

Überblick

■ Licht am Ende des Tunnels

*Weltwirtschaft
verhalten in das
Jahr gestartet*

Auch im ersten Jahresviertel 2021 hielt die Pandemie die Weltwirtschaft fest im Griff. Neue Infektionswellen und verschärfte Eindämmungsmaßnahmen warfen die Erholung vielerorts wieder zurück. Besonders betroffen war erneut der Dienstleistungsbereich. Die zunächst noch schwungvolle Expansion der Industrie wurde zuletzt durch Angebotsknappheiten gebremst. Dies trieb auch die industriellen Erzeugerpreise nach oben. Insgesamt erholte sich die Weltwirtschaft im Winter zwar weiter, aber mit merklich gedrossem Tempo. Im Euroraum verringerte sich das Bruttoinlandsprodukt (BIP) sogar um 0,6% gegenüber dem bereits schwachen Vorquartal. Japan und das Vereinigte Königreich verzeichneten ebenfalls merkliche Aktivitätseinbußen. In den USA nahm die wirtschaftliche Erholung hingegen wieder Fahrt auf. Dort wurden viele Einschränkungen bereits im Laufe des ersten Quartals aufgehoben, und umfangreiche Konjunkturpakete stimulierten die Wirtschaft zusätzlich. In China, wo die Pandemie bereits seit längerem eingedämmt ist, setzte sich der Konjunkturaufschwung fort, während einige andere Schwellenländer unter den wirtschaftlichen Folgen neuer Infektionswellen litten.

*Globaler Industrieaufschwung
durch angebots-
seitige Engpässe
gebremst*

Dass sich die Weltwirtschaft im Winterhalbjahr trotz neuer Infektionswellen weiterhin auf einem Expansionskurs hielt, lag nicht zuletzt an der Industrie. Diese profitierte erheblich von den durch die Pandemie ausgelösten Nachfrageverschiebungen. Die globale Industrieproduktion hatte bereits seit dem drastischen Einbruch im Frühjahr letzten Jahres kräftig zugelegt und im Dezember 2020 ihr Vorkrisenniveau übertroffen. Zuletzt stieß der Aufschwung im Verarbeitenden Gewerbe aber auf angebotsseitige Engpässe. Weltweit klagten Einkaufsmanager über steigende Lieferzeiten. Infolge der starken Nachfrage nach Industriegütern zogen außerdem die Rohstoffpreise erheblich an, und die Transportkosten erhöhten sich kräftig. Dieser

Kostenschub schlug sich zuletzt spürbar in den industriellen Erzeugerpreisen nieder, und er wird sich wohl auch in den Verbraucherpreisen bemerkbar machen.

Inzwischen haben die Impfkampagnen vielerorts Fahrt aufgenommen, und in vielen Fortgeschritten Volkswirtschaften flaute das Infektionsgeschehen merklich ab. Spätestens ab Sommer erscheint hier eine breite Öffnung der Wirtschaft möglich. Die weltwirtschaftliche Erholung dürfte damit deutlich an Schwung gewinnen.

*Öffnungsperspektiven
dank Impffortschritt*

Diese Aussichten auf eine wirtschaftliche Erholung prägten die internationalen Finanzmärkte. Fortschritte bei den Impfungen, positive Konjunktursignale und eine akkommodierende Geldpolitik stärkten die Zuversicht der Marktteilnehmer. Bei einer zugleich stimulierenden Finanzpolitik – vor allem in den USA – zogen die Renditen von Benchmark-Staatsanleihen im Zinsverbund mit den USA weltweit zum Teil merklich an. Der Renditeanstieg vollzog sich dabei in einem ruhigen Marktumfeld und bei hoher Liquidität. Ein wichtiger Faktor, der hinter den steigenden sicheren Zinsen stand, waren die anziehenden Inflationserwartungen. Deren Aufwärtsbewegung von ihren Tiefs im März 2020 setzte sich beiderseits des Atlantiks fort. Die Realzinsen stiegen deswegen insgesamt weniger stark als die nominalen Staatsanleiherenditen. Die Renditen von Unternehmensanleihen des Euroraums erreichten im Januar 2021 zunächst historische Tiefstände und zogen danach ebenfalls an. Gleichwohl spiegelten sie auch zuletzt weiterhin sehr günstige Finanzierungsbedingungen wider. An den Aktienmärkten führte der Konjunkturoptimismus zu kräftigen Kursgewinnen. Neben den oben genannten Faktoren schlugen sich hierin die höheren Gewinnerwartungen der Unternehmen und ein hoher Risikoappetit der Anleger nieder. Dieser dämpfte an den Devisenmärkten die Nachfrage nach einigen Währungen, die als vergleichs-

