



Angekündigte Rezession lässt auf sich warten

Die für das Winterhalbjahr 2022/2023 erwartete Rezession in Deutschland tritt wahrscheinlich ein. Aber sie könnte kürzer werden und flacher verlaufen als noch im Sommer gedacht. Bisher zeigt sich ein Abschwung in den Ist-Daten vorwiegend nur in der Industrie und beim Bau.

Die Stimmungsindikatoren, die im Sommer sehr stark eingebrochen waren, haben sich im Herbst ein Stück erholt. Gleiches gilt für die Aktienkurse. Die Nachrichtenlage am aktuellen Rand war zumeist eine gute, etwa in Form der inzwischen komplett gefüllten Gasspeicher im Land.

Die mittelfristige wirtschaftliche Performance Deutschlands und die weiteren Aussichten bleiben gleichwohl ernüchternd. Selbst wenn die Rezession klein bleibt, wird 2023 das vierte Jahr in Folge mit einem Produktionsniveau sein, welches das Vor-Corona-Niveau kaum übersteigt.

Die wesentliche Zielverfehlung bleibt derweil die sehr hohe Inflation. Sie muss als Voraussetzung für eine insgesamt wieder bessere Entwicklung mit allerhöchster Priorität zurückgeführt werden. Gefordert bleibt dabei vor allem die Geldpolitik. Weitere Zinsschritte werden nötig sein, auch wenn diese das Wachstum zunächst ein Stück belasten.

Berlin, 12. Dezember 2022

Autor:

Dr. Holger Schulz
Holger.Schulz@dsgv.de

Angekündigte Rezession lässt auf sich warten

Bis zum dritten Quartal 2022 noch keine Schrumpfung beim deutschen BIP

Spätestens seit dem Sommer 2022 erwarten die meisten Beobachter des Konjunkturgeschehens eine Rezession in weiten Teilen Europas und insbesondere auch in Deutschland. Zu groß erschien der Energiepreisschock, zu ungewiss die Versorgungslage im Winter 2022/2023. Eine schwache Wirtschaftsentwicklung in den nächsten Monaten bleibt weiterhin das wahrscheinlichste Szenario.

Doch bisher ist der Rückschlag in den vorliegenden Ist-Werten zur Wertschöpfung noch nicht breit angekommen, zumindest nicht außerhalb des Industriesektors. Schon die Tatsache, dass es das BIP im zweiten Quartal – wenngleich nur knapp – über die Nulllinie geschafft hatte, war im Sommer angesichts des damals noch recht frischen Schocks über den Kriegsausbruch in der Ukraine eine gewisse Überraschung. Dass es im dritten Quartal 2022 erneut eine positive Wachstumsrate gab, war umso erstaunlicher. Denn die Stimmungsindikatoren waren zwischenzeitlich sehr stark eingeknickt. Der Inflationsausbruch war und ist unübersehbar und beherrscht die Schlagzeilen. Die erheblichen Verteuerungen kosten die Konsumenten Kaufkraft. Die Sorge vor den hohen Energierechnungen des Winters erzeugt zusätzliche Kaufzurückhaltung.

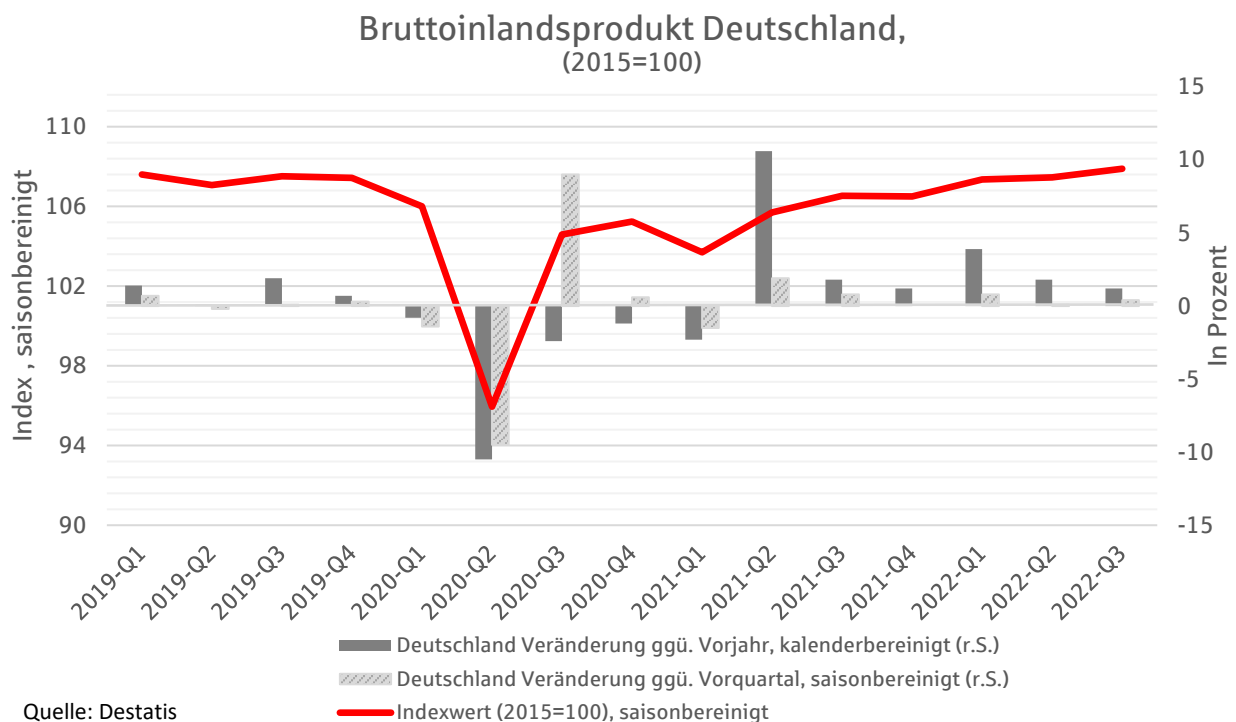
Und doch ist das BIP bis ins dritte Quartal gewachsen. Die positiven Raten waren dabei nicht überragend. Mit saisonbereinigten Verläufen gegenüber dem jeweiligen Vorquartal von nur 0,1 im zweiten Quartal bzw. etwas besser 0,4 Prozent im dritten Viertel des Jahres ist es eine wenig dynamische Entwicklung. Doch ist sie eben noch nicht gänzlich in eine Rezession gekippt. Das Wachstum erweist sich als robuster als zunächst befürchtet.

