

»» Zwischen Stagflation und Rezession

25. August 2022

Autoren: Dr. Philipp Scheuermeyer, 069 7431-4017, philipp.scheuermeyer@kfw.de

Dr. Klaus Borger, 069 7431-2455, klaus.borger@kfw.de

Dr. Jens Gerrit Herold, 069 7431-9385, jens.gerrit.herold@kfw.de

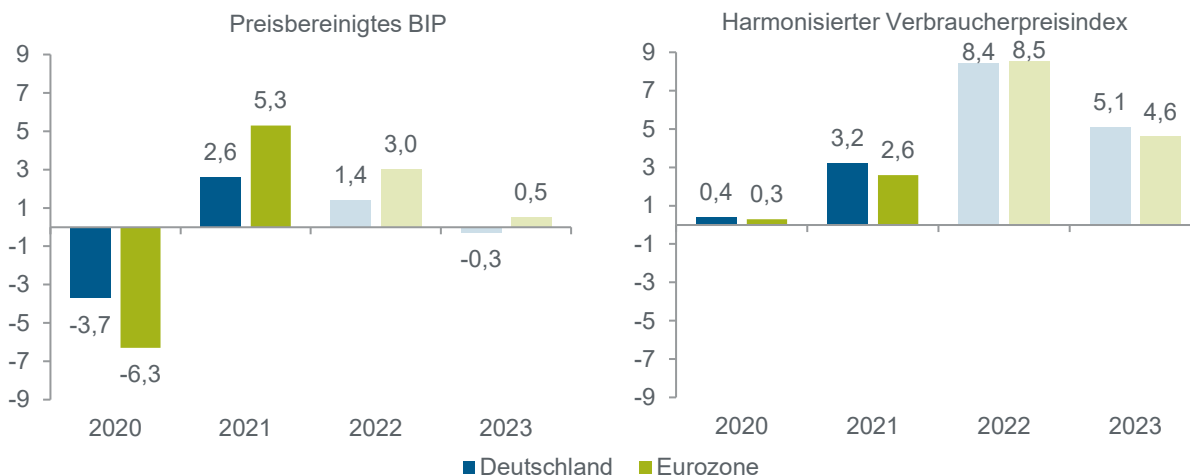
Stephanie Schoenwald, 069 7431-6446, stephanie.schoenwald@kfw.de

Pressekontakt: Christine Volk, 069 7431-3867, christine.volk@kfw.de

- Die Konjunkturaussichten haben sich weiter eingetrübt. Inzwischen dürfte der Gegenwind überwiegen. Sowohl in Deutschland als auch in der Eurozone ist spätestens im Winterhalbjahr mit negativen Quartalswachstumsraten zu rechnen.
- KfW Research erwartet für 2022 ein Realwachstum von 1,4 % in Deutschland. Im Jahr 2023 dürfte die deutsche Wirtschaftsleistung mit -0,3 % geringfügig schrumpfen (Vorprognose: +1,6 % und +1,2 %), materiell eine Stagnation und keine echte Rezession.
- Bei einem vollständigen Gas-Lieferstopp und anschließenden Rationierungen in der Industrie rechnen wir für 2023 mit einem Einbruch des deutschen BIP um etwa 2 ½ %.
- Die deutsche Inflationsrate wird 2022 v. a. wegen der nach Ausbruch des Ukraine-Krieges stark gestiegenen Energie- und Lebensmittelpreise mit 8,4 % im Jahresdurchschnitt sehr hoch sein. Ab 2023 schwächt sich der Inflationsdruck allmählich ab, wegen hoher Raten zu Jahresanfang sinkt die Jahresinflationsrate allerdings nur auf 5,1 %. In der Eurozone ist die erwartete Preisentwicklung sehr ähnlich (2022: +8,5 %; 2023: +4,6 %).
- Das Realwachstum in der Eurozone wird 2022 bei 3,0 % erwartet, 2023 noch bei 0,5 %. Im Vergleich zu Deutschland schlägt sich der höhere Schwung aus dem Vorjahr nieder. Aber der Euroraum profitiert auch stärker von einer Nachholbewegung im Dienstleistungssektor.

