

»» Viel Gegenwind, aber auch Aussicht auf konsumgetriebene Erholung

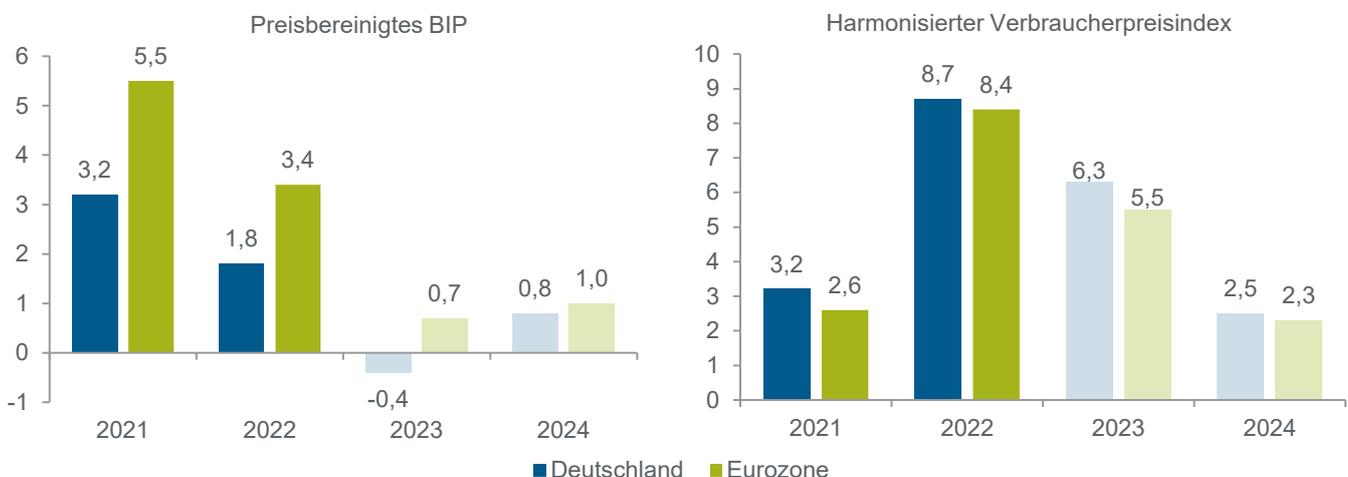
25. August 2023

Autoren: Dr. Philipp Scheuermeyer, 069 7431-4017, philipp.scheuermeyer@kfw.de
Dr. Klaus Borger, 069 7431-2455, klaus.borger@kfw.de
Stephanie Schoenwald, 069 7431-6446, stephanie.schoenwald@kfw.de
Pressekontakt: Christine Volk, 069 7431-3867, christine.volk@kfw.de

- Nach einer geringfügigen Schrumpfung in der ersten Jahreshälfte ist auch die Konjunkturlage im Sommer nur flau. Deutliche Lohnsteigerungen bei gleichzeitig nachlassendem Inflationsdruck dürften die Konjunktur jedoch zum Jahresende hin beleben.
- Für das Gesamtjahr 2023 erwartet KfW Research, dass die deutsche Wirtschaft leicht schrumpft (-0,4 %). Im Jahr 2024 dürfte das BIP um 0,8 % wachsen. Die Vorprognosen lagen bei -0,3 % für 2023 und +1,0 % für 2024.
- Nach einer Inflationsrate von voraussichtlich 6,3 % 2023 rechnet KfW Research 2024 mit nur noch 2,5 % (HVPI). Der Inflationsbeitrag der Energie geht schnell zurück und auch bei Waren lässt der Preisdruck deutlich nach. Aufgrund des kräftigen Lohnwachstums bleibt die Dienstleistungs- und Kerninflation aber etwas länger erhöht.
- Ökologisches Preisschild für das BIP: Bei dem vorhergesagten Konjunkturverlauf wird der deutsche Ausstoß von Treibhausgasen voraussichtlich sinken, jedoch um 5 % (2023) beziehungsweise knapp 6 % (2024) weniger als gemäß dem Einsparziel 2030 angestrebt.
- Die Eurozone bringt mehr Schwung aus dem Vorjahr mit und ist auch in der ersten Jahreshälfte 2023 gewachsen. Ihr BIP wird 2023 voraussichtlich um 0,7 % zunehmen und 2024 um 1,0 %. Die Inflation wird bei 5,5 % und 2,3 % erwartet.

