



# Aufgeschoben, doch nicht aufgehoben

**Während die Infektionszahlen sinken und ein großer Teil der Bevölkerung in Deutschland geimpft ist/wird, besteht berechnete Hoffnung, dass in diesem Sommer mit der Öffnung des Dienstleistungssektors der langersehnte Aufschwung kommt. Der Jahresauftakt war mit einem BIP-Rückgang von -1,8 Prozent im ersten Quartal noch einmal recht verheerend. Das zweite Quartal dürfte ebenfalls noch unter den weitreichenden Schließungen gelitten haben. Die Erholung ist ein Stück weit aufgeschoben, doch nicht aufgehoben.**

Schon während des Lockdowns zeigte sich die Industrie sehr robust. Sie konnte weitgehend ungestört durchproduzieren. An Nachfrage mangelt es in vielen Bereichen nicht. Im Gegenteil: Es zeigen sich angebotsseitig immer mehr Engpässe bei Rohstoffen, Vorprodukten oder Transportkapazitäten. Die Weltwirtschaft ist bereits überraschend stark angesprungen. Der Export zieht deshalb die deutsche Wirtschaft wieder in eine Erholung. Nach China ist inzwischen insbesondere in den USA die wirtschaftliche Dynamik sehr stark. Darauf zahlen die dortigen zusätzlichen wirtschaftspolitischen Stimulanzen weiter ein. Es könnte zu einer Überhitzung kommen.

In Deutschland und Europa wird es im zweiten Halbjahr ebenfalls zu höheren Preissteigerungsraten kommen. Diese sind aber zunächst mit technischen Faktoren erklärbar. Es gibt noch keinen Grund für Alarmismus an der Inflationsfront. Erhöhte Wachsamkeit ist aber geboten.

**Berlin, 2. Juni 2021**

**Autor:**

Dr. Holger Schulz

Holger.Schulz@dsgv.de

# Aufgeschoben, doch nicht aufgehoben

## Auftaktquartal 2021 von andauernder Pandemie verhaselt

Der Start in das Jahr 2021 fiel in Deutschland mit einem saisonbereinigten realen BIP-Rückgang um 1,8 Prozent im ersten Quartal gegenüber dem Schlussquartal 2020 noch einmal recht verhaselt aus. Vor allem beim stark eingeschränkten Konsum zeigten sich die Auswirkungen des pandemiebedingten Lockdowns. Diese Begrenzung gilt auch noch für weite Strecken des zweiten Quartals fort.

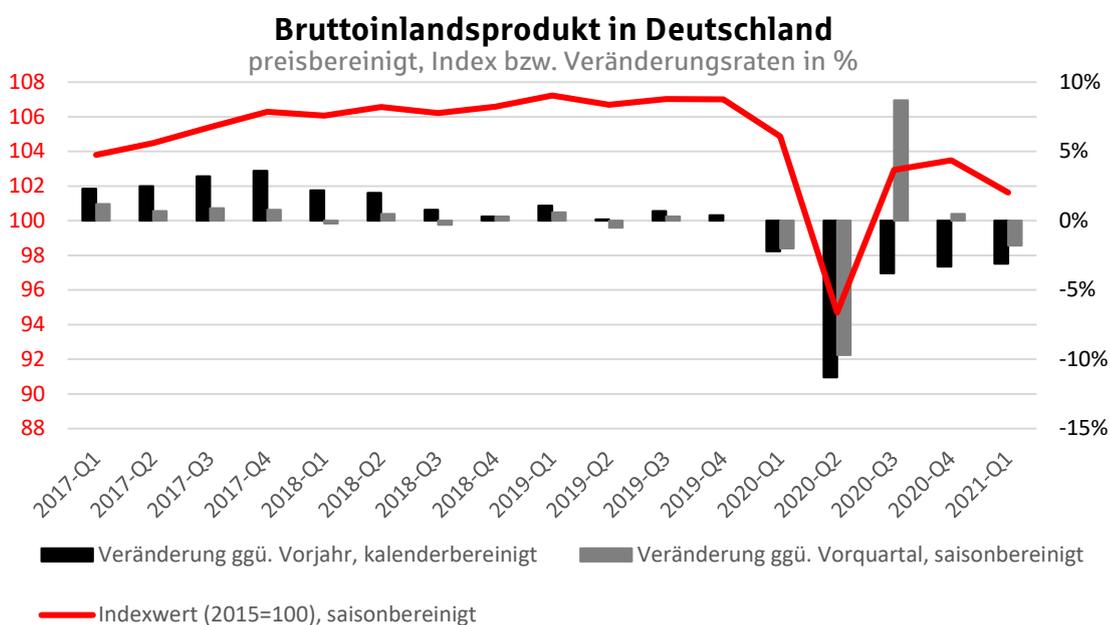
Inzwischen ist aber mit dem auch in Deutschland erreichten Impffortschritt eine baldige Besserung absehbar. Die Beschränkungen werden stufenweise gelockert, zunächst für die Geimpften, die bald die Mehrheit der Bevölkerung stellen werden, dann auch für die Breite der Gesellschaft. Erste Erfahrungen aus Ländern, die bei den Impfkampagnen besonders schnell waren und die somit der Entwicklung in Deutschland einige Wochen und Monate voraus sind, zeigen, dass die Konsumlaune sehr schnell wieder zurückkehren kann.

Eine entsprechende Hoffnung drückt sich auch in den zuletzt stark gestiegenen Stimmungsindikatoren aus. So hat das ifo-Geschäftsklima Ende Mai einen großen Satz nach oben gemacht. Diese Frühindikatoren laufen dem rückwärtsblickenden BIP zeitlich voraus. Am BIP selbst ist die Wende noch nicht zu erkennen. Vielmehr formt sich hier ein schräg liegender „W“-förmiger Verlauf heraus – bisher allerdings noch ohne den erhofften neuerlich steigenden Ast ab diesem Sommer.

*Impffortschritt weckt Hoffnung*

*Besserung bisher nur in Stimmungsindikatoren,*

*aber naturgemäß noch nicht im BIP ablesbar*



Quelle: Destatis

Der schwache Jahresauftakt hat natürlich Implikationen für die noch erreichbare Jahresrate 2021 des BIP. Die Belastung für die Jahressumme ist in der aktuellen, sehr volatilen und von Sonderentwicklungen geprägten Situation aber geringer, als es in einem „normalen“ Wachstumsjahr mit einem langsamen und stetigen Aufschwung der Fall wäre. In normalen Jahren fließt das erste Quartal mit seiner Verlaufsrates rechnerisch de facto mit einem größeren Gewicht in die Jahresrate ein als die späteren Quartale. Das liegt daran, dass mit dem Start auch das

Ausgangsniveau der folgenden Quartale vordefiniert ist. Bleiben die danach erreichbaren Wachstumsschritte von Quartal zu Quartal unterstellt unverändert, dann schreibt sich das Niveau des ersten Viertels jeweils fort.

Doch in der derzeitigen Situation ist die unterjährige Dynamik ganz anders zu bewerten. Für den Fall einer weitgehenden Überwindung der Pandemie in Europa im zweiten Halbjahr 2021 kann es sogar zu einem starken positiven Rückpralleffekt kommen. Das Niveau aus dem Lockdown ist dann keine Vorgabe mehr. Im Gegenteil: Dann werden die Einbußen des ersten Halbjahres aufgeholt und im besten Falle Produktion und Verbrauch in einigen Teilen sogar nachgeholt. Dann würde der Einschlag vom Jahresanfang sich nicht nur nicht im Niveau fortsetzen, sondern sogar innerhalb des Jahres weitgehend herauskürzen. Die schlechte Performance des ersten sowie auch vom größten Teil des zweiten Quartals sollte man deshalb im aktuellen Fall nicht überbewerten.

