

VOLKSWIRTSCHAFT KOMPAKT

Wirtschaftspolitik, Finanzmärkte, Konjunktur

Herausgeber: Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken · BVR · Volkswirtschaft/Mittelstandspolitik
 Verantwortlich: Dr. Andreas Bley · Schellingstraße 4 · 10785 Berlin · Telefon: 030 2021-15 00 · Telefax 030 2021-1904
 Internet: <http://www.bvr.de> · E-Mail: volkswirtschaft@bvr.de

Ukrainekrieg dürfte Unternehmensinsolvenzen erhöhen, begrenzte Staatshilfen sinnvoll

Während die Coronakrise noch immer nicht ganz überwunden ist, stellt die russische Invasion in der Ukraine die deutsche Wirtschaft vor weitere ernste Herausforderungen. Die Kriegsfolgen zeigen sich unter anderem in neuen Lieferengpässen, kräftig steigenden Energie- und Rohstoffpreisen und sanktionsbedingt schrumpfenden Absatzmärkten. Der Ukrainekrieg dürfte 2022 hierzulande zu einem deutlich geringeren Wirtschaftswachstum und zu einer erheblich höheren Inflationsrate führen als zuvor erwartet. Gemäß dem aktuellen Konjunktur-Hauptszenario des BVR ist gegenüber dem Vorjahr mit einem Zuwachs des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts um rund 2 % und mit einem Anstieg des Verbraucherpreisindex um etwa 5 % zu rechnen.

Vor dem Hintergrund des deutlich verschlechterten Konjunkturmilieus und wegen des vergleichsweise niedrigen Ausgangsniveaus wird die Zahl der beantragten Unternehmensinsolvenzen in Deutschland 2022 voraussichtlich steigen. Im Hauptszenario prognostiziert der BVR im Vorjahresvergleich einen Anstieg um rund 20 % auf etwa 16.800 Fälle. In den beiden stark von der Coronapandemie geprägten Jahren 2020 und 2021 waren die Fallzahlen noch merklich zurückgegangen, gestützt durch massive staatliche Hilfen.

Angesichts der aktuellen Herausforderungen durch den Ukrainekrieg und der andauernden Coronabelastungen sollte die Bundesregierung zusätzliche Maßnahmen zur Unterstützung der mittelständischen Wirtschaft ins Auge fassen. Auch Unternehmen mit gesundem Geschäftsmodell sind zum Teil existenziell bedroht. Diese Unternehmen sollte der Staat zielgerichtet unterstützen und hierfür ausgewählte Coronahilfen verlängern und nachschärfen. Dabei darf die Finanzpolitik aber nicht überfordert werden. Dringend geboten sind Entlastungen von den Energiekosten, bei-spielsweise durch eine vorübergehende Absenkung der Stromsteuer.



Inhalt

Ukrainekrieg dürfte Unternehmensinsolvenzen erhöhen, begrenzte Staatshilfen sinnvoll 2

Dr. Gerit Vogt
 E-Mail: g.vogt@bvr.de

Finanzmärkte: Inflationsprognose unter Kriegsvorbehalt 7

Dr. Alex Korff
 E-Mail: a.korff@bvr.de

Konjunktur: Dämpfende Kriegsfolgen 8

Dr. Gerit Vogt
 E-Mail: g.vogt@bvr.de

Ukrainekrieg dürfte Unternehmensinsolvenzen erhöhen, begrenzte Staatshilfen sinnvoll

Eingetrübtes Konjunkturmilieu

Während die Coronakrise noch immer nicht ganz überwunden ist, stellt der am 24. Februar begonnene breit angelegte Militärangriff Russlands auf die Ukraine die deutsche Wirtschaft vor weitere ernste Herausforderungen. Die Kriegsfolgen zeigen sich unter anderem in neuen Lieferengpässen, kräftig steigenden Energie- und Rohstoffpreisen und sanktionsbedingt schrumpfenden Absatzmärkten. Der Ukrainekrieg dürfte 2022 hierzulande zu einem deutlich geringeren Wirtschaftswachstum und zu einer erheblich höheren Inflationsrate führen als zuvor erwartet. Gemäß dem aktuellen Konjunktur-Hauptszenario des BVR ist gegenüber dem Vorjahr mit einem Zuwachs des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts (BIP) um rund 2 % und mit einem Anstieg des Verbraucherpreisindex (VPI) um etwa 5 % zu rechnen. Ende 2021 hatte der BVR in seinem Konjunktur-Hauptszenario für 2022 noch ein BIP-Wachstum um 4,5 % und eine Inflationsrate von 2,6 % prognostiziert (siehe BVR Volkswirtschaft Kompakt vom 1. Dezember 2021).