Grafik 1: Wirtschaftswachstum und Inflation

Prozent gegenüber Vorjahr



Quelle: KfW Research, Destatis, Eurostat

Minimales Wachstum im zweiten Quartal

Im zweiten Quartal hielten sich die Auf- und Abtriebskräfte für die deutsche Wirtschaft noch in etwa in Waage, sodass unter dem Strich ein minimaler Anstieg des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 0,1% gemeldet wurde. Zwar führten die inflationsbedingten Kaufkraftverluste und eine Rückverschiebung des Konsums hin zu Dienstleistungen zu einem regelrechten Absturz des realen Einzelhandelsumsatzes um 4 % gegenüber dem Vorquartal. Der Nachholbedarf in ehemals pandemiebeschränkten Dienstleistungsbereichen war aber so groß, dass der private Konsum dennoch um 0,8 % expandierte. Vor allem das Gastgewerbe boomte im Frühjahr mit einem preisbereinigten Umsatzanstieg um rund 24 % gegenüber dem zum Teil noch von pandemiebedingten Einschränkungen betroffenen Vorquartal. Die Dienstleistungsproduktion insgesamt lag im April und Mai um knapp 6 % über dem Niveau im ersten Quartal und zuletzt auch um 8 % über dem Vorkrisenniveau von Februar 2020. In der Industrie und vor allem im Baugewerbe kam es nach Russlands Überfall auf die Ukraine und den strikten Lockdowns in China jedoch zu neuen Materialengpässen, die die Produktion deutlich einschränkten. Die Produktion in energieintensiven Industriezweigen wurde außerdem durch die massiv gestiegenen Energiepreise belastet. Verwendungsseitig schlugen sich die Angebotsprobleme vor allem in deutlich rückläufigen Bauinvestitionen und einer dadurch insgesamt schwachen Investitionstätigkeit nieder. Die realen Exporte nahmen zwar zu, durch noch stärker steigende Importe war der Außenbeitrag aber insgesamt negativ.

Deutlich eingetrübte Konjunkturaussichten

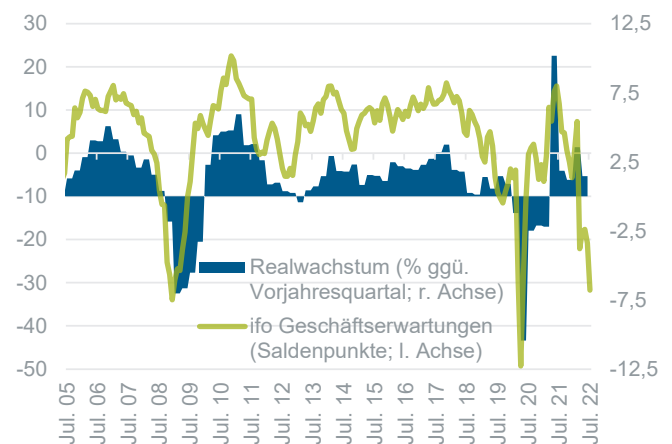
Nachdem die Aufholbewegung im Dienstleistungsbereich weitgehend abgeschlossen ist, dürften jetzt die konjunkturellen Abtriebskräfte überwiegen. Diese gehen vor allem von den Folgen des Ukraine-Kriegs und der damit entstandenen Energiekrise aus. Während ein Komplettstopp der russischen Gaslieferungen bisher ausgeblieben ist, hat sich der ohnehin schon sehr hohe Großhandelspreis für Gas durch die stark reduzierten und hochgradig unsicheren Lieferungen aus Russland seit Mai nochmal beinahe verdreifacht. Eine Gasmangellage mit signifikanten Rationierungen dürfte bei einer Fortsetzung der aktuellen Liefermengen aus Russland zwar eher ausbleiben.¹ Weiter steigende Gas- und Stromkosten werden den privaten Konsum und die Produktion in der energieintensiven Industrie aber erheblich belasten. Im laufenden und kommenden Quartal dürfte außerdem auch das Niedrigwasser im Rhein gewisse Spuren in der Industrieproduktion hinterlassen.²

