



## Mehr als Stagflation ist im Moment kaum erreichbar

**Abwärtsrisiken dominieren das Geschehen auf den Weltmärkten. Die Spätphase der Pandemie, Krieg, Energiemangel, Lieferengpässe, De-Globalisierung und neue geopolitische Krisen wirken unheilvoll zusammen. Derweil erklimmt die Inflation immer neue Rekordstände.**

Vor diesem Hintergrund haben die Chefvolkswirte der Sparkassen-Finanzgruppe im Sommer 2022 ihre neue „Gemeinsame Prognose“ erstellt. Für das zweite Halbjahr 2022 und für 2023 sehen sie im Hauptszenario für Deutschland eine Stagnation voraus. Bei sich verschärfendem Gasmangel droht eine Rezession. Nur der Arbeitsmarkt erweist sich in dieser Krisenserie weiter als sehr robust. Der (Fach-)Kräftemangel bleibt bestehen.

Lohndruck erhöht weiter die Gefahr einer sich verfestigenden Inflation. Die Bürger von deren Effekten abzuschirmen, wird nur in wenigen Härtefällen möglich sein. Zu breit angelegte „Entlastungen“ drohen dagegen die Inflationsdynamik noch zu verstärken. Interventionen gegen Preissignale reduzieren immer auch die sinnvolle Sparsamkeit bei knappen Ressourcen. Das Konsumniveau „normal“ aufrecht zu erhalten, wird kaum möglich sein. Bei verschlechterten Terms of Trade wird das Land unweigerlich ärmer.

Berlin, 6. September 2022

**Autor:**

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

# Mehr als Stagflation ist im Moment kaum erreichbar

## Diverse akute und dauerhafte Problemlagen wirken weiter zusammen

Immer neue Krisen und Konfliktherde gesellen sich zu der bereits vielfältigen Belastungslage. Corona ist noch nicht überwunden, da breiten sich bereits neue Infektionskrankheiten aus. Zu den Lieferengpässen und dem Krieg in Osteuropa traten in den letzten Wochen weitere geostrategische Brennpunkte, sei es im Nahen oder im Fernen Osten. Die Spannungen um die Taiwanstraße hätten bei einem tatsächlich kriegerischen Aufflammen das Potenzial, den Welthandel noch viel stärker zu erschüttern, als es die bereits stattfindenden Kriege schon tun. Das gilt nicht nur wegen der herausragenden Rolle Taiwans bei der Produktion von Halbleiter-Chips, deren Knappheit bekanntlich bereits seit über einem Jahr viele Industrieproduktionen beschränkt. Es geht vielmehr generell um die starke Verflechtung Chinas mit der gesamten Weltwirtschaft, die einen erheblichen Schock erfahren könnte. Zudem scheint in der Volksrepublik China auch die Binnen-Wirtschaftslage nicht mehr so robust und wachstumsstark zu sein wie aus den letzten beiden Jahrzehnten gewohnt. Spannungen im chinesischen Finanz- und Bausektor sind ebenfalls nicht auszuschließen.

Gleichzeitig zeigt das große langfristige Schicksalsthema der Menschheit, der Klimawandel, in diesem Sommer an vielen Stellen, welche Effekte bereits wirksam sind. Hitzewellen, Gletscherschmelze und Trockenheit erreichen Rekordwerte. Waldbrände wüteten in weiten Teilen Europas und in anderen Regionen der Welt. Der Rhein führte in diesem Sommer besonders wenig Wasser, was ihn auch als Binnenschiffahrtsweg weitgehend ausfallen ließ. Das ist ein weiterer Engpassfaktor für das vielfältige Thema der Lieferschwierigkeiten und Materialknappheit. Die Gaslieferungen aus Russland wurden zuerst für einige andere Länder und nun auch für Deutschland eingestellt. Von russischer Seite vorgeschobene technische Gründe um Pipeline-Wartungen und Turbinen verhehlen kaum das offene Machtspiel um Waffenlieferungen, Sanktionen und Gegensanktionen. Europa und Deutschland tun gut daran, sich auf einen Komplettausfall der Lieferungen und entsprechende Engpässe im kommenden Winter vorzubereiten. Einsparungen und Rationierungspläne sind notwendig, sind teilweise bereits auf den Weg gebracht und werden jetzt noch weiter intensiviert.

Inflation bleibt ohnehin ein beherrschendes Thema für viele Währungsräume. Bei weiteren kriegerischen Eskalationen und bei weiterer Störung der Handelsströme erhielte sie neue Nahrung. Aber selbst ohne neue Schocks gilt: Vor dem Hintergrund der in den letzten zehn Jahren weit geschneiderten Geldmäntel wird es in jedem Fall schwierig, die ausgebrochene Preisdynamik wirksam zu begrenzen. Ein geldpolitischer Bremsprozess nach den unkonventionellen Instrumenten einer langen expansiven Phase mit Quantitative Easing, Negativzinsen und auf Sicht weiterhin bestehender Überschussliquidität ist eine völlig neue Übung in historischer Dimension. Die Normalisierung mit möglichst wenig realwirtschaftlichen Wachstumseinbußen umzusetzen, ist gerade in der

*Taiwan als weiterer ungelöster geopolitischer Konflikt*

*Kriegerisches Aufflammen dort würde den Welthandel noch weit schwerer treffen als der tobende Ukraine-Krieg*

*Trockenheit und Waldbrände als Vorboten des Klimawandels*

*Gasmangellage im kommenden Winter zeichnet sich immer konkreter ab*

<b>Globale Verbraucherpreise</b> Zwölfmonatsraten im August 2022	
USA (CPI, Juli)	8,5%
UK (CPI, Juli)	10,1%
Euroraum (HVPI)	9,1%
Deutschland (HVPI)	8,8%
Deutschland (nat. VPI)	7,9%

Quellen: Destatis, Eurostat, BLS, ONS

aktuellen komplexen Lage alles andere als einfach. Eine klare Priorität für die Inflationsbekämpfung ist dennoch dringend nötig.

### Unsicherheit auch „handwerklich“ im statistischen Ausweis

Angesichts der geschilderten Gemengelage multipler Krisen und Lasten fällt es schwer, Zuversicht zu bewahren. „Unsicherheit“ ist das große Stichwort. Sie gilt nicht nur für die Entwicklungsstränge selbst, sondern derzeit auch für die Messung und Erfassung des Wirtschaftsgeschehens. Nicht nur die Zukunft ist ungewiss, sondern in gewisser Weise auch die Gegenwart und die jüngere Vergangenheit. Wo stehen wir eigentlich?

BIP-Veränderungen waren in der jüngsten Vergangenheit sehr volatil. Aber auch der statistische Ausweis ist in einer solchen Situation stör anfälliger. Dies zeigen die häufigen und auch im Ausmaß beachtlichen Revisionen der amtlichen Daten. Die ersten veröffentlichten Schnellschätzungen sind methodisch keine Vollerfassung, sondern basieren ohnehin immer nur auf teilweisen Beobachtungen. Sie bemühen deshalb entsprechende Hochrechnungen. Das funktioniert in normalen Zeiten gut. Doch bei starken Ausschlägen und in speziellen Situationen sind die Hochrechnungsfaktoren nicht immer stabil, können sich fundamental ändern. Gerade dann, wenn es besonders spannend wird, tappt man im besonders Dunklen.

Mit zunehmenden Erkenntnissen müssen die „Ist“-Zahlen dann nachträglich mehrfach nachgebessert werden. Das Lagebild verändert sich mitunter nicht nur graduell, sondern durchaus qualitativ. Dies soll keine Kritik an der statistischen Praxis sein: Ein Trade-Off zwischen zeitnaher Veröffentlichung erster Ergebnisse und deren Robustheit ist offenkundig und unvermeidbar. Ein einstweiliger „Best Guess“ der professionellen amtlichen Statistik ist besser als gar keine Orientierung. Doch gerade in so volatilen Zeiten ist ein Bewusstsein nötig, dass auch amtliche Daten nicht in Stein gemeißelt sind, sondern nur vorläufige erste Schätzungen auf Basis der bisherigen Erkenntnisse darstellen. Mit einer Vielzahl von Revisionsrunden, über Jahre nach dem vermessenen Zeitraum hinweg, ähnelt der Prozess inzwischen eher einem stetigen Herantasten an die objektive Lage als einer einmaligen großen Verkündigung.

Letztlich ist es wenig überraschend, dass auch die Nachjustierungen größer sind, wenn die BIP-Veränderungen selbst größer sind als üblich. Dabei ist es bemerkenswert, dass BIP-Ausschläge von deutlich über drei Prozent in den Gesamtjahresdaten, die man früher als ein „Jahrhundertereignis“ eingeordnet hätte, zuletzt eher in einem Dekaden-Abstand auftreten können (Finanzkrise 2008/2009 und Corona 2020ff.).

