

## »» Konjunkturerholung mit angezogener Handbremse

25. Mai 2023

Autoren: Dr. Philipp Scheuermeyer, 069 7431-4017, [philipp.scheuermeyer@kfw.de](mailto:philipp.scheuermeyer@kfw.de)

Dr. Klaus Borger, 069 7431-2455, [klaus.borger@kfw.de](mailto:klaus.borger@kfw.de)

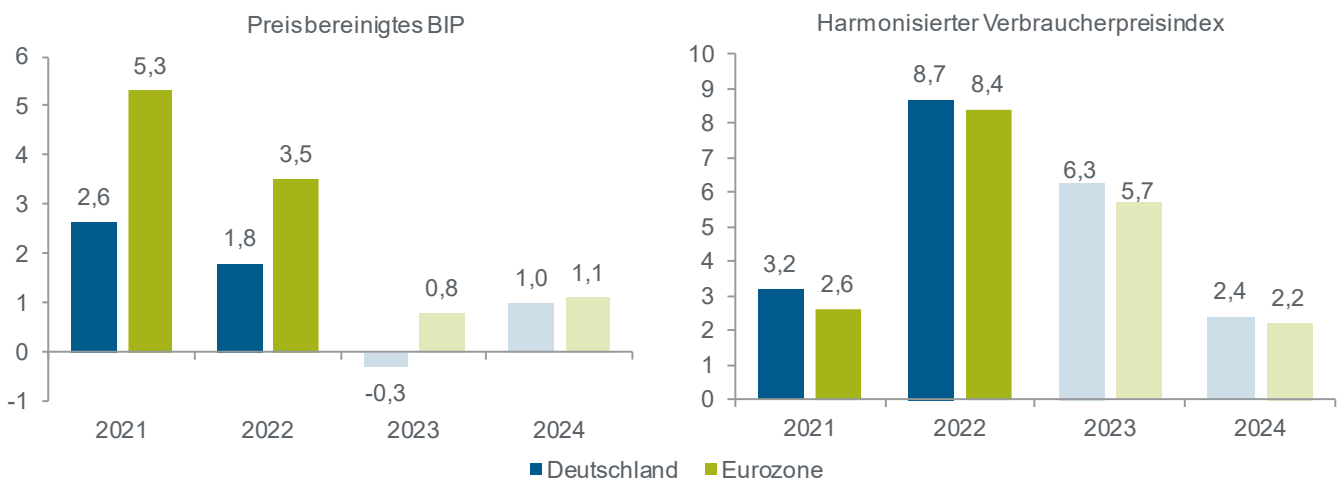
Stephanie Schoenwald, 069 7431-6446, [stephanie.schoenwald@kfw.de](mailto:stephanie.schoenwald@kfw.de)

Pressekontakt: Christine Volk, 069 7431-3867, [christine.volk@kfw.de](mailto:christine.volk@kfw.de)

- Nach einer technischen Rezession im Winterhalbjahr dürfte die deutsche Wirtschaft jetzt wieder auf einen flachen Wachstumspfad einschwenken. Nachlassende Angebotsschocks und anziehendes Lohnwachstum stützen die Konjunktur, doch die Geldpolitik steht angesichts des breiten Inflationsdrucks weiter auf der Bremse.
- Für das Gesamtjahr 2023 erwartet KfW Research weiterhin, dass die deutsche Wirtschaft nur geringfügig schrumpft (-0,3 %). Kalenderbereinigt entspricht das praktisch einer Stagnation. Im Jahr 2024 dürfte das BIP um 1,0 % wachsen. Die Vorprognosen werden damit bestätigt.
- Nach einer Inflationsrate von voraussichtlich 6,3 % 2023 rechnet KfW Research 2024 mit 2,4 % (HVPI). Der Inflationsbeitrag der Energie geht schon deutlich zurück, aufgrund des kräftigen Lohnwachstums wird der Inflationsdruck im Kern aber nur langsam nachgeben.
- Ökologisches Preisschild für das BIP: Bei dem vorhergesagten Konjunkturverlauf wird der deutsche Ausstoß von Treibhausgasen voraussichtlich sinken, jedoch um gut 5 % (2023) beziehungsweise gut 6 % (2024) weniger als politisch angestrebt.
- Die Eurozone bringt mehr Schwung aus dem Vorjahr mit und wird in der ersten Jahreshälfte stärker wachsen als Deutschland. Ihr BIP wird 2023 voraussichtlich um 0,8 % zunehmen und 2024 um 1,1 %. Die Inflation wird bei 5,7 % und 2,2 % erwartet.

