

»» Aufschwung mit Risiken

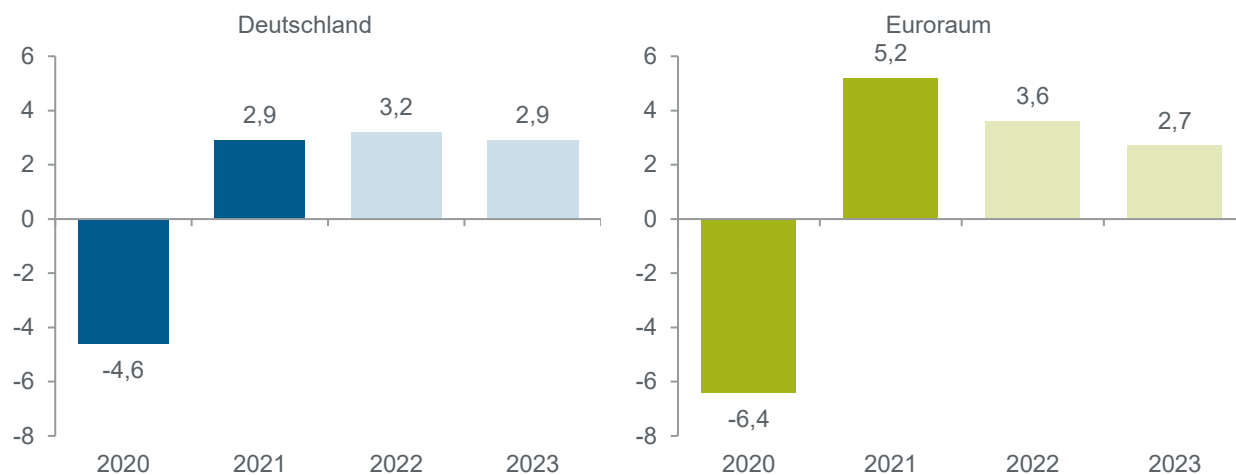
25. Februar 2022

Autor: Dr. Philipp Scheuermeyer, Telefon 069 7431-4017, philipp.scheuermeyer@kfw.de
Pressekontakt: Christine Volk, 069 7431-3867, christine.volk@kfw.de

- Die deutsche Wirtschaftsleistung ist im vierten Quartal 2021 um 0,3 % geschrumpft, denn die schwierige Pandemiesituation hat einige Dienstleistungsbereiche deutlich belastet. Das BIP der Eurozone wuchs dagegen um 0,3 %.
- Der Jahresauftakt wurde von der Omikron-Welle verhagelt. Trotz der aktuellen Lockerungen in Deutschland und einigen anderen Euroländern dürfte das Wachstum im laufenden Quartal allenfalls schwach ausfallen.
- Ab dem Frühling nimmt das Quartalswachstum aber wieder Fahrt auf. Der Auftragsbestand der Industrie sorgt bei nachlassenden Engpässen für ein deutliches Produktionsplus. Mit weniger Eindämmungsmaßnahmen zieht zudem der Dienstleistungskonsum an.
- KfW Research erwartet, dass das deutsche BIP 2022 um 3,2 % wachsen wird. Sein Vorkrisenniveau wird das BIP im zweiten Quartal 2022 übertreffen. Mit einem Zuwachs um 2,9 % dürfte es sich Ende 2023 dem Vorkrisentrend annähern, die Quartalswachstumsraten werden aber deutlich abflachen.
- Aufgrund eines größeren statistischen Überhangs aus dem Vorjahr wird die Eurozone 2022 voraussichtlich eine höhere Wachstumsrate ausweisen als Deutschland (KfW Prognose: +3,6 %). Im kommenden Jahr verhält es sich dann umgekehrt (+2,7 %).
- Prognoserisiken sind die Folgen der Eskalation des Russland-Ukraine-Konflikts, eine Verstärkung der zu hohen Inflation, die Pandemie sowie anhaltende Lieferkettenprobleme.