Eingetrübt hat sich auch das globale Konjunkturmilieu: Außergewöhnlich hohe Inflationsraten zehren weltweit an der Kaufkraft der privaten Haushalte und beinahe alle großen Zentralbanken sind inzwischen auf einen geldpolitischen Straffungskurs eingeschwenkt, der die Konsum- und Investitionsnachfrage bremsen wird. Relativ weit ist die geldpolitische Straffung aufgrund eines frühen und besonders hartnäckigen Inflationsdrucks schon in den USA fortgeschritten, wo sich die Konjunktur in der ersten Jahreshälfte deutlich abgekühlt hat und die Konjunkturprognosen für das laufende und kommende Jahr sehr deutlich nach unten revidiert wurden. Die weltweit zweitgrößte Volkswirtschaft China hat anstatt mit Inflation vor allem mit immer wiederkehrenden Lockdowns aufgrund einer Zero-Covid Politik zu kämpfen, wodurch die Wirtschaftsleistung im zweiten Quartal deutlich schrumpfte. Außerdem wird die

aktuelle Immobilienkrise voraussichtlich noch im gesamten Prognosezeitraum das Wachstum schmälern.

Die Stimmungsindikatoren haben sich angesichts der vielen Probleme seit März erheblich verschlechtert. Das von der Europäischen Kommission erfasste Konsumklima der Haushalte liegt inzwischen auf dem niedrigsten Stand seit 2002.³ Der von der GfK erhobene Konsumklimaindex ist sogar auf den tiefsten Wert seit Beginn der gesamtdeutschen Umfrage im Jahr 1991 gefallen.⁴ Sehr pessimistisch sind ebenfalls die vorausschauenden Komponenten der Unternehmensbefragungen. So liegen die ifo Geschäftserwartungen inzwischen so niedrig wie bisher nur vor großen Rezessionen (Grafik 2) und auch die in der Einkaufsmanagerbefragung erfassten Geschäftsaussichten sind inzwischen sektorübergreifend negativ. Relativ stabil haben sich dagegen im zweiten Quartal noch die Beurteilungen der aktuellen Geschäftslage gehalten. Seit Beginn des Sommerquartals gab es aber auch hier einen deutlichen Rückgang. Laut Einkaufsmanagerindex etwa liegt die deutsche Wirtschaftsaktivität seit Juli im Kontraktionsbereich und auch global hat sich die Konjunkturlage in den Industrieländern erheblich eingetrübt.

Grafik 2: Geschäftserwartungen auf Rezessionsniveau



Quelle: Destatis, ifo Institut.

Trotz aller Schwierigkeiten existieren jedoch weiterhin Auftriebskräfte, die die Wirtschaftsleistung auch in den kommenden Quartalen noch stabilisieren. So liegt der Auftragseingang im Verarbeitenden Gewerbe zwar schon seit Mitte 2021 in einem Abwärtstrend, durch den Nachfrageboom bis dahin und die produktionsbehindernden Materialengpässe hat sich jedoch ein rekordhoher Auftragsbestand aufgebaut, der ausbleibende Neuaufträge kompensieren kann. Mit einer rasch abnehmenden globalen Güternachfrage und den schon erfolgten Investitionen in neue Kapazitäten bessern sich die globalen Lieferengpässe außerdem inzwischen, sodass zumindest ein Teil des Auftragsbestands in den nächsten Quartalen produktionswirksam werden kann.⁵ Der private Konsum dürfte indes durch die in den Jahren 2020 und 2021 aufgestaute Überschussersparnis in Höhe von schätzungsweise 185 Mrd. EUR stabilisiert werden – auch wenn diese wohl zu ungleich verteilt ist, um die inflationsbedingten Kaufkraftverluste ganz auszugleichen. Energiewendeeinvestitionen in den Unternehmen und im Wohnungsbau dürften die Investitionen ebenfalls stützen, wenngleich aufgrund steigender Zinsen, pessimistischer Geschäftserwartungen und einer hohen Unsicherheit wohl die

Belastungsfaktoren für die private Investitionstätigkeit überwiegen. Bei den öffentlichen Investitionen wird das kürzlich beschlossene Sondervermögen Bundeswehr im Projektionszeitraum außerdem für Auftrieb sorgen.