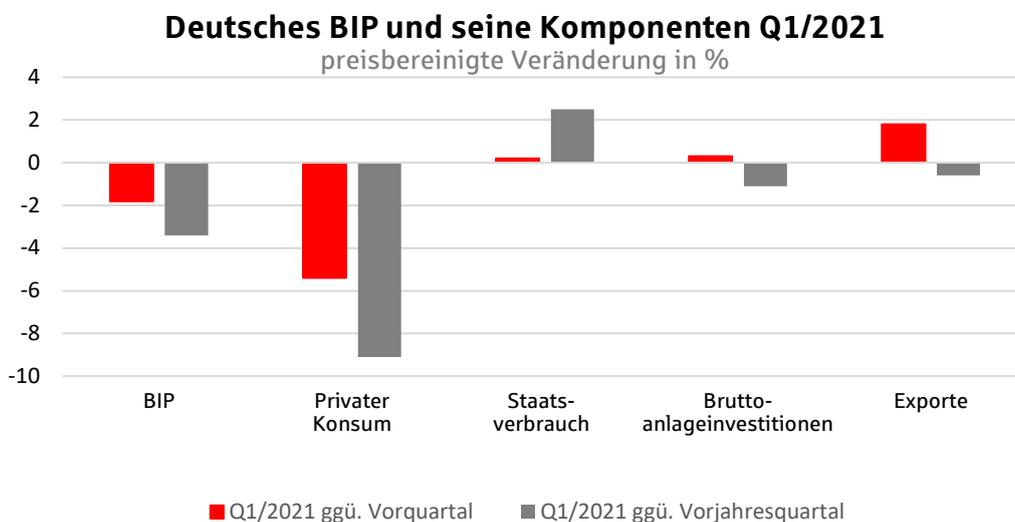
*Startquartal legt dieses Jahr das Niveau des weiteren Jahresverlaufs nicht fest*

Das ist auch der Grund dafür, warum viele der im Frühjahr 2021 erschienenen Prognosen trotz des Einschlags zum Start die in Aussicht gestellten Wachstumsraten für 2021 gar nicht herabgesetzt haben. Diese driften zuletzt sogar eher wieder nach oben. Die Bundesregierung geht aktuell von einem Wachstum von 3,5 Prozent im laufenden Jahr aus, die Gemeinschaftsdiagnose der Wirtschaftsforschungsinstitute vom Frühjahr sogar von 3,7 Prozent. Der DIHK ist aber weiter vorsichtiger mit 3,0 Prozent.

Der im zweiten Lockdown erlittene Rückschlag war in wirtschaftlicher Hinsicht ohnehin bei weitem nicht so stark wie derjenige der ersten Schließung im Frühjahr 2020. Und das gilt trotz der in der zweiten und dritten Welle deutlich höheren Infektions- und Verstorbenenanzahlen und trotz der deutlich längeren Dauer des zweiten Lockdowns. Gesellschaft und Wirtschaft haben zu einem gewissen Grad gelernt, mit den Umständen zu leben.

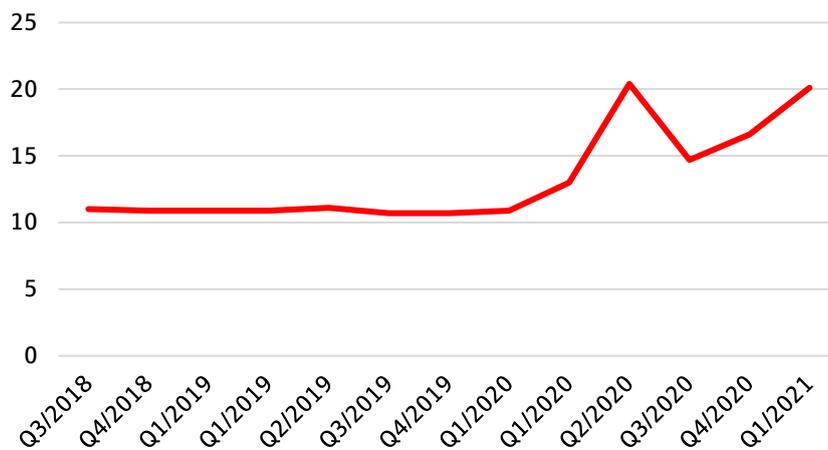
### Dichotomien zwischen Industrie und Dienstleistungen sowie zwischen Export und Konsum

Schon seit längerem ist die in dem zweiten Lockdown vorherrschende Dichotomie zwischen den Wirtschaftssektoren bekannt. Der unmittelbar den Schließungen unterworfenen Dienstleistungssektor ist am stärksten negativ betroffen, während die Industrie seit dem Sommer 2020 und auch im ersten Quartal 2021 weitgehend ungestört durchproduzieren konnte.



Das zeigt sich spiegelbildlich auch in der etwas anders gelagerten, aber doch von großen inhaltlichen Überlappungen gekennzeichneten Untergliederung des Bruttoinlandsproduktes nach Verwendungskomponenten. Hier offenbart sich der private Konsum als Träger der neuerlichen Schrumpfung im ersten Quartal. Wieder waren viele kontaktbezogene Konsumkategorien schlichtweg nicht möglich. In Veränderungsraten der VGR zeigt sich das als ein realer Rückgang des privaten Konsums um 5,4 Prozent gegenüber dem zu Weihnachten ebenfalls bereits teil-geschlossenen Abschlussquartal 2020. Gegenüber dem Vorjahresquartal, das von Januar bis März 2020 erst an seinem Ende die ersten Spuren der Pandemie beinhaltete, beträgt der Rückgang Anfang 2021 sogar 9,1 Prozent. Das zeigt zugleich, wie groß das Aufholpotenzial beim Konsum weiterhin ist.

### Sparquote der privaten Haushalte saisonbereinigt in %



Quelle: Destatis

Spiegelbildlich zu den Einschränkungen und Öffnungen zeigt sich die Entwicklung der Sparquote als Fieberkurve der Pandemie. Die Sparquote ist Anfang 2021 wieder gestiegen. Sie erreichte mit saisonbereinigt 20,1 Prozent sogar fast wieder die Spitze aus dem Frühjahr 2020. Damit liegt sie bei rund dem Doppelten des langjährigen Normalniveaus.

Ein zentraler Parameter für die Konjunkturerholung wird sein, ob und wie schnell diese aufgelaufene Ersparnis verwendet wird. Langlebige Gebrauchsgüter wurden auch über die Pandemie hinweg recht robust nachgefragt. Bei vielen anderen Konsummöglichkeiten stellt sich die Frage, ob sehr schnell außerhalb des üblichen Saisonrhythmus nachgekauft wird (bspw. im Textilhandel). Auch bei der Nachfrage nach Reisen gilt eine Abwägung: Überwiegt Nachholwille oder noch Vorsicht. Eine vollständige Normalisierung wird wohl erst 2022 erreicht werden.