Vor diesem Hintergrund lohnt sich ein genauerer Blick auf die jüngste Revisionsrunde des Statistischen Bundesamtes von Ende Juli und dann nochmals Ende August 2022. Die Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung für Deutschland wurde dabei bis 2018 zurückreichend noch einmal aufgemacht. Der reale BIP-Einbruch 2020 war demzufolge in der Jahreszahl mit -3,7 Prozent doch nicht ganz so groß wie zuvor mit -4,6 Prozent gedacht (kalenderbereinigt -4,1 statt -4,9 Prozent).

*Häufige und umfangreiche Revisionen der amtlichen Daten*

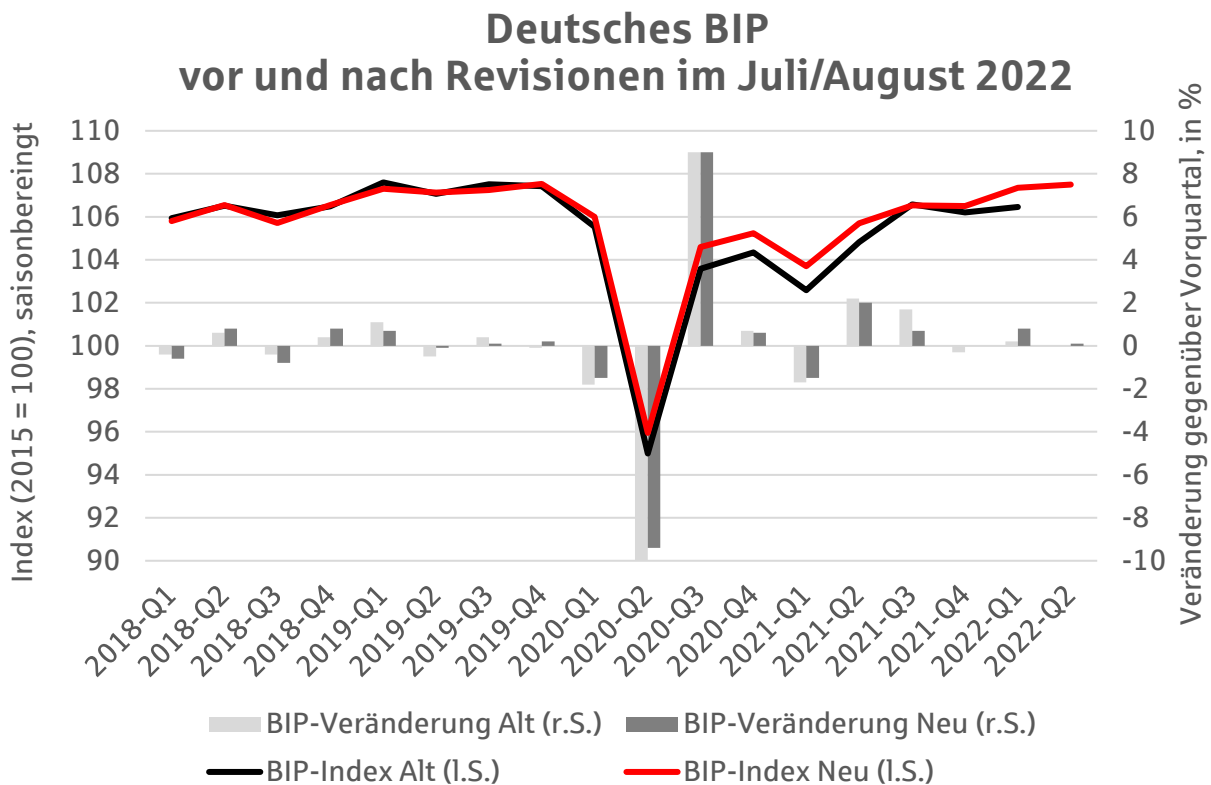
*„Schnellschätzung“ versus endgültige Daten – ein unvermeidlicher Trade-Off*

Deutsches reales BIP		
vor und nach der Revision vom Juli/August 2022		
Jahr	Alt	Neu
2018	+1,1%	+1,0%
2019	+1,1%	+1,1%
2020	-4,6%	-3,7%
2021	+2,9%	+2,6%

Quelle: Destatis

Die ersten Schätzungen vor früheren Revisionsrunden reichten sogar noch über die Minus-Fünf-Prozent-Marke. Dafür war allerdings gemäß dem neuen „Ist“ auch die Erholung im Jahr 2021 mit 2,6 Prozent nicht so kräftig wie vor der jüngsten Revision zunächst ausgewiesen.

Weitere Details zeigen sich in den Quartalswerten und zwar sowohl in den Veränderungsraten im jeweiligen Quartal als auch im Verlauf des BIP-Niveaus in der indexierten Linie, in der sich die verschiedenen Schwankungen kumulieren.



Quelle: Destatis

Das zuletzt erreichte Produktionsniveau präsentiert sich in dem neuen Ausweis – das Ende der roten Linie – etwas besser. Das reale BIP Deutschlands erreicht jetzt zumindest wieder das Vorkrisenniveau von Ende 2019. Das ist zwar nur ein schwacher Trost, denn es fehlen damit über den Corona-Zyklus hinweg immer noch zweieinhalb Jahre eines Trendwachstums, das sonst anzunehmen gewesen wäre. Die Entwicklung Deutschlands schneidet auch im internationalen Vergleich nicht sonderlich gut ab, denn die meisten Industrieländer wachsen seit geraumer Zeit wieder über ihren Vorkrisenniveaus. Aber das neue Lagebild ist natürlich trotzdem besser als vor der Korrektur, als das Vorkrisenniveau noch nicht einmal eingestellt schien. Die Frage ist allerdings, ob es bei dieser Niveauerreichung bleibt oder ob eine neuerliche Rezession im etwaigen „Gaswinter“ das Produktionsvolumen sogar wieder unter den 2019er-Stand drückt.

*Vorkrisenniveau beim BIP  
auch in Deutschland  
– endlich –  
wieder erreicht*

Die „Delle“ des Corona-Einschlags, vor allem während der ersten Infektionswelle im Frühjahr 2020, zeigt sich nach den inzwischen gewonnenen statistischen Erkenntnissen nicht mehr ganz so tief wie

zuerst gedacht. Der damalige Quartalsrückgang betrug doch nicht ganz die bisher veranschlagten vollen zehn Prozent. Der schnelle Rückprall im direkt folgenden Quartal hat sich nach den neuesten Daten im bereits geschätzten Ausmaß bestätigt. In dem sich nun abzeichnenden Gesamtbild scheint der insgesamt abgeknickte langfristige Wachstumspfad mit einer bleibenden Produktionslücke kumuliert die schlimmere Konsequenz zu sein als der kurzfristige Ausfall.

*Schnelle V-förmige Erholung, aber langfristig bleibende Produktionslücke*

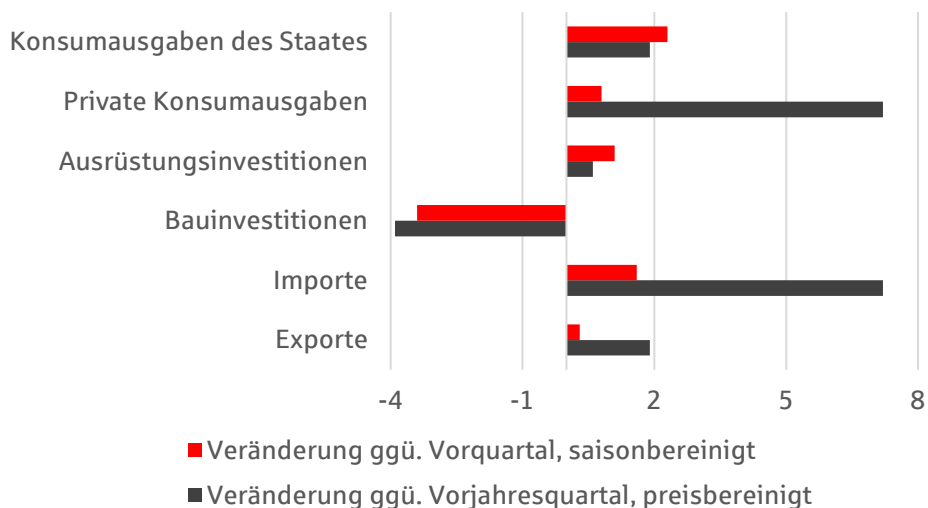
**Am aktuellen Rand: nur leicht steigendes BIP, trotz guter Binnennachfrage**

Am aktuellen Rand brachten die jüngste Revision und die Erstschätzung für das BIP im zweiten Quartal relativ gute Nachrichten, jedenfalls eingedenk der schwierigen Situation. Das Startquartal des Jahres 2022 wurde mit 0,8 Prozent saisonbereinigtem realen Zuwachs deutlich kräftiger ausgewiesen als in der Erstschätzung mit nur 0,2 Prozent. Und das war dasjenige Vierteljahr, als die Omikron-Variante des Virus in vielen Ländern, darunter auch in Deutschland, den absoluten Höchstpunkt der Infektionszahlen erreicht hatte! Offenkundig ist Deutschland in jener Welle wirtschaftlich bereits gut mit dem Virus klargekommen. Die Öffnungen von Geschäftsaktivitäten und wieder anlaufender Konsum überwogen.