### Grafik 1: Wirtschaftswachstum und Inflation

Prozent gegenüber Vorjahr



Quelle: KfW Research, Destatis, Eurostat

### Technische Rezession im Winterhalbjahr

Deutschland konnte einer technischen Rezession im Winterhalbjahr doch nicht entgehen. Nach einer Schrumpfung des preis-, saison- und kalenderbereinigten Bruttoinlandsprodukt (BIP) um 0,5 % im Schlussquartal 2022 meldet das Statistische Bundesamt in zweiter Schätzung auch für das erste Quartal 2023 eine leichte Schrumpfung um 0,3 %. Erneut wurde das Wachstum vor allem vom privaten Konsum belastet, der im letzten Jahr zwar lange den inflationsbedingten Kaufkraftverlusten trotzte, aber inzwischen um rund 3 % gegenüber dem Hochpunkt im Sommer 2022 zurückgegangen ist. Die Ausrüstungsinvestitionen und Exporte stiegen dagegen zu Jahresbeginn, denn durch das Abflauen der globalen Materialengpässe und die seit Ende 2022 deutlich gesunkenen Energiepreise kam die Industrieproduktion wieder in Gang. Die Wertschöpfung im Verarbeitenden Gewerbe stieg trotz eines Rücksetzers im März um 2,0 % im Vorquartalsvergleich.

### Rahmenbedingungen: Angebotsschocks klingen ab, Bremswirkung der Gelpolitik nimmt zu.

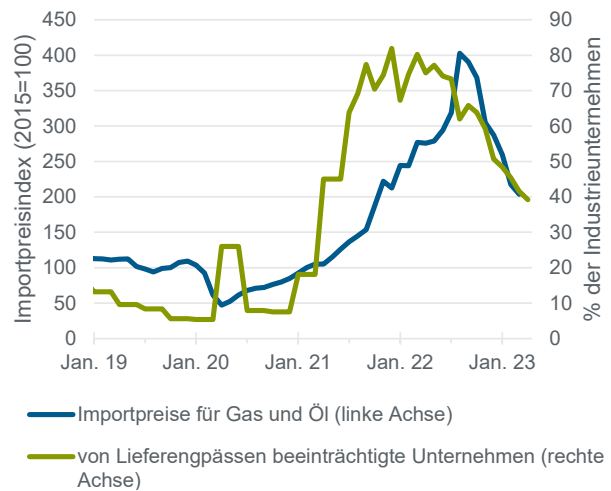
Vor allem das Verarbeitende Gewerbe profitiert derzeit von der Besserung der zwei großen Angebotsschocks. Erstens haben sich die Material- und Lieferengpässe schon im Laufe des vergangenen Jahres weltweit deutlich entspannt und schränken mit etwas Verspätung auch die Produktion der Unternehmen in Deutschland immer weniger ein. Zweitens liegen die aktuellen Energiepreise im Großhandel, insbesondere für Erdgas, inzwischen deutlich unter den Werten von 2022 und auch am Terminmarkt werden bis zum Ende des Prognosehorizonts lediglich moderat höhere Preise verlangt.<sup>1</sup> Als Konsequenz expandiert die Produktion in ehemals materialbeschränkten Branchen wie dem Autobau schon länger kräftig und auch die Produktion in den besonders energieintensiven Bereichen wie der Grundstoffchemie hat sich seit dem Jahreswechsel etwas erholt. Selbst wenn die Auftragseingänge im Verarbeitenden Gewerbe weiter nachgeben sollten, bietet der mit einer Reichweite von 7,4 Monaten ungewöhnlich hohe Auftragsbestand außerdem das nachfrageseitige Pulver für eine weitere deutliche Expansion der Industrieproduktion. Entsprechend zeigen die Produktionserwartungen der Industrieunternehmen für die kommenden drei Monate laut der ifo-Umfrage nach oben und auch die auf sechs Monate ausgerichteten Geschäftserwartungen haben sich seit dem Herbst kontinuierlich aufgehellt. Die Auftragseingänge haben im ersten Quartal bei sehr volatilen monatlichen Daten insgesamt in etwa auf dem Niveau des Vorquartals stagniert.