*Deutsches BIP
im Jahresverlauf*

Q2 2022 +0,1 %

Q3 2022 +0,4 %

*saisonbereinigt ggü. dem
jeweiligen Vorquartal*



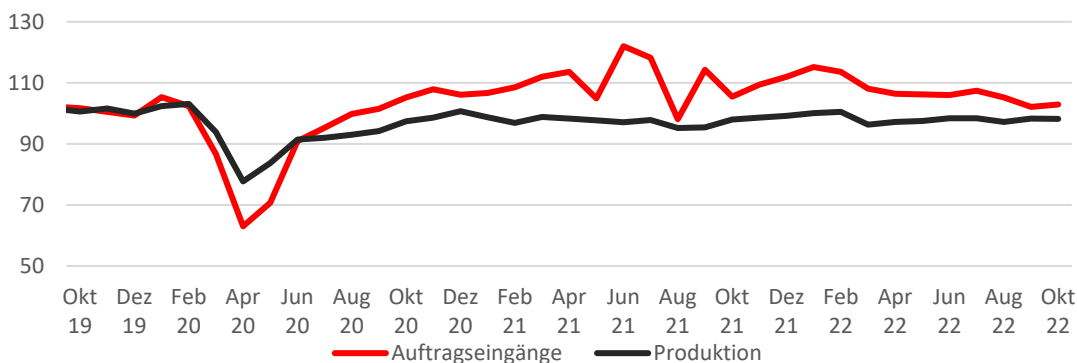
**Entwarnung kann nicht gegeben werden:
Aber es kommt zyklisch vielleicht nicht so schlimm wie befürchtet**

Um nicht falsch verstanden zu werden: Es kann keine Entwarnung gegeben werden. Einige der wesentlichsten Belastungsfaktoren dauern an. Die Entwicklung der deutschen Exporte im Oktober gibt ein solches Schwächezeichen ab – insbesondere bei den Wareneinfuhren in Länder außerhalb der EU. Diese Staaten decken knapp die Hälfte der gesamten deutschen Exporte ab. Die entsprechenden Wareneinfuhren lagen im Oktober zwar noch um 15,3 Prozent über denjenigen im Oktober des Vorjahres. Gegenüber September waren sie allerdings saisonbereinigt um 1,6 Prozent rückläufig. Hier spiegelt sich die Schwäche der Weltwirtschaft wider, die derzeit kein Motor für die deutsche Volkswirtschaft ist. Insbesondere die Lage in China ist an dieser Stelle ernüchternd. Die harten und fast flächendeckenden Lockdowns strangulieren das Wirtschaftsgeschehen. Zuletzt haben sie auch zunehmend zu politischen Protesten geführt. Die nach China gerichteten deutschen Exporte sind sogar im Vorjahresvergleich deutlich um 8,1 Prozent rückläufig.

*Deutsche Exporte
in Länder außerhalb
der EU im Oktober 2022
um 1,6 Prozent niedriger
als im September*

Ein anderer Konjunkturindikator, der am aktuellen Rand ebenfalls sehr auf Schrumpfung verweist, ist der Auftragseingang im Verarbeitenden Gewerbe. Die Bestellungen sind erst sehr spät abgeknickt. Sie waren noch bis Anfang 2022 sehr stark, und waren der Produktion regelrecht enteilt. Die sich schon im Jahr 2021 öffnende Schere zeigte die Lieferengpässe in vielen Branchen an. Wirklich schwach wurden die Ordergänge erst im August und September 2022. Die jüngste Erholung im Oktober lag ausschließlich am Sondereffekt von Großaufträgen. Ohne diese hätte sich der Abwärtstrend fortgesetzt. Inzwischen liegen die Auftragsgänge im Herbst 2022 für das gesamte Verarbeitende Gewerbe recht deutlich unter dem Vorjahresniveau. Die Schere hat sich geschlossen, aber eben leider nicht wie erhofft in einem Aufblühen der Produktion, sondern nach unten, zu einer schon seit 2022 schwächeren Produktion hin. Immerhin sind die in den letzten anderthalb Jahren aufgelaufenen Auftragsbestände noch sehr hoch. Sie abzuarbeiten, kann eine Brücke über die anstehenden nachfrageschwächeren Monate bilden. Wie nachhaltig diese Bestellbestände allerdings sind und ob sie zu auskömmlichen Konditionen kalkuliert und bepreist wurden, muss sich in der stark veränderten Lage allerdings noch beweisen.

Auftragseingänge und Produktion im Verarbeitenden Gewerbe,
Deutschland (Saison- und kalenderbereinigte Werte, in Prozent)



Quelle: Destatis

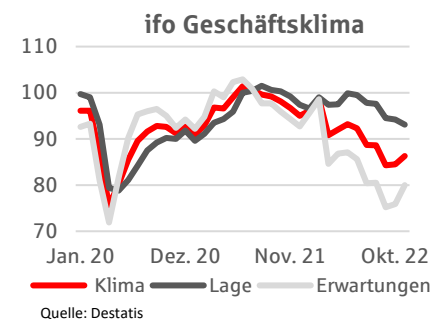
Dass die Rezession in Deutschland formal, d. h. mit mindestens zwei Quartalen eines rückläufigen BIPs, noch kommt, bleibt wahrscheinlich. Vermutlich hat sie im laufenden Quartal begonnen. Aber die Rezession kommt später und vielleicht auch flacher und kürzer als angesichts der allgemeinen Nachrichtenlage ausgemalt.

Die Stimmungsindikatoren und andere vorlaufende Kennzahlen haben über Monate hinweg sehr starke Signale für die Eintrübung im Winter gegeben. Die Erwartungen waren dabei deutlich stärker gefallen als die Lagebewertungen. Das Niveau der Erwartungen ist zwar immer noch niedrig, doch wurde dort zuletzt eine gewisse Gegenbewegung erkennbar, etwa beim ZEW-Konjunkturindikator oder auch bei der Erwartungskomponente des ifo Geschäftsklimas. Eine ähnliche Drehung der Stimmung ist auch bei den sich etwa seit Anfang Oktober erholenden Aktienkursen abzulesen.

Aber auch die handfeste Nachrichtenlage zur Wahrscheinlichkeit einer Gasmangellage hat sich zuletzt gebessert. So wurde Mitte November gemeldet, dass die Gasspeicher in Deutschland zu 100 Prozent gefüllt sind. Das gibt zumindest einige Wochen Sicherheit und ist auch Ausdruck einer erreichten Sparsamkeit beim Gasverbrauch in den letzten Monaten. Jedenfalls ist die Reserve, mit der Deutschland in den Winter geht, deutlich besser als noch im Sommer gedacht. Ob die Vorräte reichen werden, hängt natürlich auch von so unprognostizierbaren Größen wie dem Wetter ab. Zumindest sind die Chancen gestiegen, dass wir mit mittleren Witterungsverläufen leben könnten. Und auch die Energiepreise sowie andere Rohstoffpreise haben sich nach ihren Spitzenständen vom Sommer inzwischen ein Stück weit zurückgebildet.

