



# Erholung von Engpässen gebremst

**Die deutsche Wirtschaft hat sich zwischen der dritten und der vierten Pandemiewelle sichtlich erholt. Die Chancen stehen gut, dass sich die Regeneration auch im Herbst fortsetzt. Doch die Entwicklung wird angebotsseitig gebremst. Die Lieferengpässe bei Rohstoffen und Vorleistungen sowie die „Flaschenhälse“ in der globalen Logistik erweisen sich als hartnäckiger und langlebiger als noch im Frühjahr gedacht.**

Die Erholung wurde zuletzt hauptsächlich vom Konsum getragen. Der Verbrauch liegt aber immer noch recht deutlich unter seinem Vorkrisenniveau. Bei den Investitionen bestehen zahlreiche Planungen, jedoch können sie bisher nicht zügig verwirklicht werden. An der Nachfrage mangelt es generell nicht. Vielmehr entfernen sich die Auftragseingänge immer mehr von den Produktionsmöglichkeiten.

Viele Unternehmen leiden zwar an Engpässen, die die Produktionsmengen beschränken. Doch genau dadurch verfügen sie über Preiserhöhungsspielräume. Dies zeigt sich bereits in erhöhten Preissteigerungsraten, insbesondere auf den vorgelagerten Wertschöpfungsstufen.

Einer solchen Situation ist wirtschaftspolitisch schwieriger zu begegnen als noch im letzten Jahr. Eine nachfragegestützte ausgabenorientierte Politik, die 2020 hilfreich war, nützt jetzt weniger. Ähnliches gilt für die Geldpolitik. Sie muss aufpassen, den Ausstieg aus ihren Ankaufprogrammen nicht zu versäumen, zunächst aus dem speziell auf die pandemische Notlage ausgerichteten PEPP. Mehr Geld ist nicht mehr Teil der Lösung, sondern wird zunehmend zum Problem.

Berlin, 7. September 2021

**Autor:**

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

# Erholung von Engpässen gebremst

## Zweites Quartal mit kräftigem Wachstum in Deutschland

Die Erholung läuft. Das zweite Quartal, in dem die Covid-Inzidenzwerte deutlich rückläufig waren, erzielte einen preis- und saisonbereinigten BIP-Anstieg um 1,6 Prozent. Obwohl der Auftakt des Quartals im April noch von Lockdown-Maßnahmen geprägt blieb, war dies insgesamt nicht mehr so durchgängig der Fall wie noch im ersten Vierteljahr. Neben der schon länger gut laufenden Industrie kam im Laufe des zweiten Quartals die stufenweise Öffnung zunehmend auch dem Dienstleistungssektor zugute. Die Bruttowertschöpfung in Handel, Verkehr und Gastgewerbe lag preisbereinigt um 11 Prozent über dem seinerzeit stark gedrückten Vorjahresquartal. In der Verwendung des BIP war die sich beschleunigende Erholung vor allem von der Konsumnachfrage getrieben.

Die neu vorgelegten Zahlen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung für das zweite Quartal gingen einher mit mittelgroßen Revisionen der Werte für die vorangegangenen Zeiträume bis zurück zum Jahresanfang 2017. Die Ausgangslage der deutschen Wirtschaft vor der Pandemie und das Verlaufsbild während derselben stellen sich mit dem neuen, gefestigteren Datenstand etwas anders dar als zuvor verzeichnet:

- Das Wachstum im Jahr 2019 war mit einer Jahresrate von real 1,1 Prozent fast doppelt so hoch wie zuvor mit 0,6 Prozent vermeldet. Die Ausgangslage war demnach pre-Corona trotz der damaligen kleinen „Industrie-Rezession“ robuster als gedacht.
- Während der Pandemie blieb das zeitliche Verlaufsbild mit den markanten Ausschlägen qualitativ natürlich erhalten, aber doch mit veränderten Details. In der saisonbereinigten Verlaufsrate zum Vorquartal steht zwar jetzt mit glatt -10,0 Prozent wieder eine zweistellige Zahl für den tiefsten Einbruch im zweiten Quartal 2020. Doch dafür fiel gemäß der Revision auch die Erholung im dritten Viertel des Jahres 2020 entsprechend stärker aus.
- In ihren jeweiligen Vorjahresvergleichen werden alle Quartale, sowohl diejenigen mit den Einbrüchen während der Lockdowns als auch diejenigen mit den Erholungen, konsistent leicht positiver ausgewiesen als gehabt.
- Mit diesem insgesamt etwas höheren BIP-Niveau wird nun auch die Jahreswachstumsrate für 2020 etwas günstiger festgehalten. Sie fiel mit nunmehr -4,6 Prozent um 0,2 Prozentpunkte besser aus als zuvor gemeldet. Und das war schon die zweite Datenrevision an dieser Stelle. In der Erstschätzung des Statistischen Bundesamtes gleich zu Jahresbeginn 2021 stand zuerst für 2020 noch eine Schrumpfung mit einer Fünf vor dem Komma.

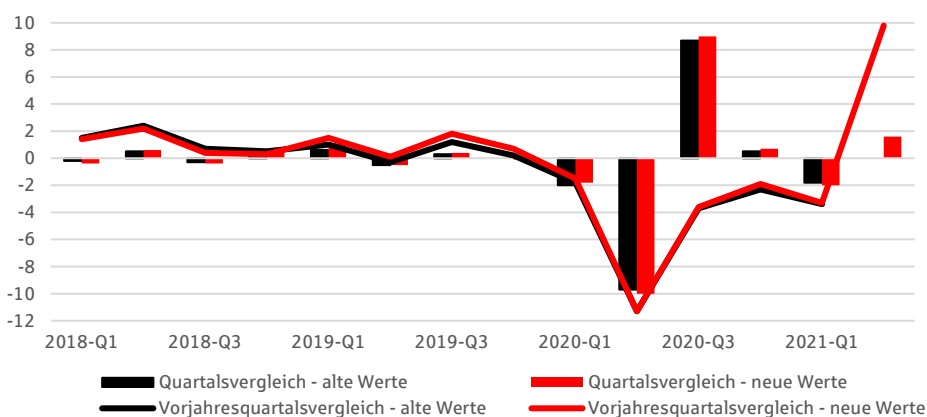
*Revisionen in der VGR:*

*In den Details ein etwas anderes Verlaufsbild*

*vor und während der Pandemie*

## BIP-Wachstum, Deutschland

vor und nach der Revision vom Sommer 2021



Quelle: Destatis

## Konsum war im Frühjahr und Sommer 2021 Treiber der Erholung

Die im zweiten Quartal gut gelaufene Erholung wurde in der Verwendungsgliederung des Bruttoinlandsproduktes vor allem von der Wiedereröffnung der Konsummöglichkeiten getragen. Der private Konsum legte saisonbereinigt gegenüber dem Vorquartal um 3,2 Prozent zu. Gegenüber dem Vorjahresquartal, das damals im ersten Lockdown 2020 den scharf eingeschnittenen Tiefpunkt von Produktion und Verbrauch markierte, beträgt der Anstieg des privaten Konsums 6,0 Prozent. Der private Verbrauch liegt damit dennoch weiter deutlich unter dem vorpandemischen Niveau.