*Finanzmärkte im
Zeichen günstigerer
Konjunkturaussichten*

weise sicher empfunden werden. In effektiver Rechnung werteten der Yen und der Schweizer Franken daher ab. Auch der Euro verlor im gewogenen Durchschnitt an Wert; seine Verluste fielen aber vergleichsweise gering aus. Der US-Dollar, der bei zunehmender Risikofreude oft auch abwertet, notierte angesichts steigender Renditen amerikanischer Staatsanleihen effektiv annähernd unverändert. Dagegen profitierte das Pfund Sterling von der Ende 2020 erreichten Einigung über ein Handels- und Kooperationsabkommen mit der EU und den Impferfolgen im Vereinigten Königreich.

Geldpolitik: EZB-Rat geht von höheren monatlichen PEPP-Käufen im zweiten Quartal aus

Der EZB-Rat ging nach seinen geldpolitischen Sitzungen im März und April davon aus, dass die Ankäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (Pandemic Emergency Purchase Programme: PEPP) während des zweiten Quartals deutlich umfangreicher ausfallen werden als während der ersten Monate dieses Jahres. Dieser Einschätzung lag eine Beurteilung der Entwicklung der Finanzierungsbedingungen seit Jahresbeginn zugrunde, insbesondere des Anstiegs der Marktzinsen in diesem Zeitraum. Gleichzeitig bestätigte der EZB-Rat seine Entscheidung vom Dezember 2020, das PEPP mit einem Gesamtumfang von 1 850 Mrd € mindestens bis Ende März 2022 und in jedem Fall so lange weiterhin durchzuführen, bis die Phase der Coronakrise nach seiner Einschätzung überstanden ist. Wenn günstige Finanzierungsbedingungen mit einem insgesamt geringeren Kaufvolumen aufrechterhalten werden können, muss der Umfang von 1 850 Mrd € nicht voll ausgeschöpft werden. Falls erforderlich kann der Gesamtumfang indes auch erhöht werden.

Weiterhin kräftige monetäre Dynamik infolge der Corona-Pandemie

Das breit gefasste Geldmengenaggregat M3 nahm im ersten Quartal 2021 aufgrund der Auswirkungen der Corona-Pandemie und der wirtschaftspolitischen Reaktionen nochmals kräftig zu. Zwar verlangsamte sich die monetäre Dynamik im Vergleich zum Ausbruch der Coronakrise vor einem Jahr deutlich; die Jahreswachstumsrate des breit gefassten Geldmengenaggregats M3 blieb mit 10,1% Ende März aber hoch. Vorsichtserwägungen der privaten

Haushalte und Unternehmen sowie das anhaltend niedrige Zinsniveau führten dazu, dass diese Sektoren weiterhin vor allem hoch liquide täglich fällige Einlagen aufbauten. Auf der Seite der Gegenposten stützten die fortgesetzten Wertpapierankäufe des Eurosystems das Geldmengenwachstum. Des Weiteren verzeichneten die Buchkredite der Banken an den inländischen Privatsektor per saldo abermals deutliche Zuflüsse. Insbesondere die Vergabe von Krediten an nichtfinanzielle Unternehmen zog im Berichtsquartal in einigen Mitgliedsländern kräftig an; auch die Nachfrage der privaten Haushalte nach Wohnungsbaukrediten blieb lebhaft. Zugleich berichteten die in der Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey: BLS) befragten Banken aber, dass sie ihre Kreditstandards wegen pandemiebedingt gestiegener Risiken überwiegend verschärfen.