Eine gute Nachricht ist die Entwicklung der Investitionen. Sie blieben im zweiten Lockdown fast stabil. Das passt zu der Story von der durchproduzierenden Industrie. Und angesichts der in vielen Bereichen stark ausgelasteten Kapazitäten ist es auch sinnvoll, dass die Unternehmen nicht in zu großer Vorsicht verharren, sondern ihre Zukunftsprojekte wieder optimistischer verwirklichen.

Noch stärker und im völligen Kontrast zum neuerlichen Einbruch des privaten Konsums verläuft der boomende deutsche Export. Er wird hauptsächlich als Waren-Export mit Industriegütern betrieben. Im Startquartal 2021 legte die gesamte Ausfuhr in der Abgrenzung der VGR real um 1,8 Prozent zu und lag nur

*Investitionstätigkeit  
Anfang 2021 auch im  
Lockdown erstaunlich  
stabil*

noch um -0,6 Prozent unter dem Vorjahresquartal. Im Q2/2020 fiel dieser Vergleich noch mit -22,2 Prozent in ganz anderen Dimensionen aus.

Rechnerisch schlug der Außenhandel im ersten Quartal aber noch nicht positiv im BIP zu Buche. Das liegt daran, dass die Importe – in der Verlaufsrate vom Vorquartal um 3,8 Prozent – noch stärker zugelegt haben. Das muss aber auch im Zusammenhang mit dem Lagerzyklus gesehen werden. 2020 gab es einen außerordentlichen Abbau der Bestände. Lager liefen leer. Im ersten Quartal 2021 drehte in Deutschland die Entwicklung. Der Wachstumsbeitrag der Vorratsveränderungen war jetzt zum Jahresauftakt wieder positiv.

*Lagersaldo dreht ins Positive, zieht aber auch die Importe mit...*

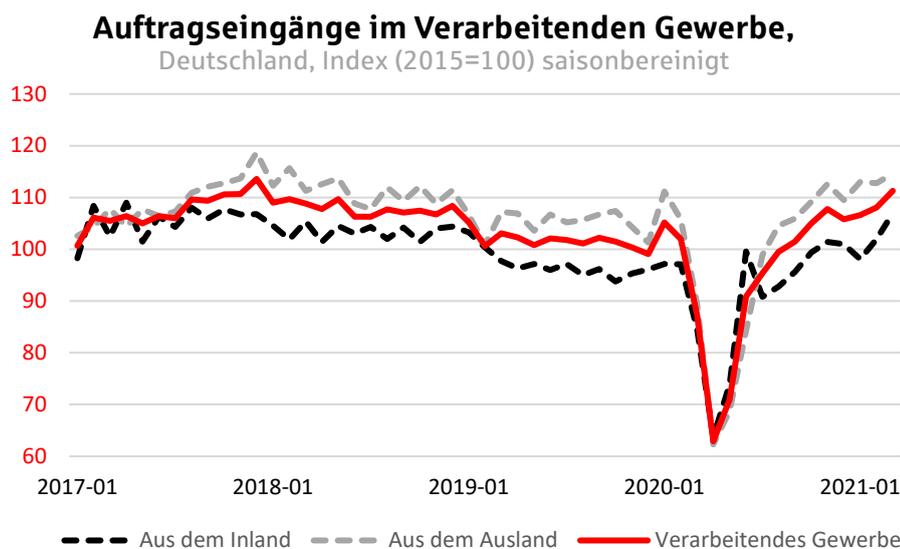
*...Außenbeitrag dadurch gedämpft*

Ein guter Teil der dabei gesammelten Vorprodukte stammt natürlich aus dem Ausland und treibt das Importvolumen. Insofern kann man zusammenfassend feststellen: Der Außenbeitrag bremste, der Lagersaldo kompensierte das in der Rechnung des ersten Quartals. Künftig dürften beide Komponenten sich nicht mehr saldieren, sondern beide aufwärtsgerichtet sein.

Dann schlägt die derzeit so starke Exportnachfrage voll im positiven Sinne auf Produktion, Einkommen und auch auf den Leistungsbilanzsaldo durch. Er könnte im weiteren Verlauf des Jahres 2021 wieder in die Nähe seiner alten Rekordüberschüsse geraten oder diese sogar übertreffen.

Die Nachfrage aus dem Ausland zieht die deutsche Wirtschaft in die Erholung. Das zeigt auch die Entwicklung der Auftragseingänge. Im März haben die neuen Aufträge insgesamt gegenüber Februar im Verarbeitenden Gewerbe noch einmal um 3,0 Prozent zugenommen. Die Bestelleingänge liegen schon geraume Zeit über dem Vorjahresniveau. Im März wurde das mit einem Abstand von 31,7 Prozent besonders augenscheinlich. Hier zeigt sich der Basiseffekt gegenüber dem Vorjahreszeitraum, in dem die Unsicherheit bei Ankunft der Pandemie in Europa besonders groß war und entsprechende Zurückhaltung bei der Auftragserteilung geübt wurde.

In der jetzt bei den Bestellungen bereits so starken Erholung sind es vor allem die Auslandsorders, die durch ein besonders hohes Niveau auffallen. Allerdings haben zuletzt auch die Inlandsorders im März gut aufgeholt.

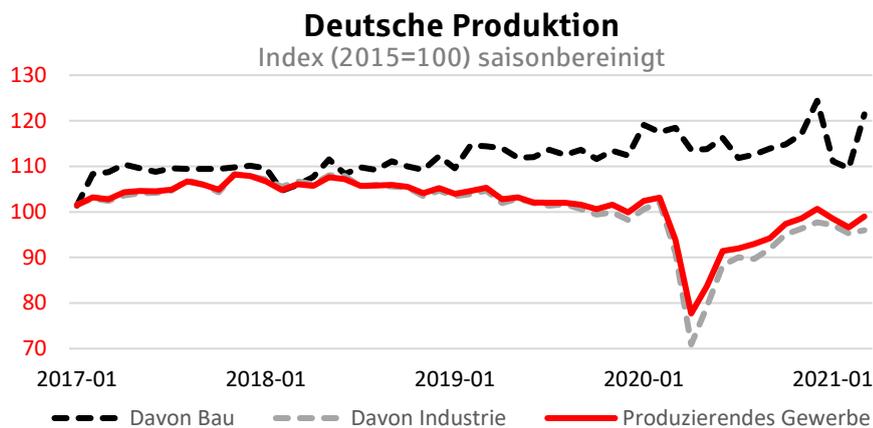


Quelle: Destatis

## Produktion schafft es kaum, der Auftragslage zu folgen

Die Produktion konnte mit der Entwicklung der Aufträge bisher gar nicht mithalten. Aber sie war über den gesamten Lockdown im Produzierenden Gewerbe zumindest stabil.

Der im Produzierenden Gewerbe enthaltene Teilsektor des Baus zeigt dabei in den Wintermonaten seine typischen monatlichen Schwankungen in Abhängigkeit von der tatsächlichen Wetterlage, die besser oder schlechter ausfallen kann als im langjährigen Mittel der Saisonbereinigung unterstellt ist. Die gewichtigere Industrieproduktion erholte sich stetiger, bedient sie doch vor allem die starke Auslandsnachfrage. Sie war allerdings zuletzt von einigen Sonderentwicklungen mit auftretenden Engpässen ausgebremst.