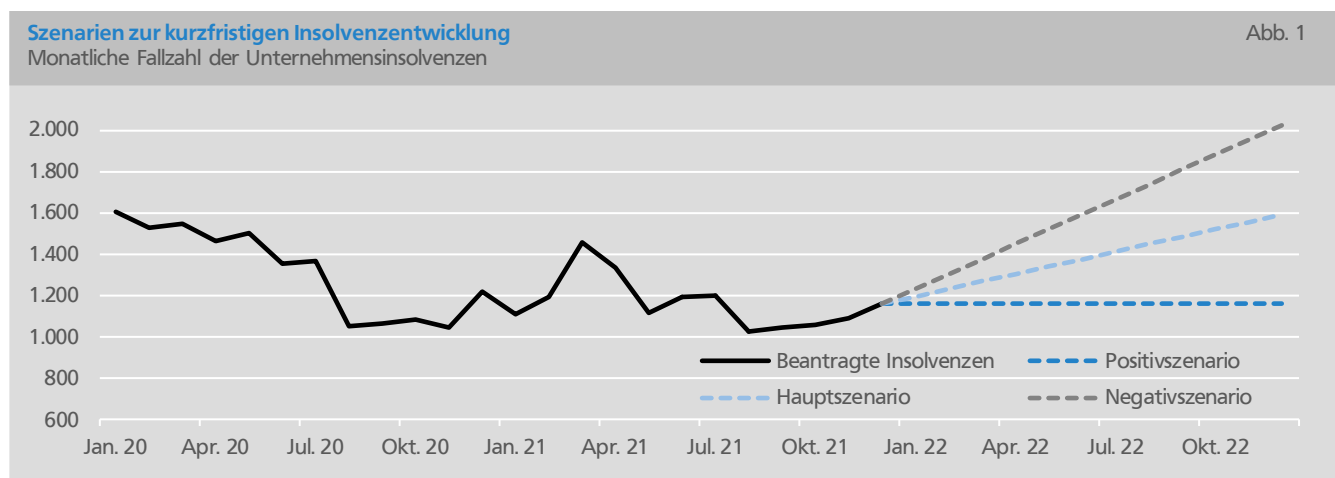
Trendwende bei den Unternehmensinsolvenzen zeichnet sich ab

Vor dem Hintergrund des verschlechterten Konjunkturmilieus und wegen des vergleichsweise niedrigen Ausgangsniveaus wird es 2022 bei den Unternehmensinsolvenzen voraussichtlich deutschlandweit zu stei-

genden Fallzahlen kommen. Der langjährige Abwärtstrend in den Daten zu den beantragten Firmenpleiten dürfte auslaufen. Die Fallzahlen hatten möglicherweise bereits im August 2021 mit 1.029 ihren Tiefpunkt erreicht (siehe Abb. 1). Seit diesem Monat tendieren die Unternehmensinsolvenzen leicht nach oben.

Im Hauptszenario der vorliegenden Insolvenzprognose des BVR wird angenommen, dass sich der leichte Aufwärtstrend der Fallzahlen vom Jahresende 2021 im Jahr 2022 fortsetzen wird. In diesem Szenario wird ad hoc unterstellt, dass die Zahl der beantragten Unternehmensinsolvenzen in Deutschland bis Ende 2022 kontinuierlich auf das Anfang 2020 vor dem Ausbruch der Coronakrise markierte Niveau von rund 1.600 Fällen je Monat steigen wird. Auf Jahressicht ergibt sich in diesem Szenario gegenüber 2021 ein Anstieg der Unternehmensinsolvenzen um rund 20 % auf etwa 16.800 Fälle (siehe Abb. 1).

Ökonomische Grundlage für dieses Szenario ist unter anderem die Annahme, dass die militärischen Handlungen auf das ukrainische Staatsgebiet beschränkt bleiben und im Verlauf des Frühjahrs allmählich nachlassen. Annahmegemäß werden die russischen Gas- und Öllieferungen nach Deutschland durch den Krieg kaum beeinflusst. Die Dämpfung der hiesigen Konjunktur über den Außenhandel mit Russland und der Ukraine dürfte daher überschaubar bleiben (Russland und Ukraine hatten 2021 Anteile von 1,9 % bzw. 0,4 % an den Ex-



Quellen: BVR, Refinitiv Datastream

porten Deutschlands; eine Verminderung der Exporte in die beiden Länder um 50 % würde rechnerisch das preisbereinigte BIP-Deutschlands um 0,6 % vermindern). Im Hauptszenario werden die krisenbedingt kräftig gestiegenen Energiepreise nicht weiter zulegen. Sie belasten aber die Konsummöglichkeiten der Privathaushalte wie auch die Ertragslage der Unternehmen spürbar. Trotz zunächst höherer Lohnsteigerungen wird sich eine verfestigte Preis-Lohn-Spirale annahmegemäß nicht in Gang setzen. Die gestiegenen geopolitischen Risiken werden in dem Szenario ab dem Sommer merklich nachlassen, sodass die Dämpfung der inländischen Investitionen begrenzt bleibt. Die Folgen des russischen Angriffs auf die Ukraine beeinträchtigen die globalen Lieferketten, etwa durch Unterbrechungen der Zugverbindung entlang der Seidenstraße oder durch das Fehlen von osteuropäischen LKW-Fahrern. Dennoch werden die allgemein hohen Materialknappheiten annahmegemäß ab dem Sommer merklich nachlassen.

In Hinblick auf die Coronapandemie wird im Hauptszenario und den weiteren hier vorgelegten Szenarien unterstellt, dass diese im Sommerhalbjahr spürbar abklingen wird, angesichts der erreichten Impffortschritte und des mildereren Wetters. Die Infektionsschutzmaßnahmen dürften daher perspektivisch weiter zurückgeführt werden können. Dadurch werden sich die Geschäfte insbesondere in den kontaktintensiven Dienstleistungsunternehmen, wie etwa in den Gastronomiebetrieben und bei den Veranstaltern, merklich beleben. Zudem wird angenommen, dass die wirtschaftlichen Folgen möglicher weiterer Pandemiewellen im engen Rahmen bleiben.