Die Sparquote der privaten Haushalte hat sich im zweiten Quartal spiegelbildlich zum zumindest teilweise wiederbelebten Konsum etwas zurückgebildet. Sie erreicht nicht mehr die saisonbereinigten Rekordwerte der Lockdowns vom zweiten Quartal 2020 (20,3 Prozent) oder auch des ersten Quartals 2021 (19,0 Prozent). Die Sparquote bleibt mit zuletzt 16,8 Prozent aber immer noch auf gegenüber normalen Verhältnissen deutlich erhöhtem Niveau. Dennoch stimmt in der Erholung zumindest der Trend der Neugewichtung von Sparen und Konsumieren.

Auch der Staatsverbrauch, der in der Pandemie bewusst markant erhöht wurde, um die Entwicklung antizyklisch zu stützen, trägt am aktuellen Rand weiter zum Wachstum bei. Er stieg im zweiten Quartal real um 1,8 Prozent im Vorquartals- und um 3,7 Prozent im Vorjahresvergleich.

Die Investitionstätigkeit und der Export blieben dagegen im zweiten Quartal noch verhalten. Sie lagen im zweiten Quartal zwar deutlich über ihren vor Jahresfrist völlig eingebrochenen Werten. Gegenüber dem Vorquartal gleichen die saisonbereinigten realen Zuwächse der Bauinvestitionen und der Ausrüstungsinvestitionen von jeweils 0,3 Prozent aber gerade einmal aus, was im ersten Quartal 2021 noch einmal abgebröckelt war.

Auf eine Belebung der investiven Komponenten ruhen die Hoffnungen für die weiteren Phasen der Erholung, damit diese in einen nachhaltigen Aufschwung münden kann. Bestellungen und Planungen für Investitionsprojekte gibt es derzeit sogar besonders viele. Nur konnten sie bisher noch nicht verwirklicht werden.

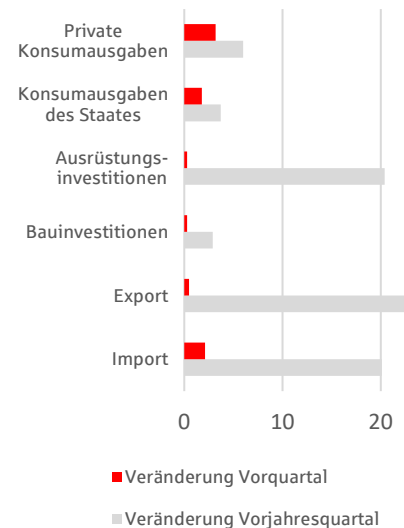
Der Saldo der Vorratsveränderungen hat mit einem Beitrag von einem einzelnen Promillepunkt im Frühjahrsquartal zwar ganz leicht positiv zu dem ausgewiesenen realen BIP-Wachstum von insgesamt 1,6 Prozent beigetragen. Die nach den erheblichen Lagerräumungen des Jahres 2020 erwartete Wiederauffüllung im großen Stil hat bisher aber nicht stattgefunden. Als Bestandteil des nominalen BIP war der Lagersaldo im zweiten Quartal 2021 sogar einmal mehr negativ. Das hat maßgeblich mit den anhaltenden Lieferengpässen in vielen Bereichen zu tun, die ein „Re-Stocking“ bisher schlichtweg nicht ermöglichen.

Eine ähnliche Erklärung lässt sich für die Exporte finden, die im Vorjahresvergleich um 26,5 Prozent stark aufholen konnten, deren Dynamik vom ersten zum zweiten Quartal aber mit nur noch +0,5 Prozent recht erlahmt ist. Auch hier bremsen Engpässe, etwa in der Logistik.

## Auch auf europäischer Ebene hat die Erholung eingesetzt

Die Wirtschaft des gesamten Euroraums ist im zweiten Quartal mit einer Rate von saisonbereinigt 2,0 Prozent gegenüber dem Vorquartal sogar noch etwas schneller gewachsen als diejenige Deutschlands. Und dies gilt, obwohl der aufzuholende BIP-Rückschlag im zweiten Lockdown um den Jahreswechsel von 2020 zu 2021 in den anderen großen Ländern nicht so groß war wie in Deutschland. Ein Teil der Stärke des Aufholens erklärt sich in etwas längerer

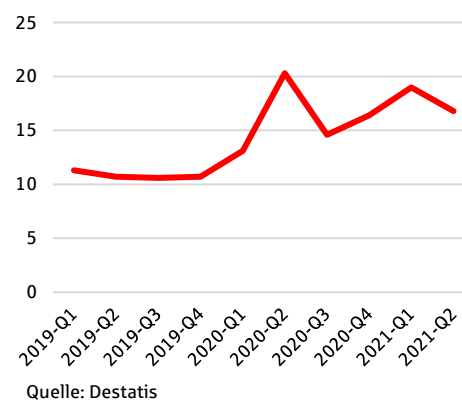
**Verwendungskomponenten des BIP im zweiten Quartal (in Prozent)**