Die gesamtwirtschaftliche Leistung in Deutschland ging im ersten Vierteljahr 2021 kräftig zurück. Der Schnellmeldung des Statistischen Bundesamtes zufolge verringerte sich das reale BIP gegenüber dem Vorquartal saison- und kalenderbereinigt um 1,7%. Damit unterschritt die Wirtschaftsaktivität den Vorkrisenstand des vierten Quartals 2019 wieder um fast 5%. Der Rückschlag lässt sich zu einem erheblichen Teil darauf zurückführen, dass die Corona-Schutzmaßnahmen strikter ausfielen und länger andauerten als im Vorquartal. Das traf insbesondere einige Dienstleistungsbranchen hart. Außerdem stagnierte die Produktion in der Industrie, und im Baugewerbe ging sie sogar zurück, nachdem beide Sektoren die Wirtschaft im Vorquartal erheblich gestützt hatten. Hier spielten verschiedene Faktoren eine Rolle. Im Baugewerbe dämpften die zu Jahresbeginn wieder angehobenen Mehrwertsteuersätze und die ungünstige Witterung im Januar und Februar. In der Industrie führten Engpässe bei Vorprodukten dazu, dass sich die Erholung trotz einer weiter gestiegenen Nachfrage nicht fortsetzte. Im Kfz-Sektor kam es zu Produktionsausfällen, da Halbleiter fehlten.

Deutsche Wirtschaftsleistung im ersten Vierteljahr 2021 kräftig gesunken

*Starke Brems-
spuren vor allem
beim privaten
Verbrauch*

Auf der Nachfrageseite ging im ersten Vierteljahr wohl vor allem der private Konsum stark zurück. Aufgrund der Corona-Schutzmaßnahmen entfiel eine Reihe von Konsummöglichkeiten bei Dienstleistungen teilweise oder ganz. Außerdem dämpften die wieder höheren Mehrwertsteuersätze die Nachfrage nach langlebigen Gebrauchsgütern wie Kraftfahrzeugen. Hier waren Käufe in die zweite Hälfte des vergangenen Jahres vorgezogen worden. Die gewerblichen Investitionen in neue Ausrüstungen und Anlagen wurden im Winterquartal wohl ebenfalls reduziert, wenngleich in deutlich geringem Umfang. Dagegen profitierten die deutschen Unternehmen weiter von einer dynamischen Auslandsnachfrage und konnten ihre Exporte deutlich steigern.

*Buchkredit-
vergabe deut-
scher Banken an
inländischen Pri-
vatsektor erneut
ausgeweitet*

Die Bremsspuren bei den privaten Konsumausgaben dämpften auch die Nachfrage nach Konsumentenkrediten. Trotzdem entwickelte sich das Kreditgeschäft der Banken in Deutschland insgesamt dynamisch. Zum einen blieb die Nachfrage der privaten Haushalte nach Wohnungsbaukrediten hoch. Zum anderen beschleunigten sich die Ausleihungen an nicht-finanzielle Unternehmen im Vergleich zu den beiden Vorquartalen deutlich. Ursächlich hierfür war ein steigender Finanzierungsbedarf von Unternehmen, die nicht unmittelbar negativ von der Coronakrise betroffen sind, wie etwa Unternehmen des Bau- und Immobiliensektors und Firmen, die digitalisierungs- und forschungsnahe Dienstleistungen anbieten. Der Aufschwung in der globalen Industrie wirkte sich zudem positiv auf die Investitionsbereitschaft exportorientierter Wirtschaftszweige aus. Hinzu kam, dass auch einige Banken ein verstärktes Interesse am Kreditgeschäft hatten. Diese wollten zum Stichtag Ende März noch ihren Schwellenwert bei der Kreditvergabe erreichen, der die Voraussetzung für den besonders attraktiven Zinssatz bei den gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften GLRG III bildet. Insgesamt wurden die Standards für Unternehmenskredite von den im Rahmen des BLS befragten Banken im ersten Quartal jedoch nochmals leicht verschärft.

Der Arbeitsmarkt reagierte robust auf die im Winterquartal anhaltenden Eindämmungsmaßnahmen. Sowohl Beschäftigung als auch Arbeitslosigkeit hielten nahezu den Stand vom Herbst vergangenen Jahres. Die Auswirkungen der geringeren Wirtschaftsleistung wurden überwiegend über die Kurzarbeit aufgefangen, die nach dem Rückgang im zweiten Halbjahr 2020 wieder erheblich stärker in Anspruch genommen wurde. Mit den ersten Lockerungen der Eindämmungsmaßnahmen im März sowie dem zunehmenden Impffortschritt kehrte auch am Arbeitsmarkt wieder Zuversicht für die Entwicklung in den nächsten Monaten zurück.

