

Überblick

Verhaltene Konjunktur bei rückläufiger, aber noch hoher Inflation

Globale Konjunktur weiterhin verhalten aufwärtsgerichtet

Globales Wachstum verhalten

Die globale Konjunktur blieb im Sommer gespalten. Im Euroraum setzte sich die Wachstumsschwäche fort. Dagegen zog das Wirtschaftswachstum in den USA und China deutlich an, vor allem wegen eines lebhaften privaten Verbrauchs. Damit verstärkte sich auch das globale Wirtschaftswachstum, wenngleich vermutlich nur vorübergehend. Die geldpolitische Straffung in vielen Regionen der Welt, die hohen Energiepreise und die besonderen strukturellen Herausforderungen in China lasten weiter auf der Weltwirtschaft.

Anzeichen für „sanfte Landung“

Die Weltwirtschaft profitierte im Sommer nicht zuletzt von einem besseren Abschneiden der Industrie. Die globale Industrieproduktion stieg nach dem schwachen Vorquartal wohl wieder merklich an. Eine nachhaltige bessere Industriekonjunktur ist allerdings noch nicht in Sicht. Unternehmensumfragen deuten vielmehr auf sinkende Neuaufträge und eine insgesamt schwache Nachfrage hin. Auch im Dienstleistungssektor wurden Lage und Ausblick zuletzt vielerorts nur noch als verhalten eingestuft. Eine globale Rezession zeichnet sich aber nicht ab: Die Arbeitsmärkte sind weiterhin robust, die Teuerungsraten sinken, und die Reallöhne steigen wieder. Insgesamt verdichten sich die Anzeichen für eine „sanfte Landung“: Trotz des durch die straffere Geldpolitik vorangetriebenen Disinflationsprozesses expandiert die Weltwirtschaft immerhin noch verhalten.

Weiter nachlassender Inflationsdruck, aber erhebliche Risiken für den Ausblick

Die Inflation setzte ihren graduellen Rückzug fort. In der Gruppe der Industrieländer verringerte sich der Verbraucherpreisanstieg bis Oktober auf 3,4%. Auch der zugrunde liegende Preisauftrieb ließ nach. Die Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel sank im Oktober auf 4,1%. Hinsichtlich der zukünftigen Verbraucherpreisentwicklung überwiegen allerdings weiterhin die Aufwärtsrisiken. Sie gehen nicht zuletzt von dem anhaltend hohen Lohnwachstum aus. Zudem rückten erneut die Energiemärkte in den Fokus. Die kriegerischen Auseinandersetzungen im Nahen Osten hatten bislang keinen großen Einfluss auf die Rohölpreise. Sollte der Konflikt die Förderung in der Region jedoch stark beeinträchtigen, dürften die Preise erheblich ansteigen. Die Risiken für die europäische Gasversorgung erscheinen angesichts gut gefüllter Speicher und verhaltener Konjunkturaussichten spürbar geringer als vor einem Jahr. Völlig gebannt sind sie aber nicht.

Verbraucherpreisanstieg lässt in den Industrieländern weiter nach, aber erhebliche Risiken

Internationale Finanzmärkte im Spannungsfeld hoher Inflation und divergierender Konjunkturaussichten

Die internationalen Finanzmärkte standen im Zeichen weiterhin hoher, aber rückläufiger Inflationsraten. Daneben prägten die divergierenden Konjunkturaussichten in den großen Währungsräumen das allgemeine Finanzmarktgeschehen. In diesem Umfeld setzten dort die Notenbanken ihren geldpolitischen Straffungskurs zunächst fort. Während die US-Notenbank ihren Leitzins im Juli um 25 Basispunkte an hob, beließ sie diesen seitdem unverändert. Nach zwei weiteren Zinsschritten von jeweils 25 Basispunkten im Juli und September beschloss auch der EZB-Rat auf seiner jüngsten Sitzung im

Renditen stiegen unter den Eindrücken einer weiterhin hohen Inflation und divergierender Konjunkturaussichten