Quelle: Destatis

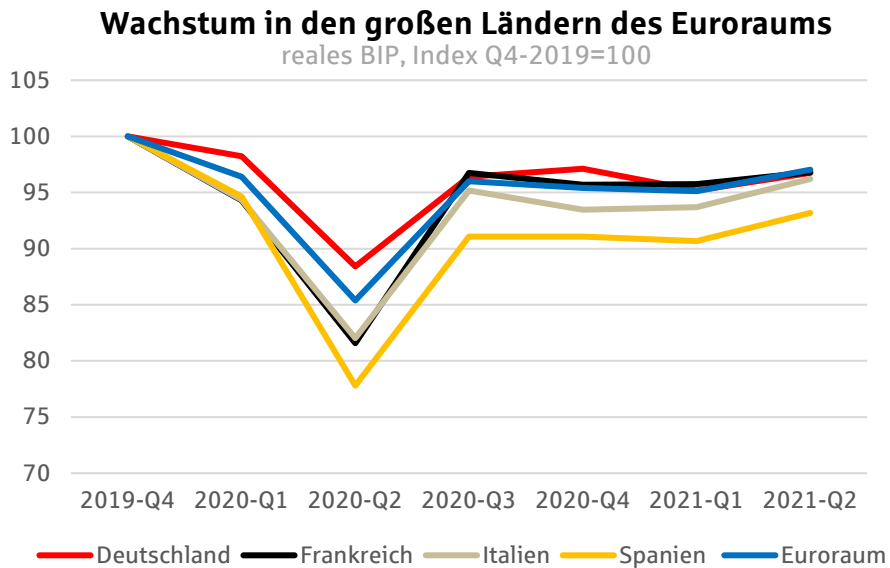
## Sparquote der privaten Haushalte in Deutschland

(saisonbereinigte Quartalswerte in Prozent des verfügbaren Einkommens)



Quelle: Destatis

zeitlicher Perspektive auch aus dem früheren drastischen Einbruch der z. B. stärker als Deutschland vom Tourismus abhängigen Mittelmeerländer.



Quelle: Eurostat

Die jüngsten Wachstumsstärken Spaniens mit 2,8 Prozent gegenüber dem Vorquartal und Italiens mit 2,7 Prozent im zweiten Quartal sind besonders erfreulich, weil beide Länder am meisten aufholen mussten. Vor allem Italien mit seiner hohen Verschuldung bleibt anfällig und braucht eine kräftige Wirtschaftserholung besonders dringend. Frankreich war in der Dynamik zuletzt das Schlusslicht unter den großen Nationen im Euroraum. Es ist im zweiten Quartal 2021 nur um 0,9 Prozent gewachsen und hat sich damit am aktuellen Rand nicht mehr weiter erholt. Frankreich hatte aber bereits früh im Herbst 2021 einen großen Erholungssprung gemacht. Die meisten großen Länder (außer Spanien) dürften das Vorkrisenniveau ihres BIPs zum Jahresende 2021 wieder erreichen, wenn nicht neuerliche Erschütterungen die Erholung unterbrechen.

### Wieder steigende Inzidenzwerte schüren Ängste und drücken die Stimmung im Spätsommer 2021

Für die weiteren Aussichten im Herbst und Winter 2021/22 drücken allerdings zunehmend die Sorgen vor einer weiteren Pandemiewelle die Stimmung. Die zuletzt wieder steigenden Inzidenzzahlen zeigen, dass der erreichte Impfstand noch nicht ausreichend ist. Hier gilt es, weiter für eine möglichst durchgängige Impfquote zu werben. Selbst wenn die Impfungen die Übertragbarkeit nicht vollständig vermeiden, so senken sie doch zumindest das Risiko von schweren Verläufen deutlich. Ein weiterer Lockdown als breit angelegte Maßnahme ist deshalb unwahrscheinlich, da in Deutschland inzwischen die meisten Menschen Gelegenheit hatten, sich impfen zu lassen. Das verbleibende Risiko verlagert sich von der gesellschaftlichen Aufgabe mehr hin zu einer persönlichen Verantwortung.

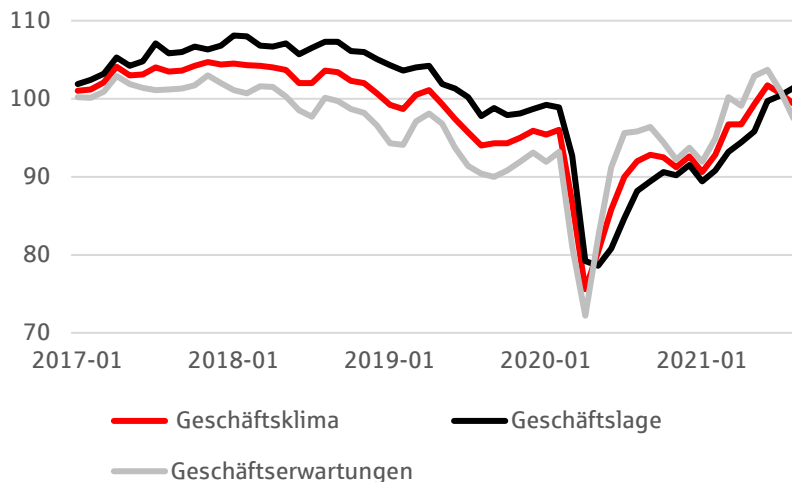
Dennoch spiegeln sich die Befürchtungen hinsichtlich einer weiteren Welle auch in der Wirtschaft. Individuelle Verhaltensänderungen und Zurückhaltungen in einer neuerlichen Infektionswelle können die Erholung zumindest verlangsamen. Das ifo-Geschäftsklima ist im August im zweiten Monat in Folge gefallen und zwar vor allem wegen der eingetrübten Geschäftserwartungen. Die Lage wird dagegen im Spätsommer 2021 recht robust beurteilt. Die Erwartungen liegen mit der jüngsten Bewertung von Ende August erstmals seit längerem wieder unter den Lageeinschätzungen - ein Warnzeichen, dass die Erholung

*Nochmaliger Lockdown unwahrscheinlich*

*... aber unerschwellige Risiken bleiben*

stocken könnte. Überdramatisieren sollte man den Rückgang beim Erwartungssaldo allerdings auch nicht, da sich vor allem „Besser“-Meldungen zu „Unverändert“ verschoben haben und nicht wesentlich mehr „Verslechterungen“ dazugekommen sind.

### ifo-Geschäftsklimaindex



Quelle: ifo

Eine ähnliche Stimmungseintrübung war zwischenzeitlich auch an den Aktienmärkten zu beobachten. Während die realwirtschaftliche Erholung bis Mitte August recht euphorisch begleitet wurde, hat der Trend im DAX dann zeitweise gedreht. Bis zuletzt lag der DAX unter den einstweiligen Höchstständen von Mitte August.