*Arbeitsmarkt
robust*

Die Tarifverdienste stiegen im Winter nur moderat. Unter Berücksichtigung der Nebenvereinbarungen legten sie im ersten Vierteljahr um lediglich 1,4% gegenüber dem Vorjahr zu. Im Herbst hatte der Zuwachs noch 2,6% betragen. Ausschlaggebend für die Abschwächung waren die jüngsten Neuabschlüsse. Sie sehen zu Beginn der vertraglichen Laufzeit zunächst etliche Nullmonate und erst nach rund einem Jahr niedrige Lohnanhebungen vor. Zudem waren im vergangenen Herbst in mehreren Branchen einmalige Corona-Sonderzahlungen geleistet worden. Die Tarifpartner begrenzten den vereinbarten Lohnanstieg, um Beschäftigung zu sichern. Die Effektivverdienste könnten aufgrund der wieder gestiegenen Kurzarbeit im Winter sogar zurückgegangen sein. Die Lohn-drift dürfte wie in den drei vorangegangenen Quartalen deutlich negativ ausgefallen sein.

*Tarifverdienste
stiegen auf-
grund der
Pandemie nur
moderat,
Effektiv-
verdienste
gingen wohl
sogar zurück*

Die Verbraucherpreise (HVPI) zogen zu Jahresbeginn außergewöhnlich kräftig an. Im Durchschnitt der Monate Januar bis März 2021 stiegen sie um saisonbereinigt 2,1% gegenüber dem Vorquartal, nachdem sie zuvor noch stagniert hatten. Gründe hierfür waren vor allem die Rücknahme der temporären Mehrwertsteuersenkung zum 1. Januar, aber auch die Maßnahmen des Klimapakets sowie der gestiegene Ölpreis. Insgesamt verteuerten sich alle Hauptgruppen des HVPI-Warenkorbs kräftig, wobei die höheren Mehrwertsteuersätze im Januar 2021 mehr oder weniger spiegelbildlich

*Verbraucher-
preise zu Jahres-
beginn vor allem
aufgrund wieder
höherer Mehr-
wertsteuersätze
mit starkem
Anstieg gegen-
über Vorquar-
tal ...*

zu ihrer Senkung im Juli 2020 weitergegeben wurden. Während sich der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln, Industriegütern ohne Energie und Dienstleistungen bis zum März wieder normalisierte, verteuerte sich Energie, den Rohölnotierungen folgend, weiter deutlich.

... und auch gegenüber dem Vorjahr

Auch im Vorjahresvergleich war die Wiederanhebung der Mehrwertsteuersätze im HVPI deutlich sichtbar: Die Teuerungsrate stieg von – 0,6 % im Jahresschlussquartal 2020 auf 1,7 % im ersten Vierteljahr 2021. Ohne Betrachtung von Energie und Nahrungsmitteln zog die Rate von – 0,1 % auf 1,8 % an. Dabei spielte auch ein statistischer Sondereffekt eine Rolle. Dieser hängt mit den pandemiebedingt umfangreicheren Anpassungen der Ausgabengewichte des HVPI zusammen und schlug sich vor allem bei den Pauschalreisepreisen nieder.

Teuerungsrate im April wegen Energie und Nahrungsmitteln weiter erhöht

Im April erhöhte sich die Inflationsrate leicht weiter auf 2,1 % gegenüber dem Vorjahr, nach 2,0 % im März. Insbesondere die Rate für Energie stieg zuletzt stark an, aber auch diejenige für Nahrungsmittel legte deutlich zu. Dagegen schwächte sich die Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel von 1,6 % im März auf 1,1 % ab. Hierbei spielte jedoch der gesunkene Beitrag des statistischen Sondereffekts bei den Pauschalreisen eine entscheidende Rolle, der in den Monaten zuvor die HVPI-Rate deutlich erhöht hatte.