Neben dem Hauptszenario wird auch ein Negativszenario betrachtet, dessen Eintreten jedoch eine deutlich geringere Wahrscheinlichkeit beigemessen wird. Auch in diesem Szenario werden die militärischen Handlungen auf das ukrainische Staatsgebiet beschränkt bleiben, aber erst in der zweiten Jahreshälfte allmählich nachlassen (die Wahrscheinlichkeit für eine Ausweitung der militärischen Handlungen auf andere Staaten wird als sehr gering eingeschätzt, ebenso wie ein Nuklearwaffen-Einsatz). Unterstellt wird ferner, dass russische Gas- und Öllieferungen nach Deutschland zeitweise eingestellt und andere Rohstoffexporte aus

dem Land vermindert werden. Sollte sich ein solches Szenario manifestieren, wäre mit einer stärkeren Dämpfung der hiesigen Konjunktur über den direkten Außenhandel mit Russland und der Ukraine zu rechnen (eine Verminderung der Exporte in die beiden Länder um 90 % würde rechnerisch das preisbereinigte BIP-Deutschlands um 1 % vermindern). Die Energiepreise würden wegen der ausbleibenden Lieferungen Russlands nochmals kräftig zulegen, mit noch stärkeren Belastungen für die Kaufkraft der Privathaushalte und die Ertragslage der Unternehmen. In diesem Szenario werden die geopolitischen Risiken erst Ende 2022 nachlassen, sodass die Dämpfung der inländischen Investitionen höher ausfällt als im Hauptszenario angenommen. Auch käme es wegen der geringeren Rohstoffexporte Russlands und der länger gestörten Lieferketten zu länger andauernden Materialknappheiten hierzulande als im Hauptszenario angenommen. Im Negativszenario könnte das BIP-Wachstum nahezu zum Erliegen kommen oder sogar zurückgehen und die Verbraucherpreise könnten sich um rund 7 % verteuern. In einem solchen Szenario könnte die Zahl der Unternehmensinsolvenzen bereits zur Jahresmitte 2022 wieder über die Marke von 1.600 Fällen je Monat steigen. Im gesamten Jahr könnte es zu rund 19.500 Insolvenzen kommen, was im Vorjahrsvergleich einem Anstieg um etwa 40 % entspräche.

Denkbar ist aber auch eine weniger schwerwiegend verlaufende Entwicklung, als im Hauptszenario skizziert. Im Positivszenario, dessen Eintritt eine geringere Wahrscheinlichkeit beizumessen ist als dem Eintritt des Negativszenarios, bleiben die militärischen Handlungen auf ukrainisches Staatsgebiet beschränkt und lassen bereits in den kommenden Tagen und Wochen spürbar nach. Die russischen Gas- und Öllieferungen nach Deutschland werden durch den Krieg annahmegemäß nicht beeinflusst. Die Dämpfung der hiesigen Konjunktur über den direkten Außenhandel mit Russland und der Ukraine würde dann schwächer ausfallen (eine Verminderung der Exporte in die beiden Länder um 20 % würde rechnerisch das preisbereinigte BIP-Deutschlands um 0,2 % vermindern). Im Positivszenario gehen die kräftig gestiegenen Energiepreise ab dem Frühjahr allmählich zurück. Sie belasten die Konsummöglichkeiten der Privathaushalte und die Ertrags-

lage der Unternehmen weniger deutlich als im Hauptszenario. Die gestiegenen geopolitischen Risiken würden im Frühjahr deutlich nachlassen, sodass die Dämpfung der inländischen Investitionen geringer ausfällt als im Hauptszenario angenommen. Auch die globalen Lieferketten werden weniger stark beeinträchtigt. Die hohen Materialknappheiten werden annahmegemäß bereits im Frühjahr merklich nachlassen. In einem solchen Positivszenario könnten sowohl das preisbereinigte BIP als auch die Verbraucherpreise Deutschlands um rund 4 % steigen. Für die Unternehmensinsolvenzen wird im Positivszenario angenommen, dass diese auf dem Wert vom Dezember 2021 verharren werden. Im gesamten Jahr 2022 würde es in diesem Szenario zu einem geringfügigen Rückgang der Fallzahl um 0,4 % auf rund 13.900 kommen.