*Nach erfreulich gutem Jahresauftakt Einschwenken in die Stagnation*

Für das zweite Quartal hatte die erste amtliche Schätzung Ende Juli für den preis- und saisonbereinigten Verlauf eine glatte Null genannt. Diese wurde dann bereits vier Wochen später ebenfalls leicht revidiert auf nunmehr +0,1 Prozent gegenüber dem Vorquartal bzw. 1,8 Prozent Zuwachs gegenüber dem Vorjahresquartal.

**Verwendungskomponenten des deutschen BIP im zweiten Quartal 2022**  
in Prozent



Quelle: Destatis

Auch wenn die letzte amtliche Wachstumsszahl damit nur minimal über der Nulllinie liegt, kann man das noch als relativ gute Nachricht einordnen. Schließlich war das zweite Quartal 2022 der erste Vierteljahreszeitraum, in dem sich über die gesamte Zeitspanne die vollen Effekte des

Krieges niederschlugen. Stimmungsindikatoren und andere monatliche Kennzahlen wie etwa die Industrieproduktion hatten deutlich gedämpfte Erwartungen genährt und ließen auch schon für das zweite Quartal einen Rückgang möglich erscheinen.

Dabei war die Binnenverwendung sogar recht expansiv. Der private Konsum legte vor allem gegenüber dem Vorjahr, der Staatskonsum vor allem gegenüber dem Vorquartal deutlich zu. Und sogar die Aus-rüstungsinvestitionen entwickelten sich angesichts der von hoher Unsicherheit geprägten Situation noch gut. Nur bei den Bauinvestitionen zeichnet sich der eingeleitete Wechsel des Bauzyklus nach vielen sehr kräftigen Jahren ab. Dieser Trendwechsel könnte sich in dem veränderten Zinsumfeld künftig noch verstärken, wenn es zudem nicht gelingt, die grüne Transformation der Volkswirtschaften voranzubringen.

Rechnerisch war es vor allem ein sich negativ entwickelnder Außenbeitrag, der die Wachstumsperformance im zweiten Quartal verhagelt hat. Und das lag allein an sehr stark gestiegenen Importen. Dieses Phänomen ist schwierig zu interpretieren. Klar ist, dass sich die Importe durch die erheblichen Verteuerungen nominal stark aufgebläht haben. Aber in der BIP-Berechnung geht es um die preisbereinigten realen Importe. Dass auch die Importmengen sich so stark erhöht haben, ist erstaunlich. Denn manche Lieferungen wurden im zweiten Quartal bereits „abgedreht“. Es muss sich maßgeblich um Nachholeffekte aus den Lieferengpässen und um ein gewisses Hamstern von Importgütern handeln. Aus Sorge um die Lieferketten werden manche Lagerbestände wieder aufgestockt.

### **Importmessung ist stark preisbeeinflusst**

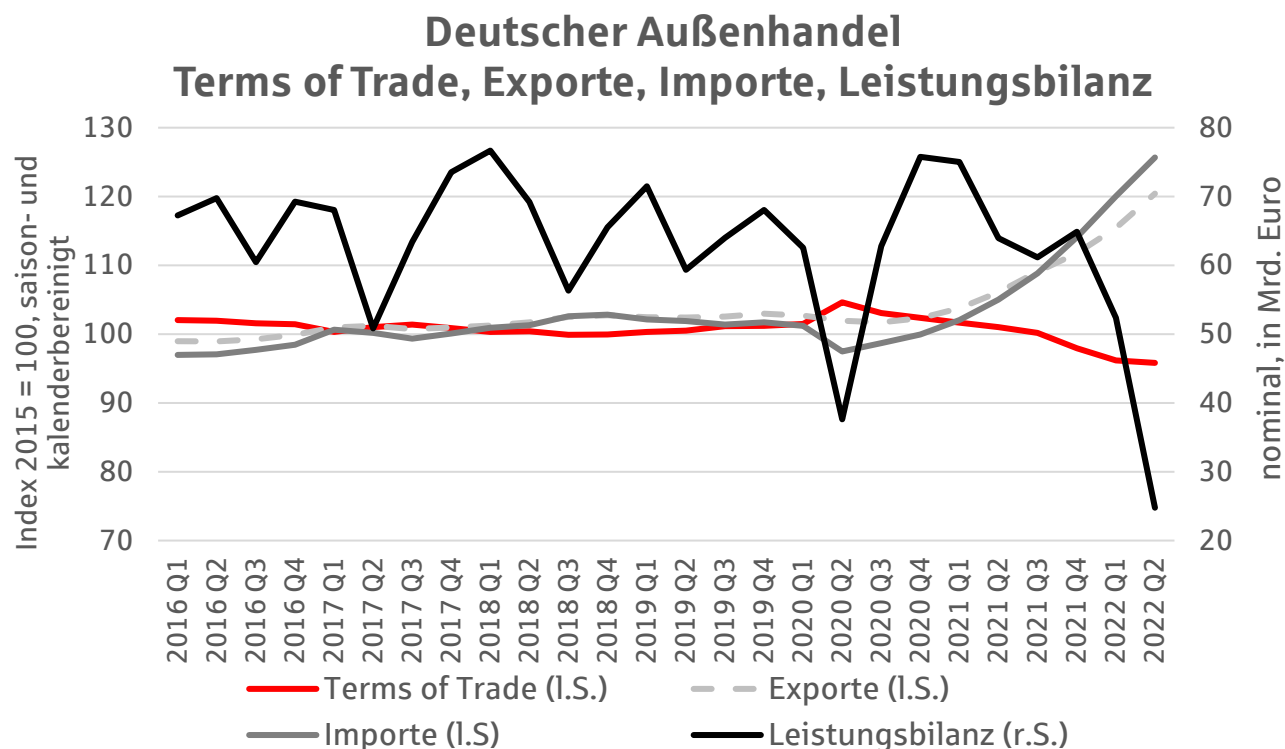
Es wird in den nächsten Quartalen bei der Analyse sehr darauf ankommen, die realen und die nominalen Entwicklungen im Außenhandel auseinanderzuhalten. Die „Terms of Trade“ Deutschlands, also die preislichen Tauschverhältnisse, haben sich erheblich verschlechtert. Wir erhalten bei den veränderten „realen Wechselkursen“ nun für eine gleiche Menge deutscher Exportgüter im Tausch deutlich weniger Importgüter. Das Land wird dadurch unweigerlich ärmer. Der aus dem Außenhandel zu ziehende Wohlstandsgewinn sinkt.

Und dieser Sprung ist struktureller Natur, nicht vorübergehend, sondern dürfte erst einmal bleiben. Die günstigen Energiepreise, wie sie für Deutschland in den letzten Jahrzehnten verfügbar waren, werden so schnell nicht wieder zurückkehren. Der nominale Leistungsbilanzsaldo ist durch die stark verteuerte Importrechnung bereits im Sturzflug. Hier hatte Deutschland in den letzten Jahrzehnten stets sehr hohe Überschüsse erzielt. Diese sind vom Ausland oft kritisiert worden. Tatsächlich waren die hohen Leistungsbilanzüberschüsse ein Spiegelbild diverser Ungleichgewichte, u.a. eines sehr starken Abflusses der hohen deutschen Ersparnisse aus dem Lande heraus. Die Überschüsse waren bei freiem Kapitalverkehr und freien Wechselkursen ein Marktergebnis. Aber jetzt haben wir völlig gewandelte Marktverhältnisse.

*Reale und nominale Werte bei den Importen strikt auseinanderhalten*

*Höhere Rechnung für wenig Lieferung*

*Altbekannter hoher Leistungsbilanzüberschuss schwindet*



Quelle: Destatis, Bundesbank

Jetzt reduzieren sich die Leistungsbilanzüberschüsse durch die Preistrends in erheblichem Maße. Das baut zwar einerseits die altbekannten Ungleichgewichte und Spannungen ab, doch schafft es auch neue Probleme. Zumindest geht für Deutschland die Parkmöglichkeit für einen großen Teil seiner Ersparnisse in der Weltwirtschaft verloren. Oder als anderes Ventil der unweigerlichen saldenmechanischen Zusammenhänge: Die Einkommen, aus denen diese Ersparnisse vormals entstanden sind, werden künftig bei den veränderten Preisverhältnissen gar nicht mehr generiert!