Obwohl die EZB in diesem Sommer den Hochpunkt ihres Zinszyklus erreichen dürfte, nimmt die konjunkturelle Bremswirkung der 2022 begonnenen geldpolitischen Straffung im Euroraum hingegen noch zu: Sie zeigte sich im aktuellen Zinszyklus zuerst in der schon im vergangenen Jahr deutlich rückläufigen Bauaktivität. Neben einer massiv geschrumpften Kreditnachfrage der Haushalte berichten Banken inzwischen aber auch von einer deutlich schwächeren Kreditnachfrage der Unternehmen. Die Kreditvergabestandards der Banken ziehen außerdem immer weiter an.<sup>2</sup> Hinzu kommt eine nach und nach zunehmende Zinskostenbelastung, wenn alte niedrigverzinsten Kredite von Haushalten und Unternehmen erneuert werden müssen. Laut den meisten in der EZB genutzten geldpolitischen Modellen wird die konjunkturelle Bremswirkung durch die geldpolitische Straffung von 2022 erst in diesem Jahr ihren Hochpunkt erreichen und auch 2024 noch erheblich wirken. Mit

den größten preisdämpfenden Effekten ist erst 2024 und 2025 zu rechnen.<sup>3</sup>

### Grafik 2: Angebotsschocks lösen sich auf

Importpreise für Energie und Materialengpässe im Verarbeitenden Gewerbe



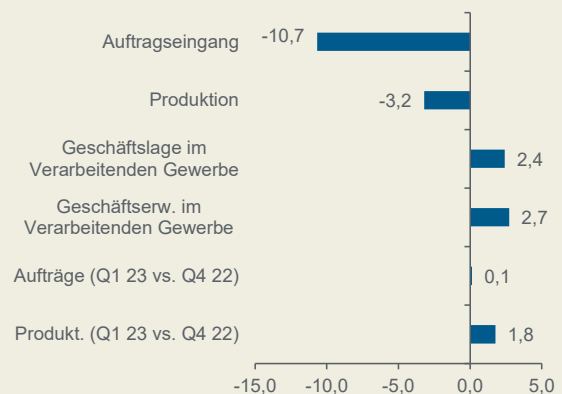
Quelle: Destatis, ifo Institut.

### Box: Zur Volatilität der Industrieindikatoren.

Das Statistische Bundesamt meldete Anfang Mai einen erstaunlichen Kollaps der Industrieindikatoren im März. Bemerkenswert ist vor allem der Rückgang der preisbereinigten Auftragseingänge um 10,7 %, denn ein solcher Einbruch gegenüber dem Vormonat wurde seit der Wiedervereinigung nur auf dem Höhepunkt der Pandemie gemeldet. Mit -3,2 % ging die reale Produktion im Verarbeitenden Gewerbe aber ebenfalls erheblich zurück. Verwunderlich ist beides vor allem, weil die Industrieunternehmen in der ifo-Konjunkturumfrage im März noch sowohl eine verbesserte Geschäftslage als auch bessere Geschäfts- und Produktionserwartungen gemeldet haben. Daher liegt nahe, dass Unregelmäßigkeiten bei der Saison- und Kalenderbereinigung für das Ausmaß der Einbrüche verantwortlich sind. Auch ein außergewöhnlich hoher Krankenstand im März könnte zur Erklärung beitragen. Beides spricht für Revisionen oder positive Rückpralleffekte bei den Aprilzahlen und aufgrund starker Vormonats bleibt die Entwicklung der Industrieindikatoren im ersten Quartal insgesamt positiv (siehe Grafik 3).