Deutlich stärker und auch schon mit einem seit Ende Mai deutlich länger andauernden Trend sind die Aktienkurse in China rückläufig – und dies obwohl dort gemessen an den offiziellen Zahlen die Pandemie so frühzeitig unter Kontrolle gebracht schien und die wirtschaftliche Erholung schon lange seit dem Frühjahr 2020 sehr kräftig erfolgte. Auch in China wachsen die Wachstumskräfte offenkundig nicht in den Himmel und stoßen auf reale Bremsen.

### Engpässe bremsen die Erholung

Ein handfester Grund, der die Erholung weltweit bremst, sind die anhaltenden logistischen Engpässe. Es fehlt weiterhin an Rohstoffen, Vorleistungsgütern und Transportkapazitäten. Inzwischen präsentieren sich die Flaschenhälse hartnäckiger als ursprünglich gedacht. Sie sind offenkundig nicht nur Ausfluss von zu vorsichtigen Dispositionen während der Covid-Pandemie. Vielmehr sind einige Verfügbarkeiten und Kapazitäten längerfristig geschwunden.

Es fehlt weiterhin an Halbleiterprodukten, inzwischen nicht nur in der Autoindustrie, sondern auch in anderen Branchen. Einige Autohersteller fahren, diesmal aus Gründen des Materialmangels, wieder Kurzarbeitsschichten. Die Autoproduktion in Deutschland zeigt über die letzten anderthalb Jahre bestenfalls eine W-förmige Entwicklung, von der der letzte für das zweite Halbjahr 2021 oder spätestens 2022 erhoffte Aufwärtsast noch aussteht.

Es fehlt international an Bauholz, das von Nachfragern aus China und den USA auf dem Weltmarkt und auch aus Europa heraus weggekauft wird. Bitumen ist knapp und teuer. Die Stahlproduktion, die jahrelang über Überkapazitäten klagte, hat jetzt bei vielen Sorten und Produkten Lieferengpässe.

*Ursprünglich  
anekdotische  
Engpassbeispiele  
zu breitem Phänomen  
ausgewachsen*

Und die Transportkapazitäten halten mit dem wieder angesprungenen Welt-handel nicht mit. Schifffahrts-Frachtraten steigen, Container sind knapp bzw. stehen im Verkehr mit Asien an den falschen Orten. In Deutschland gab es auf dem Gleis ebenfalls Einschränkungen mit dem zweimaligen Lokführer-Warnstreik. Das mag nicht so öffentlichkeitswirksam wahrgenommen worden sein, wie die Ausfälle im Personenverkehr: Aber vor allem im Güterverkehr wurde bereits in den ersten beiden Streikwellen im August mit rund fünf ausgefallenen Tagen ein empfindlicher Schaden für den Materialfluss in Deutschland hinterlassen. Der dritte längere Warnstreik von Anfang September kommt noch dazu. Verkehrsträger lassen sich kurzfristig nicht substituieren und langfristig wäre es strukturell überhaupt nicht hilfreich, wenn sogar Verkehr von der Schiene genommen würde. Das Gegenteil ist aus ökologischen und verkehrstechnischen Gründen anzustreben.

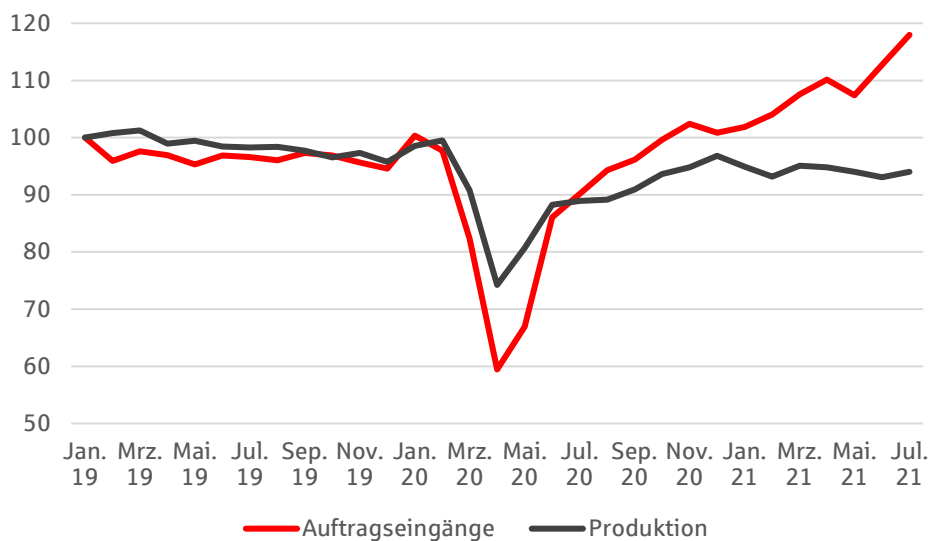
**Aufträge enteilen den Produktionsmöglichkeiten**

Dass es nicht mangelnde Nachfrage ist, die eine schnellere Erholung bremst, sondern die noch immer wegen der Pandemie bestehende Unmöglichkeit bestimmter Angebote oder eben die diversen Engpässe, das zeigt auch das immer stärkere Auseinanderlaufen von Auftragseingängen und Produktion. Der Zentralverband der Elektroindustrie (ZVEI) berichtet beispielsweise von Order-eingängen, die im zweiten Quartal um 24,6 Prozent über dem Vorjahresquartal lagen. Der Maschinenbau meldet, dass er zwar weitere Aufträge annimmt, insbesondere in langjährig gewachsenen Kundenbeziehungen, doch die Abarbeitungs- und Lieferfristen werden immer länger. Das sind nicht nur Entwicklungen in einzelnen Branchen, sondern das gilt für weite Teile der Wirtschaft, zumindest fast durchgängig für das gesamte Verarbeitende Gewerbe.

Die Auftragseingänge haben sich sehr schnell von ihrem Einbruch 2020 erholt und steigen bis zuletzt weiter an. Inzwischen liegen die Bestellungen sogar schon über dem Vor-Corona-Niveau. Zuerst waren die Auslandsorders die Vorreiter des Anstiegs, dann galt der Trend aber für inländische wie ausländische Bestellungen gleichermaßen. Zuletzt waren es vor allem wieder die ausländischen Bestellungen.