Grafik 1: Wirtschaftswachstum und Inflation

Prozent gegenüber Vorjahr



Quelle: KfW Research, Destatis, Eurostat

In etwa Stagnation im ersten Halbjahr

Trotz des gewaltigen Angebotsschocks durch den Ukraine-Krieg und den Stopp der Gaslieferungen aus Russland ist die deutsche Wirtschaftsleistung im Gesamtjahr 2022 noch um 1,8 % gewachsen und auch in der ersten Hälfte des laufenden Jahres nach aktuellem Datenstand nur minimal geschrumpft: Nachdem das preis-, saison- und kalenderbereinigte Bruttoinlandsprodukt laut der letzten Rechnung des statistischen Bundesamts im ersten Quartal um 0,1 % zurückging, stagnierte es im Laufe des zweiten Quartals. Stabilisiert wurde die Wirtschaftsleistung im Frühjahr durch eine Konsumerholung, nachdem die privaten Konsumausgaben zuvor deutlich gesunken und die staatlichen Konsumausgaben durch das Auslaufen von Corona-Maßnahmen zu Jahresbeginn regelrecht eingebrochen waren. Davon konnte vor allem der Dienstleistungsbereich profitieren, dessen preis- und saisonbereinigter Produktionsindex im Durchschnitt des zweiten Quartals um rund 3 % über dem Vorquartal lag. Aber auch die Einzelhandelsumsätze, die schon seit Anfang 2022 in einem deutlichen Abwärtstrend lagen, haben sich im Frühjahr mit einem Plus von 1,1 % etwas erholt. Die Entwicklung im Verarbeitenden Gewerbe enttäuschte dagegen, denn trotz weiter nachlassender Lieferengpässe und deutlich sinkender Energiepreise schrumpfte die Industrieproduktion in Q2 um 1,3 %. Im Baugewerbe ging die Produktion indes erwartungsgemäß zurück, nachdem sie sich im Vorquartal vor allem bedingt durch eine ungewöhnlich milde Witterung kurzzeitig erholt hatte.

Frühindikatoren deutlich eingetrübt ...

Enttäuschender als die Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts im zweiten Quartal ist die jüngste Entwicklung der Stimmungsindikatoren aus den Unternehmensbefragungen. Zum Nennwert genommen lassen diese auf eine Rezession oder bestenfalls auf eine anhaltende Stagnation in der zweiten Jahreshälfte schließen. So hat das ifo Geschäftsklima nach einer längeren Aufholbewegung im Mai die Richtung gedreht und sackte danach deutlich ab. Ähnlich verhält es sich mit dem Einkaufsmanagerindex (Composite Output PMI), der im zweiten Quartal noch ein Wachstum andeutete, aber seit Juli wieder auf eine Schrumpfung der privaten Wirtschaftsaktivität in Deutschland hindeutet. Besonders schlecht läuft es laut den Stimmungsindikatoren derzeit im Bauhauptgewerbe und im Verarbeitenden Gewerbe, aber mittlerweile haben auch die Wachstumsdynamik beziehungsweise Geschäftslage der Unternehmen aus dem Dienstleistungssektor merklich nachgegeben.

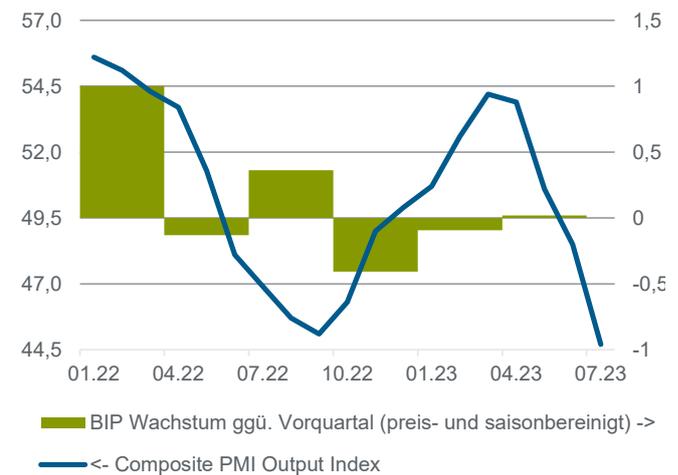
... bei weitgehend unveränderten Rahmenbedingungen

Bei den konjunkturellen Rahmenbedingungen in Deutschland gibt es im Sommer kaum Veränderung. Stabilisierend wirkt weiterhin die Auflösung der beiden großen Angebotsschocks: Die im letzten Jahr noch allgegenwärtigen Materialengpässe in der Industrie und im Baugewerbe lösen sich immer weiter auf und die Importpreise für fossile Energieträger befinden sich in einem steilen Abwärtstrend – beides führt dazu, dass sowohl die Erzeugerpreise nachgeben als auch die Verbraucherpreis-inflation zurückgeht (siehe nächster Abschnitt). In Kombination mit einem beschleunigten Lohnwachstum spricht das für eine bald wieder zunehmende Kaufkraft der privaten Haushalte und einer Fortsetzung des im zurückliegenden Quartal wiederbelebten Konsumwachstums. Um die Inflation zu senken, steht

die Geldpolitik dagegen weiterhin auf der Konjunkturbremse, was den Großteil des Abschwungs im Baugewerbe und einen Teil der Probleme der deutschen Industrie erklärt. Zwar befinden sich die EZB und die Fed inzwischen höchstwahrscheinlich auf oder sehr nahe am Höhepunkt ihrer Zinszyklen, mit ersten Zinssenkungen kann aber erst im Laufe von 2024 gerechnet werden. Die geplante fiskalpolitische Konsolidierung zur Einhaltung der Schuldenbremse dürfte außerdem im kommenden Jahr für einen negativen Fiskalimpuls sorgen.