Oktober, die Leitzinsen vorerst nicht weiter zu erhöhen. Insgesamt betonten aber beide Notenbanken, dass es notwendig sei, die Leitzinsen ausreichend lange auf einem restriktiven Niveau zu belassen, und hielten sich die Option offen, in Abhängigkeit vom Inflationsbild die Leitzinsen weiter anzuheben. In diesem Umfeld setzte sich unter den Marktteilnehmern verstärkt die Einschätzung durch, dass die Leitzinsen über einen längeren Zeitraum auf einem restriktiven Niveau verharren könnten. Ausgeprägt war diese Marktsicht, angesichts robuster US-Konjunkturdaten und eines seit Monaten resilienten Arbeitsmarktes, vor allem für den Leitzinsausblick der Fed.

Das „higher-for-longer“-Zinsszenario führte in beiden Währungsräumen zunächst zu steigenden Nominal- und Realzinsen. Im Euroraum fiel der Renditeanstieg aber aufgrund gedämpfter Wachstumsaussichten schwächer aus. Diese Entwicklungen schlugen sich im Verlauf des dritten Quartals 2023 in einer Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar nieder. Seit Ende September wuchs zudem die Besorgnis der Marktteilnehmer, dass die Fiskaldefizite der USA perspektivisch höher ausfallen könnten. Dies verstärkte den Renditeanstieg bei den US-Treasuries, der sich über den internationalen Zinsverbund in etwas abgeschwächter Form auch auf den Euroraum übertrug. Gegen Ende des Berichtszeitraums kam es an den Finanzmärkten zu gegenläufigen Entwicklungen. Die verschärften finanziellen Bedingungen führten dazu, dass die Marktteilnehmer in ihrem mittelfristigen Leitzinsausblick höhere konjunkturelle Abwärtsrisiken einpreisten. Die etwas schwächeren US-Arbeitsmarktdaten sowie die besser ausgefallenen US-Inflationsdaten verstärkten seit Anfang November die Renditerückgänge und belasteten den US-Dollar.

Renditeanstiege von Staatsanleihen im Euroraum fielen unterschiedlich aus

Die Märkte für risikobehaftete Anlageklassen folgten dem allgemeinen Zinstrend. Insgesamt führten steigende Realzinsen und ein fallender Risikoappetit der Investoren teilweise zu Bewertungsverlusten. So fächerten sich in diesem Umfeld die Renditeaufschläge vor allem auf den

Staatsanleihenmärkten zeitweise auf. Unter den Staatsanleihen des Euroraums verzeichneten italienische Titel Spreadausweitungen, befördert durch nach oben revidierte Prognosen für das Fiskaldefizit Italiens. An den Aktienmärkten notierten die Kurse nach zwischenzeitlichen, teils spürbaren Verlusten im Ergebnis wenig verändert.

Eurosystem hebt Leitzinsen weiter an

Der Zinserhöhung des EZB-Rats im September 2023 lag seine aktualisierte Beurteilung der Inflationsaussichten, der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission zugrunde. Die realisierte Inflation ging zwar weiter zurück, es wurde jedoch nach wie vor erwartet, dass die Inflation zu lange zu hoch bleiben wird. Der EZB-Rat kam dann auf Grundlage seiner Beurteilung im September zu der Auffassung, dass die Leitzinsen durch die Zinserhöhung ein Niveau erreicht haben, das einen erheblichen Beitrag zu einer zeitnahen Rückkehr der Inflation auf den Zielwert leisten wird. Dazu muss das Leitzinsniveau jedoch auch lange genug aufrechterhalten werden.

Im Oktober 2023 beließ der EZB-Rat deshalb die Leitzinssätze erstmals seit dem Beginn der Zinserhöhungen im Juli 2022 unverändert. Die seit der Sitzung im September eingegangenen Daten bestätigten weitgehend die vorhergehende Einschätzung der mittelfristigen Inflationsaussichten. Bei der Festlegung der angemessenen Höhe und Dauer eines ausreichend restriktiven Zinsniveaus wird der EZB-Rat auch künftig einen datengestützten Ansatz verfolgen.