Staatliche Krisenmaßnahmen führten 2021 zu nochmals rückläufigen Fallzahlen

Entscheidend für den weiteren Verlauf des Insolvenzgeschehens sind neben den geopolitischen und epidemiologischen Rahmenbedingungen vor allem die staatlichen Hilfen für die Wirtschaft. Dank dieser Hilfen ist die Zahl der beantragten Unternehmensinsolvenzen im Jahr 2021 um 11,7 % auf 13.993 Fälle gesunken, nachdem sie bereits 2020 um deutliche 15,5 % zurückgegangen war. Die Entwicklung fiel damit 2021 wesentlich günstiger aus als im vergangenen Herbst vom BVR erwartet. Der BVR hatte damals im Rahmen seines Insolvenzen-Hauptszenarios mit einer lediglich leichten Verminderung der Fallzahl um rund 1 % auf etwa 15.700 gerechnet (siehe BVR Volkswirtschaft Kompakt vom 6. Oktober 2021). Verantwortlich für diesen vergleichsweise hohen Prognosefehler war nicht zuletzt die damalige Verwendung des amtlichen Schnellindicators für Regelinsolvenzen als Fortschreibungsindikator für die Unternehmensinsolvenzen. Der in der Vergangenheit bestehende enge Zusammenhang zwischen den beiden Reihen hatte sich im Verlauf von 2021 nämlich nicht fortgesetzt. Im Zuge deutlich höherer Regelinsolvenzen bei ehemals selbständig tätigen Menschen haben sich die Reihen zuletzt etwas entkoppelt. Bei den ehemals Selbständigen dürfte es sich vielfach um Klein- und Kleinstunternehmen handeln, die besonderes unter den pandemiebedingten

Einschränkungen litten und leiden. Teilweise profitierten und profitieren sie auch von der ab Oktober 2020 vorgenommenen schrittweisen Verkürzung der Restschuldbefreiungsverfahren von sechs auf drei Jahre.

Zu den wichtigsten staatlichen Hilfen zur Abfederung der negativen wirtschaftlichen Folgen der Pandemie ist die vorübergehende Aussetzung der Insolvenzantragspflicht für bestimmte Unternehmen zu zählen, die zum 1. Mai 2021 vollumfänglich ausgelaufen ist. Erwähnt werden soll hier auch als weitere Maßnahmen der verbesserte Zugang zu konjunkturellem Kurzarbeitergeld sowie die staatlichen Zuschüsse und die steuerlichen Liquiditätshilfen für Unternehmen.

In ihrer Gesamtheit haben die Hilfen der öffentlichen Hand sowohl 2020 als auch 2021 viele Unternehmensinsolvenzen verhindern können. Dies unterstreichen auch jüngste Schätzungen des BVR, die auf einem einfachen, bereits im vergangenen Herbst eingesetzten, Zeitreihenmodell basieren (siehe BVR Volkswirtschaft Kompakt vom 6. Oktober 2021).

- Im Zentrum des Modells stehen die Insolvenzquoten Deutschlands, die das Verhältnis der beantragten Unternehmensinsolvenzen je 10.000 umsatzsteuerpflichtigen Unternehmen wiedergeben. Zuletzt ist die Insolvenzquote von 57 im Vorkrisenjahr 2019 auf 52 und dann 46 in den Jahren 2020 und 2021 gesunken (die Insolvenzquote für 2020 wurde jüngst wegen einer Umstellung der Umsatzsteuerstatistik leicht aufwärtsrevidiert). Gemäß den Modellschätzungen hat die pandemiebedingt schwierige Konjunkturlage für sich betrachtet die Quoten 2020 und 2021 um rund 19 bzw. 8 Fälle je 10.000 Unternehmen erhöht (siehe Abb. 2).
- Demgegenüber wirkte die Bilanzstruktur in beiden Jahren dämpfend auf das Insolvenzgeschehen. Die Modellschätzungen legen eine Dämpfung der Insolvenzquoten durch die Bilanzstruktur um gut 38 Fälle (2020) und knapp 47 Fälle (2021) nahe. Zugrunde liegt die Annahme, dass die aggregierte Eigenkapitalquote der nichtfinanziellen Unternehmen Deutschlands ausgehend von einem

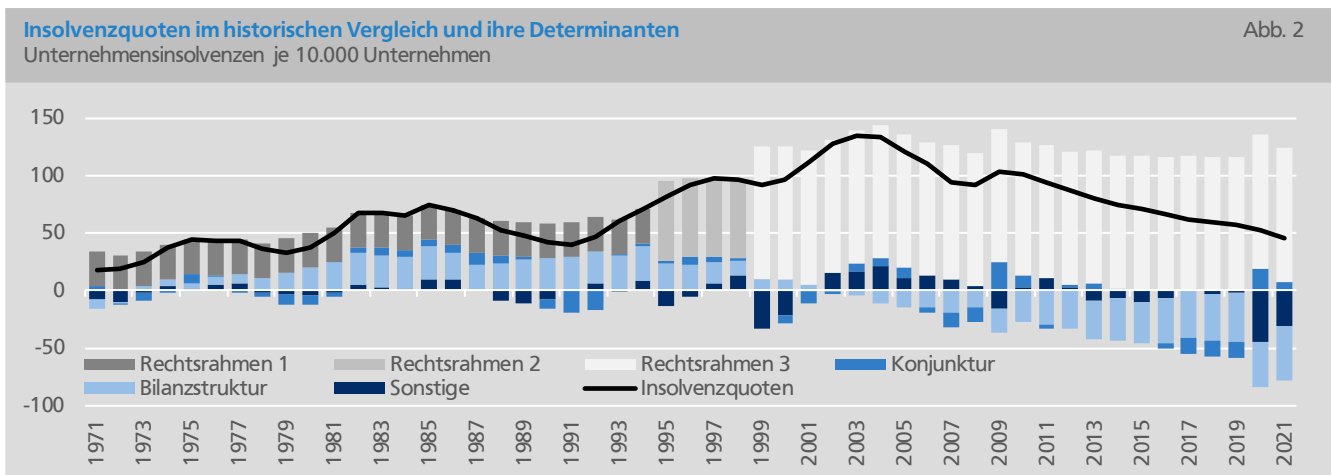
vergleichsweise hohen Niveau von 31,5 % im Vorkrisenjahr 2019 im Jahr 2020 um 0,8 Prozentpunkte gesunken und 2021 dann um 1,6 Prozentpunkte gestiegen ist (analog zur Entwicklung der nichtfinanziellen börsennotierten Unternehmensgruppe im Jahr 2020 und im 1. Halbjahr 2021).