Unter dem Strich rechnen wir im laufenden dritten Quartal und vor allem im Winterhalbjahr 2022/2023 mit leicht negativen Quartalswachstumsraten. Erst ab Frühjahr 2023 dürfte eine Rückkehr auf einen moderaten Wachstumspfad anstehen, wenn die Unsicherheit über die Gasversorgung abnimmt, eine Anpassung der Produktion in energieintensiven Industrien erfolgt ist und steigende Nominallöhne im Zusammenspiel mit sinkenden Inflationsraten die Realeinkommensentwicklung der meisten Konsumenten etwas verbessern.

Technische Rezession in Deutschland

Im laufenden Jahr schönt ein nach wie vor großer statistischer Überhang aus dem Vorjahr die Wachstumsrate und es schlägt sich eine deutliche Aufwärtsrevision des Wachstums im ersten Quartal von +0,2 auf +0,8 % positiv nieder, die das Statistische Bundesamt im August vorgenommen hat. Daher sinkt unsere Prognose für das preisbereinigte Wachstum 2022 trotz einer erheblich schlechteren Sicht auf die zweite Jahreshälfte nur um 0,2 Prozentpunkte auf +1,4 %.⁶ Die voraussichtlich schrumpfende Wirtschaftsleistung in der zweiten Jahreshälfte und zu Beginn von 2023 wirkt sich vor allem auf die Wachstumsprognose für das kommende Jahr aus, die wir von +1,2 auf -0,3 % senken. Mit mindestens zwei aufeinanderfolgenden negativen Quartalen ist die Definition einer technischen Rezession erfüllt. Praktisch bedeutet unsere Konjunkturprognose aber Stagnation im kommenden Jahr und keine echte Rezession. Von der vorhergesagten leichten Schrumpfung des BIP sind 0,2 Prozentpunkte auf weniger Arbeitstage im Jahr 2023 zurückzuführen, also einen negativen Kalendereffekt.

Adverses Szenario: Gaslieferstopp und Rationierungen

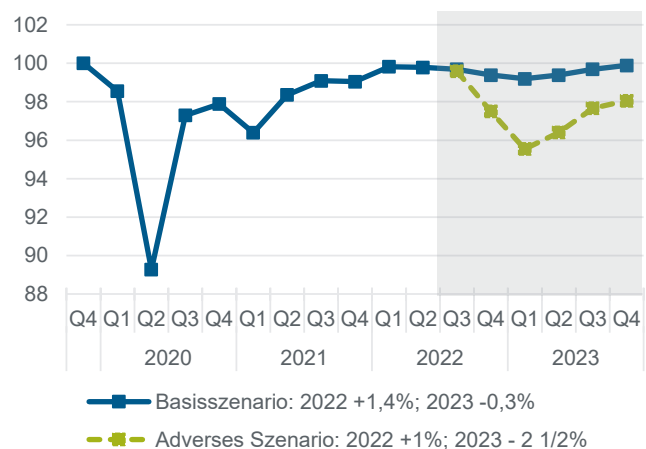
Schlechter dürfte sich die Konjunktur jedoch entwickeln, falls es zeitnah zu einem vollständigen Stopp der russischen Gaslieferungen kommt. Erstens wäre in diesem Fall mit noch größeren Kaufkraftverlusten und Konsumrückgängen aufgrund noch höherer Energieausgaben zu rechnen. Zweitens würde eine Rationierung des Gasverbrauchs wahrscheinlicher, die wohl vor allem große Industrieunternehmen betrafte. Neben direkten Produktionsausfällen in rationierten Unternehmen könnten diese über Wertschöpfungsverflechtungen auch erhebliche Zweitundeneffekte auslösen. Ob und wie stark Gas rationiert werden muss, ist jedoch hochgradig unsicher, denn es hängt von vielen Unbekannten wie den Temperaturen in diesem Winter oder den Einsparungen bei der Stromerzeugung und bei geschützten Verbrauchsstellen wie den Haushalten ab.⁷ Die Unsicherheit zeigt sich auch an den Prognosen verschiedener Institute: Während es laut stochastischen Simulationen der an der Gemeinschaftsdiagnose beteiligten Wirtschaftsforschungsinstitute inzwischen wahrscheinlicher ist, dass mit Ersatzlieferungen sowie Einsparungen von Haushalten und Unternehmen Rationierungen des industriellen Gasverbrauchs vermieden werden können, rechnete die Bundesbank noch im Juni mit erheblichen Rationierungen und Produktionsverlusten im Falle eines Gaslieferstopps.⁸