Grafik 1: Wachstum des Bruttoinlandsprodukts in Deutschland und der Eurozone

Prozent gegenüber Vorjahr, preisbereinigt



Quellen: KfW Research, Destatis

Deutsches BIP im Herbst deutlich geschrumpft

Das deutsche preis-, saison- und kalenderbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) schrumpfte im vierten Quartal 2021 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal. Hier schlägt sich vor allem die kritische Pandemielage während der Delta-Welle mit zahlreichen schweren Covid-Fällen und dementsprechend hoch ausgelasteten Intensivstationen nieder. Staatlich angeordnete Maßnahmen, wie die Einschränkung des Nachtlebens oder weitreichende 2G-Regeln haben zusammen mit einer freiwilligen Zurückhaltung aus Angst vor Ansteckungen den privaten Konsum belastet. Mit einem Rückgang um 1,8 % trug er erheblich zur Schrumpfung des Bruttoinlandsprodukts bei (Wachstumsbeitrag: -0,9 Prozentpunkte). Vor allem kontaktintensive Branchen, die in den Wirtschaftsbereichen „Handel, Verkehr und Gastgewerbe“ (-1,6 %) sowie „sonstige Dienstleister“ (-10 %) enthalten sind, mussten erhebliche Wertschöpfungsverluste hinnehmen. Im besonders betroffenen Gastgewerbe etwa fielen die Umsätze im Dezember auf nur noch 58 % des Vorkrisenniveaus. Einen beträchtlichen Rückgang der Wertschöpfung um 3,9 % gab es aber auch im Wirtschaftsbereich „Öffentliche Dienstleister, Erziehung, und Gesundheit“. Dagegen legte die Wertschöpfung im Verarbeitenden Gewerbe wieder zu (+1,9 %), nachdem sie in den vorausgegangenen Quartalen durch Engpässe bei einigen Materialien und Vorprodukten geschrumpft war. Gerade die gewichtige Automobilindustrie, die seit Jahresbeginn 2021 durch einen Mangel an Halbleitern auch besonders stark ausgebremst wurde, konnte ihre Produktion im Herbst erheblich steigern.

Trotz des Minus im Schlussquartal ist das preisbereinigte Wachstum im Gesamtjahr 2021 aber mit +2,9 % (auch kalenderbereinigt) höher ausgefallen als wir in unserer Herbstprognose erwartet hatten. Ursächlich waren deutliche Aufwärtsrevisionen, die das Statistische Bundesamt an den Wachstumsraten im ersten Halbjahr vorgenommen hat. Auch die aktuell gemeldete Rate im vierten Quartal dürfte angesichts der großen statistischen Unsicherheit in der Corona-Krise noch revisionsanfällig sein.

Ein gedämpfter Jahresauftakt

Durch die rasante Ausbreitung der Omikron-Variante hat die Pandemie auch den Jahresauftakt verhagelt, nachdem die Delta-Welle erwartungsgemäß im Dezember abgeklungen ist. Mit den zunächst starken Einschränkungen und den schrittweisen Lockerungen ab Mitte Februar, wie etwa der bundesweiten Aufhebung der 2G-Regel im Einzelhandel, ist das Quartal zweigeteilt. Insgesamt sind die staatlichen Einschränkungen für kontaktintensive Dienstleistungen aber ähnlich wie im Vorquartal, das auch den noch wenig beschränkten Oktober enthielt. Zahlreiche Arbeitsausfälle dürften die Wirtschaftsleistung ebenfalls etwas beeinträchtigen, denn allein durch die gemeldeten Infektionen fallen im Quartalsmittel etwa 1% der Erwerbstätigen aus.ⁱ Der von Google bereitgestellte tägliche Mobilitätsindex für den Einzelhandel, die Gastronomie und diverse Freizeiteinrichtungen liegt allerdings schon seit Januar wieder im Aufwärtstrend und die Aktivitätsindikatoren aus der ifo Konjunkturumfrage und der Einkaufsmanagerbefragung von Markit (Composite PMI) deuten seit Februar wieder einheitlich auf Wachstum hin. Alles in allem rechnen wir im laufenden Quartal auch mit Blick auf die Entwicklungen in der Ukraine (siehe Risikoabschnitt) mit einer allenfalls geringfügig wachsenden Wirtschaftsleistung.