- In ähnlichen Größenordnungen dämpften auch die Modellresiduen (in der Abb. 2 mit „Sonstige“ bezeichnet). Die Modellresiduen repräsentieren den Teil des Insolvenzgeschehens, der nicht durch die Konjunktur, die Bilanzqualität und den Rechtsrahmen erklärbar ist. Ihre Absolutwerte fielen in den beiden Krisenjahren höher aus als in den meisten anderen betrachteten Jahren, was ökonomisch vor allem aus den massiven staatlichen Hilfen resultieren dürfte. Den Schätzungen zufolge verminderte die Modellresiduen die Insolvenzquoten um gut 45 Fälle (2020) und etwa 31 Fälle (2021), was absolut betrachtet gut 13.700 und knapp 9.500 Firmenpleiten entspricht. Demnach haben die Hilfen

der öffentlichen Hand ceteris paribus 2020 bis zu 13.700 und 2021 bis zu 9.500 Unternehmensinsolvenzen verhindert.

In den zuvor vorgestellten Szenarien wird unisono davon ausgegangen, dass viele staatliche Hilfsmaßnahmen aus der Pandemiezeit zunächst fortgeführt werden und neue staatliche Hilfen wegen des Ukraine-Kriegs hinzukommen. Ad hoc wird unterstellt, dass das Modellresiduum, das den Gesamtumfang der Hilfen reflektiert, rund die Hälfte des Residuums von 2021 erreichen wird.

Mittelfristig ist gemäß den Modellschätzungen mit steigenden Insolvenzquoten zu rechnen. Grund hierfür sind vor allem die staatlichen Hilfsmaßnahmen, die perspektivisch wieder zurückgefahren werden sollten, wenn sich die konjunkturelle Entwicklung ausreichend gefestigt hat. Sollten diese Maßnahmen zu lange beibehalten werden, würden die Risiken für die Produktivität und Innovationskraft der deutschen Wirtschaft weiter steigen. Die aus makroökonomischer Sicht erwünschte Reallokation der Produktionsfaktoren könnte in diesem Fall zu stark behindert werden (siehe



Die Abbildung 2 zeigt die jährliche Entwicklung der Insolvenzquoten (Unternehmensinsolvenzen je 10.000 Unternehmen der Umsatzsteuerstatistik) in Westdeutschland (1971 bis 1994) und im wiedervereinigten Deutschland (1995 bis 2021) sowie deren Einflussfaktoren, die anhand eines Zeitreihenmodells (Schätzzeitraum 1971 bis 2019) ermittelt werden. Als Maß für die Konjunktur dienen die Abweichungen des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts von einem HP-Trend. Messgröße für die Bilanzstruktur sind die (zuvor mittelwertzentrierten) aggregierten Eigenkapitalquoten der nichtfinanziellen Unternehmen aus den hochgerechneten Ergebnissen der Unternehmensabschlussdatenstatistik der Deutschen Bundesbank. Der Rechtsrahmen 1 gibt die Modellkonstante wieder und reflektiert das Insolvenzregime mit Konkursen und Vergleichsverfahren in Westdeutschland. Die Werte des Rechtsrahmens 2 und des Rechtsrahmens 3 basieren auf 2 Dummy-Variablen (Werte=1 im jeweiligen Regimezeitraum, ansonsten 0). Sie reflektieren die Übergangsphase mit unterschiedlichen Insolvenzregimen in Ost- und Westdeutschland beziehungsweise das seit 1999 geltende bundeseinheitliche Insolvenzrecht.

Quellen: BVR, Destatis, Deutsche Bundesbank

hierzu auch die Ausführungen im BVR Volkswirtschaft Kompakt vom 6. Oktober 2021). Andererseits ist mittelfristig mit einer neutral wirkenden Konjunktur zu rechnen, sodass von dieser Seite kein Aufwärtsdruck mehr auf die Insolvenzquote ausgeht. Die Bilanzqualität des Unternehmenssektors dürfte schließlich mittelfristig auf dem hohen Niveau der vergangenen Jahre gehalten werden können, sodass von dieser Seite voraussichtlich eine anhaltend dämpfende Wirkung auf das Insolvenzgeschehen ausgehen wird. Alles in allem ist daher davon auszugehen, dass sich die Insolvenzquote in den kommenden Jahren auf einen Stand zwischen 70 und 80 Fällen je 10.000 Unternehmen einpendeln wird.