*Viele Branchen melden sehr volle Auftragsbücher*

**Auftragseingänge und Produktion im Verarbeitenden Gewerbe, Deutschland**  
Index Januar 2019=100



Quelle: Destatis

In voriger Grafik haben wir die Produktion und die Auftragseingänge von deutscher Industrie bzw. Verarbeitendem Gewerbe direkt gegenübergestellt und auf ein einheitliches Startniveau Anfang 2019 indiziert<sup>1</sup>. Die kleine „Industrierezession“ von 2019 sieht in beiden Zeitreihen ähnlich aus. Und auch die Rückschläge während der ersten Pandemiewelle im Frühjahr 2020 ähneln sich. Die erste Phase der Erholung im Herbst 2020 begann ebenfalls noch im Gleichschritt. Doch dann blieb die Produktion verlangsamt, während die Auftrags-eingänge davonspurten. Die aufklaffende Schere hat sich auch ganz zuletzt in den Anfang September veröffentlichten Daten für den Monat Juli weiter geöffnet.

Ende 2020 und Anfang 2021 galt während des zweiten Lockdowns die positive Nachricht, dass die Industrie weitgehend ungestört davon durchproduzieren konnte. Das stimmte auch, insbesondere im starken Kontrast zu dem sehr viel stärker vom Lockdown getroffenen Dienstleistungssektor.

Jetzt hat sich das Ranking zu einem gewissen Grade umgekehrt: Die Dienstleister profitieren von den eingetretenen Öffnungen, während die Industrie bei sehr guter Auftragslage hinsichtlich der tatsächlich abwickelbaren Produktion von den Materialengpässen zurückgehalten wird.

Auch für die Dienstleister gilt aber, dass manche Produktionsfaktoren sich nicht schnell wieder mobilisieren lassen. So klagt etwa die Gastronomie, dass sie jetzt bei den erfolgten Wiedereröffnungen nur schwer Servicekräfte findet.

In gesamtwirtschaftlicher Perspektive könnte man das als einen generellen Bremseffekt für das BIP aufgrund von Engpässen bei allen Produktionsfaktoren bezeichnen. Das Arbeitsvolumen ist noch längst nicht wieder auf sein Vorkrisen-niveau zurückgekehrt. Und auch die Sachkapitalbildung hat in den letzten Jahren ausweislich der geringen Ausrüstungsinvestitionen gelitten. Das gesamtwirtschaftliche Produktionspotenzial dürfte von dieser Krise eine bleibende Narbe davongetragen haben. Und bei der Betrachtung des Kapitalstocks ist noch nicht einmal die qualitative Entwertung verbucht, die einige Kapitalgüter durch den Strukturwandel und den von der Pandemie beschleunigten, teils bleibenden Verhaltensänderungen erfahren haben.

*Weniger Arbeit und  
weniger Sachkapital  
im Einsatz*

### **Unternehmen mit Preiserhöhungsspielräumen**

Die geschilderte Situation mit den zahlreichen Engpässen bremst die Produktion der Unternehmen erheblich aus. Für die Ertragslage und Robustheit dieser Unternehmen ist das aber nicht unbedingt negativ. Wenn Nichtverfügbarkeiten von Vorprodukten ein einzelnes Unternehmen treffen, dann ist das ein Problem. Doch wenn ganze Branchen und Volkswirtschaften, mithin auch die Wettbewerber entsprechend betroffen sind, dann bestehen Preisüberwälzungsspielräume.

Steigende Preise sind in einer solchen Situation nicht nur zulässig, sondern sogar gesamtwirtschaftlich sinnvoll, um einen effizienten Umgang mit der objektiv verschärften Knappheit zu ermöglichen. Nur dann ist die Allokation optimal, wenn etwa der Einsatz der knappen Chips dort erfolgt, wo es am dringendsten ist und wo es vom Preis und Zahlungsbereitschaften entsprechend signalisiert wird.

---

<sup>1</sup> Hier wurden beide Zeitreihen in der saison- und arbeitstäglich bereinigten Version verwendet. Bei Monatsdaten für die Produktion ist eine solche Bereinigung unabdingbar, sonst schwanken die ausgewiesenen Daten dominiert von den Kalendereinflüssen extrem. Bei den Aufträgen ist der Effekt geringer. In der Regel lässt sich ein Auftrag auch in einem Monat mit weniger Arbeitstagen problemlos platzieren. Die Bereinigungsfaktoren sind deshalb bei der Aufträge-Zeitreihe deutlich kleiner. Wir verwenden deshalb in unseren Publikationen bei den Aufträgen sonst immer die unbereinigten Daten, so z. B. auch im Datenanhang auf Seite 11. In der hier sehr direkten indizierten Gegenüberstellung wurden jedoch in beiden Reihen die arbeitstäglich bereinigten Werte verwendet.

Je nach Preiselastizitäten auf den Vorprodukt- und Endproduktmärkten dürften viele Unternehmen ihre Margen in dieser Situation teils sogar deutlich steigern können.

*Margensteigerungen durchsetzbar*

Die Engpässe sind ein Problem für das Tempo der Erholung, nicht aber für die Bonität der Unternehmen.

**Preisdruck dürfte länger anhalten als noch vor einigen Monaten erwartet**

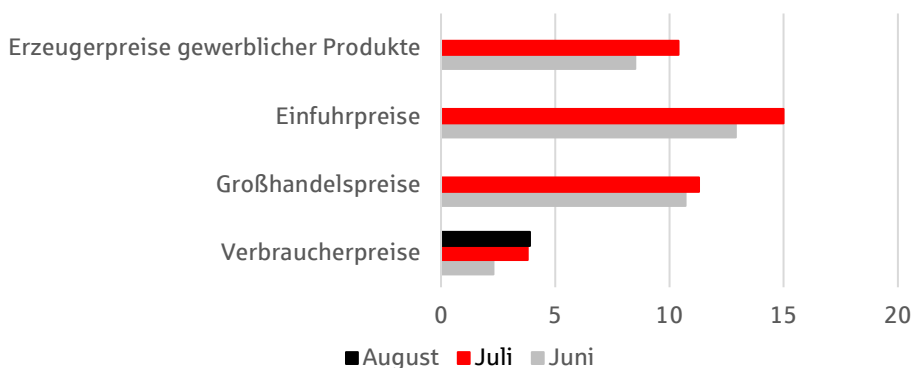
Die Endverbraucher sind es, die letztlich dafür tiefer in die Tasche werden greifen müssen. Kaufkraft und Liquidität sind dort mit der in den letzten Jahren so stark gestiegenen Sparquote auch vorhanden. Das sind durchaus Zutaten für einen nachhaltigeren Preisschub.