Geldpolitik: EZB-Rat erhöht Leitzinssätze im September um 25 Basispunkte ...

... und belässt sie im Oktober unverändert

Angebots- und nachfrage-seitige Einflüsse schwächen Kreditdynamik im Euroraum

Das breit gefasste Geldmengenaggregat M3 sank im dritten Quartal 2023 erneut. Dies hatte

Jahreswachstum der Geldmenge M3 wird negativ und Kreditvergabe stagniert

zur Folge, dass die Wachstumsrate gegenüber dem Vorjahr erstmals seit Beginn der Währungsunion negativ wurde. Der steile Rückgang der Geldmengendynamik spiegelt wider, wie sich die Geldhaltung an das veränderte Zinsumfeld anpasst: Insbesondere motiviert der anhaltende Zinsanstieg die geldhaltenden Sektoren, ihre relativ niedrig verzinsten M3-Anlagen in höher verzinsliche Anlageformen außerhalb von M3 umzuschichten. Auf der Entstehungsseite bremsen der fortgesetzte Abbau der Bilanzaktiva des Eurosystems sowie eine stagnierende Buchkreditvergabe der Banken das Wachstum von M3. Die Abschwächung im Kreditgeschäft war sowohl auf nachfrage- als auch auf angebotsseitige Faktoren zurückzuführen: Der Anstieg der Finanzierungskosten und die eingetrübten Konjunkturaussichten dämpften die Kreditnachfrage der nichtfinanziellen Unternehmen und privaten Haushalte, während der aktuellen Umfrage zum Bankkreditgeschäft (Bank Lending Survey, BLS) zufolge die Banken ihre Kreditangebotspolitik weiter gestrafft haben, vor allem aufgrund erhöhter Kreditrisiken.

Deutsche Wirtschaftsleistung im Sommer geringfügig gesunken

Deutsche Wirtschaft weiterhin in konjunkturell schwerem Fahrwasser

Die deutsche Wirtschaft bewegt sich nach wie vor in konjunkturell schwerem Fahrwasser. Die Wirtschaftsleistung ging im dritten Quartal 2023 leicht zurück. Laut der Schnellmeldung des Statistischen Bundesamtes sank das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) saisonbereinigt um 0,1% gegenüber dem Vorquartal, in dem es nach revidierten Angaben noch leicht zugelegt hatte.¹⁾ Die Industrie litt auch im dritten Quartal unter der schwachen Nachfrage aus dem Ausland und den Folgen des vorangegangenen Energiepreisschocks. Gestiegene Finanzierungskosten dämpften weiterhin die privaten Investitionen und damit auch die inländische Nachfrage nach Industriegütern und insbesondere nach Bauleistungen. Zudem nahmen die Auftragspolster weiter ab und fingen den Nach-

fragerückgang in beiden Sektoren zunehmend weniger auf. Dadurch ging die Produktion in diesen Bereichen zurück. Auch die realen Warenexporte sanken. Des Weiteren zeigte sich der private Konsum weiter schwunglos. Trotz kräftiger Lohnsteigerungen, rückläufiger Inflationsraten und einer stabilen Beschäftigung hielten sich die Verbraucherinnen und Verbraucher mit zusätzlichen Ausgaben noch zurück. Der Dienstleistungssektor zeigte sich hingegen in diesem schwierigen Umfeld recht robust.