Staatliche Hilfen weiterhin geboten, aber mit Augenmaß

Die Bundesregierung hat die Probleme, die sich aus der andauernden Pandemie und insbesondere den steigenden Energiepreisen ergeben, erkannt und bereits erste Entlastungsmaßnahmen verabschiedet beziehungsweise angekündigt. Diese fokussieren aber auf private Haushalte. Abgesehen von einzelnen Maßnahmen, wie der jüngst angekündigten Verminderung der Energiesteuern auf Kraftstoffe oder Hilfen, von denen auch Selbständige profitieren, hat die Bundesregierung bislang auf Entlastungen zugunsten stark belasteter mittelständischer Unternehmen verzichtet. Zum Teil profitieren Unternehmen allerdings noch von coronabedingten Hilfsmaßnahmen, wie etwa dem bis Juni verlängerten verbesserten Zugang zum konjunkturellen Kurzarbeitergeld, der als Sonderregel eingeführte degressive Abschreibung auf bewegliche Wirtschaftsgüter und der Ausweitung von Verlustvorträgen auf zwei Jahre.

Vor dem Hintergrund der noch nicht überwundenen Pandemie- und der belastenden Kriegsfolgen, sollte die Bundesregierung zusätzliche Maßnahmen zur Unterstützung der mittelständischen Wirtschaft ins Auge fassen. Auch Unternehmen mit gesundem Geschäftsmodell sind zum Teil existenziell bedroht. Insbesondere bei vielen Klein- und Kleinstunternehmen dürften die Eigenkapitalpuffer nach zwei Krisenjahren aufgebraucht sein. Diese Unternehmen sollte der Staat zielgerichtet unterstützen und hierfür ausgewählte Co-

ronahilfen verlängern und nachschärfen. Dies gilt beispielsweise für den verbesserten Zugang zum konjunkturellen Kurzarbeitergeld, dessen mögliche Verlängerung über Juni hinaus zu prüfen ist. Zu berücksichtigen ist auch, dass die Unternehmen einiger Branchen, wie der Messe- und Veranstaltungsbranche, nach dem pandemiebedingten Stillstand eine Vorlaufzeit benötigen, bis sie ihre Tätigkeit wieder aufnehmen können. Zur Überbrückung dieser Zeit scheint die Zahlung von staatlichen Liquiditätshilfen berechtigt. Nachschärfungen scheinen derzeit vor allem bei den Entlastungen von den Energiekosten geboten, die für viele Unternehmen inzwischen existenzgefährdende Dimensionen erreicht haben.

Die Bundesregierungen sollte daher weitere Entlastungen vornehmen, beispielsweise durch eine Absenkung der Stromsteuer auf den EU-rechtlichen Mindestsatz. Im Gegensatz zu einigen anderen, bereits beschlossenen Maßnahmen, wäre diese Absenkung klimapolitisch unbedenklich, in der Breite wirksam, vergleichsweise unbürokratisch umsetzbar und finanzpolitisch noch verkräftbar. Sinnvoll wäre auch die zeitnahe Schaffung von Förderkreditprogrammen, wie in der Pandemie geschehen, der Förderkreditinstitute des Bundes und der Länder mit umfangreicher staatlicher Haftungsfreistellung für die betroffenen Unternehmen. Auch könnten die Regelungen zur Verlustverrechnung über die mit den Corona-Steuerhilfegesetzen bereits erfolgten Maßnahmen hinaus verbessert werden. Konkret könnte beispielsweise der Rücktragszeitraum von zwei auf drei Jahre ausgedehnt werden, um krisenbedingt erlittene Verluste besser mit künftigen Steuerzahlungen verrechnen zu können.

Allerdings kann und darf die öffentliche Hand die Belastungen nicht vollständig kompensieren. Die Staatsschuldenquote ist bereits beträchtlich und muss mittelfristig zurückgeführt werden, damit dem Staat ausreichende Spielräume erhalten bleiben um sich den großen Herausforderungen des Klimaschutzes, der Digitalisierung und des demografischen Wandels stellen zu können. Die Schuldenbremse darf nicht über viele Jahre hinweg ausgesetzt werden. Insofern ist die Entscheidung der Bundesregierung richtig, die Schuldenbremse ab dem Jahr 2023 wieder greifen zu lassen. ■

Finanzmärkte: Inflationsprognose unter Kriegsvorbehalt

Der BVR Indikator für die Inflationsaussichten im Euroraum liegt im März bei 58 Punkten. Damit übersteigt der Indikator das neutrale Niveau von 50 Punkten, welches auf einen mittelfristigen Preisauftrieb in Einklang mit dem EZB-Inflationsziel von 2 % hindeuten würde. Im Vergleich zum Februar ging der Indikator um 2 Punkte zurück. Diese Schätzung muss jedoch mit Vorsicht genossen werden, da aktuelle, vom Ukrainekrieg betroffene Preis- und Kostendaten noch nicht vollständig vorliegen. Die Prognose beinhaltet zudem kein Szenario mit Einstellung der Gas- und Öllieferungen.