Die Entwicklung ist allerdings derzeit auch überzeichnet von technischen Sondereffekten wie der zeitweisen Mehrwertsteuerermäßigung vor Jahresfrist. Die meisten Einschätzungen gehen deshalb weiter davon aus, dass sich der derzeit erhöhte Preisdruck wieder abbauen wird.

*Meldungen zur Preisentwicklung überraschen immer wieder über den Erwartungen*

Doch im letzten halben Jahr lagen alle Nachrichten, die für die Preisentwicklung relevant sind, stets oberhalb der vorherigen Erwartungen. Die weiter verschärften Engpässe sprechen zumindest für einen sich zeitlich verlängernden Preisbuckel. Außerdem ist in der Pipeline der Preisentwicklungen auf den verschiedenen Wertschöpfungsstufen bereits ein gewisser Druck aufgelaufen, den die Entwicklung auf der Ebene der Verbraucherpreise noch gar nicht anzeigt.

**Preissteigerungen gegenüber dem Vorjahresmonat in Deutschland, in Prozent**



Quelle: Destatis

Großhandelspreise, Einfuhrpreise und Erzeugerpreise stiegen im Sommer 2021 in Deutschland alle mit zweistelligen Prozentsätzen! Zugestanden: Diese Rubriken hatten vor Jahresfrist auch Rückschläge erlitten, die damals nicht überwältigt wurden. Ein Teil der jetzigen Anstiege ist eine Gegenbewegung. Doch so lässt sich nur der kleinere Teil erklären. Die Preisrückgänge vor Jahresfrist lagen eher in der Größenordnung von 1 bis 5 Prozent.

Innerhalb der zweistellig gestiegenen Erzeugerpreise gewerblicher Produkte waren es neben den volatilen Energiepreisen vor allem die Preise für Vorleistungsgüter, die überproportional gestiegen sind. Sie haben sich von Juli 2020 zu Juli 2021 um stolze 15,6 Prozent verteuert! Das passt zu der gelieferten Erklärung von Engpässen auf dieser Wertschöpfungsstufe.

Langfristig wird nach dem momentanen Schub für den Inflationstrend entscheidend sein, wie die Lohndynamik sich entwickelt. Bisher sind die Lohnforderungen recht moderat. Das gilt auch für den bereits thematisierten Lokführerstreik, der zwar realwirtschaftlich die angespannte Logistik verschärft hat. Doch

*Überspringen in die Lohndynamik oder deren Ausbleiben werden entscheiden*



3,2 Prozent erscheinen, egal ob man die von den Gewerkschaften geforderten oder die von der Bahn angebotenen mehrjährigen Tarifaufzeiten zu Grunde legt, angesichts der derzeitigen Preissteigerungsraten in realer Betrachtung niedrig.

Für 2020 hat das Statistische Bundesamt Tarifverdienststeigerungen (inklusive Sonderzahlungen) in Höhe von 2,0 Prozent ausgewiesen. Das lag unter den Raten von 2017 bis 2019 (2,6 bis 3,2 Prozent), was mit der Sonderlage der Pandemie und der weit verbreiteten Kurzarbeit erklärbar ist. In den ersten beiden Quartalen 2021 blieben die Tariflohnsteigerungen mit 1,3 bzw. 1,9 Prozent sogar noch moderater.

### **Wirtschaftspolitisches Umsteuern von Nachfragestimulierung zu strukturverbessernder Angebotspolitik wird nötig**

In den USA ist dagegen schon mehr Druck auf die Preise, auch vom Arbeitsmarkt ausgehend, aufgebaut. Es gibt zwar noch pandemiebedingte Unterbeschäftigung. Doch wie genau diese zu bewerten ist, unterliegt großer Unschärfe. Unter diesem Vorbehalt erscheint es doch so, dass die US-Beschäftigungs- und Lohndynamik stetig zunimmt.

Der Vorsitzende der Federal Reserve hat deshalb die Inflation auf der (diesmal virtuellen) internationalen Notenbanktagung in Jackson Hole erstmals als Grund zur Besorgnis bezeichnet. Die Fed hat dort auch signalisiert, dass deshalb das erwartete „Tapering“, also ein allmähliches Abschmelzen ihrer Anleiheankäufe, noch in den verbleibenden Monaten des Jahres 2021 beginnen könnte.

Die Kapitalmärkte haben dieses Signal positiv und ohne Verwerfungen aufgenommen, begrüßen es als Stabilitätszeichen. Bis zu Leitzinssteigerungen ist es ohnehin noch ein langer Weg. Bei einem Tapering sind in der ersten Stufe nur die weiter positiven Netto-Zukäufe zu reduzieren. Der geldpolitische Bremsweg ist lang.

Das gilt auch für die EZB, die sich mit Forward Guidance, Langfristtendern und diversen Ankaufprogrammen sehr langfristig festgelegt hat. Bei den Preisen und bei der realwirtschaftlichen Dynamik ist der Euroraum zwar noch ein gutes Stück hinter der US-amerikanischen Entwicklung. Doch auch im Euroraum hat sich die Rate der Verbraucherpreise in der ersten Schätzung für den Monat August auf 3,0 Prozent beschleunigt. Und es sind nicht nur die Energiepreise. Die Industriegüter (ohne Energie) verteuerten sich immerhin um 2,7 Prozent. Deshalb sollte die EZB zumindest das PEPP jetzt adressieren.

Es ist richtig, dass die Wirtschaftsentwicklung und Erholung im Euroraum noch nicht so gefestigt ist, wie man sich das wünschen könnte. Doch wenn der Grund dafür nicht mehr auf der Nachfrageseite, sondern mit den diversen Engpässen auf der Angebotsseite liegt, ist nachlassende Dynamik kein Argument für anhaltende Stimulierung.

Im Gegenteil: Die Inflation steigt jetzt nicht trotz, sondern wegen der geringeren Produktion. Auf die Nachfrageseite, an der es wie gezeigt nicht mangelt, sollte man nicht weiter einzahlen.