Wir nehmen als Mittelweg an, dass es im vierten Quartal 2022 und im ersten Quartal 2023 zusätzlich zu produktionsneutralen Einsparungen in allen Verbrauchssegmenten zu einer

Rationierung von 10 bis 20 % des Gasverbrauchs in besonders gasintensiven Industriebereichen kommt, womit durch direkte Produktionsanpassungen und Zweitundeneffekte in der Spitze knapp 3 % der Bruttowertschöpfung pro Quartal ausfallen. Zusammen mit den zusätzlichen Kaufkraftverlusten durch noch höhere Energieausgaben dürfte das deutsche BIP dann vom zweiten Quartal 2022 bis zum ersten Quartal 2023 um rund 4 % schrumpfen. Anschließend wäre zwar mit einer Erholung zu rechnen, bei einer voraussichtlich anhaltend teuren und unsicheren Gasversorgung dürfte das aktuelle Niveau der Wirtschaftsleistung aber auch Ende 2023 noch deutlich unterschritten werden (vgl. Grafik 3). Im Jahresdurchschnitt rechnen wir im adversen Szenario für 2022 noch mit einem Realwachstum von knapp 1 % und für 2023 mit einem Minus von etwa 2 ½ %.

Grafik 3: Prognosen für das deutsche BIP

Preis-, saison- und kalenderbereinigt; Index: Q4 2019 100



Quelle: Destatis, KfW Research

BIP-Prognose für die Eurozone: 3,0 % 2022 und 0,5 % 2023

Auf die Eurozone insgesamt wirken dieselben konjunkturellen Kräfte wie auf Deutschland. Insbesondere haben sich überall die inflationsbedingten Kaufkraftverluste in einer sehr negativen Konsumentenstimmung niedergeschlagen und der Einzelhandelsumsatz ist auch in der Eurozone schon seit Jahresbeginn rückläufig. Allerdings haben viele Eurostaaten und insbesondere die großen Länder Frankreich, Italien und Spanien im vergangenen Quartal besonders von einer kräftigen Erholung im Tourismus profitiert. Vorteilhaft ist aktuell außerdem ein kleineres gesamtwirtschaftliches Gewicht der Industrie, die zudem etwas weniger stark von internationalen Wertschöpfungsketten und russischen Gaslieferungen abhängig ist.

In der ersten Jahreshälfte hat sich das Wachstum in der Eurozone daher überraschend stark gezeigt: Im ersten Quartal lag es bei 0,5 % und im zweiten Quartal wurden sogar 0,7 % ausgewiesen. Das Vorkrisenniveau des BIP vom vierten Quartal 2019 überschreitet die Eurozone damit bereits um 1,5 %, während Deutschland es im zweiten Quartal gerade erreicht. Im laufenden Quartal dürfte der Schwung aus der Tourismuserholung aber auch in der Eurozone auslaufen, bevor ab Herbst der Gegenwind überwiegt und auch die Eurozone in eine technische Rezession abgleitet. Wegen des überraschend starken ersten Halbjahrs heben wir unsere Prognose für 2022 dennoch auf 3,0 % an, während wir für 2023 nur noch ein preisbereinigtes BIP-Wachstum von 0,5 % erwarten.