Deutschland und Italien schließen im europäischen Vergleich wieder etwas auf

Die etwas entspanntere Lage beim Bedrohungsszenario Gasmangellage hat auch dazu geführt, dass diejenigen Länder im europäischen Geleitzug, die besonders von russischen Lieferungen abhängig waren, zuletzt wieder etwas aufgeholt haben. Das waren neben den osteuropäischen EU-Ländern unter den großen europäischen Volkswirtschaften vor allem Deutschland und Italien. Diese Länder hatten sich schon 2021 schwächer entwickelt als etwa Frankreich und Spanien, die mit deutlich mehr Dynamik aus dem Corona-Einbruch beim BIP zurückgeschneit waren.



Es hängt auch vom Wetter ab – aber Deutschland ist nicht mehr ganz so ausgeliefert

Spanien und Frankreich bis Mitte 2022 am dynamischsten

	Euroraum		Deutschland		Frankreich		Italien		Spanien	
	Reales Bruttoinlandsprodukt									
	Qoq*1	Yoy*2	Qoq	Yoy	Qoy	Yoy	Qoy	Yoy	Qoy	Yoy
Q1	0,6	5,5	0,8	3,5	-0,2	4,8	0,2	6,4	-0,2	6,7
Q2	0,8	4,3	0,1	1,7	0,5	4,2	1,1	5,0	1,5	6,8
Q3	0,3	2,3	0,4	1,3	0,2	1,0	0,5	2,6	0,2	3,8

*1 Prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorquartal, saisonbereinigt

*2 Prozentuale Veränderung gegenüber dem gleichen Quartal des Vorjahres

Quelle: Eurostat

Noch in den ersten beiden Quartalen 2022 lagen Frankreich und vor allem Spanien im Vorjahresvergleich mit großen BIP-Zuwächsen deutlich vorn. Beim jüngsten vorliegenden BIP für das dritte Quartal haben allerdings Italien und Deutschland im direkten Vorquartalsvergleich die Nase ein kleines Stück vorn bei den wie bereits kommentiert insgesamt noch mager bleibenden Wachstumsraten.

Eine nach dem Hin und Her unter dem Strich wieder etwas gleichmäßigere Wirtschaftsentwicklung in Europa wäre sicherlich nicht verkehrt angesichts der vielen Belastungen und spaltenden Herausforderungen, sei es im politischen oder im wirtschaftlichen Bereich. Eine etwas einheitlichere Lage erleichtert es, gemeinsame oder zumindest gleichgerichtete wirtschaftspolitische Antworten zu finden.

Wie geht es 2023 weiter?

Die Prognosen der einschlägigen gesamtwirtschaftliche Vorhersagen erstellenden Institutionen klaffen derzeit besonders stark auseinander. Einige Zahlenwerke sehen das deutsche BIP im kommenden Jahr nur knapp unter der Nulllinie, andere haben noch das Szenario einer schwerwiegenden Rezession auf dem Radarschirm. Eine Prognose der letztgenannten pessimistischen Kategorie ist die Herbstausgabe des Deutschen Industrie- und Handelskammertages (DIHK), die für das deutsche BIP 2023 eine reale Schrumpfung um 3,0 Prozent veranschlagt. Allerdings ist die Ausschau des DIHK methodisch immer sehr stark auf die Umfrage unter den Mitgliedsunternehmen gestützt. Sie ist recht direkt mit den Voten verknüpft und ist insofern eher wie ein Stimmungsindikator zu interpretieren. Und dass die Stimmung ins Negative übergeschossen war, haben wir bereits festgestellt. Zudem fand die Erhebung des DIHK maßgeblich vor den Rohstoffpreisberuhigungen der letzten Wochen und vor den Stabilisierungsbeschlüssen der Bundesregierung statt.

Der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SVR) besetzt dagegen den optimistisch gestimmten Rand des Prognosefeldes. Aber auch das Herbstgutachten – die Gemeinschaftsprognose der deutschen Forschungsinstitute – sowie darauf basierend die Ausschau der Bundesregierung selbst positionieren sich sehr ähnlich zuversichtlich. Die OECD ist ebenfalls in diesem Feld dabei.

Die Prognosen dieser optimistischen Gruppe liegen alle im Bereich von nur –0,2 bis –0,4 Prozent Schrumpfung für das deutsche BIP 2023. Das wäre ein recht günstiges Ergebnis, denn es würde eine kurze Rezession und ein baldiges Einsetzen einer Erholung implizieren. Unterstellt man einen gewissen BIP-Rückgang im Schlussquartal 2022, so wie es auch die genannten positiven Ausschauen tun, dann geht Deutschland ohne den normalen statistischen Überhang, sondern je nach Größe des Rückschlags im vierten Quartal sogar mit einem statistischen Unterhang ins neue Jahr. Damit wäre eine Performance auf Jahressicht in Höhe von –0,2 bis –0,4 Prozent praktisch schon vollständig erklärt. Für eine längere Rezession wäre bei derartigen Jahresdurchschnitten rechnerisch gar kein Raum. Falls das Auftaktquartal 2023 noch einmal mit einem BIP-

Sehr breites Feld von Prognosen (siehe auch die „Punktwolke“ im Anhang B)

Nur knapp unter null für das Jahres-BIP 2023 bedeutet eine unterstellte Erholung im Jahresverlauf

Rückgang aufwarten sollte, dann wäre in diesen Szenarien bereits ab dem Frühjahr 2023 eine Erholung eingepreist.

Dass es so kommt, ist nicht unplausibel. Wenn Deutschland tatsächlich einigermaßen unbeschadet ohne einen harten Gasmangel durch den Winter kommen sollte und von neuen Schocks verschont bleibt, dann ist durchaus denkbar, dass ab dem Frühjahr die in der Krisenserie aufgestauten Wachstumskräfte die Oberhand gewinnen.

Mittelfristige Entwicklung der deutschen Wirtschaft ernüchternd – sowohl rückblickend als auch perspektivisch-strukturell

Aber selbst bei diesem Optimismus in „zyklischer“ Hinsicht ist der Blick auf die längerfristige Entwicklung Deutschlands ernüchternd. Selbst wenn wir mit einer Entwicklung nur knapp unter der Null mit einem blauen Auge davonkommen, ist 2023 dann das vierte schwache Wachstumjahr in Folge. Dieser Zeitraum war nicht ohne zeitweises Aufblitzen von Wachstum. Doch die rechnerischen Zuwächse von 2021 und 2022 waren nur das Wiederaufholen des Einschlags in der ersten Corona-Phase 2020. Wir hangeln uns mit einem Wachstum in der Nähe der Null 2023 gerade einmal am Vorkrisenniveau von 2019 entlang. Vier Jahre eines üblichen Wachstums – hypothetisch entlang des Potenzialpfades – fehlen. Deutschland liegt damit auch im internationalen Vergleich deutlich schlechter als die meisten anderen Industrieländer.