Kreditvergabe in Deutschland weiter abgeschwächt

Die Kreditvergabe schwächte sich im dritten Quartal erneut ab: Die Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen verzeichneten per saldo sogar Abflüsse. Dies lag zum einen an den mittlerweile deutlich gestiegenen Kreditzinsen, der verhaltenen Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen aus dem In- und Ausland und den unsicheren Wirtschaftsaussichten. Zum anderen strafften auch die im BLS befragten deutschen Banken vor allem wegen höherer Kreditrisiken weiter ihre Kreditangebotspolitik. Das Kreditgeschäft mit privaten Haushalten verlor ebenso nochmals an Dynamik. Hier dämpften die hohe Inflation, die erhöhten Baupreise und die weiter gestiegenen Finanzierungskosten insbesondere die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten. Zugleich strafften die BLS-Banken auch in diesem Segment ihre Kreditrichtlinien und -bedingungen.

Buchkreditvergabe deutscher Banken an inländischen Privatsektor weiter abgeschwächt

Arbeitsmarkt weiter robust

Der robuste Arbeitsmarkt stabilisierte weiterhin das Wirtschaftsgeschehen in Deutschland. Trotz

Arbeitsmarkt stabil

¹ Die Saisonbereinigung umfasst hier und im Folgenden auch die Ausschaltung von Kalendereinflüssen, sofern sie nachweisbar und quantifizierbar sind. Mit der Schnellmeldung wurden auch die Vorquartale teilweise revidiert. Insgesamt ergibt sich dadurch ein etwas höheres Niveau für die Wirtschaftsaktivität als zuvor ausgewiesen.

leicht gesunkener Wirtschaftsleistung blieb die Beschäftigung im Sommerquartal auf dem hohen Stand des Vorquartals, nachdem sie in der ersten Jahreshälfte stark angestiegen war. Die Arbeitslosigkeit erhöhte sich im dritten Quartal moderat, im Oktober jedoch etwas stärker. Die Zahl der offenen Stellen gab geringfügig nach, lag aber weiterhin auf hohem Niveau. Das bedeutet, dass die immer noch sehr hohe Anspannung des Arbeitsmarktes – ausgedrückt durch das Verhältnis der offenen Stellen zu den Arbeitslosen – nur wenig nachließ. Auch im Herbst ist kein nennenswerter Rückgang der Beschäftigung zu erwarten.

Tarifverdienste im Sommer kräftig gestiegen, Effektivverdienste wachsen noch stärker

Die Tarifverdienste stiegen im Sommerquartal 2023 mit 4,7 % noch stärker als im Frühjahr. Wie zuvor spielten dabei hohe abgabenfreie Inflationsausgleichsprämien eine wesentliche Rolle. Die Effektivverdienste dürften im Sommer 2023 voraussichtlich wiederum deutlich stärker zugelegt haben als die Tarifverdienste. Die jüngsten Tarifvereinbarungen fielen erneut überwiegend hoch aus. Auch für die im Herbst verhandelnden Branchen stellten die Gewerkschaften hohe Lohnforderungen.

Inflationsrate zuletzt unterstützt durch Basiseffekte erheblich gesunken

Inflationsrate sinkt im Sommer 2023 merklich, auch wegen Basiseffekten

Die Verbraucherpreise gemäß Harmonisiertem Verbraucherpreisindex stiegen im Sommer 2023 etwas schwächer als im Frühjahr. Im Durchschnitt der Monate Juli bis September 2023 erhöhten sie sich saisonbereinigt um 0,8 %, nach 1,0 %. In der Vorjahresbetrachtung fiel die Inflationsrate im dritten Quartal 2023 weiter merklich von 6,9 % auf 5,7 %. Ein dämpfender Basiseffekt ergab sich dabei aus der starken Zunahme der Energiepreise vom Sommer 2022, weil diese erstmals nicht mehr in die Vorjahresrate einging. Die Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel erhöhte sich dagegen sogar leicht auf 5,8 %, was allerdings auf Sondereffekte zurückzuführen ist.