Inflationsrate steigt zunächst weiter und könnte zum Jahresende vorübergehend 4 % erreichen

In den kommenden Monaten dürfte die Teuerungsrate zunächst langsam weiter steigen. Die zuletzt starke Verteuerung von nicht energetischen Rohstoffen und Transportkosten zeigt sich zwar bereits sehr deutlich in den Vorleistungspreisen auf der Erzeugerstufe. Diese Entwicklung überträgt sich aber nicht unmittelbar auf die Konsumentenpreise. Ein engerer Zusammenhang zu den Verbraucherpreisen ergibt sich für die Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel. Diese steigen bisher noch recht verhalten an. Zudem sind für die Verbraucherpreise auch die Vertriebskosten und Margen wichtige Bestimmungsgrößen. Daher dürfte sich der Preisdruck auf den vorgelagerten Stu-

fen lediglich abgeschwächt und verzögert in den Verbraucherpreisen niederschlagen. Für die HVPI-Gesamtrate ist von Bedeutung, dass ab Juli der Basiseffekt infolge der temporären Senkung der Mehrwertsteuersätze die Vorjahresrate erhöht. Dies dürfte zunächst aber fast vollständig dadurch verdeckt werden, dass gleichzeitig der statistische Sondereffekt bei den Pauschalreisen für einige Monate dämpfend wirkt. Zum Ende des laufenden Jahres verstärkt dieser Sondereffekt aber den Preisauftrieb erneut. Deshalb könnte die Inflationsrate dann vorübergehend 4 % erreichen.

Die deutsche Wirtschaftsleistung dürfte im zweiten Quartal 2021 wieder deutlich zulegen. Das Ausmaß hängt maßgeblich davon ab, wie stark die Eindämmungsmaßnahmen im Vergleich zum ersten Quartal auf der Wirtschaft lasten. Sobald die Corona-Schutzmaßnahmen nach und nach gelockert werden, sollte die Aktivität in den davon betroffenen Dienstleistungsbereichen wieder erheblich zunehmen. Die Industrie profitiert von einer starken Nachfrage. So erhöhte sich der industrielle Auftragszugang zuletzt von hohem Niveau aus weiter kräftig. Die Geschäftslage wurde von den Unternehmen im Verarbeitenden Gewerbe zuletzt nochmals besser eingeschätzt, und auch ihre Produktions- und Exporterwartungen stiegen erneut an. Allerdings wird die Produktion in der Industrie wohl auch in nächster Zeit noch durch Engpässe bei Vorprodukten gebremst werden. Im Baugewerbe dürfte die Produktion wieder ansteigen, nachdem dämpfende Sondereffekte entfallen sind. Die Geschäftserwartungen hellten sich breitgefächert über die Sektoren auf. Bei schnellen Fortschritten in der Impfkampagne besteht die Aussicht, dass die Eindämmungsmaßnahmen in den kommenden Monaten erheblich gelockert werden können. Dann könnte das BIP im dritten Vierteljahr stark zulegen und sein Vorkrisenniveau bereits im Herbst wieder überschreiten.

Im zweiten Quartal dürfte Wirtschaftsleistung deutlich zulegen

Die deutsche Finanzpolitik reagierte bisher flexibel und im Großen und Ganzen zielgerichtet auf die schwierige Krisenlage. Mitunter über-

Finanzpolitik im Großen und Ganzen zielgerichtet

zeugt zwar nicht, wie einzelne Maßnahmen ausgestaltet sind und umgesetzt werden. Allerdings ist in Rechnung zu stellen, dass teils recht kurzfristig agiert und unter anderem dem Pandemieverlauf folgend nachgesteuert werden musste.

*Staatsfinanzen
auch 2021 stark
wirtschafts-
stützend*

Auch im laufenden Jahr stützen die Staatsfinanzen die Wirtschaft erheblich. Die speziellen Corona-Hilfsmaßnahmen und die regulären Sozialsysteme mildern die wirtschaftlichen Folgen der Coronakrise weiterhin. Um die Pandemie zu bekämpfen, fließen umfangreiche Mittel für gesundheitsbezogene Ausgaben, etwa für Impfungen und Tests. Darüber hinaus entlasten verschiedene strukturelle Maßnahmen insbesondere die privaten Haushalte: So wurden etwa der Solidaritätszuschlag teilweise abgeschafft und das Kindergeld deutlich angehoben.