Und die mittelfristigen Aussichten für den produktivitätsgetriebenen Wachstumspfad und das Potenzialwachstum bleiben trübe, denn Energie wird für Deutschland auch nach Rückbildung der Spitzenstände aus der Krise teuer bleiben, jedenfalls teurer als vor dem Aufflammen der geopolitischen Konflikte. Einige auf günstige Energie gestützte Geschäftsmodelle in der Industrie stehen grundsätzlich infrage und werden am deutschen Standort nur noch schwierig zu halten sein.

Und der Blick auf das stagnierende BIP überzeichnet sogar noch die tatsächliche Wohlstandssituation des Landes. Das gilt sogar für das preisbereinigte, reale BIP. Denn dort wird mit den zugehörigen Preissteigerungen die inländische Wertschöpfung deflationiert. Die Anstiege der Deflatoren sind in der aktuellen Situation aber geringer als diejenigen der Verbraucherpreise. Letztere steigen viel stärker, weil sie auch viele importierte Güter und Vorleistungen beinhalten. Und dort ist die Dynamik bekanntlich am höchsten. Die Verbraucherpreisinflation schränkt die Konsummöglichkeiten scharf ein, auch wenn die Deflationierung des BIP moderater ausfällt.

Deutschland ist durch die verschobenen Preisrelationen deutlich ärmer geworden. Das Land hat einen Terms-of-Trade-Shock erlitten. Die Importpreise sind viel stärker gestiegen als die Exportpreise. Wir erhalten mengenmäßig viel weniger Güter im Austausch für die gleiche Menge exportierter Güter.

In der vorangegangenen Ausgabe der „Informationen zur Wirtschaftslage“ (mit Datum vom 6.9.2022 erschienen und auf der Homepage des DSGV weiterhin verfügbar) haben wir die Zusammenhänge eines Terms-of-Trade-Shocks grundständig analysiert und auch aufgezeigt,

BIP Deutschland	
Jahr	Wert ^{*1}
2020	-4,6
2021	+2,6
2022	+1,7 ^{*2}
2023	-0,2 ^{*2}

^{*1} Preisbereinigte Veränderung zum Vorjahr, in %, Destatis
^{*2} Prognose aus dem Jahresgutachten des Sachverständigenrates (November 2022)

BIP überzeichnet sogar noch die nach den zu bezahlenden teureren Importen verbleibenden Konsummöglichkeiten

Grundsätzliche Wirkung des Terms-of-Trade-Shocks

wie die verteuerten Importe negativ auf den nominalen Leistungsbilanzsaldo durchschlagen. Diese Diagnose gilt auch weiterhin.

**Arbeitsmarkt präsentiert sich sehr robust ...
... und mit hohen Tarifabschlüssen**

Eine gute Nachricht ist dagegen die Stabilität des deutschen Arbeitsmarktes. Die Zahl der Erwerbstätigen wird von der derzeitigen Schwächephase fast überhaupt nicht erschüttert. Und das dürfte auch weitgehend so bleiben, selbst wenn die eigentliche Rezessionsphase erst noch kommt. Wegen des Strukturfaktors der zunehmenden demografiebedingten Engpässe beim Arbeitskräfteangebot und aufgrund der Erfahrungen mit dem schwierigen Zurückgewinnen von Mitarbeitern nach der Pandemie werden viele Unternehmen ihre Belegschaften über die Rezession hinweg halten, insbesondere wenn diese zeitlich begrenzt bleibt. Mit einem größeren Anstieg der Arbeitslosigkeit rechnen die meisten Prognosen deshalb nicht. Selbst wenn die Rezession kommt: Am Arbeitsmarkt fühlt es sich nicht an wie eine Rezession.

Das gilt allerdings auch in Bezug auf die Lohndynamik. In der aktuellen Hochinflationssituation werden verständlicherweise von der Arbeitnehmerschaft Kompensationen in den Nominallöhnen gefordert. Und diese Forderungen sind angesichts des robusten Arbeitsmarktes auch weitgehend durchsetzbar. Die Unternehmen haben zwar derzeit eigentlich keinen Verteilungsspielraum. Sie stehen mit galoppierenden Erzeugerpreisen selbst unter Druck. Die Preissteigerungen stammen eben nicht aus den Margen der inländischen Wertschöpfung und stehen deshalb nicht zur Verteilung zur Verfügung. Vielmehr sind die nominalen Aufblähungen über Vorprodukte, Rohstoffe und Energie ins liefernde Ausland abgeflossen. Das ist das Spiegelbild des Terms-of-Trade-Schocks, der das Land in seiner Gesamtheit getroffen hat.

Hohe Lohnsteigerungen bergen in dieser Situation die Gefahr von Zweit-rundeneffekten und des Auslösens von Preis-Lohn-Spiralen. Einige Branchen haben in dieser aktuellen Lage gleichwohl bereits hohe Tarifabschlüsse getätigt. Beispiele sind die Chemieindustrie, die Metall- und Elektroindustrie und der daran orientierte, aber eigenständig verhandelte Haustarifvertrag des Volkswagen-Konzerns.

Schwer zurückzugewinnende Arbeitskräfte werden überbrückend gehalten

Sind die erlebten Tarifabschlüsse der Einstieg in die Preis-Lohn-Spirale?

Aktuelle Lohnabschlüsse	Metall und Elektro	Bergbau, Chemie, Energie	VW-Konzern
Tarifstufe 2023	+5,2 %	+3,25 %	+5,2 %
Tarifstufe 2024	+3,3 %	+3,25 %	+3,3 %
Laufzeit	24 Monate	24 Monate	24 Monate
Einmalbetrag	3.000 €	3.000 €	3.000 €

Quelle: IG-Metall, IG Bergbau, Chemie, Energie, VW-Konzern, Tagesschau

Die aufgeführten Abschlüsse haben meist eine zweijährige Laufzeit. Für das erste Jahr wurden dabei regelmäßig höhere Steigerungen vereinbart als für das zweite. Die Tarifvertragsparteien hegen offenkundig beidseitig die Erwartung, dass die Inflationsspitzen von 2022 sich in den kommenden Jahren allmählich zurückbilden. Die geringeren Abschlüsse für das Folgejahr dienen somit auch als Anker gegen eine sich weiter beschleunigende Lohn-Preis-Spirale. Erweisen sich die Inflationsraten später doch als hartnäckig höher als erwartet, dann würden die vorvereinbarten Abschlüsse in der vorgenommenen Struktur ein wenig bremsen. Der Ausgleich für die bereits aufgelaufenen Kaufkraftverluste erfolgt teilweise als eine Einmalzahlung. Auch das ist in der aktuellen Situation eine weise Struktur. Denn so bleiben die ausgezahlten Beträge außerhalb der Basis für die künftigen Löhne. Sie werden, wie es in der tarifvertraglichen Fachsprache bezeichnet wird, nicht „tabellenwirksam“.