Grafik 2: Konjunkturdynamik in Deutschland

PMI > 50 deutet auf Wachstum der privaten Wirtschaftsaktivität hin; < 50 auf Schrumpfung.



Quelle: Destatis, S&P Global, Macrobond.

Inflation bleibt im Abwärtstrend

Inzwischen schlagen sich die nachlassenden Angebotsengpässe sichtlich in der Verbraucherpreis-inflation nieder, die laut dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) in Deutschland von 11,6 % im Oktober 2022 auf 6,5 % im Juli 2023 gesunken ist. Vor allem die im letzten Jahr noch sehr großen Inflationsbeiträge der Energie sind seit Ende 2022 erheblich zurückgegangen und werden voraussichtlich im Jahresverlauf negativ. Besonders hoch ist derzeit noch die jährliche Inflation bei Lebensmitteln. Ihr Scheitelpunkt dürfte aber im März überschritten worden sein und angesichts eines signifikanten Rückgangs der landwirtschaftlichen Erzeugerpreise im Vorjahresvergleich ist in diesem Bereich auch mit einem weiter nachlassenden Auftrieb der Verbraucherpreise zu rechnen. Im Kern, also ohne die schwankungsanfälligen Energie- und Lebensmittelpreise, ist der Inflationsdruck allerdings bisher persistent: Die in der öffentlichen Wahrnehmung im Vordergrund stehende Veränderungsrate gegenüber dem Vorjahresmonat ist bis Juli auf 6,2 % angestiegen und die nicht durch Basiseffekte aus dem Vorjahr verzerrten Vormonatsveränderungsraten schwanken seit Monaten um ein hohes Niveau herum. Da das Lohnwachstum deutlich angezogen hat und die Nachfrage in diesem Bereich relativ stabil war, haben die Preise für die besonders gewichtige Dienstleistungskomponente im Warenkorb zuletzt besonders schnell zugelegt. Die Inflation bei der Güterkomponente hat jedoch seit Jahresbeginn schon merklich nachgegeben und die in den letzten Monaten rückläufigen Erzeuger- und Großhandelspreise in Kombination mit stark nachlassenden Absatzpreiserwartungen verheißen eine Fortsetzung des Abwärtstrends. Nach einem kräftigen Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Gewinnmargen in den Jahren 2021 und 2022 dürfte das hohe Lohnwachstum im Prognosezeitraum

außerdem zum Teil von sinkenden Profitmargen kompensiert werden. Wir rechnen daher auch mit einem langsamen Rückgang der Dienstleistungsinflation in den nächsten Quartalen und unterm Strich mit einer Fortsetzung des Abwärtstrends bei den monatlich gemeldeten Gesamtinflationsraten. In diesem Jahr wird die Inflation in Deutschland mit voraussichtlich 6,3 % (HVPI) noch sehr hoch ausfallen, bevor sie 2024 auf nur noch 2,5 % zurückgeht. Die Kerninflation dürfte 2024 mit rund 3 % etwas höher als die Gesamtrate liegen. Zu den Inflationsrisiken gehören neben Effekten aus den stets schwankungsanfälligen Energie- und Lebensmittelpreisen insbesondere Unwägbarkeiten bezüglich der Höhe des zukünftigen Lohnwachstums und dessen Wirkung auf die Inflation.

Lohnwachstum stabilisiert den privaten Konsum

Auch wenn eine kräftige Lohnentwicklung ein Risiko für das Erreichen des Inflationsziels der EZB darstellt, dürfte sie in den nächsten Quartalen über eine Erholung des privaten Konsums vor allem eine Antriebskraft für die Konjunktur sein. Das Wachstum der Effektivverdienste je Beschäftigten lag im ersten Quartal 2023 laut Bundesbank bei kräftigen 5,7 % und angesichts des Ausmaßes der letzten Tarifabschlüsse sowie des auch bei einer schwachen Konjunktur noch immer stark ausgeprägten Fachkräftemangels ist in den nächsten Quartalen ein ähnlich hohes Lohnwachstum zu erwarten. Bei einer mindestens stabilen Entwicklung der Erwerbstätigen im Prognosezeitraum und einer weiter nachlassenden Inflation folgt daraus eine beträchtliche Steigerung der Lohnsumme, die der Kaufkraft der Haushalte in den nächsten Quartalen wieder einen Zuwachs beschern wird. Einen zusätzlichen Konsumimpuls bringt voraussichtlich ein leichtes Absinken der Sparquote, die in Deutschland trotz einer beträchtlichen Ersparnisbildung während der Pandemie bisher lediglich auf den Vorkrisenwert gesunken ist. Als Indikator für einen anziehenden Verbrauch hat sich seit Jahresbeginn schon das Konsumklima der privaten Haushalte erholt, wobei dessen Niveau jedoch noch immer unterdurchschnittlich ausfällt.