*Leistungsbilanzüberschuss stand und steht in engem Zusammenhang mit der Ersparnis eines Landes*

**Jahres-BIP 2022 = 0,9 + 0,9 +/- X**

Zurück zum BIP, einschließlich des so dominanten Außenhandels: Was bedeutet der Verlauf des ersten Halbjahres für das Gesamtjahr 2022? Rein rechnerisch ist das Jahres-BIP bereits gut abschätzbar festgelegt. Die ersten Quartale bestimmen nicht nur ihren jeweiligen Anteil, sie geben außerdem noch das Ausgangsniveau für die Folgequartale vor. Die bereits bekannten Verlaufsraten für die ersten beiden Quartale haben somit einen überproportionalen Einfluss.

2022 ist mit einem statistischen Überhang von fast 0,9 Prozent gestartet. Um diesen Satz lag der Jahresabschluss 2021 über dem Jahresdurchschnitt. Dazu kam dann der überraschend gute Jahresauftakt mit einem Wachstum von ebenfalls 0,8 Prozent. Das zweite Quartal brachte den bereits kommentierten Mini-Zuwachs von 0,1 Prozent. Mit diesem rundet die zur Jahresmitte erreichte Basis in toto auf 1,8 Prozent auf. In dieser Höhe liegt der bisherige Jahresverlauf über dem Vorjahresschnitt. In normalen Zeiten mit positivem Wachstum wäre das ein gesichertes Mindestniveau, auf welches ein Wachstum im zweiten Halbjahr aufsatteln könnte.

*Überhang und Auftaktquartal als Ausgangsbasis*

Letzteres ist jedoch alles andere als sicher. Vielmehr muss mit einem leichten Abbröckeln der Zahl für die Gesamtjahresperformance 2022 gerechnet werden, wenn das zweite Halbjahr Stagnation oder gar Rezession bringt. Die aktuellen Prognosen für das Gesamtjahr reihen sich zumeist in etwa um diese Marke ein. Alle vorhergesagten Jahreswerte, die unter der „Eins-Komma-Acht“ liegen, suggerieren einen BIP-Rückgang in zumindest einem der beiden verbleibenden Quartale – jedenfalls dann, wenn man die jüngsten amtlichen Zahlen für die erste Jahreshälfte als gegeben zur Grundlage nimmt und einstweilen keine weiteren Revisionen dieser Werte unterstellt.

### Gemeinsame Prognose der Chefvolkswirte

Die zweimal jährlich erhobene Prognose von neun Chefvolkswirten der Sparkassen-Finanzgruppe hat in ihrem zum 19. August erfolgten Sommerdurchgang im Hauptszenario eine mittlere Prognose von 1,4 Prozent für die Jahreswachstumsrate Deutschlands 2022 ergeben. Dieser Wert sieht auf den ersten Blick nicht dramatisch aus, sondern eher nach Wachstum in der Größenordnung des Potenzialpfades. Der Jahresdurchschnittswert verdeckt aber die dahintersteckende Schwäche im Jahresverlauf. Die 1,4 Prozent schöpfen nicht einmal das bereits, wie erläutert, in der Vergangenheit entstandene Wachstum ab. Die Prognose bedeutet damit letztlich ein leichtes Bröckeln der Wirtschaftsleistung im zweiten Halbjahr.

*Eine 1,4, also unter 1,8, bedeutet Stagnation bis leichte Rezession im restlichen Jahresverlauf*

„Gemeinsame Prognose“ Deutschland	Ist-Wert 2021	Vorhersage 2022	Vorhersage 2023
<b>Bruttoinlandsprodukt <sup>1)</sup></b>	2,6	1,4	0,0
<b>Privater Konsum</b>	0,4	2,9	-0,5
<b>Staatskonsum</b>	3,8	0,6	2,0
<b>Bauinvestitionen</b>	0,0	1,6	0,5
<b>Ausrüstungsinvestitionen</b>	3,5	1,0	-0,1
<b>Exporte</b>	9,7	1,5	2,0
<b>Importe</b>	9,0	5,4	3,0
<b>Erwerbstätige <sup>2)</sup></b>	44.905	45.500	45.480
<b>Arbeitslosenquote <sup>3)</sup></b>	5,7	5,3	5,5
<b>Verbraucherpreise <sup>4)</sup></b>	3,1	7,7	4,5
<b>Kernrate <sup>4)</sup></b> (ohne Energie, Nahrung, Alkohol, Tabak)	1,9	3,6	3,0
<b>Verfügbares Einkommen privater Haushalte (nom.) <sup>4)</sup></b>	2,1	4,8	4,3
<b>Sparquote <sup>5)</sup></b>	15,1	10,5	9,8

Quelle: DSGV – Gemeinsame Prognose von neun Chefvolkswirten der Sparkassen-Finanzgruppe, erhoben im August 2022.

- 1) BIP und Untergliederungen: nicht kalenderbereinigt, reale Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %.
- 2) Zahl der Erwerbstätigen mit Arbeitsort in Deutschland, in Tausend.
- 3) Arbeitslosenquote nach der Definition der Bundesagentur für Arbeit, in %.
- 4) Veränderung gegenüber dem Vorjahr, in %.
- 5) Sparquote der privaten Haushalte in % des verfügbaren Einkommens.



Für das Jahr 2023 sagt die „Gemeinsame Prognose“ dann eine glatte Null für den preisbereinigten deutschen BIP-Zuwachs voraus. Da es von 2022 nach 2023 keinen nennenswerten statistischen Überhang geben wird, jedenfalls keinen positiven, wäre diese ausgewiesene Zahl dann ein ehrliches Abbild der herrschenden Wachstumsdynamik bzw. besser gesagt von deren völliger Abwesenheit.

Wir müssen uns also diesem Hauptszenario gemäß auf sechs, einschließlich des die Null kaum überschreitenden bereits verbuchten zweiten Quartals 2022 sogar auf sieben Quartale Stagnation einstellen. Die Entwicklung wird nicht völlig linear bei der Null verlaufen, sondern darum herum schwanken. Wahrscheinlicher ist, dass zumindest eine kleine Rezession dabei sein wird, plausibler Weise mit der Begründung des Gasmangels vor allem in den Winterquartalen.

Eine „Stagflation“, also eine Stagnation der Wirtschaftsleistung bei zugleich absehbar anhaltend hohem Preisauftrieb, ist fast noch das beste Szenario, das derzeit erreichbar scheint. Entsprechend ist der Gesamttitel dieser Ausgabe der „Informationen zur Wirtschaftslage“ gewählt.

*„Stagflation“ ist  
inzwischen der  
Best Case*

Alle prognostizierten Werte der „Gemeinsamen Prognose“ gelten mit dem Vorbehalt derzeit besonders großer Unsicherheitsspannen. Das Ranking Deutschlands im europäischen Feld scheint aber klar zu sein: Der Euroraum war schon bisher, bis zum zweiten Quartal 2022, wachstumsstärker als Deutschland. Das Währungsgebiet insgesamt liegt deutlicher über dem Vorjahreswert und auch deutlicher über dem Vor-Corona-Niveau von 2019. Und auch die weiteren Perspektiven sind gemäß der gemeinsamen Prognose günstiger: Die prognostizierten Wachstumsraten für den Euroraum sind mit 3,0 Prozent 2022 und 0,5 Prozent 2023 vor allem im kommenden Jahr nicht berauschend. Der kräftige Post-Corona-Aufschwung bricht ab. Aber eine Rezession bleibt dem Euroraum insgesamt wohl erspart. Mit Ausnahme des Baltikums, das aufgrund seiner geografischen Lage noch stärker vom russischen Überfall auf die Ukraine geschockt wurde, entwickelt sich der gesamte Euroraum zuletzt besser als Deutschland. Unser Land erweist sich gegenüber der Energieknappheit mit seinen Pipelines und seiner darauf ausgerichteten Industrie als besonders exponiert.

*Euroraum insgesamt  
– zuletzt und wohl auch  
in Zukunft –  
besser als Deutschland*

<b>„Gemeinsame Prognose“ Euroraum</b>	<b>Ist-Wert 2021</b>	<b>Vorhersage 2022</b>	<b>Vorhersage 2023</b>
<b>Bruttoinlandsprodukt <sup>1)</sup></b>	5,3	3,0	0,5
<b>Verbraucherpreise <sup>2)</sup></b>	2,6	7,9	4,4
<b>Kernrate <sup>2)</sup> (ohne Energie, Nahrung, Alkohol, Tabak)</b>	1,5	3,7	4,0

Quelle: DSGV – Gemeinsame Prognose von neun Chefvolkswirten der Sparkassen-Finanzgruppe, erhoben im August 2022.