Quelle: Destatis

Es sind in immer mehr Güterkategorien Engpässe festzustellen, die mittlerweile über eine anekdotische Evidenz hinausgehen. Neben dem Chipmangel, der etwa die Autoindustrie ausbremst, sind inzwischen diverse Rohstoffe verknappt – Industriemetalle und sogar Bauholz haben sich deutlich verteuert. Und auch bei diversen Grundnahrungsmitteln wie Weizen und Mais steigen die Preise. Einige Lieferungen wurden durch die Havarie im Suezkanal mit der dortigen längeren Blockade verschärft. Der dort verursachte Stau wäre in seiner unmittelbaren Wirkung nur ein vorübergehender Engpass. Aber dass generell die Frachtkapazitäten angespannt sind, zeigt sich auch an den dafür veranschlagten Frachtraten. Zeitweise waren sogar Container selbst knapp.

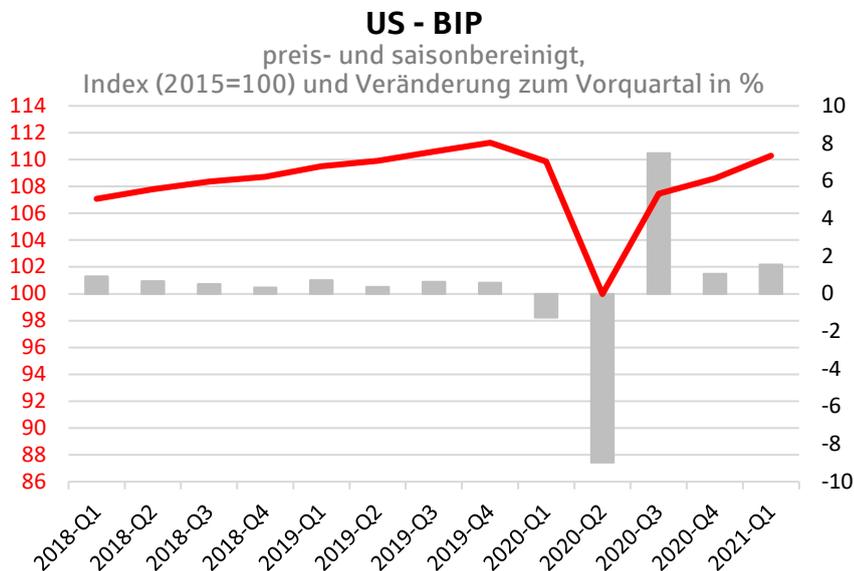
*Eine immer größere Zahl von Engpässen*

Das sind weitere Sonderfaktoren, die den derzeit so volatilen Lagerzyklus beeinflussen. Die diversen Engpässe zeigen: Die Stärke der Erholung wurde in vielen Ländern offenkundig unterschätzt. Die schmale Disposition begrenzt nun die unmittelbaren Produktionsmöglichkeiten. Doch die positive Folge für die Zukunft ist: Ein Re-Stocking von Lagerbeständen könnte mittelfristig zu einem weiteren Schwungrad einer Belebung werden.

## USA als Lokomotive der Weltkonjunktur, aber auch als Verstärker von Ungleichgewichten

Am deutlichsten ist die Kraft des nach China nun auch wieder in den Industrieländern anspringenden Konjunkturmotors in den USA zu erkennen. Bereits im ersten Quartal sind die USA nach dem dort üblichen Wachstumsausweis mit annualisierten Raten um 6,4 Prozent gewachsen, was einer quartalsweisen Rate von 1,5 bis 1,6 Prozent entspricht.

Und in den USA hat – anders als in Deutschland – im Auftaktquartal nochmal ein stark negativer Beitrag vom Lagersaldo gebremst. Auch dort kommt die Produktion also der Nachfrage kaum hinterher. Die Endnachfrage entwickelt sich noch deutlich dynamischer als in den BIP-Gesamtraten erkennbar.



Quelle: Bureau of Economic Analysis

Nun soll mit den riesigen Konjunktur- und Wachstumspaketen der Biden-Administration noch weiterer Brennstoff unter den bereits unter Druck stehenden Kesseln entzündet werden (siehe „Kasten“ auf der nächsten Seite).

Richtig ist, dass in den USA ein großer Bedarf für eine sozio-ökonomische Erneuerung besteht, dass in den letzten Jahren auseinandergegangene, die Gesellschaft spaltende Entwicklungen wieder eingefangen werden müssen und dass bei der Infrastruktur ein großer Auffrischungsbedarf aufgelaufen ist.

Doch sollte man vorsichtig sein, auf alle Maßnahmen das Etikett einer „Investition“ zu kleben. Nicht alles wird sich leicht selbst finanzieren. Und dann ist eine Schuldenfinanzierung mit einer Netto-Lastenverschiebung auf künftige Generationen verbunden.

Ohnehin wird sich das Schwindel erregende Ausmaß der Stimulanzen nicht nur auf inländische Produkte erstrecken können. Die Maßnahmen laufen zwar offiziell unter dem in der US-Politik traditionell typischen „Buy American“-Ticket. Doch angesichts der bereits gut ausgelasteten Kapazitäten kann die erforderliche entsprechende Mehrproduktion gar nicht in den USA allein aufgebracht werden. So unterausgelastet ist die amerikanische Wirtschaft nicht, dass sie vollständig elastisch reagieren wird. Und selbst wenn die Anregung zusätzliche Produktion, Beschäftigung und Einkommen generiert, wird ein Teil der Einkommenssteigerungen sich bei den Konsumenten auch auf ausländische Erzeugnisse erstrecken.

*Absehbar noch größeres  
„Zwillingsdefizit“  
in Budget und  
Leistungsbilanz*

## **Eckpunkte des „American Rescue Plans 2021“ im Umfang von 1,9 Billionen US-Dollar**

- **Direkte Entlastung für mittlere und niedrige Einkommen**
  - 1.400\$ Schecks für alle Mitglieder eines Haushalts, mit abgestuften Kappungen bei Jahreseinkommen ab 75.000\$.
- **Steuererleichterungen für Familien**
  - Erhöhung des Earned-Income Tax Credit von 543\$ auf 1.502\$ für Personen ohne Kinder.
  - Für Personen mit Kindern erhöht sich der Child Tax Credit von 2.000\$ pro Kind auf 3.000\$ für Kinder über sechs Jahren und auf 3.600\$ für Kinder unter sechs Jahren. Altersgrenze wird von 16 auf 17 Jahre angehoben.
  - Erweiterung des Child and Dependent Care Tax Credit mit einer Gesamtgutschrift auf 4.000\$ für eine bzw. auf 8.000\$ für zwei oder mehr berechnete Personen.
- **Ausdehnung des Arbeitslosengeldes bis zum 6. September 2021**
  - Erhöhung des Arbeitslosengeldes von 400\$ auf 700\$ wöchentlich.
  - Anhebung des Steuerfreibetrages für Arbeitslosengeld auf 10.200\$.
- **Staatliche Unterstützung kleiner Unternehmen**
  - Bereitstellung von Kreditlinien für kleine Unternehmen.
- **Subvention der Krankenkassenbeiträge**
  - Reduzierung oder Eliminierung von Zusatzbeiträgen für Krankenkassen.
  - Finanzielle Unterstützung für Beschäftigte, die im Zuge der Krise Arbeitszeit reduzieren mussten.
- **Diverse Ausgaben zur Eindämmung der Corona-Pandemie**
- **Erhöhung der Bildungsausgaben**
  - U. a. 130 Milliarden \$ für die sichere Wiedereröffnung von Schulen und 40 Milliarden \$ für Universitäten
- **Subventionen für amerikanische Transportunternehmen**
  - 30 Milliarden \$ für Eisenbahn und ÖPNV
  - 8 Milliarden \$ für amerikanische Flughäfen