Tabelle: Preisbereinigtes BIP-Wachstum in der Eurozone

Prozent gegenüber Vorjahr

	DE	FR	IT	ES	EZ
2020	-3,7	-7,9	-9,1	-10,8	-6,3
2021	2,6	6,8	6,6	5,1	5,3
2022	1,4	2,6	3,3	4,6	3,0
2023	-0,3	0,4	0,3	1,4	0,5

Quelle: Destatis, Eurostat, KfW Research

Gaspreise führen zu neuem Preisauftrieb im Herbst

Mit der kürzlich beschlossenen Gasumlage und regulären Anpassungen der Gas- und Stromtarife an die massiv gestiegenen Großhandelspreise wird die Energiepreisinflation im Herbst voraussichtlich einen neuen Schub bekommen. Inflationdämpfende Maßnahmen wie das 9-Euro-Ticket und der Tankrabatt laufen außerdem aus. Dies führt dazu, dass sich ein Abwärtstrend bei der Inflationsrate weiter verzögert. Im Durchschnitt des Jahres 2022 wird die Inflation in Deutschland gemessen am EU-weit vergleichbaren harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) voraussichtlich 8,4 % betragen. Neben den Energiepreisen tragen besonders die Lebensmittelpreise zur hohen Inflation bei. Im Verlauf des Jahres 2023 dürfte es allerdings zu einer rückläufigen Entwicklung der monatlich gemeldeten Inflationsrate kommen, da Basiseffekte aus dem Vorjahr die Beiträge aus der Energie- und Lebensmittelpreisinflation verringern. Ab dem Jahresende 2022 anziehende Löhne und Dienstleistungspreise halten jedoch den Preisdruck bei der Inflation ohne Energie- und Lebensmittelpreise (Kernrate) hoch. Diese wird in der zweiten Hälfte von 2023 in einigen Monaten voraussichtlich sogar über der Gesamtinflation liegen. Mittelfristig dürften die Konjunkturschwäche und die geldpolitische Straffung der EZB aber auch dämpfend auf die Kerninflation wirken. Für das Gesamtjahr 2023 erwarten wir, dass die Inflationsrate mit 5,1 % noch sehr hoch ausfällt, vor allem aber wegen hoher Raten zu Jahresbeginn. Für den HVPI der Eurozone ist insgesamt mit sehr ähnlichen Inflationsraten zu rechnen (2022: +8,5 %; 2023: +4,6 %). Bei einem vollständigen

Gaslieferstopp dürfte die Inflation vor allem 2023 noch höher ausfallen als im Basisszenario, anschließend könnte aber der inflationsdämpfende Effekt der Rezession überwiegen.