Dazu kommt, dass die Erhöhungsstufen in einigen der genannten Abschlüsse recht viele „Nullmonate“ vorsehen, d. h., dass die Erhöhungsstufen erst verzögert im Jahr einsetzen. Für die Jahresdurchschnitte ist die faktische und effektive Erhöhung somit deutlich geringer als in den Headline-Ziffern der Abschlüsse verkündet. Die Deutsche Bundesbank beziffert die gewichteten Anstiege auf Zwölfmonatsbasis umgerechnet auf 6 Prozent in der Chemieindustrie und auf 5,25 Prozent in der Metall- und Elektroindustrie. Das erscheint deutlich moderater als der erste Eindruck von den Abschlüssen.

Das Statistische Bundesamt hat für den aktuellen Rand der bisherigen Lohnentwicklung den gesamtwirtschaftlichen Reallohnverlust im dritten Quartal 2022 auf sehr spürbare 5,7 Prozent gegenüber dem Vorjahresquartal beziffert. Insofern ist eine gewisse Korrektur und nachholende Entwicklung in den nun vereinbarten Verträgen durchaus gerechtfertigt.

Inflation bleibt die wesentliche Zielverfehlung

Für die realwirtschaftliche Lage lässt sich somit zusammenfassen: Eine Rezession ist wahrscheinlich, wird aber wohl flacher als noch im Sommer befürchtet. Der Arbeitsmarkt bleibt robust, und die optisch auffälligen Lohnabschlüsse sind letztlich vertretbar. Die verbleibende wesentliche wirtschaftspolitische Zielverfehlung ist in diesem Umfeld die viel zu hohe Inflation.

Im Euroraum insgesamt und auch in Deutschland erleben wir seit dem Spätsommer Verbraucherpreise mit zweistelligen prozentualen Jahressteigerungsraten. Das ist eine Entwicklung, die wir zu gesamtdeutschen Zeiten noch nie erlebt haben. Und auch in der Geschichte der westdeutschen Bundesrepublik müssen wir bis in das Jahr 1951 zurückblicken, um in den frühen Tagen der DM im sogenannten Korea(kriegs)-Boom ähnlich hohe Raten anzutreffen.

Im November hat die Inflationsrate laut den Schnellschätzungen von Destatis und von Eurostat dann zum ersten Mal im aktuellen Zyklus auf Verbraucherebene einen kleinen Rücksetzer erfahren. Die Raten blieben mit glatt 10 Prozent für den HVPI auf Ebene des Euroraums und bei der deutschen Verbraucherpreisrate in nationaler Definition zwar zweistellig. In der harmonisierten Abgrenzung blieb der deutsche Teilindex

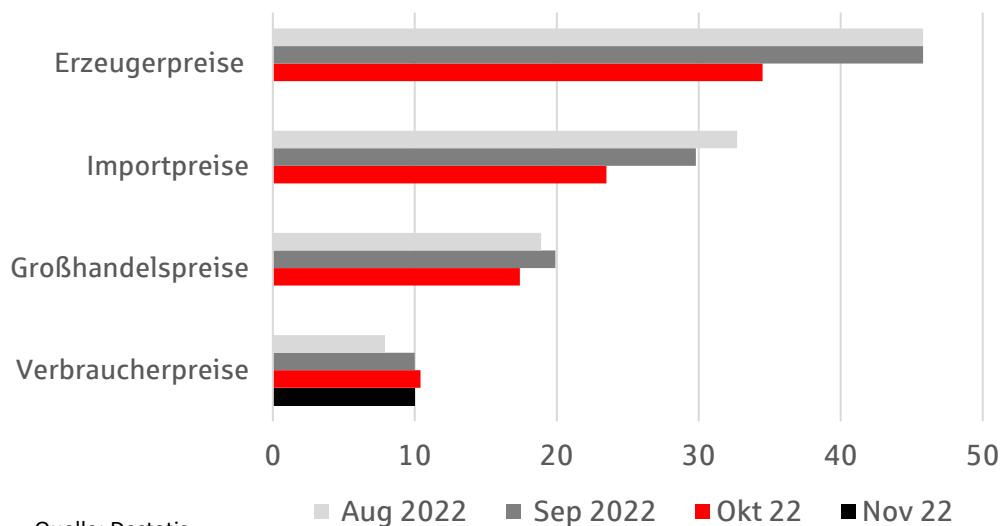
*In der
Gesamtbetrachtung
vertretbare Abschlüsse*

*Siebzigjähriges
Rekordniveau*

mit 11,3 Prozent sogar weiter klar zweistellig. Aber es war eben eine Spur weniger als im Oktober. Es sieht so aus, als wenn die Höchststände erreicht oder sogar überschritten seien. Eine schnelle Rückbildung des Auftriebs ist aber unwahrscheinlich. Die Inflationsdynamik hat sich inzwischen verbreitert. Auch die Kernraten unter Ausklammerung der besonders volatilen Preise bei Lebensmitteln und vor allem bei Energie liegen nun um die 5 Prozent.

Weiterhin gilt, dass auf den vorgelagerten Wertschöpfungsstufen der Preisauftrieb sogar noch deutlich größer ist als auf Verbraucherebene, hier veranschaulicht an der Gegenüberstellung der entsprechenden Indizes für Deutschland.

Preissteigerungen in Deutschland
gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent

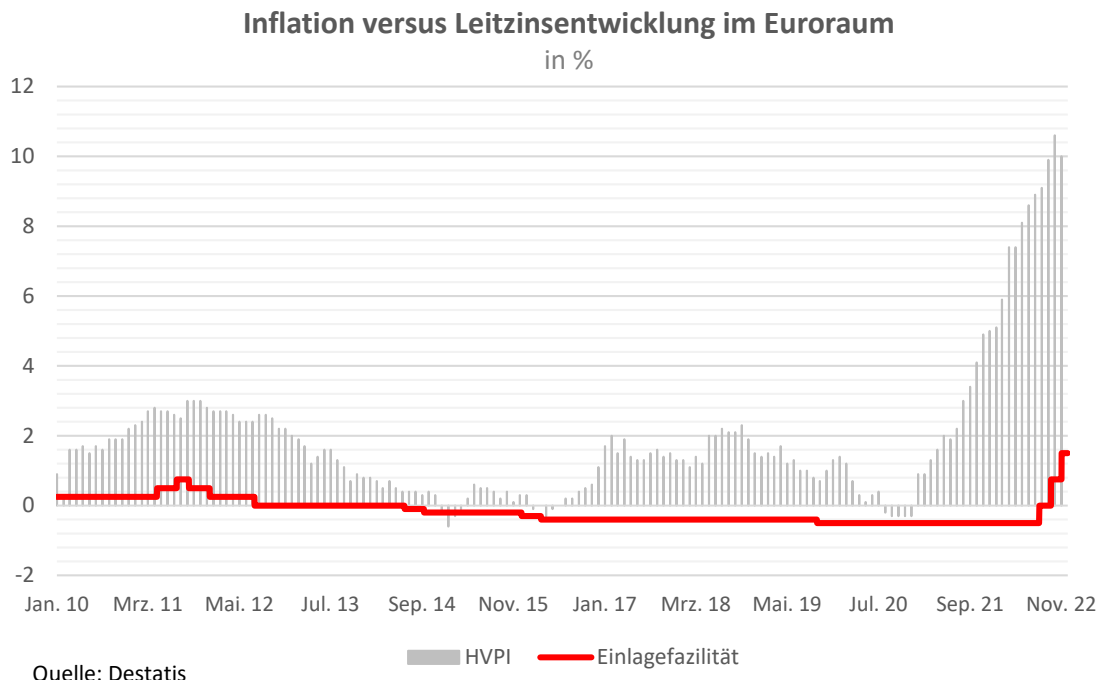


Die Erzeugerpreise gewerblicher Produkte scheinen dabei ihre Spitze hinter sich gelassen zu haben. Sie korrigieren sich noch stärker als die Verbraucherpreise. Die Zwölfmonatsrate hat sich im Oktober spürbar auf 34,5 Prozent verlangsamt nach identischen 45,8 Prozent in den beiden vorangegangenen Monaten. Auch die jüngste Rate ist zwar immer noch extrem hoch; doch dahinter steckt nicht nur ein Basiseffekt in der Vorjahresentwicklung, sondern auch ein tatsächlicher Rückgang der Erzeugerpreise von September 2022 auf Oktober um immerhin 4,2 Prozent. Das war maßgeblich der Rückbildung der Rohstoffpreise von ihren Panikniveaus im Sommer zu verdanken. Ähnliches gilt für die Einfuhrpreise.

Erzeugerpreise und Einfuhrpreise haben ihren Spitzenstand wohl bereits überschritten

Aber für die Überwälzung in die Verbraucherpreise ist dennoch viel Druck in der Pipeline. Hier werden die vollen Lasten bei Gas, Strom und Heizen aufgrund der Rückstauung mit längeren Preisbindungen in den Verträgen und der nachträglich erfolgenden Anpassung von Abschlagszahlungen erst 2023 voll ankommen, wengleich durch die politischen Interventionen nun teilweise gebremst.

Geldpolitik muss ihre Eindämmung fortsetzen



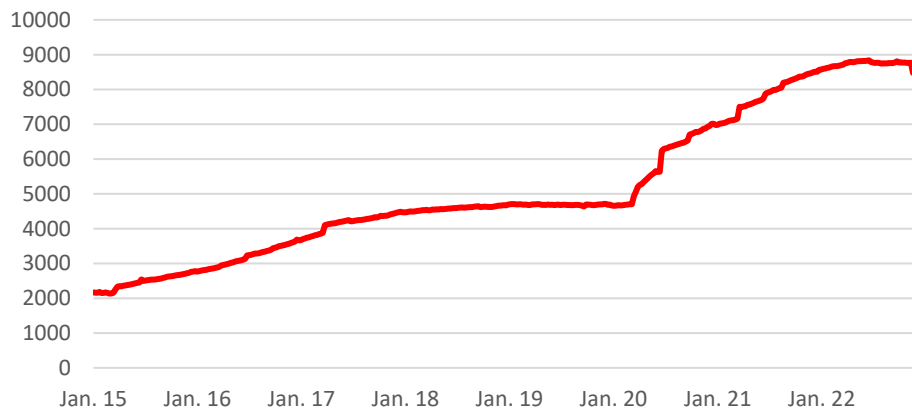
Die Geldpolitik liegt immer noch hinter der Kurve des Handelns und hat mit den Zinssteigerungen die enteiltete Inflation noch nicht ansatzweise eingeholt. Das gilt jedenfalls im Euroraum. Beim US-Dollar ist die Federal Reserve bereits weiter. Sie hat fast ein Jahr früher als die Europäische Zentralbank (EZB) mit der Restriktivierung ihrer Politik begonnen. Und beim Dollar sind deshalb im Herbst 2022 auch schon etwas deutlichere Rückgänge der Steigerungsraten der Verbraucherpreise eingetreten. Dabei hat es die Federal Reserve in der aktuellen Inflationsbekämpfung allerdings auch einfacher, weil die USA kein Netto-Energieimporteur sind und der Preisschock in diesem Sektor dort bei Weitem nicht so ausgeprägt war wie in Europa. Dafür war in den USA ein gesamtwirtschaftlicher Nachfrageüberhang Treiber der Inflation.

Beide Notenbanken werden ihre Zinssteigerungen im Dezember 2022 und im Jahr 2023 weiter fortsetzen müssen. Der nächste Schritt der EZB steht für den 15. Dezember 2022 an. Mittelfristig wird die EZB auch den quantitativen Umgang mit ihrer Bilanzsumme und mit dem Wertpapierbestand ihrer Ankaufprogramme angehen müssen. Auch hier ist die Federal Reserve schon weiter und schmilzt ihre Bestände schon seit geraumer Zeit aktiv ab. An der Stelle hat sie es ebenfalls leichter, weil sie einheitliche US-Treasurys der Zentralregierung abbauen kann. Das Eurosystem hat dagegen die fragilen nationalen Strukturen und die Wirkung auf die Spreads zwischen den Schuldtiteln der einzelnen Jurisdiktionen zu beachten. Erste Hinweise darauf, wann und wie sie ihre Portfolios angehen wird, dürfte die EZB aber bei ihrer Dezembersitzung geben. Voraussichtlich wird sich der Abbau zuerst im APP abspielen; im PEPP gibt es noch länger verkündete Haltefristen.

*EZB später dran
als die Federal Reserve*

*Nächste Aufgabe:
Abbau der
Wertpapierportfolios aus
den Ankaufprogrammen*

Konsolidierte Bilanzsumme des Eurosystems in Mrd.