Aber ab dem Frühling wird weiter aufgeholt

Im Frühling und Sommer wird dann voraussichtlich ein kräftiges Aufholwachstum folgen. Die für Ende März geplante Aufhebung der allermeisten Eindämmungsmaßnahmen dürfte den privaten Konsum und die pandemiegeplagten Dienstleistungsbranchen beflügeln, wo das Aufholpotenzial noch immer groß ist. Sehr hohe Energiepreise belasten zwar die Kaufkraft. Ihr negativer Impuls auf das BIP dürfte aber im Jahresverlauf nachlassen, zumal die privaten Haushalte teilweise über erhebliche Überersparnisse aus Zeiten des Lockdowns verfügen, mit denen die Kaufkraftverluste abgefedert werden können.ⁱⁱ Viel Luft nach oben hat außerdem das Verarbeitende Gewerbe, dessen Auftragsbestände bei einer kräftigen Nachfrage und gleichzeitig durch Materialengpässe gehemmten Produktion im vergangenen Jahr monatlich neue Rekordstände erreicht haben. Allein mit dem Abarbeiten der aufgestauten Aufträge wären die Industriebetriebe bei gleichbleibendem Umsatz inzwischen über 7,7 Monate beschäftigt. Insbesondere aufgrund einer zunehmenden Investitionsbereitschaft dürfte die Nachfrage nach deutschen Industriegütern aber auch 2022 hoch bleiben. Eine von der Europäischen Kommission im Oktober und November durchgeführte Managementbefragung zeigt etwa, dass eine klare Mehrheit der europäischen Industrieunternehmen 2022 eine Steigerung der Investitionstätigkeit plant.ⁱⁱⁱ Die Geschäftserwartungen im Verarbeitenden Gewerbe und auch die im Rahmen der Einkaufsmanagerbefragung gemeldeten Auftragseingänge deuten außerdem bis zuletzt nach oben.

Laut einer Schätzung des Internationalen Währungsfonds hätte das deutsche BIP 2021 ohne Angebotsschocks im Verarbeitenden Gewerbe um ganze 2,5 % höher ausfallen können.^{iv} Und auch 2022 wird das Wachstum in der Industrie wohl noch angebotsseitig bestimmt. Ausgehend von einer abnehmenden pandemiebedingten Einschränkung der globalen Produktion und Warenlogistik, einer Rückverschiebung des Konsums hin zu Dienstleistungen sowie den schon erfolgten Erweiterungsinvestitionen bei den Herstellern knapper Vorprodukte dürften sich die Materialengpässe im Jahresverlauf aber soweit bessern, dass auch vom Verarbeitenden Gewerbe ein deutlicher Wachstumsschub kommt. Einige Indikatoren wie der Betroffenheitsindex des ifo Instituts oder die in der Einkaufsmanagerbefragung erfassten Lieferzeiten signalisieren bereits seit dem Jahreswechsel eine leichte Besserung der Versorgungslage.^v Unternehmens- und Expertenbefragungen zeigen außerdem, dass mehrheitlich zumindest ab der zweiten Jahreshälfte 2022 mit einer Entspannung der Lieferkettenprobleme gerechnet wird.^{vi}

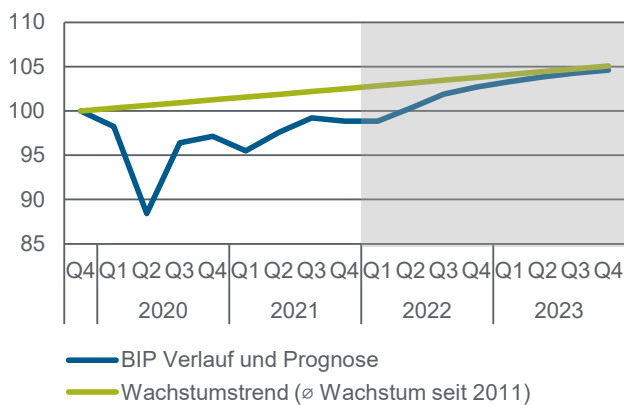
BIP-Prognose Deutschland: 2022 +3,2 %; 2023 +2,9 %