Geldpolitik bremst weiterhin die Bauinvestitionen

Mit weiteren Rückgängen ist bei den Bauinvestitionen zu rechnen, vor allem im Wohnungsbau, denn hier schlagen die durch die Zinswende der EZB stark erhöhten Finanzierungskosten besonders ein. Hinzu kommen persistent hohe Baukosten, trotz deutlich verringerter Lieferengpässe, und die nach einer jahrzehntelangen Aufwärtsbewegung sehr hohen Grundstückspreise. Sowohl die Auftragseingänge im Bauhauptgewerbe als auch die Baugenehmigungen zeigen entsprechend steil nach unten: Während die Auftragseingänge im Durchschnitt der letzten drei verfügbaren Monate um 12 % unter dem Vorjahreswert lagen, sind die Baugenehmigungen insgesamt sogar um 35 % abgetaucht. Stabilisierend auf die Bauinvestitionen wirkt lediglich der in den Jahren bis 2022 akkumulierte Auftragsbestand sowie Maßnahmen zur energetischen Sanierung. Zu einer Trendwende im Bau dürfte es erst nach dem Ende des Prognosezeitraums kommen, da die Finanzierungskosten bis 2025 voraussichtlich zurückgehen und die Grundstückspreise ein Stück weit nachgegeben dürften.

Geringfügiger Zuwachs der Unternehmensinvestitionen

Die Geldpolitik bremst auch die Unternehmensinvestitionen – laut des Bank Lending Survey der Bundesbank ist das derzeitige Zinsniveau der größte Treiber einer seit Ende 2022 markant rückläufigen Unternehmenskreditnachfrage. Laut den

Konjunkturumfragen des ifo Instituts und des IW Köln rechnete die Mehrheit der deutschen Unternehmen im Frühjahr 2023 aber dennoch mit einer Zunahme ihrer Investitionen in diesem Jahr. Die inzwischen stark eingetrübten Geschäftserwartungen der Unternehmen dürften die Investitionstätigkeit zwar hemmen. Aufgrund drängender Investitionsbedarfe insbesondere für die Energiewende, Klimaneutralität und Digitalisierungsprojekte sowie einer aufgestauten Nachfrage bei den ehemals von Lieferschwierigkeiten blockierten Investitionsgüterherstellern ist in der zweiten Jahreshälfte und im Gesamtjahr 2023 aber immerhin ein moderater Zuwachs der Unternehmensinvestitionen wahrscheinlich. Im kommenden Jahr dürfte sich dann die Investitionstätigkeit infolge der konsumgetriebenen Konjunkturerholung etwas beschleunigen. Die Investitionen des Staats werden wohl insbesondere aufgrund von steigenden Rüstungsausgaben merklich expandieren.