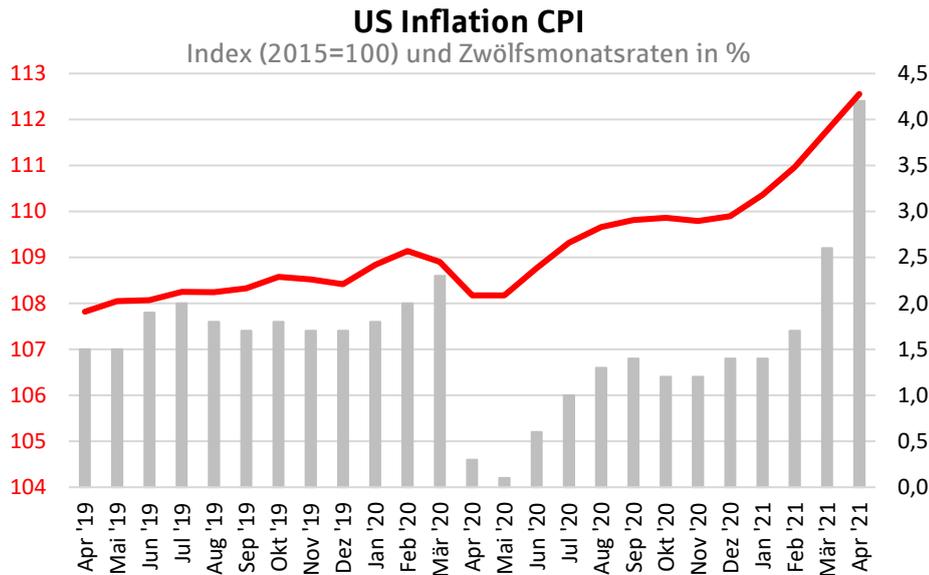
### **Weitere Pakete wie der „American Jobs Plan“ und der „American Families Plan“ befinden sich im legislativen Prozess. Darunter auch:**

- 2 Billionen \$ geplante Investitionen über den Zeitraum von 10 Jahren in Infrastruktur und nachhaltige Transformation der US-Wirtschaft

Quelle: The White House

Der Effekt der US-Programme für Drittländer ist als Impuls für die Weltwirtschaft auch durchaus erwünscht, insbesondere für deren noch nicht wieder so stark wiederbelebte Teile. Für die ohnehin chronisch defizitäre amerikanische Leistungsbilanz wird sich das aber verheerend auswirken.

Für den Wechselkurs sind die Effekte dagegen nicht eindeutig. Im Zinszyklus sind die USA ohnehin weit voraus. Weitere Zinssteigerungen im Dollar und auch das starke Wachstum könnten Kapitalimporte anziehen, die den Dollar tendenziell stärken. Dem steht allerdings der realwirtschaftliche Effekt der stimulierten Importnachfrage und langfristig über die Kaufkraftparitäten auch einer tendenziell höheren US-Inflation entgegen, was in Richtung Abwertung des Dollars wirken sollte.



Quelle: Bureau of Labour Statistics

Im Monat April haben die USA eine seit über einem Jahrzehnt nicht mehr gekannte Zwölfmonatsrate von 4,2 Prozent bei den Verbraucherpreisen erlebt. Die von den privaten Haushalten erhaltenen Regierungsschecks wurden beispielsweise für den Erwerb von Gebrauchtwagen ausgegeben, was deren Preise getrieben hat. Die Finanzmärkte haben das Thema Inflation schon seit Jahresbeginn auf dem Radarschirm und haben bereits in zwei Wellen mit Zinssteigerungen bei Anleihen langer Laufzeiten reagiert.

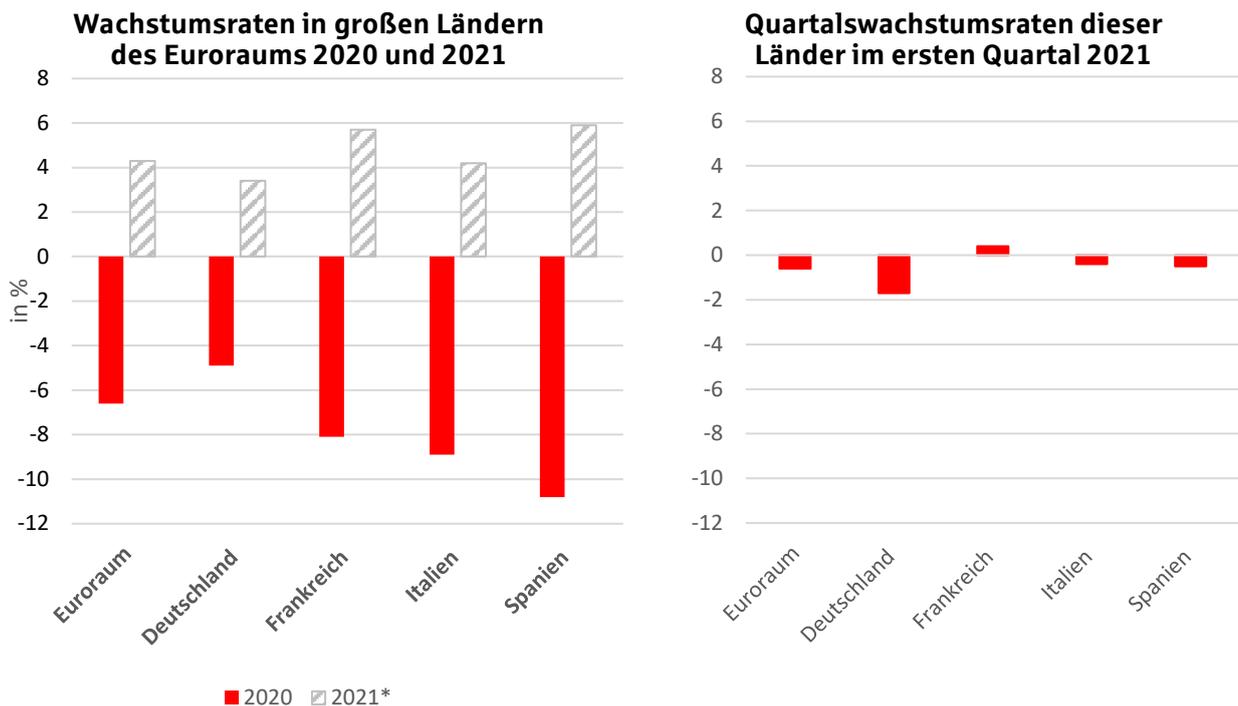
Die sehr expansive US-Fiskalpolitik wird sich also in einer Mischung aus höherem Wachstum, aber eben auch einem höheren Handelsdefizit und einer höheren Preissteigerung niederschlagen. Hoffentlich bleibt die Mischung unter dem Strich vorteilhaft und insgesamt beherrschbar.

### Europa ist in der Erholung später dran, zündet jetzt aber ebenfalls

Europa kann den Impetus, der von China und den USA derzeit ausgeht, sehr gut gebrauchen. So geht der deutsche Sachverständigenrat beispielsweise davon aus, dass das deutsche BIP um 0,3 bis 0,5 Prozent durch das Konjunkturpaket der USA steigen könnte.