Alles in allem wird das deutsche BIP 2022 mit +3,2 % (auch kalenderbereinigt) voraussichtlich stärker wachsen als 2021, aber weniger stark als noch in unserer Vorprognose vom November erwartet wurde (+4,4 %). Ein Grund dafür ist, dass die Revisionen an den vergangenen Quartalen auch die im laufenden Jahr zu erwartende Wachstumsrate schmälern: Der statistische Überhang, also der aus dem Jahr 2021 mitgenommene Schwung, ist heute geringer als im November prognostiziert. Hinzu kommt der durch das Auftreten von Omikron gedämpfte Jahresstart, die hohen Energiepreise sowie ein voraussichtlich etwas langsamerer Abbau der Lieferengpässe. Ganz auflösen werden sich letztere voraussichtlich erst im Jahr 2023, sodass sich ein Teil des Aufholwachstums in der Industrie weiter nach

hinten verschiebt. In Kombination mit einem erheblichen statistischen Überhang aus dem laufenden Jahr dürfte daher auch 2023 nochmals eine hohe Wachstumsrate von 2,9 % ausweisen (kalenderbereinigt: 3,0 %), allerdings bei deutlich abflachenden Quartalswachstumsraten. Nachdem das Bruttoinlandsprodukt sein Vorkrisenniveau voraussichtlich im zweiten Quartal 2022 überschreitet, dürfte es sich dem Wachstumstrend von vor der Krise Ende 2023 annähern. Eine anhaltende Rückkehr auf den alten Wachstumstrend ist jedoch schwierig, da das allmähliche Ausscheiden der geburtenstarken Jahrgänge aus dem Erwerbsleben das Potenzialwachstum in diesem Jahrzehnt zunehmend belastet.^{vii}

Grafik 2: BIP-Verlauf in Deutschland

Preis-, saison- und kalenderbereinigt; Q4 2019=100



Quelle: Destatis, KfW Research

Euroraum-BIP hat Vorkrisenniveau erreicht

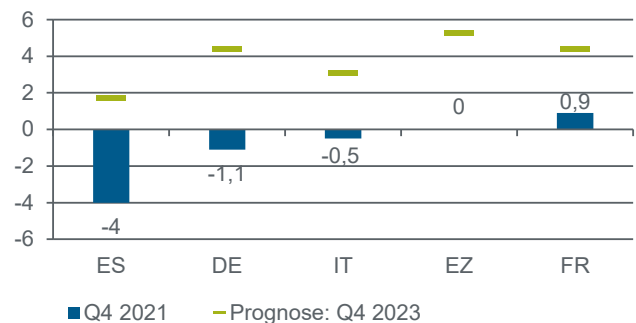
Während das deutsche BIP im Herbst schrumpfte, legte die Wirtschaftsleistung in der Währungsunion um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal zu. Im Gesamtjahr 2021 ist das reale Euroraum-BIP um 5,2 % gewachsen. Insbesondere kräftige Wachstumsraten in den übrigen drei großen Euroländern zogen die Währungsunion nach oben: Das Quartalswachstum war in Spanien mit 2,0 % am stärksten, in Frankreich (+0,7 %) und Italien (+0,6 %) noch kräftig. In erster Linie erklärt die unterschiedliche Pandemiesituation die Divergenzen im Herbst. Mancherorts hatte die Delta-Welle schon im Sommer ihren Scheitel überschritten und dank höherer Impfquoten waren die Krankheitslast sowie die ergriffenen Eindämmungsmaßnahmen im Euroraum überwiegend geringer als hier zu Lande. Im Gesamtjahr wurde die deutsche Wirtschaft durch einen großen Industrieanteil und einem hohen Gewicht der besonders betroffenen Automobilindustrie aber auch am stärksten von Lieferengpässen ausgebremst. Trotz eines geringeren Einbruchs im Jahr 2020 lag das deutsche BIP daher in Q4 2021 noch um 1,1 % unter dem Vorkrisenniveau von Q4 2019, während die Wirtschaftsleistung des Euroraums das Vorkrisenniveau genau erreicht hat. Der Jahresstart dürfte dagegen auch im übrigen Euroraum missglückt sein. Angesichts explodierender Infektionszahlen wurden die Eindämmungsmaßnahmen um den Jahreswechsel herum leicht verschärft und die Nachfrage in kontaktintensiven Dienstleistungsbereichen ist zurückgegangen. Bei besonders hohen Infektionszahlen stellen außerdem gerade in Frankreich infektionsbedingte Arbeitsausfälle einen signifikanten Belastungsfaktor dar.