Ähnliches gilt für die Finanzpolitik. Während es im akuten Lockdown 2020 richtig war, Kaufkraft zu erhalten, Abwärtsspiralen zu vermeiden und dafür nach keynesianischem Muster, mehr Geld in die Hand zu nehmen, hilft derlei in der heutigen veränderten Situation nicht mehr. Geld und Nachfrage sind auf absehbare Zeit aus der Wirtschaftspolitik noch genug in der Pipeline, etwa in Form des europäischen Wiederaufbaufonds. Jetzt gilt es darauf zu achten, dass die damit angeschobenen Projekte qualitativ wirklich investiven Charakter haben. Sie müssen Infrastruktur und Produktivität fördern, mithin die Bereiche adressieren, die aktuell Teil der Engpässe sind.

*EZB sollte ihre sehr langfristige einseitige Prädisposition flexibilisieren*

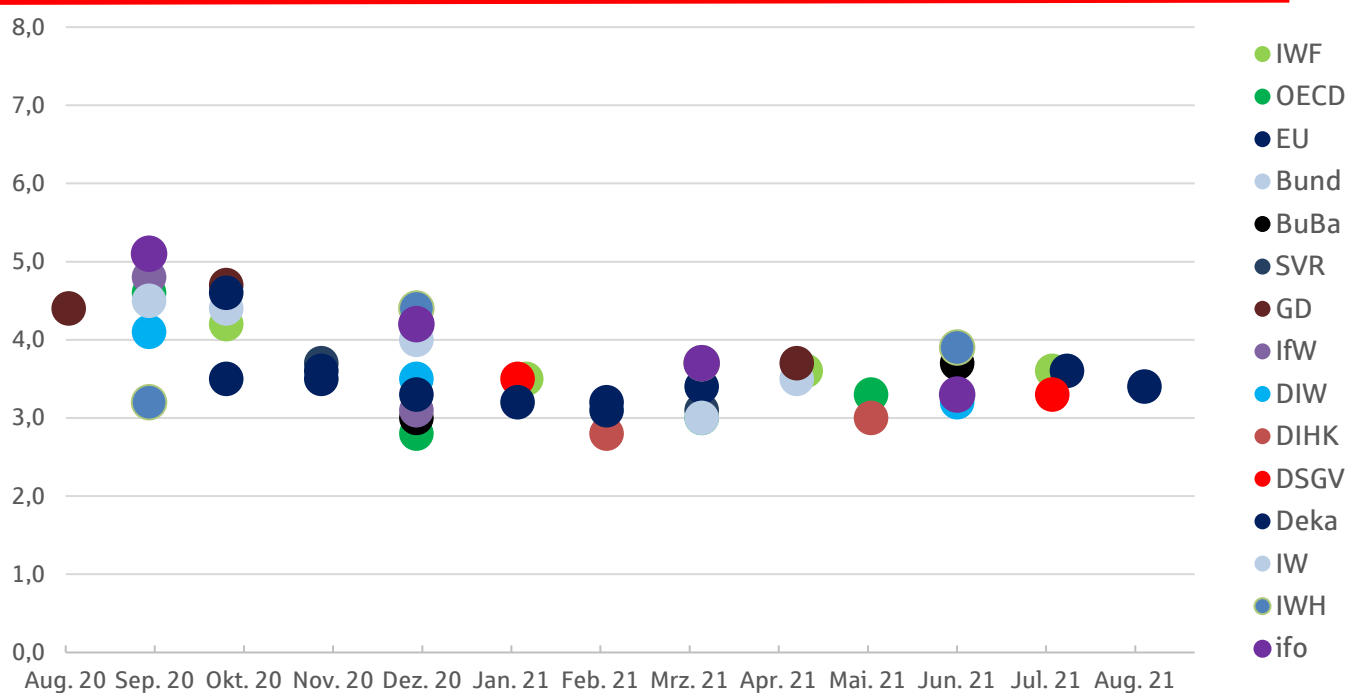
*Lage ist jetzt strukturell ganz anders als 2020*

## A. Wachstum der Weltwirtschaftsregionen, Veränderung zum Vorjahr

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

\* Prognosen des Internationalen Währungsfonds vom Juli 2021

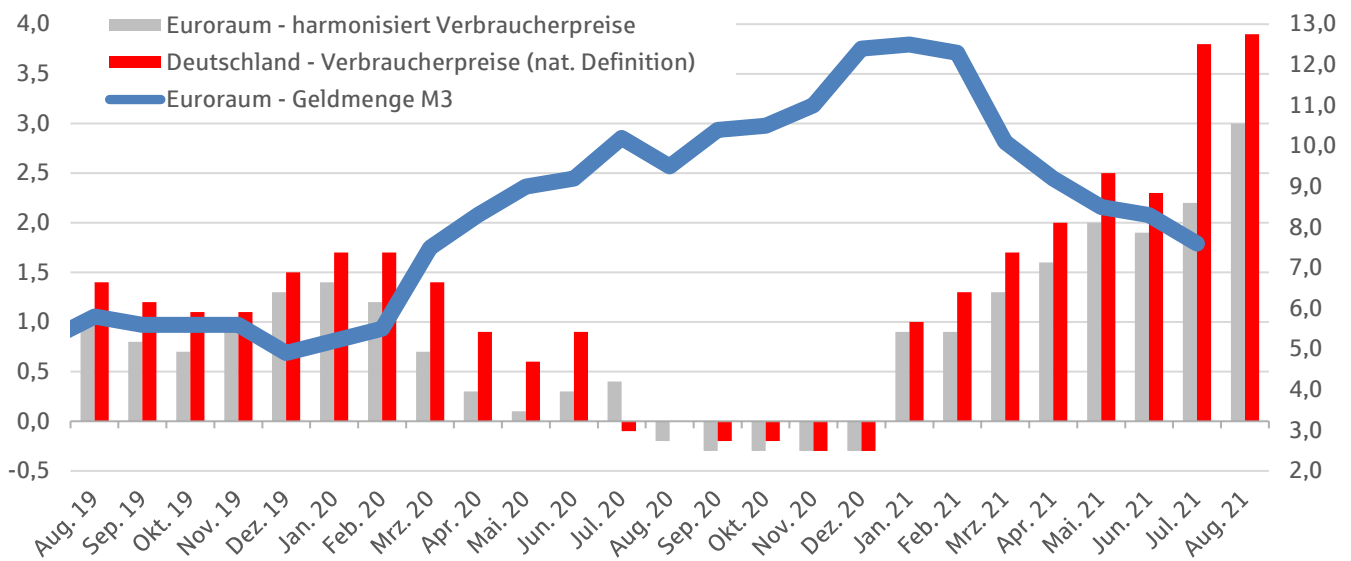
## B. Prognosen für das Wirtschaftswachstum in Deutschland für 2021, in %