Noch ist jedoch Europa bei der wirtschaftlichen Erholung hinter der Kurve. Aber die Belebung könnte in diesem Sommer auch binnenwirtschaftlich kräftig einsetzen. Die Prognosen für Deutschland sehen dabei verhaltener aus als für die anderen großen EU-Länder oder für den Euroraum insgesamt. Das liegt auch daran, dass Deutschland 2020 nicht so stark von der Pandemie selbst und auch von ihrem wirtschaftlichen Niederschlag betroffen war wie andere Länder. Das Aufholpotenzial ist entsprechend geringer.

*Deutschland beim BIP mit nicht ganz so großen Ausschlägen*



Quelle: Europäische Kommission, \*Prognose

Das rückblickend bessere Abschneiden Deutschlands gilt zumindest für die jahresweise Performance 2020. Für das Startquartal 2021 muss konstatiert werden, dass Deutschland hier im Vergleich schlechter abgeschnitten hat, obwohl in praktisch allen Ländern noch ähnliche Lockdown-Bedingungen herrschten. Und das zuletzt schwächere Abschneiden Deutschlands ist besonders erstaunlich angesichts der starken Stützung durch den Export und der deutlich geringeren Exposition Deutschlands mit seinem kleineren Tourismussektor.

Für den gesamten Euroraum, einschließlich Deutschland, sind aber die Perspektiven in der zweiten Jahreshälfte 2021 sehr gut.

### **PEPP kann abgeschmolzen werden, Ausstieg aus extrem expansiver Geldpolitik vorbereiten**

Angesichts der absehbaren Normalisierung im Euroraum sollte auch die EZB einen Ausstieg aus ihrem Krisenmodus vorbereiten. Das hieße, im ersten Schritt die Anleihekäufe unter dem Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) einzuschränken. Für das zweite Quartal 2021 hat sich die EZB bereits auf eine nochmalige Beschleunigung des Ankaufempos festgelegt. Das war als Signal an die Finanzmärkte gemeint, dass sich die Notenbank gegen den Anstieg der langfristigen Renditen, der zu Jahresbeginn aufgetreten war, stemmen will. Innerhalb des zweiten Quartals wird die EZB keine Wende dieser Politik vollziehen, zumal der Zinsanstieg nach kurzer Unterbrechung wieder eingesetzt hat.

In Deutschland ist die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihen mit zuletzt -0,19 Prozent in die Nähe der Nulllinie zurückgekehrt. Anleihen mit langen Laufzeiten über 14 Jahren rentieren inzwischen wieder positiv. Zwischenzeitlich lagen sogar Anleihen mit zwölfjähriger Restlaufzeit bei Renditen knapp über der Null. Dieser Zeithorizont ist aber sicher keine zu kurz und hektisch angesetzte Erwartungs-Zeitspanne für eine Normalisierung der Zinsverhältnisse. Insofern ist

*Zehnjährige Bundesanleihen rentieren nur noch knapp unter der Nulllinie*

diese Entwicklung eine vernünftige Erwartungshaltung, noch „keine Verschlechterung von Finanzierungsbedingungen“, welche es für die Notenbanken zu bekämpfen gelte.

In den anderen Ländern des Euroraums sind die Entwicklungen der Renditen (auf den jeweiligen anderen landestypischen Niveaus) im Trend ähnlich. Die Reduzierung der Kapitalmarktrenditen mit den Mitteln der Geldpolitik gelingt nicht mehr reibungslos, wie der neuerliche Anstieg im Mai zeigt. Wenn Inflationserwartungen aufkommen, kann expansive Geldpolitik sogar kontraproduktiv sein, wenn man die Zinsen niedrig halten will. Je stärker die Geldpolitik sich auf Expansion festlegt, desto größer wird die Skepsis, ob eine einmal nötige Zinswende rechtzeitig gelingen kann, oder ob gerade deshalb ein Überschießen der Inflationsentwicklung immer wahrscheinlicher wird.

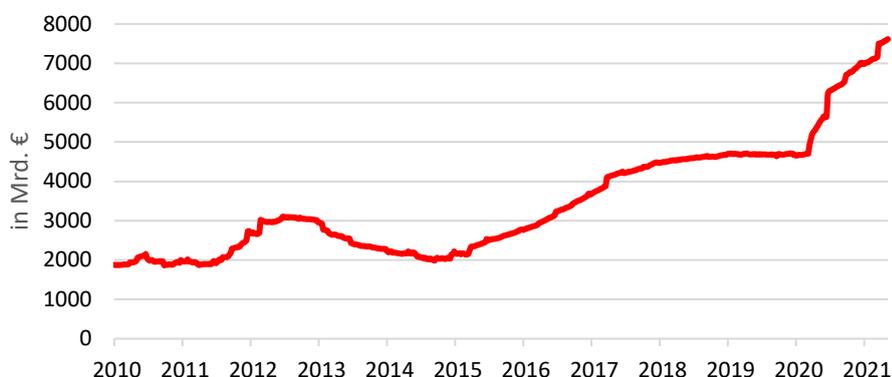
Wichtig wäre ein Signal, dass die Notenbanken sich gleichermaßen entschlossen gegen etwaige künftige Inflationstendenzen stemmen werden, wie sie in den letzten Jahren zur Expansion bereit waren.

Mit Blick auf das PEPP kommt die nächste Gelegenheit für ein Signal von Maß und Mitte im dritten Quartal. Dann wird es Zeit, das Tempo zu reduzieren. Bis März 2022 steht noch der „Envelope“ zur Verfügung, der das Gesamtvolumen des PEPP vorgibt. Nach derzeitiger Sicht muss er nicht noch einmal erhöht werden. Ja, er müsste und sollte bei deutlichem Anspringen der Konjunktur im Euroraum im zweiten Halbjahr 2021 und bei einem zumindest latenten Preisdruck auch gar nicht ausgeschöpft werden.

Jede Anleihe, die gar nicht erst gekauft wird, erleichtert später den Ausstieg aus der aufgeblähten Bilanzsumme. Das normale Asset Purchase Programme (APP) läuft ohnehin noch weiter. Es wird in der Zukunft zuerst ein Einstellen der Nettokäufe geben, aber dann zunächst immer noch fortgesetzte Ersatzkäufe für fällige Papiere. Bis man deren Volumina tatsächlich auslaufen lässt, geschweige denn echte Verkäufe aus dem Bestand wagt, ist es noch ein sehr langer Weg. Um bei diesem langen trägen Bremsweg, auf dem immer noch weiter Zentralbankgeld und für die Kreditinstitute belastende Überschussliquidität geschaffen wird, rechtzeitig zu beginnen, sollte zunächst das PEPP reduziert werden, wenn mit der Überwindung der Pandemie die Geschäftsgrundlage dafür wegfällt.