1) BIP und Untergliederungen: nicht kalenderb., reale Veränderung ggü. dem Vorjahr in %.

2) Veränderung gegenüber dem Vorjahr. in %.

Wir haben für diese spezielle Anfälligkeit Deutschlands im aktuellen Durchgang der Gemeinsamen Prognose deshalb ein gesondertes Risiko-Szenario erhoben. Wie wäre die Entwicklung zu veranschlagen, wenn es zu einem vollständigen Ausfall der Gaslieferungen käme, alle Sparanstrengungen nicht ausreichen und der Gasmangel im kommenden Winter tatsächlich mit harten Rationierungen zuschlagen würde? Das schrittweise Reduzieren der Liefermengen über die letzten Monate hinweg hat uns diesem Abwärts-Szenario bereits recht nahegebracht. Die noch ankommenden Restmengen machen nur einen graduellen Unterschied, der sich gleichwohl noch einmal stark in BIP und Preisen niederschlagen würde.

Die Chefvolkswirte veranschlagen einen vollständigen Lieferstopp inzwischen mit einer Wahrscheinlichkeit von 30 Prozent. Das BIP-Wachstum würde dann auf 0,5 in diesem Jahr und auf -3,8 Prozent im kommenden Jahr einbrechen. Damit wäre also eine erneute scharfe Rezession Realität, quasi die dritte „Jahrhundertrezession“ in 15 Jahren.

*Abwärts-Szenario  
mit 30 Prozent  
Wahrscheinlichkeit*

**Krisenszenario bei komplettem Gaslieferstopp aus Russland  
Alternative Werte für Deutschland:**

BIP <sup>1)</sup>		Verbraucherpreise <sup>2)</sup>	
2022	2023	2022	2023
0,5	-3,5	8,5	6,0

Quelle: DSGV – Gemeinsame Prognose von neun Chefvolkswirten der Sparkassen-Finanzgruppe, erhoben im August 2022.

- 1) reale Veränderung ggü. Vorjahr in %
- 2) HVPI, Veränderung ggü. Vorjahr in %

**Inflation bleibt länger präsent**

Auch ohne die zusätzlichen Belastungen des Risikoszenarios bleibt der Preisauftrieb hoch, bei einem Gaslieferstopp mutmaßlich dann natürlich noch ein Stück höher im gesamten Jahr 2023 und auch darüber hinaus.

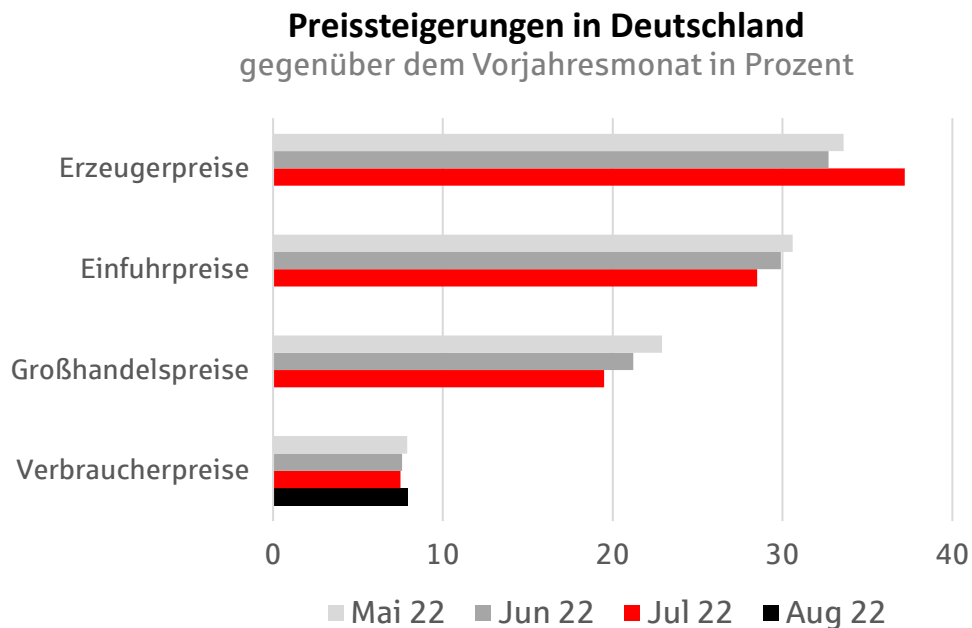
Im Hauptszenario veranschlagt die „Gemeinsame Prognose“ für die deutschen Verbraucherpreise im Mittel eine Jahresrate von 7,7 Prozent für 2022. Im kommenden Jahr soll sich der Preisauftrieb zwar ein Stück abschwächen, auch wegen der Basiseffekte der bereits so stark verteuerten Energie. Der Preisauftrieb bleibt mit insgesamt prognostizierten 4,5 Prozent aber deutlich zu hoch. Auf der Ebene des Euroraums sind die Werte ähnlich. Sie bleiben 2023 mit einer Vier vor dem Komma weit jenseits der Zielvorgabe der Europäischen Zentralbank. Und die Inflation verbreitert sich über immer mehr Güterkategorien und Zweit- und Drittrundeneffekte. Auch die Kernraten bleiben erhöht, der Abstand zu den Headline-Raten wird 2023 kleiner.

*Inflation wird 2023  
niedriger als 2022 sein,  
aber breiter, über mehr  
Güterkategorien...*

*...und auch mittelfristig  
über Ziel der EZB liegen*

Die in der Größenordnung von 30 Prozent im Zwölfmonatsabstand weiterlaufenden Preissteigerungen auf den vorgelagerten Wertschöpfungsstufen zeigen, wie groß weiterhin der Druck ist, der von Einfuhr und Produktionskosten auf die Preisentwicklung ausgeht. Hier

ist dies am Beispiel der deutschen Preisindizes verdeutlicht, aber in anderen Industrieländern sieht es sehr ähnlich aus.



Quelle: Destatis

Der kurzfristige Ausblick zur Inflation, für die unmittelbar anstehenden Monate, ist bei den Verbraucherpreisen von einigen Sondereffekten neuer Entlastungen und dafür auslaufender anderer vorübergehender Regelungen geprägt. So werden in den September-Inflationsraten auf Verbraucherebene das Auslaufen des Neun-Euro-Tickets und des Tankrabatts sichtbar werden. Auch die derzeit diskutierte Gasumlage wirkt preissteigernd – auch wenn hier Mehrwertsteuerbefreiungen erwogen werden. Mit der Umlage selbst käme der volle gestiegene Gaspreis überhaupt erst einmal stärker auf der Verbraucherebene an.

Diese Preissteigerungen kosten Kaufkraft und schneiden in die Budgets der Haushalte. Obwohl die Sparquote sinkt – im Mittel der Gemeinsamen Prognose für Deutschland 2023 auf 9,7 Prozent der verfügbaren Einkommen –, wird auch die Konsumnachfrage durch den Preisanstieg beschränkt. Das ist maßgeblicher Grund für die geschilderten verlangsamten Wachstumsaussichten. Aber die aktuelle Situation bleibt dennoch im Kern ein Angebotsschock. Die Bremswirkung der Inflation bringt lediglich die Nachfrage wieder in Einklang mit dem von Lieferengpässen, Konflikten und Sanktionen verringerten Angebot.

Auch wenn dies schmerzlich ist: Man sollte die Preise ihre allokativen Funktion – das Zusammenführen von gesamtwirtschaftlichem Angebot und Nachfrage – erfüllen lassen. Sonst verlängern sich Ungleichgewichte nur. Das gilt sowohl makroökonomisch für die Beschränkung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage durch die Inflation als auch einzelwirtschaftlich auf den besonders angespannten Märkten, wie etwa bei Energie.

*Inflation kostet Kaufkraft – das ist einer der Gründe für die absehbare Stagnation*

## Vorsicht bei „Entlastungen“

Bei allem Verständnis dafür, dass man nach neuen Eingriffsmöglichkeiten sucht und dass politisch neue Entlastungspakete erwogen werden: Die Chancen, dass diese Erfolg haben, sind begrenzt. Eine Dämpfung bestimmter Preise dämpft auch die dort praktizierte Disziplin und Sparsamkeit. Subventionierung von Energie erzeugt Verkehr, erhöht Verbrauch, bremst Substitution beim Heizen und verschärft damit die Knappheit.

Man muss sich eingestehen, dass ein Angebotsschock mit einer erheblichen Verschlechterung der Terms of Trade Wohlstand und Konsummöglichkeiten kostet. Sich weniger leisten zu können, ist unangenehm, aber es ist in dieser Situation auch Teil der Lösung.