Exporte vorerst schwach, Aussicht auf Erholung 2024

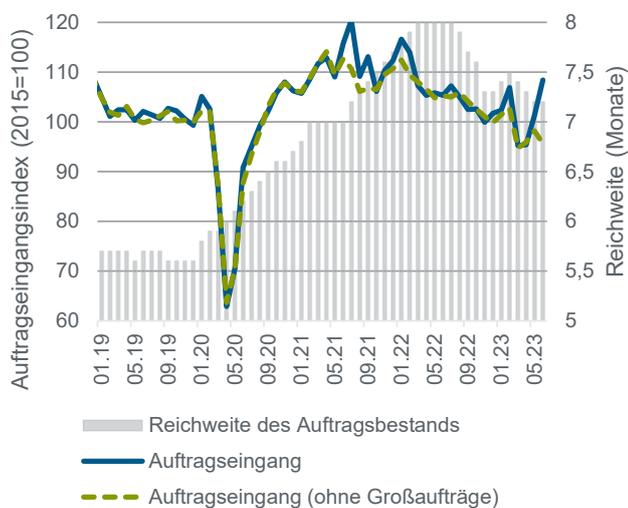
Nach einer Besserung zu Jahresbeginn sind die vom ifo Institut abgefragten Exporterwartungen der deutschen Industrieunternehmen zuletzt wieder deutlich gefallen. Vor allem die Konjunktur in China hat zuletzt enttäuscht, denn der anfängliche Wachstumsschub infolge der Aufgabe der Zero-Covid-Politik ist schnell verpufft, während Belastungsfaktoren wie die Probleme im Immobiliensektor anhalten. Die US-Konjunktur erwies sich indes als überraschend robust gegenüber der geldpolitischen Straffung durch die Fed und die Wahrscheinlichkeit ist gestiegen, dass eine sanfte Landung gelingt. Dennoch fallen auch hier die Indikatoren für das Verarbeitende Gewerbe eher schwach aus und für das BIP-Wachstum ist mindestens mit einer starken Verlangsamung in der zweiten Jahreshälfte zu rechnen. Für die Weltwirtschaft insgesamt rechnen wir 2023 und 2024 mit einem relativ flauen Wachstum von 3,0 % und 2,9 %. Kaufkraftgewinne der Verbraucher aufgrund überdurchschnittlicher Lohnzuwächse bei einem gleichzeitig deutlich nachlassenden Preisdruck dürften im Laufe von 2024 aber zu einer wieder anziehenden Wachstumsdynamik bei wichtigen Handelspartnern führen. Nach dem Ende des Prognosezeitraums kommt dann durch eine 2024 beginnende globale geldpolitische Lockerung voraussichtlich noch ein Aufwind für die Investitionsgüternachfrage hinzu. Weil mit der prognostizierten Konsumerholung in Deutschland jedoch auch die Importnachfrage zunehmen wird, dürfte der Außenbeitrag 2024 in etwa neutral ausfallen, während er das Wachstum 2023 aufgrund von im Gesamtjahr voraussichtlich leicht sinkenden Importen rechnerisch erhöht.

Entstehungsseite: Auftragsbestand stabilisiert Produktion

Im Dienstleistungsbereich dürfte sich der schon im Jahr 2021 begonnene Aufschwung abschwächen, aber mit einem verminderten Tempo fortsetzen. Da die Einzelhandelsumsätze inzwischen weit unter dem Vorkrisentrend liegen und die post-pandemische Rückverschiebung des Konsums von Gütern zu Dienstleistungen weit fortgeschritten ist, dürfte der Handel außerdem zu einem leichten Wachstum zurückfinden. Deutlich schlechter sind dagegen die Aussichten für das Baugewerbe, dessen Wertschöpfung voraussichtlich ungefähr im Gleichlauf mit den Bauinvestitionen schrumpfen wird. Ähnlich schlecht sind die Aussichten für das Verarbeitende Gewerbe, wenn allein die Auftragseingänge und Stimmungskennindikatoren betrachtet werden. Zwar hat sich der vom statistischen Bundesamt erfasste Auftragseingang im zweiten Quartal dank deutlicher Anstiege im Mai und Juni insgesamt positiv entwickelt, exklusive

der volatilen und nur langsam produktionswirksam werdenden Großaufträge hat sich jedoch der schon seit Anfang 2022 laufende Abwärtstrend fortgesetzt. Der aus diversen Unterindikatoren zusammengesetzte Manufacturing PMI sowie die ifo Geschäftserwartungen sind außerdem sehr negativ und auch die in ihrer Prognosequalität recht guten ifo Produktionserwartungen sind inzwischen wieder abwärtsgerichtet. Als bedeutender Hersteller von Investitionsgütern dürfte die deutsche Industrie durch die globale geldpolitische Straffung und die Konjunkturschwäche Chinas gerade besonders gebremst werden und in den energieintensiven Industriezweigen bleibt die preisliche Wettbewerbsfähigkeit eine große Herausforderung.¹ Ungeöhnlich hoch bleibt aber der Auftragsbestand: Sowohl in der Befragung des Statistischen Bundesamts als auch in der Umfrage des ifo Instituts geben die Unternehmen an, dass die Reichweite der Aufträge noch immer deutlich höher ist als im langjährigen Durchschnitt vor der Pandemie (Destatis: +1,9 Monate; ifo: +1,5 Monate). Wenn die Unternehmen ihren Auftragsbestand in nächster Zeit lediglich auf ein übliches Niveau zurückfahren, müsste es also noch genug Pulver für den Ausgleich von zunächst weiter rückläufigen Neuaufträgen geben. Da sich die verbleibenden Produktionsbehinderungen durch Materialmangel in den nächsten Quartalen auflösen sollten, rechnen wir entsprechend mit einer in etwa stabilen Produktion. Durch die prognostizierte Konsumerholung gepaart mit der wohl bald abgeschlossenen Konsumverschiebung dürfte dann im Laufe von 2024 auch die Industriegüternachfrage wieder etwas anziehen.

Grafik 3: Auftragslage im Verarbeitenden Gewerbe



Quelle: Destatis.