*Defizit dürfte
2021 weiter
steigen*

Das deutsche Staatsdefizit könnte sich daher im laufenden Jahr auf eine Größenordnung von 6 % des BIP zubewegen – ausgehend von gut 4 % im Jahr 2020. Dabei trägt die Bundesebene den überwiegenden Teil der fiskalischen Krisenlasten. Aus derzeitiger Sicht erscheint es allerdings so, dass die Puffer im Bundeshaushalt sehr reichlich bemessen sind und bei Weitem nicht ausgeschöpft werden. Damit würde die Nettokreditaufnahme des Bundes auch 2021 deutlich unterhalb des sehr hohen Planwerts liegen.

*2022 deutlicher
Rückgang des
Defizits zu
erwarten*

Solange die pandemiebedingten Einschränkungen anhalten, bleiben gezielte fiskalische Hilfen wichtig. Für den weiteren Jahresverlauf wird derzeit aber damit gerechnet, dass die Einschränkungen zunehmend aufgehoben werden. Im kommenden Jahr dürfte dann das Defizit deutlich sinken: Die öffentlichen Haushalte werden dadurch entlastet, dass sich die deutsche Wirtschaft weiter erholt sowie zahlreiche Stützungsmaßnahmen nicht mehr benötigt werden und auslaufen; die Finanzpolitik ist insoweit nicht restriktiv ausgerichtet.

Mit Blick auf die Fiskalregeln spricht viel dafür, erst später im Jahr darüber zu entscheiden, ob

die Ausnahmeklauseln auch 2022 aktiv bleiben sollen. Dies gilt für die EU-Regeln und die Schuldenbremse gleichermaßen. Denn im weiteren Jahresverlauf wird sich wesentlich besser bewerten lassen, ob die jeweilige Ausnahmeklausel noch nötig ist, um die Krisenlage zu überwinden. Dabei wird der Bundeshaushalt 2022 aufgrund der Bundestagswahl wohl ohnehin erst nächstes Jahr verabschiedet werden. Die Fiskalregeln bieten im Übrigen auch ohne die Ausnahmen Möglichkeiten, Defizite konjunkturgerecht abzubauen. So können bei der Schuldenbremse vorhandene Rücklagen oder andere Reserven eingesetzt werden, um die Grenzen einzuhalten. Bei den EU-Regeln wird es als Konsolidierung gewertet, wenn die Hilfsmaßnahmen auslaufen. Die regulären Anforderungen sollten damit auch in den anderen Mitgliedstaaten einzuhalten sein. Zumindest auf der Basis der jüngsten Prognose der Europäischen Kommission wäre der Rückgriff auf die Ausnahmeklausel im kommenden Jahr nicht überzeugend.

Mitunter wird die Schuldenbremse dafür kritisiert, dass sie die staatlichen Aktivitäten und Ausgaben in den vergangenen Jahren übermäßig eingeschränkt hätte. Dagegen spricht allerdings das dynamische Ausgabenwachstum unter dem Regime der Schuldenbremse. Für die kommenden Jahre zeichnet sich sogar ab, dass die Ausgaben abseits der Zinsen in Relation zur Wirtschaftsleistung neue strukturelle Höchstwerte erreichen. Die Fiskalregeln haben auch gar nicht das Ziel, die staatlichen Ausgaben zu begrenzen. Vielmehr sollen die Regeln das staatliche Budget in einem vereinbarten Gleichgewicht halten oder es dahin zurückführen. Dies bedeutet, Einnahmen und Ausgaben aufeinander abzustimmen und Prioritäten zu setzen. Wenn die Mittel für wichtige Zukunftsaufgaben als unzureichend angesehen werden, stehen verschiedene Handlungsmöglichkeiten zur Verfügung. Soll die Abgabenbelastung etwa wegen negativer Wachstumswirkungen nicht erhöht werden, wären die politischen Prioritäten oder beschlossene Ausgabenprogramme nachzujustieren.

Über Notwendigkeit der Ausnahmeklausel 2022 besser erst später im Jahr entscheiden

*Fiskalregeln stehen Mehr-
ausgaben für
Zukunfts-
aufgaben nicht
im Wege*