Im Oktober verringerte sich die Inflationsrate erneut erheblich auf 3,0 %. Bereits im September war sie stark auf 4,3 % gefallen, vor allem, weil ein Jahr zuvor der Tankrabbatt und das Neun-Euro-Ticket ausgelaufen waren und Energie deutlich teurer geworden war. Auch im Oktober wirkte der Basiseffekt bei den Energiepreisen dämpfend. Die Kerninflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel sank daher weniger, von 4,8 % auf 4,2 %. In den kommenden Monaten dürfte die Inflationsrate um ihren gegenwärtigen Wert schwanken. Bei den Nahrungsmitteln und den übrigen Waren dürfte der abnehmende Preisdruck entlang der Lieferketten und von den Rohstoffpreisen die Teuerung weiter dämpfen. Dagegen hält der vergleichsweise hohe Preisauftrieb bei den Dienstleistungen – auch vor dem Hintergrund eines kräftigen Lohnwachstums – voraussichtlich noch eine Weile an. Außerdem dürfte der Beitrag der Energie in den nächsten Monaten wieder positiv werden, da die dämpfenden Basiseffekte entfallen und der CO₂-Preis auf fossile Brennstoffe zum Jahreswechsel angehoben wird. Im Dezember könnte die Inflation aus heutiger Sicht temporär wieder über 4 % steigen, da die preissenkende Erdgas-Wärme-Soforthilfe von Ende 2022 nunmehr einen erhöhenden Basiseffekt hat.

Inflationsrate dürfte nach erheblichem Rückgang im Oktober in nächsten Monaten um ihren gegenwärtigen Wert schwanken

Deutsche Wirtschaft dürfte sich nur mühsam aus Schwächephase befreien

Die deutsche Wirtschaft wird sich wohl nur mühsam aus ihrer seit Beginn des Krieges gegen die Ukraine anhaltenden Schwächephase befreien. Im vierten Quartal 2023 dürfte die Wirtschaftsleistung erneut leicht zurückgehen. Im ersten Quartal 2024 könnte sie dann aber wieder leicht zulegen. Die Binnenkonjunktur sollte allmählich Tritt fassen. Denn die realen Nettoeinkommen der privaten Haushalte dürften aufgrund der hohen Lohnsteigerungen und des nachlassenden Preisdrucks weiter steigen. Selbst wenn die privaten Haushalte zunächst noch eine Weile Ausgaben zurückhalten sollten,

Im vierten Quartal 2023 dürfte Wirtschaftsleistung erneut leicht zurückgehen, könnte im ersten Quartal 2024 dann aber leicht zulegen

werden sie ihren realen Konsum daher wohl nach und nach wieder ausweiten. Die Industrie agiert nach wie vor unter widrigen Bedingungen. Die schwache Auslandsnachfrage und die Folgen des vorangegangenen Energiepreisschocks bremsen weiterhin ihre Produktion. Zudem dürfte die Produktion immer weniger durch das Abbauen der Auftragsbestände gestützt werden. Aber es gibt erste zaghafte Anzeichen für eine zögerliche Besserung nach dem Jahreswechsel. So deutet die Grundtendenz in den Auftragseingängen darauf hin, dass die Auslandsnachfrage die Talsohle erreicht haben könnte. Und die ifo Geschäftserwartungen der Unternehmen für die kommenden sechs Monate hellten sich zuletzt auf, wenn auch nur leicht. Im Baugewerbe gibt es hingegen noch keine Aussichten auf eine kurzfristige Verbesserung. Die gestiegenen Finanzierungs- und Baukosten lasten weiter schwer auf der Nachfrage nach Bauleistungen, und es ist hier mit einer rückläufigen Produktion zu rechnen.

Deutsche Staatsfinanzen erholen sich weiter

Staatsfinanzen erholen sich 2023 weiter, weil temporäre Corona-Maßnahmen entfallen

Die Staatsfinanzen erholen sich 2023 weiter. Dies mag angesichts fortbestehender Lasten im Zuge der Energiekrise und schwacher Konjunkturentwicklung überraschen. So leistet der Staat nach wie vor umfangreiche Hilfen, um die Folgen der Energiekrise für Unternehmen und private Haushalte abzumildern. Auch entwickeln sich die Steuern im laufenden Jahr schwach, und die höheren Preise schlagen sich zunehmend in den Staatsausgaben nieder. Gewichtiger ist aber, dass pandemiebedingte Maßnahmen im Vorjahresvergleich wegfallen und das nominale BIP weiterhin sehr dynamisch wächst. Daher ist zu erwarten, dass die Defizitquote und die Schuldenquote im laufenden Jahr weiter sinken (2022: 2 ½ % bzw. 66 %).