Deutsches Wachstum: -0,4 % 2023, +0,8 % 2024

Unterm Strich rechnen wir in den kommenden Quartalen mit einer konjunkturellen Trendwende vor allem aufgrund einer Wiederbelebung des privaten Konsums. Für das laufende Quartal sind die Frühindikatoren zwar negativ, der noch immer hohe Auftragsbestand dürfte die Produktion aber so weit stabilisieren, dass eine Stagnation wahrscheinlicher ist als ein deutliches Minus. Im Jahresverlauf wird das Bruttoinlandsprodukt somit in etwa stagnieren. Wegen der Schrumpfung am Ende des Vorjahres (statistischer Unterhang) und der Tatsache, dass 2023 rund 2 Arbeitstage weniger zur Verfügung stehen als 2022 (Kalendereffekt), dürfte das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt im Gesamtjahr aber um 0,4 % unter dem Vorjahr liegen (Vorprognose: -0,3 %). Ausgehend davon, dass sich das

quartalsweise Wachstum in der Mitte des kommenden Jahres dann etwas beschleunigt, rechnen wir für 2024 mit einem realen Wachstum von 0,8 % (Vorprognose: +1,0 %).

Klimapolitischer Handlungsdruck weiter hoch

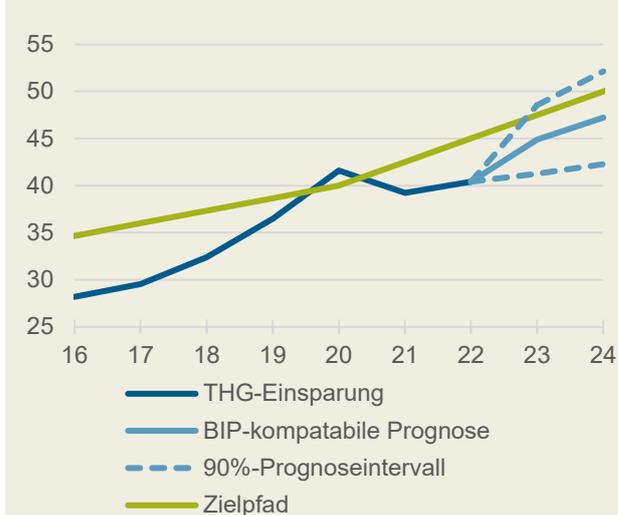
Der klimapolitische Handlungsdruck bleibt hoch. Nach unserem mit der Herbstprognose 2022 neu eingeführten Indikator, dem Ökologischen Preisschild für das BIP, impliziert unsere aktuelle Konjunkturprognose, dass der Ausstoß von Treibhausgasen im laufenden und dem kommenden Jahr um 5 beziehungsweise knapp 6 % höher sein wird, als es dem interpolierten Zielpfad einer Einsparung von 65 % bis 2030 gegenüber dem Niveau von 1990 entspricht (siehe Box).

Box: Ökologisches Preisschild für das BIP

Das Wirtschaftswachstum hat vielfältige soziale und ökologische Folgen, die in gängigen Konjunkturprognosen zumeist ausgeblendet werden. Es ist eine notwendige, aber keine hinreichende Bedingung für nachhaltigen Wohlstand, wie uns die steigenden Risiken des Klimawandels drastisch vor Augen führen. Die globale Erderwärmung stellt eine Bedrohung der natürlichen Lebensgrundlagen des Menschen und damit auch der wirtschaftlichen Aktivitäten dar. Deshalb ist es höchste Zeit, die Folgen des Wirtschaftens umfassender und rigoroser als bisher in den Blick zu nehmen, gerade was Umwelt- und Klimaeffekte angeht. Hierfür haben wir einen einfachen Ansatz entwickelt, um den zu erwartenden Ausstoß von Treibhausgasen (THG) systematisch in unsere Konjunkturprognose für Deutschland zu integrieren.²

Grafik 4: THG-Ausstoß in Deutschland

Einsparung gegenüber 1990 in Prozent



Quelle: Destatis, Eurostat, KfW Research

Ausgangspunkt ist eine Identitätsgleichung, wonach der Ausstoß von THG insgesamt das Produkt von BIP und dem Ausstoß von THG je Einheit BIP ist, also der THG-Intensität. Das BIP entnehmen wir unserer Konjunkturprognose, die voraussichtliche Entwicklung der THG-Intensität schätzen wir über eine lineare Trendextrapolation ab. Ausführlich dargestellt wird unser Ansatz [hier](#). Er erlaubt es, den unter den gegenwärtigen Rahmenbedingungen zu erwartenden THG-Ausstoß mit den politisch gesetzten Minderungszielen zu vergleichen, die für Deutschland bis 2030 eine Einsparung

von 65 % gegenüber dem Niveau von 1990 verlangen (siehe Grafik 4). Dies schärft das Bewusstsein für den Trade-off zwischen mehr Gütern und Einkommen einerseits und der Beanspruchung zentraler Naturressourcen andererseits. Wir versehen das BIP sozusagen mit einem ökologischen Preisschild, das anzeigt, wieviel uns als Gesellschaft das erwartete Wachstum in Form klimaschädlicher THG-Emissionen voraussichtlich kosten wird.