Zahlreiche Risiken auch jenseits der Energiekrise

Prognoserisiken ergeben sich unter anderem aus dem unsicheren Ausmaß der Gaslücke im kommenden Winter. Bei zu geringen Einsparerfolgen der geschützten Verbraucher sowie ausfallenden Ersatzimporten und Substitutionsmöglichkeiten, bspw. aufgrund des Niedrigwassers im Rhein bei der Kohleverstromung, ist es auch bei anhaltender Lieferung von 20 % der Kapazitäten von Nord Stream 1 möglich, dass signifikante Gasrationierungen notwendig werden.⁹ Deren Auswirkungen sind wiederum aufgrund nur teilweise modellierbarer Wertschöpfungsverflechtungen und Zweitrundeneffekte unsicher. Umgekehrt ist es bei erfolgreichen Einspar- und Substitutionsmaßnahmen sogar möglich, dass selbst bei einem vollständigen Gaslieferstopp eine Gasmangellage ohne deutliche Rationierungsverluste vermieden wird. Zu den bekannten Unbekannten mit potenziell erheblichen wirtschaftlichen Auswirkungen auf Deutschland und die Eurozone gehören aber auch Entwicklungen jenseits der aktuellen Energiekrise: So könnten immer wiederkehrende Lockdowns in China neue Materialengpässe auslösen oder aber die globale Konjunkturschwäche noch beschleunigen. Ein Nachfrageeinbruch kann ebenfalls eintreten, falls die Zentralbanken bei der Inflationsbekämpfung übersteuern oder sich die Inflation als so hartnäckig erweist, dass sie nur durch eine geldpolitisch induzierte Rezession gebrochen werden kann. Geopolitische Risiken sind seit dem Überfall Russlands auf die Ukraine ohnehin allgegenwärtig, aber bekommen mit den Drohgebärden Chinas gegenüber Taiwan nochmals eine neue Dimension, zumal es sich bei der Volksrepublik um Deutschlands wichtigsten Handelspartner handelt.

¹ Die an der Gemeinschaftsdiagnose beteiligten Institute berechnen nur im Worst-Case einen Rationierungsbedarf. Die Bundesnetzagentur weist ihren Szenarien keine Eintrittswahrscheinlichkeiten zu, zeigt aber, dass eine schwere Gasmangellage vermeidbar ist: Vgl. https://gemeinschaftsdiagnose.de/wp-content/uploads/2022/07/Gemeinschaftsdiagnose_Sonderauswertung-Gasluecke_Juli-2022.pdf.

² Laut einer Studie des ifw fällt die Industrieproduktion in Deutschland bei 30 Tagen mit Niedrigwasser in diesem Monat um 1 % niedriger aus, was einer Reduktion des BIP um etwa 0,2 % entspricht. Normalerweise steigt der Wasserstand bis zum Jahresende wieder deutlich an. Vgl. https://www.ifw-kiel.de/fileadmin/Dateiverwaltung/ifw-Publications/Saskia_Moesle/KWP_2155_low_water_econ_activity.pdf.

³ Damals belastete vor allem eine rasch steigende Arbeitslosigkeit das Verbrauchervertrauen.

⁴ <https://www.gfk.com/de/presse/konsumklima-von-inflation-stark-gebeutel>.

⁵ Siehe etwa den Global Supply Chain Pressure Index der New York Fed: <https://www.newyorkfed.org/research/policy/gscpi#/interactive>.

⁶ Das hier ausgewiesene preisbereinigte BIP-Wachstum steht in Deutschland kommunikativ im Vordergrund, aber enthält verzerrende Effekte durch die jährlich schwankende Zahl an Arbeitstagen. Im laufenden Jahr beträgt der Kalendereffekt knapp -0,1 und im kommenden Jahr -0,2 Prozentpunkte. Das prognostizierte BIP-Wachstum entspricht folglich 1,5 % (2022) und -0,1 % (2023) in preis- und kalenderbereinigter Betrachtung.

⁷ Vgl. zur den Einsparmöglichkeiten bspw.: https://www.econtribute.de/RePEc/ajk/ajkpbs/ECONtribute_PB_034_2022.pdf.

⁸ Vgl. <https://gemeinschaftsdiagnose.de/2022/06/28/gefahr-einer-gasluecke-gegenueber-april-deutlich-verringert-aber-versorgungsrisiken-bleiben/> und <https://www.bundesbank.de/re-source/blob/892740/2e8cf5a20b3663680dea9e146dee5a71/mL/2022-06-monatsbericht-data.pdf>.

⁹ Vgl. die Szenarien der Bundesnetzagentur: https://www.bundesnetzagentur.de/DE/Fachthemen/ElektrizitaetundGas/Versorgungssicherheit/aktuelle_gasversorgung/HintergrundFAQ/Gas_Szenarien.pdf;jsessionid=0AE555D0D187C77C496B9C556F475B44?__blob=publicationFile&v=4.