Mit dem Zur-Verfügung-Stellen von mehr Geld ist noch nie eine Inflation erfolgreich gebremst und überwunden worden!

Das gilt für die Wirtschafts- und Finanzpolitik ebenso wie für die Geldpolitik. Das Brechen einer ausufernden Inflation erfordert, so schmerzlich das ist, eine restriktive Wirtschaftspolitik.

Ein lehrreicher Seitenblick in diesem Zusammenhang auf die USA: Timing und Hauptursache der derzeitigen Inflation unterscheiden sich zwar beidseits des Atlantiks. Aber in den USA geben die Wirkungen der expansiven Stoßrichtung, der großen Ausgabenprogramme der Biden-Administration aus 2021 zur Überwindung der Folgen der Corona-Pandemie ein deutliches Beispiel ab: Sie waren in den USA Teil des Auslösers des bis heute anhaltenden Inflationsimpulses. Der Inflationsdruck hat in den USA vergleichbare Größenordnungen wie in Europa, obwohl die USA keine Netto-Energieimporteure und in bestimmten Sektoren wie LNG sogar Profiteure der Marktentwicklungen sind. Aber die starken wirtschaftspolitischen Stimuli trafen in den USA auf eine Situation mit einem weitgehend leergefegten Arbeitsmarkt.

Letzteres gilt inzwischen auch in weiten Teilen Europas, mit Sicherheit in Deutschland. Die Beschäftigung bleibt in den Prognosen selbst für den Fall der längeren Stagnation oder gar Rezession erstaunlich robust. Es gibt strukturell nicht nur den lang beklagten Fachkräftemangel, sondern in den Wiedereröffnungen nach den Corona-bedingten Schließungen schlicht einen breiten generellen „Arbeitskräftemangel“. Die Wirkungen des demographischen Wandels beginnen sich zu zeigen: Trotz der schwierigen gesamtwirtschaftlichen Lage werden überall Mitarbeiter gesucht. Das wird sich auch in den Tarifabschlüssen und vielleicht noch stärker in den tatsächlich gezahlten Effektivlöhnen zeigen.

Inflationskompensationen in den Lohnrunden werden bereits gefordert. Einen entsprechenden Verteilungsspielraum gibt es derzeit eigentlich nicht, weil die Preissteigerungen aus dem Ausland kommen und nicht Ausdruck gesteigerter Produktivität und steigender Erträge in den Unternehmen sind. Die Verschlechterung der Terms of Trade lässt auch an dieser Stelle grüßen. Die Margen in den Unternehmen kommen vielmehr durch die steigenden Import- und Produzentenpreise zusätzlich unter Druck.

*Preise wirken zu lassen, ist eine harte, zugleich aber sehr wirksame Sparsamkeitspeitsche bei Knappheiten*

*Inflation wurde noch nie mit mehr Geld besiegt!*

*USA als Beispiel eines zu groß dimensionierten finanzpolitischen Stimulus*

*Deutscher Arbeitsmarkt zeigt sich sehr robust*

*Das ist an sich eine wichtige gute Nachricht!*

*Zugleich kann das die Inflationsdynamik weiter verschärfen*

Dennoch werden sich Nominallohnsteigerungen gar nicht verhindern lassen. Wenn sie den Knappheitsverhältnissen am Arbeitsmarkt entsprechen, ist das in Ordnung, ja sogar notwendig, um dort ein Gleichgewicht wiederherzustellen und den knappen Produktionsfaktor Arbeit richtig zu allozieren. Aber Zweitrundeneffekte für die Inflation werden die Lohnerhöhungen haben. Die Finanzpolitik sollte deshalb äußerst vorsichtig sein, darüber hinaus noch weiteres Öl ins Feuer zu gießen.

Einen Hoffnungsschimmer, dass die Angebotsknappheiten zumindest bei einigen Lieferengpässen überwunden werden könnten, zeigte jüngst die Ifo-Konjunkturumfrage an. Immer mehr Unternehmen geben an, dass das Problem der Lieferengpässe nicht mehr so vordringlich ist wie noch im ersten Halbjahr 2022. Das belegt einmal mehr die Anpassungsfähigkeit und Flexibilität des deutschen Mittelstandes, der sich zunehmend auch wieder mit mehr Lagerhaltung rüstet. Wirtschaftspolitisch gilt es weiter, die Angebotsseite der Volkswirtschaft zu stärken, um dann aus der Winterstagnation 2022/2023 heraus wieder wachsen zu können.

### **Herkulesaufgabe für die Geldpolitik**

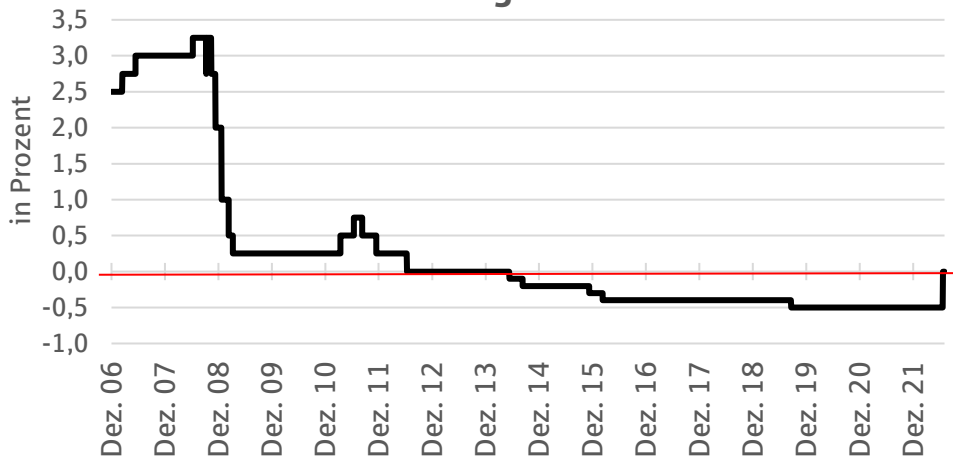
Der entscheidende Akteur für die Inflationsbekämpfung ist aber die Geldpolitik. Der derzeitige Handlungsbedarf ist in vielen Währungsräumen groß, in vielen ohnehin inflationsanfälligen Schwellenländern, in diesem Zyklus jedoch ebenso in den großen Industrieländern. Die Federal Reserve hat ihren Straffungszyklus früher begonnen und ist dabei inzwischen auch schon weiter fortgeschritten als die Europäische Zentralbank (EZB).

Doch nun hat auch die EZB im Juli 2022 die Wende vollzogen. Der erste Leitzins-Anhebungsschritt war dann sogar größer als vorab signalisiert, aber angesichts der davonlaufenden Inflation mehr als dringend geboten. Noch nie war allerdings der Realzins (Nominalzins minus Inflationsrate) so stark negativ wie heute. Das gilt selbst dann, wenn man nicht die aktuellen sehr hohen Inflationsraten heranzieht, sondern etwas länger ausgerichtete Inflationserwartungen. Doch auch diese haben sich erhöht und beginnen sich aus der Verankerung an der Zielvorgabe der EZB zu lösen.

*EZB müsste vor die  
Kurve des Handelns  
kommen*

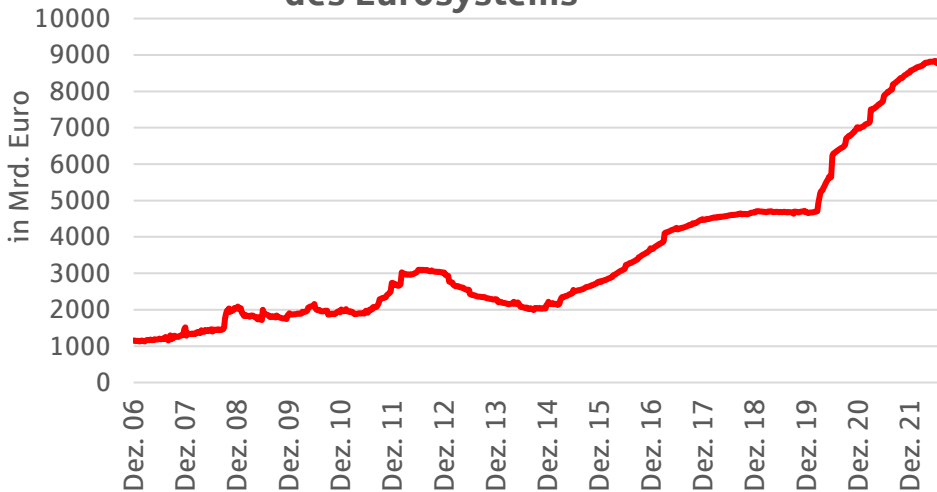
Mit 50 Basispunkten Erhöhung im Juli hat der Euroraum nun aber zumindest nominal die Negativzinsphase, die immerhin acht Jahre gedauert hat, hinter sich gelassen. Null- oder Negativzinsen herrschten geldpolitisch sogar ziemlich genau zehn Jahre. Der Zinssatz für die Einlagefazilität bleibt derweil, solange die Überschussliquiditätssituation fortbesteht, der relevante Leitzins für das Geldmarktgeschehen. Mit den Ankaufprogrammen und den Langfristtendern wurde weit mehr Zentralbankgeld geschaffen, als für den Bargeldbedarf und für die von den Kreditinstituten zu haltende Mindestreserve nötig ist.