## C. BIP im Euroraum und in Deutschland

	Jahr 2020 real ggü. Vorjahr	Q III - 2020	Q IV - 2020	Q I - 2021	Q II - 2021
		reale Veränderung zum Vorjahresquartal und saisonbereinigte reale Veränderung zum Vorquartal			
Euroraum BIP	-6,4%	-4,0%	-4,6%	-1,3%	-13,6%
Deutschland BIP	-4,6%	+12,4%	-0,6%	-0,3%	+2,0%
Privater Konsum	-6,0%	-3,4%	-5,7%	-9,1%	+6,0%
Bruttoanlageinvestition	-2,2%	+11,5%	-2,7%	-5,2%	+3,2%
Exporte	-9,3%	-3,1%	+1,5%	-1,4%	+7,5%
		+4,5%	+2,4 %	-0,7%	+0,5%
		-9,1%	-3,1%	-0,5%	+26,5%
		+17,5%	+4,6%	+1,4%	+0,5%
Niveau, nicht Veränderungsrate; Quartalszahlen saisonbereinigt					
Sparquote	16,1%	14,6%	16,4%	19,0%	16,8%

**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	2,0%	2,5%	2,3%	3,8%	3,9%
- Ohne Nahrungsmittel und Energie (Kerninflation)	1,3%	1,9%	1,7%	2,7%	-
Erzeugerpreis gewerblicher Produkte	5,2%	7,2%	8,5%	10,4%	-
Einfuhrpreise	10,3%	11,8%	12,9%	-	-
<b>Stimmungsindikatoren</b>					
ifo-Geschäftsklimaindex	96,7	99,3	101,8	100,7	99,4
ZEW- Konjunkturerwartung	70,7	84,4	79,8	63,3	40,4
<b>Auftragseingang</b>					
		Veränderung zum Vorjahresmonat			
Verarbeitendes Gewerbe	80,2%	55,1%	30,2%	20,9%	-
aus dem Inland	63,7%	43,8%	20,3%	20,6%	-
aus dem Ausland	93,0%	64,2%	38,9%	21,1%	-
Investitionsgüterproduzenten	116,3%	67,3%	25,9%	22,8%	-
<b>Produktion</b>					
	arbeitstäglich bereinigte Veränderung zum Vorjahresmonat				
Produzierendes Gewerbe insgesamt	27,6%	16,6%	5,4%	5,7%	-
davon Bau	4,0%	2,8%	-0,9%	3,6%	-
davon Industrie	35,0%	20,4%	7,0%	6,4%	-
<b>Außenhandel</b>					
	Veränderung zum Vorjahresmonat				
Export	47,6%	36,6%	23,6%	-	-
Import	33,6%	32,5%	27,1%	-	-
<b>Arbeitsmarkt</b>					
	Stand der Quote bzw. Veränderung zum Vorjahresmonat in 1000				
Arbeitslosenquote	6,0%	5,9%	5,7%	5,6%	5,6%
Arbeitslose	+127	-126	-239	-320	-377
Erwerbstätige (mit Arbeitsort im Inland)	-201	+51	+162	+280	-
Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte	+245	+407	+463	-	-

## F. Rohstoff-, Devisen- und Finanzmärkte

	Mai	Juni	Juli	August	06. Sep 2021
<b>Ölpreis Brent in US \$</b>	68,53	73,16	75,17	70,61	72,26 (27.8.)
<b>Wechselkurse</b>					
US- Dollar / EUR	1,2146	1,2047	1,1822	1,7772	1,1864
Japanische Yen / EUR	132,57	132,63	130,35	129,28	130,34
<b>Aktienmärkte</b>					
Deutscher Aktienindex DAX, Monatsende	15.421	15.531	15.544	15.835	15.932
Veränderung zum Vorjahresmonat	33,1%	26,2%	26,2%	22,3%	-
<b>Geld- und Kapitalmarktzinsen</b>					
Tagesgeld (€STR)	-0,565%	-0,565%	-0,566%	-0,568%	-0,568% (3.)
1-Monatsgeld (EURIBOR)	-0,56%	-0,55%	-0,56%	-0,56%	-0,55% (3.)
3-Monatsgeld (EURIBOR)	-0,54%	-0,54%	-0,54%	-0,55%	-0,55% (3.)
Umlaufrendite von Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren	-0,17%	-0,23%	-0,48%	-0,46%	-0,39%
<b>Zinsen der Kreditinstitute, im Neugeschäft</b>					
Täglich fällige Einlagen priv. Haushalte in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	0,00% 0,01%	-0,01% 0,01%	-0,01% 0,01%	- -	- -
Einlagen privater Haushalte bis 1 Jahr in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	0,01% 0,16%	-0,04% 0,14%	0,02% 0,16%	- -	- -
Unternehmenskredite bis 1 Mio. € über 5J in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	1,56% 1,54%	1,54% 1,63%	1,52% 1,46%	- -	- -

## Impressum

### Herausgeber

Deutscher Sparkassen- und Giroverband e.V.

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

**Redaktionsschluss dieser Ausgabe**  
07.09.2021

### Gestaltung

Franz Metz, Berlin

### Bildnachweis

Titelseite: Plainpicture/Westend61

### ISSN

2509-3835

### Verantwortlich

Dr. Thomas Keidel  
Direktor  
Leitung der Abteilung Financial Markets & Economics  
thomas.keidel@dsgv.de

Dr. Reinhold Rickes  
Chefvolkswirt  
Stellv. Abteilungsleiter  
Abteilung Financial Markets & Economics  
Reinhold.Rickes@dsgv.de

### Autor

Dr. Holger Schulz  
Holger.Schulz@dsgv.de

### Hinweis

Alle Publikationen dieser Reihe finden Sie unter  
<https://www.dsgv.de/positionen.html#wirtschaftslage>