Konjunktur: Rückläufiger Inflationstreiber

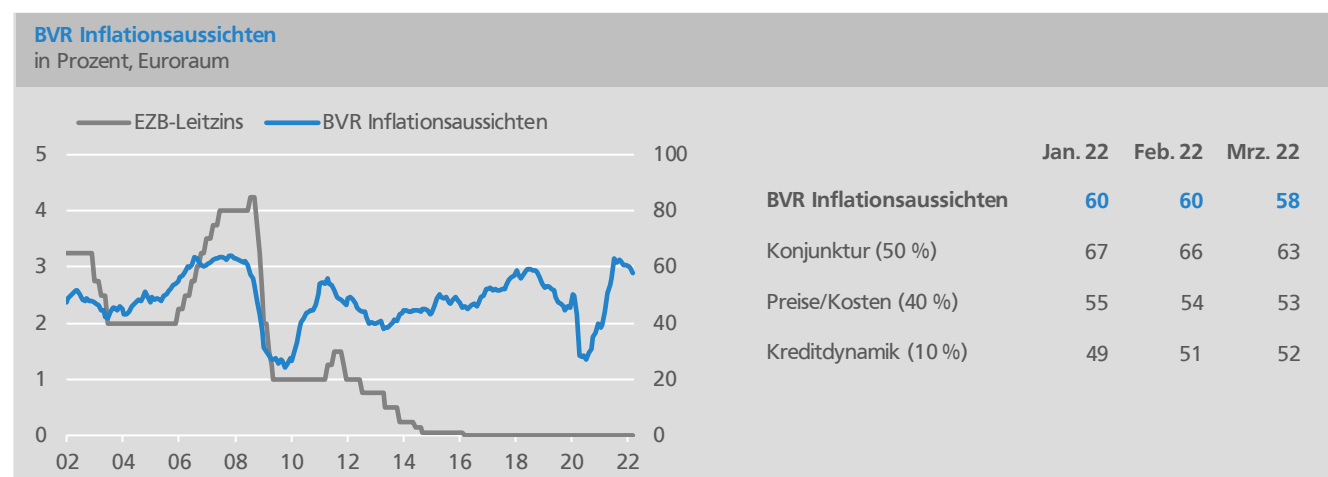
Seit Juli sank der konjunkturelle Inflationsdruck von 82 auf nunmehr 63 Punkte. Damit bleibt die Konjunktur der stärkste mittelfristige Inflationstreiber. Der rückläufige Wert spiegelt die Lieferkettenprobleme, zwischenzeitlichen Sorgen um die Omikron-Variante und zuletzt Kriegssorgen wider. Der Krieg ist in den Daten noch nicht enthalten. Die Prognose steht somit unter Vorbehalt und geht implizit von einer baldigen Friedenseinigung aus. Dem entgegen stehen Russlands Ankündigungen, Rohstoffe nur noch gegen Rubel zu verkaufen und mit einer „Phase 2“ der Invasion zu beginnen. Derartige Eskalationen würden den konjunkturellen Inflationsdruck dämpfen.

Kostentreiber Energie

Preise und Kosten tragen in der Prognose mit 53 Punkten, also oberhalb des neutralen Niveaus, zu den Inflationsaussichten bei. Die jüngsten Daten stammen allerdings aus der Vorkriegszeit, wodurch die Prognose vorrangig den Kostendruck der Kriegsgefahr und strapazierten Lieferketten widerspiegelt. Seit Kriegsbeginn hat sich beides verschärft. Sollte es doch zu Energiesanktionen – oder einem russischen Lieferstopp – kommen, würde ein deutlicher Produktionskostenanstieg folgen. Dies gilt insbesondere für die Energiepreise, doch auch für weitere Rohstoffe wie Getreide und verschiedene Industriemetalle (z. B. Nickel).

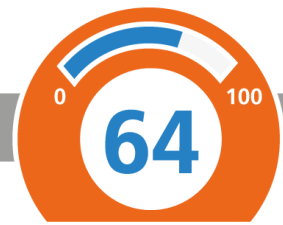
Kreditdynamik trägt unterproportional zum mittelfristigen Preisauftrieb bei

Die Kreditkomponente trägt unterdurchschnittlich zu den Inflationsaussichten bei, steigt jedoch in der Märzprognose auf 52 Punkte; von zuletzt 50 und noch 40 im Juli. Das entspricht einem Kreditwachstum an Unternehmen wie Privathaushalte von zuletzt 4,5 %. Diese expansivere Kreditvergabe steht vermutlich im Zusammenhang mit der Lockerung der Coronamaßnahmen in den letzten Monaten und folgenden Konsumausgaben. ■



Die BVR Inflationssichten sind ein Indikator für die mittelfristige Inflationsentwicklung im Euroraum mit Werten zwischen null und 100. Der Indikatorwert von 50 ist mit dem Erreichen des impliziten Inflationsziels der EZB von 2 % verbunden. Geringere (höhere) Werte signalisieren eine geringere (höhere) mittelfristige Inflationstendenz. Die Konjunkturkomponente enthält die Industrieproduktion, den Auftragsbestand im Verarbeitenden Gewerbe, das Wirtschaftsklima und die Kapazitätsauslastung im Euroraum. Die Komponente für Preise/Kosten beinhaltet den HWWI-Energiepreisindex, die Lohnstückkosten und den handelsgewichteten Euro-Wechselkurs. Die Kreditdynamik wird anhand der Jahreswachstumsrate der Kredite an Unternehmen und Privathaushalte gemessen.