Die Entwicklung im kommenden Jahr hängt auch davon ab, wie Bund und Länder ihre Planungen infolge des Urteils des Bundesverfassungsgerichts anpassen (siehe unten). Absehbar

ist bereits, dass das Defizit weiter zurückgeht. Denn die Energiepreismaßnahmen laufen planmäßig aus. Da der Bund diese Maßnahmen weit überwiegend finanziert, wird er vom Rückgang auch am meisten profitieren. Allerdings plant der Bund an anderen Stellen deutliche Mehrausgaben, insbesondere im Bundeswehrgeld. Zudem dürfte die hohe Inflation die Budgets der Gebietskörperschaften zeitverzögert belasten. Die Sozialversicherungen könnten weiterhin mit einem Überschuss abschließen. Dies liegt auch an höheren Beitragssätzen bei der Pflege- und wohl auch der Krankenversicherung.

2024 lassen auslaufende Krisenmaßnahmen Defizit weiter sinken, expansiver Kurs an anderen Stellen

Bundesverfassungsgericht urteilt zur Schuldenbremse

Das Bundesverfassungsgericht fällte Mitte November 2023 ein weitreichendes Urteil zur Schuldenbremse des Grundgesetzes. Das Urteil betrifft den zweiten Nachtragshaushalt des Bundes für das Jahr 2021. Es enthält aber auch allgemeine Grundsätze und strahlt damit weiter auf die Finanzen des Bundes und der Länder aus. Das Urteil betont das Ziel der Schuldenbremse, die Staatsschulden zu begrenzen. Es steht einer weiten Interpretation der verfassungsrechtlichen Vorgaben entgegen. Die Finanzpolitik ist nun gefordert, die Planungen daran anzupassen, auch um Unsicherheiten zu begrenzen.

Bundesverfassungsgericht mit weitreichendem Urteil zur Schuldenbremse

Das Urteil stärkt die Bindungswirkung der Schuldenbremse. Um den Schuldenanstieg entsprechend den verfassungsrechtlichen Vorschriften zu begrenzen, macht das Gericht klare Vorgaben zur Ausnahmeklausel. Demnach darf der Gesetzgeber die Klausel nicht nutzen, um künftige Haushalte vorzufinanzieren. Das heißt nicht, dass die in diesem Rahmen bislang geplanten Maßnahmen entfallen müssen. Es muss aber neu auf der Ausgabenseite priorisiert oder die Einnahmenseite angepasst werden, um die staatlichen Ausgaben und Einnahmen in Einklang zu bringen.

Ausnahmeklausel darf nicht genutzt werden, um künftige Haushalte vorzufinanzieren

*Urteil stärkt
Bindungs-
wirkung der
Schuldenbremse*

Nur bindende Fiskalregeln können letztlich solide Staatsfinanzen gewährleisten. Fiskalregeln sollten nicht umgangen werden. Eine stabilitätswahrende Reform der Regeln ist damit nicht ausgeschlossen. Dabei wäre es vertretbar, den regulären Kreditrahmen moderat auszuweiten, wenn die Schuldenquote etwa unter dem Maastricht-Referenzwert von 60 % liegt. Für

eine Reform bedarf es einer verfassungsändernden Mehrheit, und wenn die Schuldenbremse als zu restriktiv angesehen wird, wäre dies der richtige Weg. Nicht geeignet sind hingegen Versuche, die Schuldenbremse im Vollzug aufzuweichen. Nicht zuletzt dies hat das Urteil des Bundesverfassungsgerichts deutlich gemacht.