BIP-Prognose Euroraum: +3,6 % 2022 und +2,7 % 2023

Durch das deutlich höhere Wachstum am Ende des vergangenen Jahres beginnt der Euroraum das laufende Jahr mit einem doppelt so großen statistischen Überhang wie Deutschland. Unter dem Strich ist für die Eurozone daher auch im laufenden Jahr ein höheres Wachstum zu erwarten. Wir rechnen für 2022 mit einem preisbereinigten Wachstum von 3,6 %, gefolgt von 2,7 % im Jahr 2023. Das Quartalsprofil wird voraussichtlich ähnlich sein wie in Deutschland, die Quartalswachstumsraten im laufenden Jahr durch ein geringeres Aufholpotenzial im Verarbeitenden Gewerbe aber etwas kleiner ausfallen. Unter den großen Euroländern wird Spanien durch eine Erholung des Tourismus erneut das höchste Wachstum ausweisen. Die Rückführung der Staatsdefizite wird zwar zu einem negativen Fiskalimpuls im Euroraum führen, die Gelder aus dem Wiederaufbaufonds der EU dürften aber dennoch eine solide öffentliche und private Investitionstätigkeit sichern.

Grafik 3: BIP im Verhältnis zum Vorkrisenniveau

Prozentuale Abweichung von Q4 2019



Quelle: Eurostat, KfW Research

Tabelle: Preisbereinigtes BIP-Wachstum

Prozent gegenüber Vorjahr

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

Quelle: Destatis, Eurostat, KfW Research

Aufschwung mit Risiken

Wie alle Prognosen unterliegt auch unsere zahlreichen Unwägbarkeiten, die zu höheren oder niedrigeren Wachstumsraten führen können. Zu den besonders akuten Risiken für Deutschland und den Euroraum gehören die Folgen des russischen Angriffs auf die Ukraine, die hohe Inflation, Entwicklungen in China sowie die Pandemieentwicklung hier zu Lande:

- In unserer oben diskutierten Prognose wird unterstellt, dass eine russische Invasion in die Ukraine unterbleibt oder der bewaffnete Konflikt auf den Donbass begrenzt ist. Ein offener Krieg treibt dagegen vor allem die Energiepreise und Inflation im Euroraum noch weiter nach oben. Gerade Deutschland, das 58 % seiner Gasversorgung aus Russland bezieht und etwa 14 % seines finalen Energiekonsums allein mit russischem Gas abdeckt,^{viii} ist hiervon betroffen. Neben einer moderaten Belastung der Wirtschaftsleistung durch den Kaufkraftverlust dürfte auch die energieintensive

Produktion beeinträchtigt werden. Im Extremfall könnte es auch zu Energierationierungen kommen, die wohl primär die Industrie betreffen. Laut einer aktuellen EZB-Schätzung verringert eine hypothetische Reduktion der Gasversorgung um 10 % die Bruttowertschöpfung im Euroraum und in Deutschland um etwa 0,7 %.^{ix} Als Handelspartner ist Russland dagegen für die meisten Euroländer wenig bedeutend und auch das direkte Exposure der Banken gegenüber Russland ist überwiegend niedrig.

- Wir gehen wie die Mehrheit der professionellen Beobachter davon aus, dass sich die Inflation im Euroraum ab 2023 in etwa auf dem Zielwert von 2 % einpendelt.^x Die EZB normalisiert die Geldpolitik dementsprechend nur graduell bis hin zu einem niedrigen neutralen Zins, sodass die Finanzierungsbedingungen im Euroraum nur moderat anziehen. Das bestehende Sicherungsnetz von OMT, ESM und der grundsätzlichen Bereitschaft der EZB zur Intervention genügen um die Staatsanleihen-Spreads im Zaum zu halten. Sollte die EZB jedoch übersteuern oder sich die sehr hohe Inflation verstetigen – etwa durch eine Lohn-Preis-Spirale – könnte das die Investitionstätigkeit im Euroraum abwürgen und eine strikte Austeritätspolitik in den hochverschuldeten Mitgliedstaaten erzwingen, bis hin zu einer Neuaufgabe der Staatsschuldenkrise zu Beginn des letzten Jahrzehntes.
- Ein erhebliches Risiko für die Weltwirtschaft geht von der Pandemieentwicklung in China aus. Das Land dürfte mindestens bis zum Parteikongress im November bei einer No-Covid Politik mit strikten Eindämmungsmaßnahmen bleiben, die durch die zunehmende Übertragbarkeit von neuen Virusvarianten wie Omikron und den hohen Fallzahlen in der restlichen Welt jedoch erheblich erschwert wird. Als Basisannahme für die vorliegende Prognose gehen wird davon aus,