*Etwa notwendig werdende Rückführung der langfristig zementierten Bilanzsumme würde sehr schwierig*

### Konsolidierte Bilanzsumme des Eurosystems



Quelle: EZB

Eine gewisse Achtsamkeit an der Inflationsfront ist nach der mittlerweile über ein Jahrzehnt anhaltenden einseitigen Ausrichtung auf Expansion ohnehin geboten. Es besteht noch kein Anlass für Alarmismus. Die derzeit erhöhten Preissteigerungsraten sind Sonderentwicklungen geschuldet. Im zweiten

Halbjahr 2021 kommt der technische Basiseffekt der Mehrwertsteuersenkung im Vorjahr dazu. Er lässt die Zwölfmonatsraten in Deutschland anschwellen, was auch mit gewissem Gewicht in die Euroraum-Preissteigerungsrate durchschlägt. Das sollte man aber entsprechend bewerten und durch diesen „Buckel“ hindurchsehen.

Aber es steckt für die Zeit danach noch weiterer Preisdruck in der Pipeline. Das Geldmengenwachstum gemessen an den breiten Aggregaten in der Hand der Nichtbanken (Haushalte und Unternehmen) hat sich zuletzt zwar etwas verlangsamt, liegt bei M3 mit den Wachstumsraten aber immer noch im zweistelligen Bereich.

Die Erzeugerpreise gewerblicher Produkte stiegen in Deutschland im April mit einer Zwölfmonatsrate von 5,2 Prozent. Die Großhandelspreise erhöhten sich im gleichen Zeitraum um 7,2 Prozent. Die Importpreise legten sogar um 10,3 Prozent zu.

*Preis-Pipeline  
baut Druck auf*

Hier sind auch Basiseffekte zu berücksichtigen, weil die Preise im April 2020 im ersten Lockdown ungewöhnlich niedrig waren. Dennoch sind die jüngsten Raten beachtlich. Und es ist nicht nur die niedrige Vergleichsbasis, sondern auch der jüngste Trend, der dafür verantwortlich ist. So sind die Einfuhrpreise allein im letzten Monat von März zu April 2021 um 1,4 Prozent gestiegen. Saisonbereinigt wäre es immerhin ein Monatsanstieg um 1,0 Prozent gewesen. Und diese saisonbereinigte Monatsrate lag in allen vier Monaten von Januar bis April über der Ein-Prozent-Marke. Das heißt, der Trend von Anfang 2021 weist völlig unabhängig von den Basiseffekten aus 2020 auf das Jahr hochgerechnet auf eine zweistellige Rate bei den Einfuhrpreisen. Ähnliches gilt für die Großhandels- und – etwas schwächer – auch für die Erzeugerpreise.

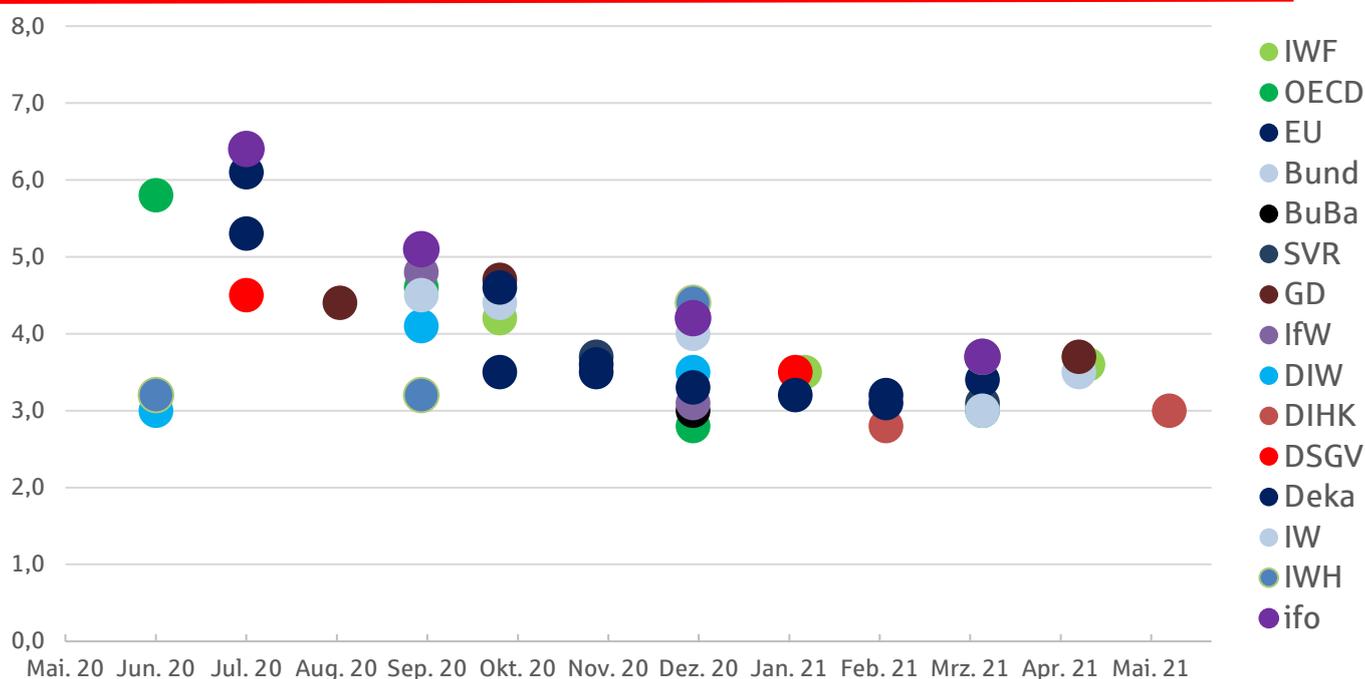
Zudem wissen wir noch nicht, auf welche verbliebenen Produktionskapazitäten eine nach der Pandemie wieder anspringende Nachfrage treffen wird. Sind doch einige Anbieter auf der Strecke geblieben? Bei Hotellerie und Bewirtung wird das wohl in einer bestimmten Zahl von Fällen eingetreten sein. Und gerade dort könnte sich die wiederermöglichte Konsumnachfrage ballen. Andere ähnliche Engpässe mögen auch weiter in der mit leeren Lägern operierenden Industrie auftreten. Erhöhte Wachsamkeit an der Preisfront bleibt deshalb geboten.