Quelle: EZB

Einen gewissen Abbau der Bilanzsumme des Eurosystems wird es automatisch mit den Fälligkeiten der Beträge aus den Langfristendern TLTRO III geben (Targeted longer-term refinancing operations). Das Gros dieser Refinanzierungen ist im Juni 2023 fällig. Durch die jüngst erfolgte, nachträgliche Verschlechterung der Konditionen bei den TLTROs versucht die EZB, den Kreditinstituten zudem Anreize für eine vorzeitige Rückzahlung zu geben. Dafür wurden zusätzliche Sondertilgungstermine eingerichtet, auch um die vertragsrechtlich grenzwertige Vorgehensweise der EZB bei der Konditionenänderung ein Stück weit zu heilen. In jedem Fall hat sich die EZB mit den Veränderungen der TLTRO-Konditionen mit Blick auf Vertrauenswahrung und Glaubwürdigkeit ihrer Instrumente keinen Gefallen getan. Wenn sie künftig in ihrer Geldpolitik wieder einmal ein langfristiges Signal an die Märkte mit langfristigen Verträgen geben will, um die Erwartungen zu steuern und zu verankern, wird das nach den nun gewonnenen Erfahrungen mit dem einseitigen Einkassieren der ursprünglich fest angekündigten Konditionen schwieriger.

Wie werden die Kreditinstitute in der neuen Situation reagieren? Das ist sicherlich nach den einzelnen Mitgliedsländern, der dort jeweils umlaufenden Überschussliquidität und auch nach den Bilanzpositionen der einzelnen Häuser sehr individuell. Bei dem ersten der Sondertilgungstermine im November 2022 wurden jedenfalls nur knapp 300 Mrd. Euro aus den TLTROs getilgt – also knapp ein Siebtel des ausstehenden Volumens. Dieser begrenzte Umfang ist sicherlich auch auf die kurzen Dispositionsfristen nach den Vertragsänderungen zurückzuführen. Spannend wird sein, welchen Anteil der TLTRO-Positionen die Banken im Euroraum im Dezember zu dem dann anstehenden regulären Tilgungstermin aus ihren Bilanzen kürzen. Das wäre dann auch noch rechtzeitig für diejenigen Strukturen, die man in den jeweiligen Jahresbilanzen zum Jahresendstichtag zeigen will. Die entsprechenden Dispositionen finden um den Termin des EZB-Rates am 15. Dezember statt und müssen davor angemeldet werden. Das dort anfallende Volumen dürfte dann auch die weiteren Beschlüsse der EZB bei dieser Ratssitzung beeinflussen.

*Aufgekündigte
Konditionen bei den
Langfristendern
hinterlassen
Vertrauensverlust*

*Erster
Sondertilgungstermin
nur begrenzt genutzt*

Allerdings bleibt der Abbau der TLTRO-Positionen trotz des riesigen Umfangs von gut zwei Billionen Euro nur ein Nebenkriegsschauplatz beim Abbau der Bilanz des Eurosystems. Die daneben bestehenden Portfolios aus den Ankaufprogrammen (im Wesentlichen APP und PEPP) machen über fünf Billionen Euro aus. Solange dieser Hauptposten nicht angegangen wird, bleibt es bei der strukturellen Überschussliquidität im Euroraum. Das Gesamtsystem und der Finanzsektor verfügen über viel mehr Zentralbankgeld als für Bargeldumlauf und Mindestreserven nötig ist.

Solange dies so ist, bleibt der Zinssatz für die Einlagefazilität der eigentliche „Leitzins“ im Euroraum. Immerhin funktioniert die geldpolitische Transmission über diesen Satz an die Geld-, Kapital- und Kreditmärkte. Die beabsichtigten Zinssteigerungen kommen an. Das bremst zwar die realwirtschaftliche Entwicklung. Und es bleibt auch für viele Kreditinstitute angesichts der jetzt erforderlichen Schnelligkeit der Zinserhöhung nicht ohne schmerzliche Lasten. Aber angesichts der hohen Inflationsraten ist das ohne Alternative. Ein weiterer Erhöhungsschritt am 15. Dezember wird nötig sein.

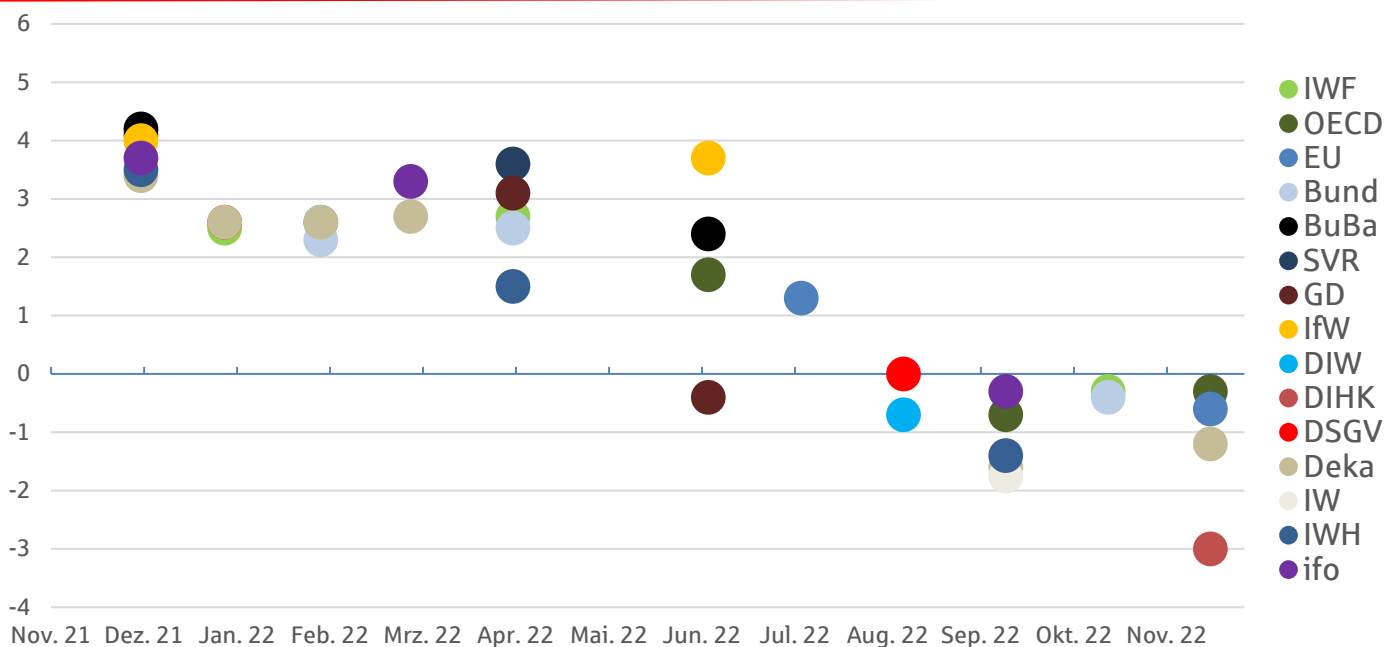
Wir wünschen allen Lesern der „Informationen zur Wirtschaftslage“ zum Jahresende ein paar ruhige Tage und eine besinnliche Zeit.