dass es China durch seine umfangreichen Überwachungssysteme weiterhin gelingt die Infektionszahlen sehr klein zu halten und es durch lokal konzentrierte Eindämmungsmaßnahmen lediglich zu sporadischen Störungen in den globalen Lieferketten kommt. Flächendeckende Lockdowns in China würden dagegen die globalen Lieferengpässe noch deutlich verschärfen. In Kombination mit den Problemen des chinesischen Immobiliensektors würde außerdem eine Wirtschaftskrise mit globalen Auswirkungen drohen.

- Zuletzt gehört das Auftauchen neuer Varianten und die Pandemieentwicklung in Europa und Deutschland nach wie vor zu den wichtigsten Risiken. Hier wurde ein quasi endemischer Zustand unterstellt, indem weiterhin relativ milde Varianten wie Omikron dominieren, sodass in kommenden Infektionswellen, auch im nächsten Herbst und Winter, eine Überlastung des Gesundheitssystems mit geringfügigen Maßnahmen wie etwa einer Maskenpflicht, partiellen Testpflichten oder der Arbeit im Homeoffice vermieden werden kann. Es ist aber ebenfalls möglich, dass sich wieder virulentere Varianten durchsetzen oder neue Infektionswellen mit der Delta-Variante entstehen, vor denen auch überstandene Omikron-Infektionen kaum schützen. Mit der rechtzeitigen Vorbereitung der nächsten Boosterkampagnen und der Einführung einer allgemeinen Impfpflicht, zumindest für die ältere Bevölkerung, hat es die Politik in der Hand, das Risiko von vielen schweren Verläufen, überlasteten Intensivstationen und erneuten Rückschlägen für viele Gewerbetreibende zu minimieren.

ⁱ Vgl. Scheuermeyer, P. (2022), [Arbeitsausfälle durch Omikron summieren sich auf etwa 33 Mio. Tage](#), Volkswirtschaft Kompakt Nr. 217, KfW Research.

ⁱⁱ Vgl. Gunella et al. (2022) Natural gas dependence and risks to euro area activity, ECB Economic Bulletin, Issue 1/2022.

ⁱⁱⁱ Vgl. Box 1.3 aus European Commission (2022). "European Economic Forecast Winter 2022". INSTITUTIONAL PAPER 169.

^{iv} Vgl. Celasun et al. (2022): Supply Bottlenecks: Where, Why, How Much, and What Next?, IMF WP/22/11.

^v Vgl. Materialmangel in der Industrie etwas entschärft | Pressemitteilung | ifo Institut.

^{vi} Vgl. [Etwas weniger Materialmangel in der Industrie | Pressemitteilung | ifo Institut](#); [Lieferengpässe in Deutschland: Plötzlich steht die Produktion still](#) - iwd.de; Celasun et al. (2022): Supply Bottlenecks: Where, Why, How Much, and What Next?, IMF WP/22/11.

^{vii} Vgl. Müller, M. (2021). [Deutschland muss produktiver werden, um die künftigen Herausforderungen zu meistern](#), Fokus Volkswirtschaft Nr. 356, KfW Research.

^{viii} Eurostat Zahlen für das Gesamtjahr 2020.

^{ix} Vgl. Gunella et al. (2022). "Natural gas dependence and risks to euro area activity." ECB Economic Bulletin, Issue 1/2022.

^x Vgl. The ECB Survey of Professional Forecasters – First quarter of 2022 (europa.eu)