### Zinssatz der Einlagefazilität der EZB



Quelle: Deutsche Bundesbank

### Konsolidierte Bilanzsumme des Eurosystems



Quelle: Europäische Zentralbank

Mittel- bis langfristig wird dann auch die Thematik der hohen Bilanzsumme des Eurosystems zu adressieren sein. Die Federal Reserve ist auch an jener Front schon weiter und schmilzt die Bestände ab. Im Euroraum wird hier ein Effekt erst bei der Fälligkeit der TLTROs 2023 und 2024 eintreten. Ein aktives Abschmelzen der Portfolios ist in Europa auch deshalb schwieriger, weil die Bestände weiterhin genutzt werden, um Spreads am Kapitalmarkt zu glätten. In den Ersatzkäufen des nicht mehr anwachsenden, aber im Bestand weitergepflegten Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) ist offen bekannt, dass im Portfolio fällige Bundesanleihen de facto in italienische Staatsanleihen getauscht werden.

Das neue Instrument des Transmission Protection Instrument (TPI), das im Eskalationsfall diese Margen durch noch aktivere Eingriffe begrenzen soll, ist dabei noch gar nicht berücksichtigt. Allerdings stellen sich bei diesem Instrument ohnehin viele rechtliche und politische Fragen und Probleme der Praktikabilität. Außerdem müsste die EZB etwaige Käufe

*Abschmelzen der Bilanzsumme im Euroraum noch Zukunftsmusik*

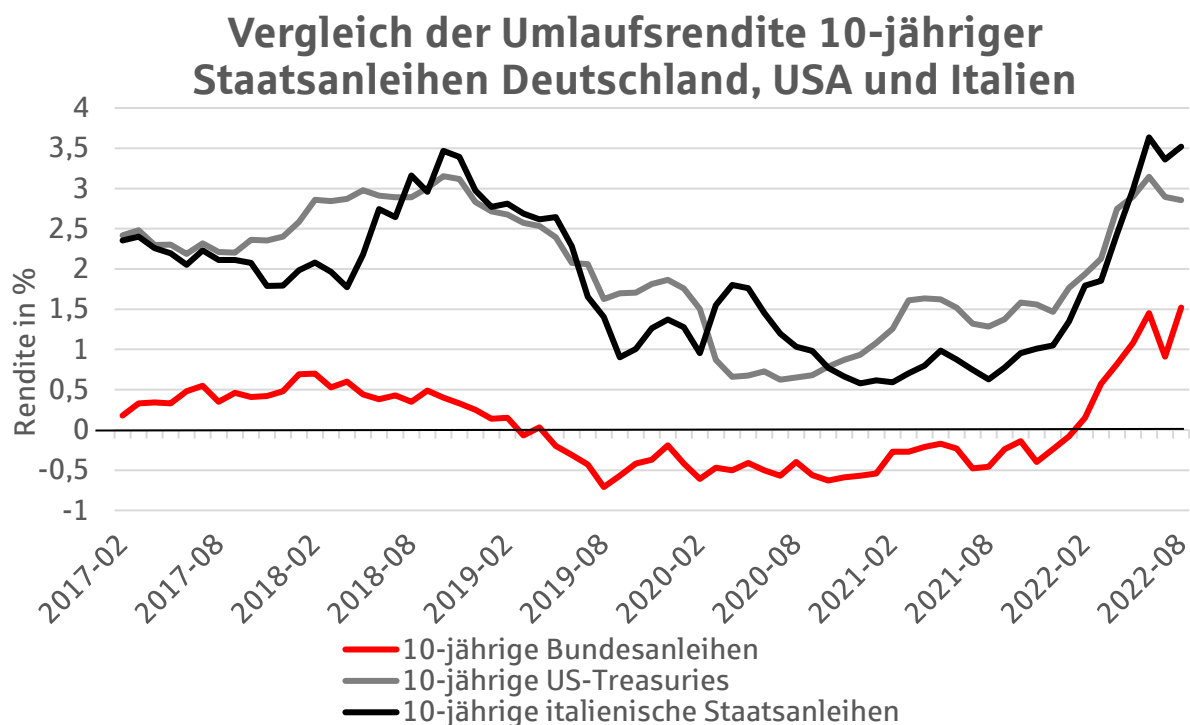
*In ihrer Geldmengenwirkung – zu recht! – sterilisierte TPI Interventionen versprechen nur begrenzten Erfolg bei der Spread-Eindämmung*

unter dem TPI in ihrer Geldmengenwirkung wohl durch andere Instrumente sterilisieren, um den geldpolitischen Grundkurs bei der Inflationsbekämpfung glaubwürdig zu halten. Das wiederum begrenzt aber die Wirksamkeit der Interventionen für den Ziel-Zinssatz. Eine begrenzte Wirkung entspricht jedenfalls den Erfahrungen, die man in früheren Jahren in Analogie stets bei sterilisierten Devisenmarktinterventionen machen konnte.

*„Abschmelzen“  
im Euroraum noch  
Zukunftsmusik*

Bleibt zu hoffen, dass die Funktionsfähigkeit des TPI nicht von den Kapitalmärkten infrage gestellt und ausgetestet wird. Im besten Falle muss es nicht mit tatsächlichen Käufen aktiviert werden, sondern wirkt allein durch seine Ankündigung, durch das Ins-Schaufenster-Stellen des Handlungswillens, wie einst beim OMT. Allerdings war das OMT seinerzeit mit dem Rückenwind einer gleichgerichteten, ohnehin expansiven Geldpolitik am Start, was jetzt nicht mehr verantwortbar ist.

In den letzten Wochen sind zumindest die Abstände in den Renditen zwischen deutschen und italienischen Staatsanleihen leidlich stabil geblieben. Sie waren vor allem in der Spitze des generellen Hochs schnellens der Kapitalmarktrenditen im Juni gestiegen, hatten sich danach aber ohnehin etwas beruhigt.



Quelle: Bundesbank, FRED, Bank of Italy

Anfang August waren die Kapitalmarktrenditen im Euroraum sogar noch einmal stark gesunken. Grund dafür war eine „Flucht in die Sicherheit“ während des Konflikts an der Taiwanstraße. Zuletzt sind die Zinssätze aber wieder gestiegen und spiegeln die Erwartungen hinsichtlich einer Fortsetzung der geldpolitischen Straffung angesichts der hohen Inflation wider. Ende August lagen 10-jährige Bunds wieder über 1,5 Prozent.

Für ihre Ratssitzung am 8. September 2022 hat die EZB einen weiteren Zinsschritt praktisch schon fest angekündigt. Es wird erneut ein großer Schritt von mindestens 50 oder sogar von 75 Basispunkten sein. Danach werden stufenweise weitere Anhebungen folgen müssen, bis die Inflationsdynamik gebrochen ist. Eine Rücksichtnahme auf die stagnative oder sogar rezessive gesamtwirtschaftliche Lage im Euroraum oder in Teilen davon ist für die Geldpolitik im Moment nicht möglich. Eine ähnliche Perspektive hat für die globale Ebene auch die Tagung der internationalen Notenbanken in Jackson Hole Ende August 2022 belegt.