Ausgehend von unserer neuen Konjunkturprognose sagt das Ökologische Preisschild voraus, dass der Ausstoß im laufenden und im kommenden Jahr sinken wird, jedoch weniger als angestrebt. So wird der THG-Ausstoß Deutschlands im Jahr 2023 voraussichtlich um rund 33 Mio. t CO₂-Äquivalente oder 5 % und 2024 um rund 35 Mio. t CO₂-Äquivalente oder knapp 6 % höher sein, als es der politische Zielpfad für die Einsparungen vorgibt (siehe Tabelle 1). Der vorhergesagte jahresdurchschnittliche Mehrausstoß entspricht nahezu den Gesamtemissionen der Slowakei im Jahr 2020 (37 Mio. t CO₂-Äquivalente).

Tabelle 1: THG-Ausstoß und politischer Zielpfad
Millionen Tonnen CO₂-Äquivalente

	2021	2022	2023	2024
Ist/Prognose	760	746	690	661
Zielpfad	719	688	657	626
Abweichung Ist/Prognose vom Zielpfad				
Absolut	41	57	33	35
Prozent	5,7	8,3	5,0	5,6

Quelle: Destatis, Eurostat, KfW Research

Wie jede Prognose ist auch das Ökologische Preisschild für das BIP mit Prognoserisiken verbunden. Unter Bezugnahme auf das in der Grafik 4 dargestellte 90%-Prognoseintervall, das aus den historischen Prognosefehlern unseres Ansatzes abgeleitet ist, erscheint die Aussage einer Verfehlung der Einsparziele im Prognosezeitraum empirisch gut abgesichert.

Eurozone wächst 2023 um 0,7 % und 2023 um 1,0 %

Mit einem Plus von 0,3 % im zweiten Quartal hat Eurostat für den Euroraum ein überraschend robustes Wachstum ausgewiesen, nachdem die Eurowirtschaft im ersten Quartal noch stagniert hatte. Die Varianz der Wachstumsraten zwischen den einzelnen Euroländern war im Frühjahr allerdings sehr groß und die beiden kleinen Mitgliedstaaten Irland und Litauen hatten mit Wachstumsraten von jeweils rund 3 % einen erheblichen Anteil am guten Ergebnis. Innerhalb der vier größten Euroländer konnte Frankreich mit +0,5 % das höchste Wachstum aufweisen, dicht gefolgt von Spanien mit 0,4 %. Italien schrumpfte recht deutlich um 0,3 %, aber hat zuvor im ersten Quartal mit +0,6 % auch ein sehr hohes Wachstum verzeichnet.

Für das Sommerquartal deuten die Frühindikatoren wie der Einkaufsmanagerindex (Composite PMI) oder der Economic Sentiment Index eine ähnlich deutliche Konjunkturertrübung im gesamten Euroraum an wie in Deutschland. Innerhalb der großen Vier schneidet Spanien allerdings relativ gut ab, was sowohl an einem boomenden Tourismus als auch an einer robusten Entwicklung der spanischen Industrie liegt. Italien genießt derweil durch hohe Zuweisungen aus dem Recovery-

Fund der EU eine Sonderkonjunktur, kann ihr Potenzial allerdings nur unvollständig ausreizen und dürfte durch das Auslaufen von hohen Subventionen für die energetische Gebäudesanierung in Zukunft etwas geringere Wachstumsraten aufweisen als während des Baubooms der letzten beiden Jahre. In Frankreich, das insbesondere durch einen hohen Dienstleistungsanteil am Bruttoinlandsprodukt sowie starker Staatseingriffe zur Senkung der Energiepreise gut durch die Angebotschocks des vergangenen Jahres gekommen ist, haben sich die auf Unternehmensbefragungen basierenden Aktivitätsindikatoren in den letzten Monaten besonders stark eingetrübt. Vorerst dürfte es hier zu einer leichten Schrumpfung kommen, bevor wieder ein moderates konsumgetriebenes Wachstum einsetzen dürfte.

Für den Euroraum insgesamt rechnen wir im laufenden Quartal in etwa mit einer Stagnation, gefolgt von einem langsamen Wachstum und dann einer Beschleunigung gegen Ende des Prognosezeitraums. Im Gesamtjahr 2023 ergibt sich insbesondere durch die bessere erste Jahreshälfte sowie den statistischen Überhang aus dem Vorjahr eine mit 0,7 % deutlich höhere Wachstumsrate des realen BIP als für Deutschland. Im kommenden Jahr 2024 dürfte das Wachstum im Euroraum dann bei 1,0 % liegen. Die jahresdurchschnittlichen Inflationsraten im Euroraum erwarten wir 2023 bei 5,5 % und 2024 bei 2,3 %.