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%	2,7%
USA	-3,4%	5,7%	1,6%	1,0%
Japan	-4,5%	1,7%	1,7%	1,6%
China	2,2%	8,1%	3,2%	4,4%
Euroraum	-6,4%	5,4%	3,1%	0,5%
Deutschland	-4,6%	2,6%	1,5%	-0,3%

* Prognosen des Internationalen Währungsfonds vom Oktober 2022

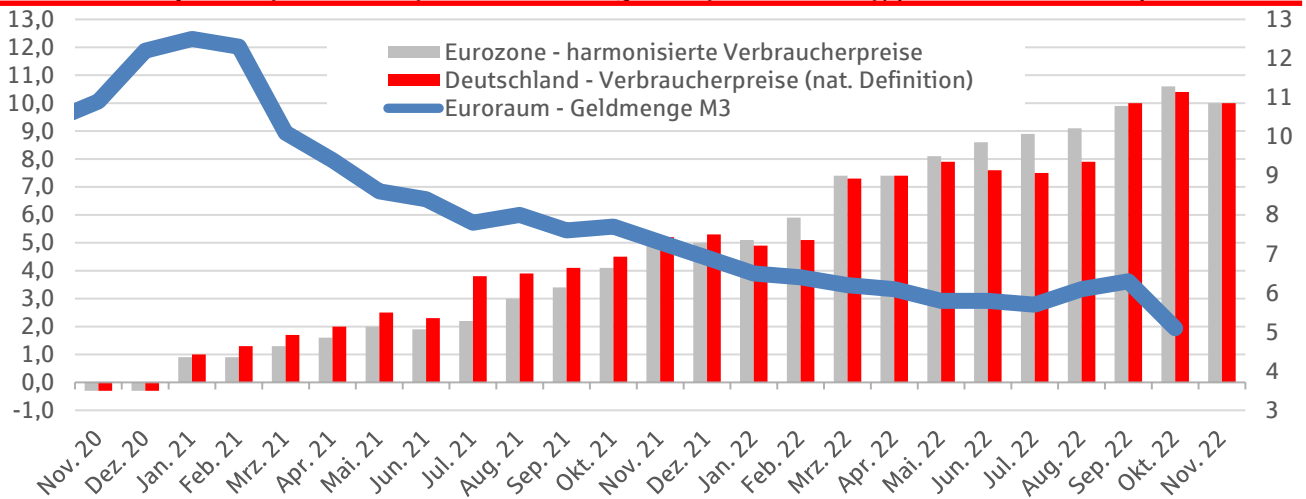
B. Prognosen für das Wirtschaftswachstum in Deutschland für 2023, in %



C. BIP im Euroraum und in Deutschland

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

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



E. Monatliche Konjunkturindikatoren Deutschland

	Juli	August	September	Oktober	November
Preise (nationale Definition)					
	Veränderung zum Vorjahresmonat				
Verbraucherpreise	7,5%	7,9%	10,0%	10,4%	-
– Ohne Nahrungsmittel und Energie (Kerninflation)	3,2%	3,5%	4,6%	5,0%	-
Erzeugerpreis gewerblicher Produkte	37,2%	45,8%	45,8%	34,5%	-
Einfuhrpreise	28,9%	32,7%	29,8%	23,5%	-
Stimmungsindikatoren					
ifo-Geschäftsklimaindex	92,2	88,7	84,3	84,5	86,3
ZEW-Konjunkturerwartung	-28,0	-53,8	-61,9	-59,2	-36,7
Auftragseingang					
	Veränderung zum Vorjahresmonat				
Verarbeitendes Gewerbe	-13,6%	-1,5%	-9,7%	-6,5%	-
aus dem Inland	-17,5%	-4,6%	-2,5%	-11,0%	-
aus dem Ausland	-10,7%	0,7%	-14,1%	-3,4%	-
Investitionsgüterproduzenten	-16,8%	-0,3%	-12,2%	-3,9%	-
Produktion					
	arbeitstäglich bereinigte Veränderung zum Vorjahresmonat				
Produzierendes Gewerbe insgesamt	-0,8%	1,6%	3,1%	0,0%	-
davon Bau	0,1%	-1,2%	-2,1%	1,5%	-
davon Industrie	-1,3%	2,6%	4,9%	0,8%	-
Außenhandel					
	Veränderung zum Vorjahresmonat				
Export	10,7%	23,1%	20,2%	-	-
Import	26,4%	37,6%	31,3%	-	-
Arbeitsmarkt					
	Stand der Quote bzw. Veränderung zum Vorjahresmonat in 1000				
Arbeitslosenquote	5,4%	5,6%	5,4%	5,3%	-
Arbeitslose	-120	-31	+21	+65	-
Erwerbstätige (mit Arbeitsort im Inland)	+534	+490	+448	-	-
Sozialversicherungspflichtige Beschäftigte	+681	+639	+598	+573	-

F. Rohstoff-, Devisen- und Finanzmärkte

	August	September	Oktober	November	12. Dez.
Ölpreis Brent in US \$	100,45	89,76	93,33	91,42	75,75
Wechselkurse					
US-Dollar / EUR	1,0128	0,9904	0,9826	1,0201	1,05159 (9.)
Japanische Yen / EUR	136,85	141,57	144,73	145,12	143,30 (9.)
Aktienmärkte					
Deutscher Aktienindex DAX, Monatsende	12.835	12.114	12.254	14.397	14.319
Veränderung zum Vorjahresmonat	-18,95%	-20,42%	-15,52%	-4,66%	-
Geld- und Kapitalmarktzinsen					
Tagesgeld (€STR)	-0,085%	0,355%	0,656%	1,368%	1,40% (9.)
1-Monatsgeld (EURIBOR)	0,02%	0,57%	0,92%	1,42%	1,61% (9.)
3-Monatsgeld (EURIBOR)	0,40%	1,01%	1,43%	1,83%	2,01% (9.)
Umlaufrendite von Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren	1,52%	2,12%	2,19%	1,94%	1,92%
Zinsen der Kreditinstitute, im Neugeschäft					
Täglich fällige Einlagen priv. Haushalte in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	0,00% 0,01%	0,01% 0,02%	0,01% 0,03%	- -	- -
Einlagen privater Haushalte bis 1 Jahr in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	0,49% 0,35%	0,84% 0,56%	1,06% 0,83%	- -	- -
Unternehmenskredite bis 1 Mio. € über 5J in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	2,96% 2,29%	3,19% 2,45%	3,37% 2,72%	- -	- -

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

12. Dezember 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>