*Stufenweise  
Normalisierung der  
Leitzinsen muss und  
wird weitergehen*

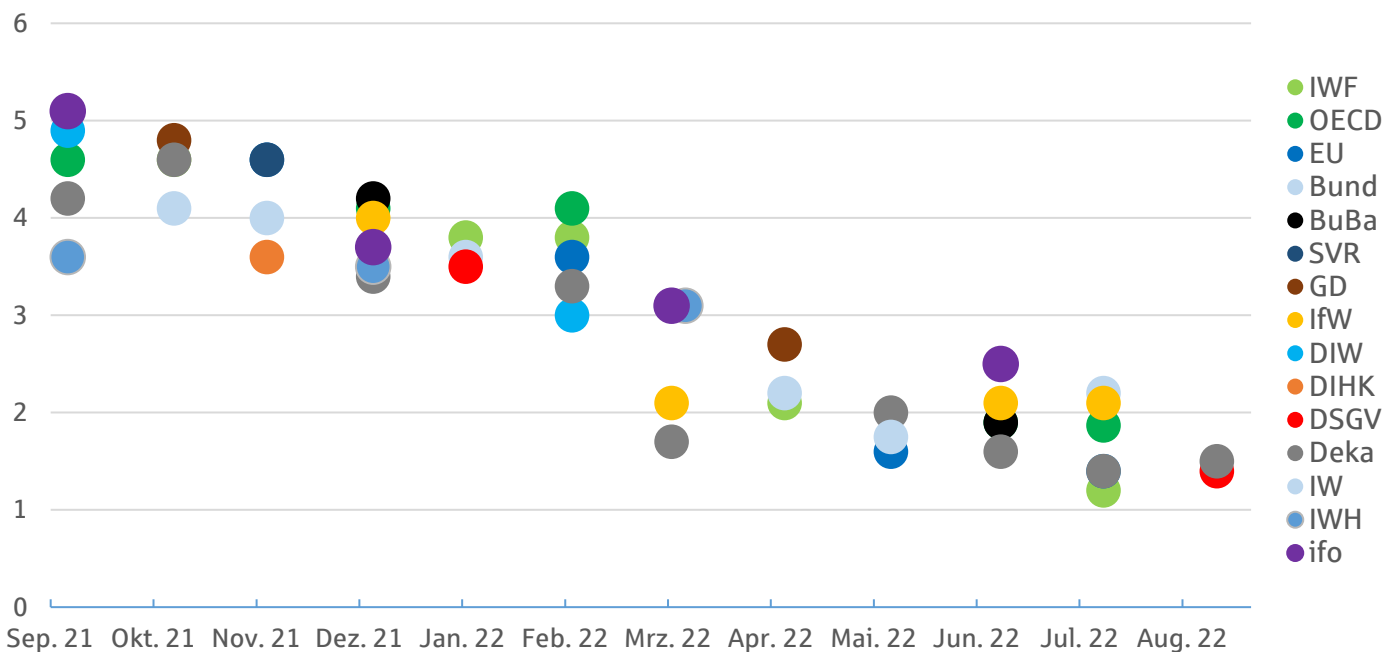


## A. Wachstum der Weltwirtschaftsregionen, Veränderung zum Vorjahr

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

\* Prognosen des Internationalen Währungsfonds vom Juli 2022

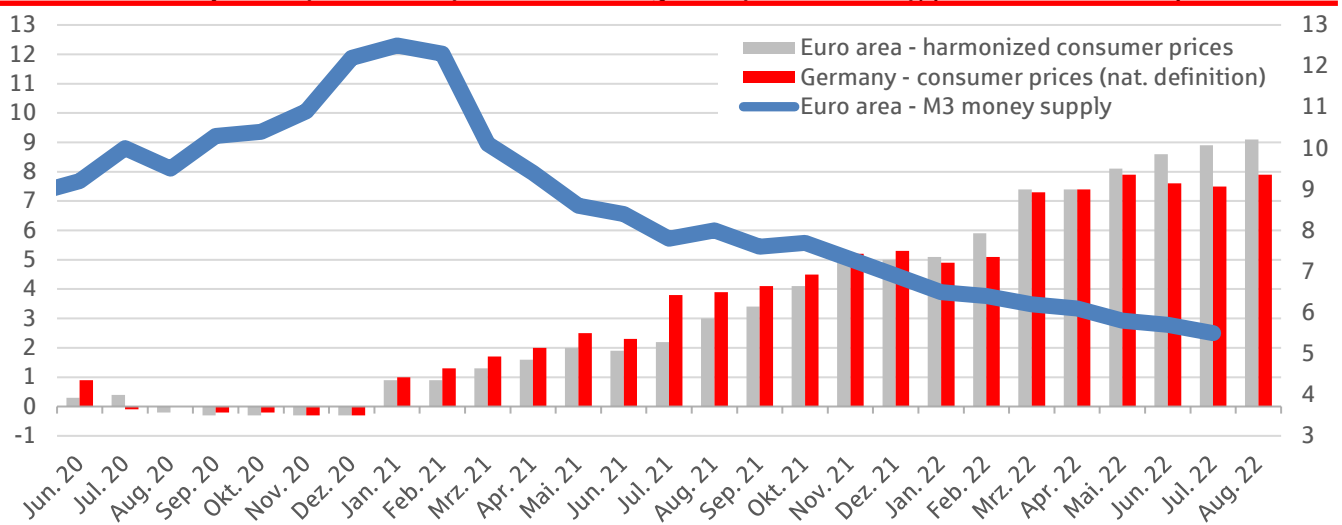
## B. Prognosen für das Wirtschaftswachstum in Deutschland für 2022, in %



## C. BIP im Euroraum und in Deutschland

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

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



**E. Monatliche Konjunkturindikatoren Deutschland**

	April	Mai	Juni	Juli	August
<b>Preise (nationale Definition)</b>					
	Veränderung zum Vorjahresmonat				
Verbraucherpreise	7,4%	7,9%	7,6%	7,5%	7,9%
– Ohne Nahrungsmittel und Energie (Kerninflation)	3,8%	3,8%	3,2%	3,2%	-
Erzeugerpreis gewerblicher Produkte	33,5%	33,6%	32,7%	37,2%	-
Einfuhrpreise	31,7%	30,6%	29,9%	28,9%	-
<b>Stimmungsindikatoren</b>					
ifo-Geschäftsklimaindex	91,9	93,1	92,2	88,7	88,5
ZEW-Konjunkturerwartung	-41,0	-34,3	-28,0	-53,8	-55,3
<b>Auftragseingang</b>					
	Veränderung zum Vorjahresmonat				
Verarbeitendes Gewerbe	-8,0%	2,8%	-11,6%	-16,1%	-
aus dem Inland	-4,6%	3,2%	-15,9%	-18,1%	-
aus dem Ausland	10,5%	2,6%	-8,5%	-14,6%	-
Investitionsgüterproduzenten	-10,0%	3,4%	-13,4%	-20,9%	-
<b>Produktion</b>					
	arbeitstäglich bereinigte Veränderung zum Vorjahresmonat				
Produzierendes Gewerbe insgesamt	-2,5%	-1,7%	-0,5%	-	-
davon Bau	-1,7%	-3,6%	-2,9%	-	-
davon Industrie	-3,0%	-1,5%	0,0%	-	-
<b>Außenhandel</b>					
	Veränderung zum Vorjahresmonat				
Export	9,3%	21,7%	14,5%	-	-
Import	26,1%	34,5%	24,8%	-	-
<b>Arbeitsmarkt</b>					
	Stand der Quote bzw. Veränderung zum Vorjahresmonat in 1000				
Arbeitslosenquote	5,0%	4,9%	5,2%	5,4%	-
Arbeitslose	-439	-476	-465	-462	-
Erwerbstätige (mit Arbeitsort im Inland)	628	698	735	-	-
Sozialversicherungspflichtige Beschäftigte	656	720	-	-	-

**F. Rohstoff-, Devisen- und Finanzmärkte**

	Mai	Juni	Juli	August	6. Sept
<b>Ölpreis Brent in US \$</b>	113,34	122,71	111,93	95,06	-
<b>Wechselkurse</b>					
US-Dollar / EUR	1,0579	1,0566	1,0179	1,0030	0,9928
Japanische Yen / EUR	136,24	141,57	139,17	136,07	140,91
<b>Aktienmärkte</b>					
Deutscher Aktienindex DAX, Monatsende	14.388	12.783	13.484	12.835	12.795
Veränderung zum Vorjahresmonat	-6,7%	-17,7%	-13,3%	-18,95%	-
<b>Geld- und Kapitalmarktzinsen</b>					
Tagesgeld (€STR)	-0,585%	-0,582%	-0,511%	-0,085%	-0,087%(5.)
1-Monatsgeld (EURIBOR)	-0,55%	-0,53%	-0,31%	0,02%	0,30%(5.)
3-Monatsgeld (EURIBOR)	-0,39%	-0,24%	0,04%	0,40%	0,78%(5.)
Umlaufrendite von Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren	1,08%	1,45%	0,91%	1,52%	1,51%
<b>Zinsen der Kreditinstitute, im Neugeschäft</b>					
Täglich fällige Einlagen priv. Haushalte in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	-0,02% 0,01%	-0,02% 0,01%	0,00% 0,01%	- -	- -
Einlagen privater Haushalte bis 1 Jahr in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	0,14% 0,18%	0,17% 0,19%	0,31% 0,27%	- -	- -
Unternehmenskredite bis 1 Mio. € über 5J in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	2,31% 1,84%	2,59% 1,95%	2,91% 2,14%	- -	- -

**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**

6. September 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>