Tabelle 2: Preisbereinigtes BIP-Wachstum in der Eurozone

Prozent gegenüber Vorjahr

	DE	FR	IT	ES	EZ
2021	3,2	6,4	7,0	5,5	5,5
2022	1,8	2,5	3,8	5,5	3,4
2023	-0,4	0,7	0,8	2,3	0,7
2024	0,8	0,7	0,6	1,4	1,0

Quelle: Destatis, Eurostat, KfW Research

Prognoserisiken überwiegend abwärtsgerichtet

Neben den militärischen und geopolitischen Risiken durch Russlands Invasion in die Ukraine gehören die Entwicklungen an den Energiemärkten weiterhin zu den größten Unwägbarkeiten der Konjunkturprognose. Hier wird unterstellt, dass sich der Gaspreis bis 2024 entlang der aktuellen Terminkurse entwickelt. D. h. ausgehend vom aktuellen Spotpreis von rund 30 EUR im Durchschnitt der ersten Augusthälfte wird ab Herbst 2023 bis Ende 2024 mit einem moderaten Anstieg auf etwa 50 EUR je MWh gerechnet. Bei einem Abbruch aller russischen Erdgaslieferungen in die EU oder einem außergewöhnlich kalten Winter 2023/2024 könnten die Preise deutlich stärker als erwartet anziehen und damit die Realwachstums- und Inflationsaussichten verschlechtern. Eine Erdgasmangellage im Winter 2023/2024 ist angesichts der Sparerfolge und hohen Speicherfüllstände in Deutschland inzwischen unwahrscheinlich, bei ungünstigen Konstellationen jedoch noch immer möglich, insbesondere wenn es zu einem Ausfall der Pipelinelieferungen aus Norwegen käme, etwa aufgrund von Sabotage.

Unwägbarkeiten bestehen außerdem über die Auswirkungen der geldpolitischen Straffung. Erstens geschieht die Transmission von geldpolitischen Impulsen auf die Realwirtschaft und insbesondere die Inflation langsam und in unsicherem Ausmaß, was ein Über- oder Untersteuern der Zentralbanken

begünstigt. Zweitens demonstrieren die Bankturbulenzen in den USA im Frühjahr 2023, dass bei einer rapiden Zinswende unerwünschte Nebeneffekte auftreten können. Europäische Banken haben laut dem Finanzstabilitätsbericht der EZB ihre Zinsrisiken zwar überwiegend abgesichert und wären außerdem gut kapitalisiert, um auch steigende Kreditausfälle abzufangen. Es ist aber durchaus möglich, dass sich im Laufe der langen Niedrigzinsphase bislang unerkannte Bruchstellen im Finanzsystem aufgetan haben.

Hinzu kommt, dass sich die Inflation auch unabhängig von der Wirkung der Geldpolitik als persistenter erweisen könnte als von uns erwartet. So könnten die Lohnsteigerungen noch stärker ausfallen als von uns unterstellt oder die privaten Haushalte – anders als bisher – auf die erheblichen Überschusserparnisse zurückgreifen, die sie während der Pandemie angehäuft haben. Beides würde zu einem deutlich höheren

Konsum- und Wirtschaftswachstum verhelfen, aber wohl auch zu einer noch restriktiveren Geldpolitik führen, was wiederum starke Bewertungskorrekturen bei Vermögenswerten wie Immobilien und Probleme im Finanzsystem verursachen könnte.

Schließlich bleibt die deutsche Wirtschaft wegen ihrer starken Integration in internationale Wertschöpfungsketten sowie des hohen Anteils der Exporte am BIP besonders verwundbar, sobald geopolitische Risiken schlagend werden. So könnte eine starke Einschränkung des Handels mit China, etwa in Verbindung mit dem Krieg in der Ukraine oder dem Taiwan-Konflikt, zu deutlichen Einbußen insbesondere für das Verarbeitende Gewerbe führen. Ein globales Wachstumsrisiko besteht außerdem, falls sich die schon lange schwelenden Probleme am chinesischen Immobilienmarkt zu einer tieferen Wirtschaftskrise in Fernost zuspitzen sollten.

¹ Vgl. Scheuermeyer, P. (2023), Wettbewerbsfähigkeit nach dem Gaspreisschock: Auf Energiepreise und Effizienz kommt es an, Fokus Volkswirtschaft Nr. 434, KfW Research.

² Vgl. Borger, K. (2022), Die BIP-Prognose und der Ausstoß von Treibhausgasen – ein integrierter Ansatz, Fokus Volkswirtschaft Nr. 400, KfW Research.