## A. Wachstum der Weltwirtschaftsregionen, Veränderung zum Vorjahr

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

\* Prognosen des Internationalen Währungsfonds vom April 2021

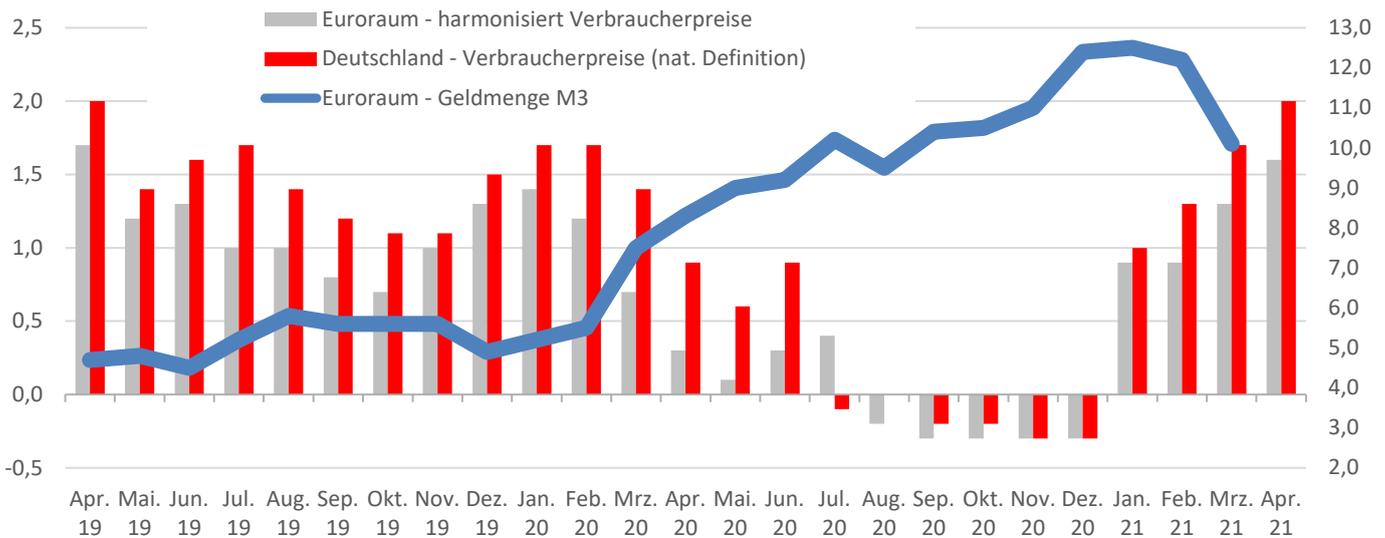
## B. Prognosen für das Wirtschaftswachstum in Deutschland für 2021, in %



## C. BIP im Euroraum und in Deutschland

	Jahr 2020	Q II - 2020	Q III - 2020	Q IV - 2020	Q I - 2021
	real ggü. Vorjahr	reale Veränderung zum Vorjahresquartal und saisonbereinigte reale Veränderung zum Vorquartal			
Euroraum BIP	-6,6%	-14,7%	-4,2%	-4,3%	-1,8%
Deutschland BIP	-4,8%	-11,6%	+12,5%	-0,7%	-0,6%
Privater Konsum	-6,1%	-13,3%	-3,7%	-5,5%	-9,1%
Bruttoanlageinvestition	-3,1%	-11,5%	+11,2%	-2,3%	-5,4%
Exporte	-9,4%	-7,4%	-3,5%	+0,6%	-1,1%
		-6,7%	+3,7%	+2,5%	0,3%
		-22,2%	-9,2%	-3,1%	-0,6%
		-20,4%	+17,9%	+4,4%	-1,8%
		Niveau, nicht Veränderungsrate; Quartalszahlen saisonbereinigt			
Sparquote	16,2%	20,4%	14,7%	16,6%	20,1%

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



### E. Monatliche Konjunkturindikatoren Deutschland

	Jan 21	Feb 21	Mrz 20	Apr 21	Mai 21
<b>Preise (nationale Definition)</b>					
Veränderung zum Vorjahresmonat					
Verbraucherpreise	+1,0%	+1,3%	+1,7%	+2,0%	-
- Ohne Nahrungsmittel und Energie (Kerninflation)	+1,4%	+1,4%	+1,4%	+1,3%	-
Erzeugerpreis gewerblicher Produkte	+0,9%	+1,9%	+3,7%	+5,2%	-
Einfuhrpreise	-1,2%	+1,4%	+6,9%	+10,3%	-
<b>Stimmungsindikatoren</b>					
ifo-Geschäftsklimaindex	90,2	92,7	96,7	96,6	99,2
ZEW- Konjunkturerwartung	61,8	71,2	76,6	70,7	84,4
<b>Auftragseingang</b>					
Veränderung zum Vorjahresmonat					
Verarbeitendes Gewerbe	-4,3%	+7,2%	+31,7%	-	-
aus dem Inland	-5,6%	+6,6%	+31,2%	-	-
aus dem Ausland	-3,5%	+7,7%	+31,8%	-	-
Investitionsgüterproduzenten	-7,4%	+6,4%	+41,3%	-	-
<b>Produktion</b>					
arbeitstäglich bereinigte Veränderung zum Vorjahresmonat					
Produzierendes Gewerbe insgesamt	-3,9%	-6,8%	+5,1%	-	-
davon Bau	-9,4%	-8,2%	+2,7%	-	-
davon Industrie	-3,2%	-6,7%	+5,7%	-	-
<b>Außenhandel</b>					
Veränderung zum Vorjahresmonat					
Export	-7,9%	-1,2%	+16,3%	-	-
Import	-9,2%	+0,9%	+16,2%	-	-
<b>Arbeitsmarkt</b>					
Stand der Quote bzw. Veränderung zum Vorjahresmonat in 1000					
Arbeitslosenquote	6,3%	6,3%	6,2%	6,0%	-
Arbeitslose	+475	+509	+492	+127	-
Erwerbstätige (mit Arbeitsort im Inland)	-738	-751	-632	-	-
Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte	-89	-107	-	-	-

## F. Rohstoff-, Devisen- und Finanzmärkte

	Jan 21	Feb 21	Mrz 20	Apr 21	01.06.21
<b>Ölpreis Brent in US \$</b>	54,77	62,28	65,41	64,81	68,93 (31.5.)
<b>Wechselkurse</b>					
US- Dollar / EUR	1,2171	1,2098	1,1899	1,1979	1,2225
Japanische Yen / EUR	126,31	127,49	129,38	130,49	134,05
<b>Aktienmärkte</b>					
Deutscher Aktienindex DAX, Monatsende	13.433	13.786	15.008	15.136	15.567
Veränderung zum Vorjahresmonat	+3,47%	+15,95%	+51,05%	+39,35%	-
<b>Geld- und Kapitalmarktzinsen</b>					
Tagesgeld (€STR)	-0,563%	-0,564%	-0,564%	-0,566%	-0,571% (31.5.)
1-Monatsgeld (EURIBOR)	-0,56%	-0,55%	-0,55%	-0,56%	-0,563% (31.5.)
3-Monatsgeld (EURIBOR)	-0,55%	-0,54%	-0,54%	-0,54%	-0,544% (31.5.)
Umlaufrendite von Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren	-0,54%	-0,27%	-0,27%	-0,21%	-0,19%
<b>Zinsen der Kreditinstitute, im Neugeschäft</b>					
Täglich fällige Einlagen priv. Haushalte in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	0,00% 0,01%	0,00% 0,01%	0,00% 0,01%	- -	
Einlagen privater Haushalte bis 1 Jahr in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	0,03% 0,20%	0,07% 0,20%	0,06% 0,18%	- -	
Unternehmenskredite bis 1 Mio. € über 5J in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	1,56% 1,46%	1,57% 1,49%	1,54% 1,53%	- -	

## Impressum

### Herausgeber

Deutscher Sparkassen- und Giroverband e.V.  
Abteilung Volkswirtschaft, Finanzmärkte  
und Wirtschaftspolitik

Charlottenstrasse 47  
10117 Berlin  
Telefon: 030 20225-5303  
dsgv-Volkswirtschaft@dsgv.de  
www.dsgv.de

**Redaktionsschluss dieser Ausgabe**  
2. Juni 2021

### Gestaltung

Franz Metz, Berlin

### Bildnachweis

Titelseite: Plainpicture/Westend61

### ISSN

2509-3835

### Verantwortlich

Pia Jankowski – DSGVO  
Leitung Abteilung Volkswirtschaft, Finanzmärkte  
und Wirtschaftspolitik  
Pia.Jankowski@dsgv.de

Dr. Reinhold Rickes - DSGVO  
Leiter der Gruppe Volkswirtschaft  
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>