Quellen: BVR, Refinitiv Datastream



Konjunktur: Dämpfende Kriegsfolgen

Konjunkturbarometer sinkt auf 64 Punkte

Ähnlich wie bei den BVR Inflationsaussichten spiegeln sich auch bei dem BVR Konjunkturbarometer die ökonomischen Folgen des Ukrainekriegs aktuell nur unzureichend in den einbezogenen Indikatoren wider. Das Barometer ist von (leicht aufwärtsrevidierten) 82 Punkten im Januar und Februar auf 64 Punkte im März gesunken. Der trotz des Rückgangs vom März vergleichsweise hohe Stand des Indikators spricht aber dafür, dass das preis-, kalender- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschlands im 1. Quartal gegenüber dem Vorquartal gestiegen ist. Erste amtliche Schätzungen zur BIP-Entwicklung im Jahresauftaktquartal werden am 29. April veröffentlicht.

Geschäftsklima bricht ein

Grund für den Rückgang des BVR Konjunkturbarometers ist einerseits das ifo Geschäftsklima: Vor dem Hintergrund des russischen Militärangriffs auf die Ukraine hat sich der Stimmung Indikator im März so stark verschlechtert wie seit April 2020 nicht mehr. Die vom ifo Institut befragten Unternehmen haben ihre aktuelle Lage und vor allem ihre Geschäftserwartungen deutlich schlechter beurteilt als zuvor. Damit befindet sich

neben den ZEW-Konjunkturerwartungen ein weiterer Stimmung Indikator erheblich unter seinem entsprechenden Vorjahreswert. Denkbar ist, dass das Verbrauchertrauen im März ebenfalls unter seinem Vorjahresstand sinken wird.

Aktienkurse unter Druck

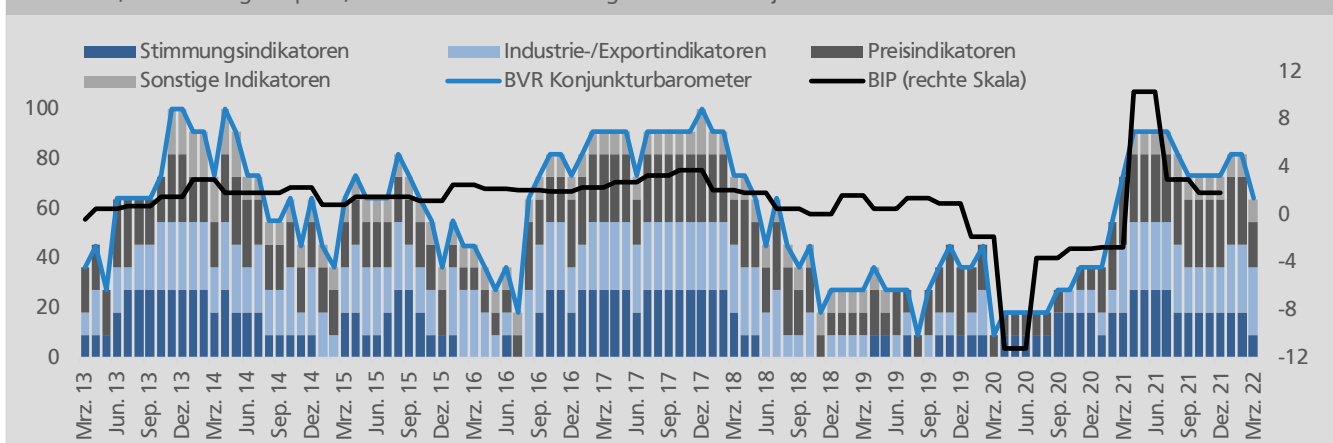
Andererseits ist die Entwicklung am deutschen Aktienmarkt für den jüngsten Rückgang des Barometers verantwortlich. Der Deutsche Aktienindex DAX unterschritt zuletzt erstmals seit Oktober 2020 sein Vorjahresmonatsniveau. Die übrigen, in das BVR Konjunkturbarometer eingehenden, Indikatoren befinden sich noch über ihren Vorjahresständen.

Industrie-/Exportindikatoren noch im Plus

Maßgeblich für die leichte Aufwärtsrevision des Barometers in den Monaten Januar und Februar war die Industrieproduktion. Die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes ist im Januar gestiegen, offenbar begünstigt durch zeitweise nachlassende Materialknappheiten. Angesichts des Ukrainekriegs zeichnet sich aber für Februar und März eine merkliche Abschwächung der Industriekonjunktur ab. ■

BVR Konjunkturbarometer

in Prozent, Veränderung des preis-, kalender- und saisonbereinigten BIP zum Vorjahr



Das BVR Konjunkturbarometer ist ein Indikator für die konjunkturelle Entwicklung Deutschlands und kann Werte zwischen null und 100 annehmen. Es verdichtet die Signale von 3 Stimmung Indikatoren (ifo Geschäftsklima, ZEW-Konjunkturerwartungen, Verbrauchervertrauen), 3 Industrie-/Exportindikatoren (Industrieproduktion, Industrie-Auftragsengang, Ausfuhren), 3 Preisindikatoren (Verbraucherpreisindex, Rohölpreis, DAX) und 2 sonstige Indikatoren (Geldmarktzins, Offene Stellen). Als Diffusionsindex misst das BVR Konjunkturbarometer den prozentualen Anteil der Indikatoren an allen 11 einbezogenen Indikatoren, die gegenüber dem Vorjahresmonat gestiegen sind. Liegen für einen Indikator aktuell noch keine Werte vor, wird das Signal des Vormonats verwendet.

Quellen: BVR, Refinitiv Datastream