsklimaindex	96,2	98,7	90,8	91,9	93,0
ZEW-Konjunkturerwartung	51,7	54,3	-39,3	-41,0	-34,3
Auftragseingang					
		Veränderung zum Vorjahresmonat			
Verarbeitendes Gewerbe	11,3%	4,3%	-3,0%	-	-
aus dem Inland	9,9%	2,2%	-3,6%	-	-
aus dem Ausland	12,2%	5,7%	-2,7%	-	-
Investitionsgüterproduzenten	15,9%	7,4%	2,9%	-	-
Produktion					
		arbeitstäglich bereinigte Veränderung zum Vorjahresmonat			
Produzierendes Gewerbe insgesamt	1,1%	3,1%	-3,5%	-	-
davon Bau	11,7%	9,3%	-0,4%	-	-
davon Industrie	-0,4%	1,5%	-4,0%	-	-
Außenhandel					
		Veränderung zum Vorjahresmonat			
Export	11,4%	14,5%	8,5%	-	-
Import	26,1%	25,0%	22,6%	-	-
Arbeitsmarkt					
		Stand der Quote bzw. Veränderung zum Vorjahresmonat in 1000			
Arbeitslosenquote	5,4%	5,3%	5,1%	5,0%	-
Arbeitslose	-439	-476	-465	-462	-
Erwerbstätige (mit Arbeitsort im Inland)	628	698	735	-	-
Sozialversicherungspflichtige Beschäftigte	656	720	-	-	-

F. Rohstoff-, Devisen- und Finanzmärkte

	Januar	Februar	März	April	2. Juni
Ölpreis Brent in US \$	86,51	97,13	117,25	104,58	115,13 (30.)
Wechselkurse					
US-Dollar / EUR	1,1314	1,1342	1,1019	1,0819	1,0692
Japanische Yen / EUR	130,01	130,66	130,71	136,61	138,72
Aktienmärkte					
Deutscher Aktienindex DAX, Monatsende	15.471	14.461	14.414	14.097	14.485
Veränderung zum Vorjahresmonat	13,17%	4,67%	-3,96%	-6,86%	-
Geld- und Kapitalmarktzinsen					
Tagesgeld (€STR)	-0,578%	-0,577%	-0,579%	-0,584%	-0,582% (1.)
1-Monatsgeld (EURIBOR)	-0,57%	-0,55%	-0,54%	-0,54%	-0,54% (1.)
3-Monatsgeld (EURIBOR)	-0,56%	-0,53%	-0,50%	-0,45%	-0,34% (1.)
Umlaufrendite von Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren	-0,08%	0,15%	0,57%	0,82%	1,22%
Zinsen der Kreditinstitute, im Neugeschäft					
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	0,09% 0,17%	-0,07% 0,16%	0,11% 0,19%	- -	- -
Unternehmenskredite bis 1 Mio. € über 5J in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	1,44% 1,47%	1,45% 1,40%	1,53% 1,46%	- -	- -

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

3. Juni 2022

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>