### Grafik 3: Industrieindikatoren im März

Veränderung ggü. Vormonat oder Vorquartal in Prozent



Quelle: ifo Institut, Destatis, KfW Research

### Inflation im Abwärtstrend

Allmählich schlagen sich die nachlassenden Angebotsengpässe auch in der Verbraucherpreisinflation nieder, die laut dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) von 11,6 % im vergangenen Oktober auf 7,6 % im April gesunken ist. Vor allem die Inflationsbeiträge der Energie sind in den letzten Monaten schon deutlich zurückgegangen und werden voraussichtlich im Jahresverlauf negativ. Ursächlich sind neben moderateren Großhandelspreisen die staatlichen Preisbremsen für Strom und Gas sowie Basiseffekte durch die Preissteigerungen im Vorjahr. Bei der Kerninflation ohne Energie- und Lebensmittel gab es dagegen erst im April einen leichten Rückgang der jährlichen Rate von 5,9 auf 5,6 %. Stark nachlassende Erzeugerpreise und Absatzpreiserwartungen sind aber zumindest recht eindeutige Vorboten für eine in naher Zukunft rückläufige Inflation bei den Industriegüterkomponenten im Warenkorb. Die Bedeutung der Löhne als Inflationstreiber dürfte angesichts der Höhe der letzten Tarifabschlüsse, aktueller Tarifforderungen und eines voraussichtlich weiterhin hoch ausgelasteten Arbeitsmarktes jedoch noch zunehmen. Die Lohnentwicklung schlägt sich vor allem in den Dienstleistungskomponenten im Warenkorb nieder, deren Inflation erst in den letzten Monaten stark angezogen hat. Rückläufige Profitmargen, auch bedingt durch die Bremswirkung der Geldpolitik, dürften den Inflationsdruck durch die Lohnentwicklung jedoch teilweise kompensieren. Wir rechnen unterm Strich mit einer Fortsetzung des Abwärtstrends bei den monatlich gemeldeten Inflationsraten. In diesem Jahr wird die Gesamtinflation mit voraussichtlich 6,3 % (HVPI) in Deutschland noch sehr hoch sein, bevor sie 2024 auf 2,4 % zurückgeht. Die Kerninflation ohne Energie- und Lebensmittel dürfte 2024 noch etwas höher als die Gesamtrate ausfallen.

### Lohnwachstum wird den privaten Konsum stabilisieren

Während die Tariflöhne 2022 um lediglich 2,2 % zunahmen, deuten die letzten Tarifabschlüsse, insbesondere in der Metallindustrie und im Öffentlichen Dienst, eine markante Beschleunigung des Lohnwachstums im Jahresverlauf an. Auch das Wachstum der Effektivlöhne je Arbeitnehmer, das letztes Jahr schon auf 4,7 % zugelegt hatte, dürfte sich noch etwas beschleunigen. Insgesamt dürften die realen Einkommen in diesem Jahr zwar allenfalls stagnieren und der private Konsum leicht zurückgehen. Mit deutlichen Nominallohnsteigerungen im Laufe des Jahres wird der private Konsum aber in der zweiten Jahreshälfte voraussichtlich wieder auf einen leichten Wachstumspfad zurückkehren und 2024 dann auch von merklichen Reallohnzuwächsen profitieren.

### Bauinvestitionen im Sinkflug, Außenbeitrag stabilisiert

Noch kaum Hoffnung auf Besserung gibt es dagegen für die Entwicklung der Bauinvestitionen – insbesondere im Wohnungsbau. Sie dürften durch die mit der Zinswende massiv verteuerten Finanzierungskosten bei gleichzeitig noch sehr hohen Bau- und Grundstückspreisen in diesem Jahr stark zurückgehen. Im Laufe von 2024 könnte dann bei nachlassenden Grundstückspreisen der Boden erreicht sein, zumal dann auch im Euroraum eine erste geldpolitische Lockerung anstehen dürfte. Die Unternehmensinvestitionen werden durch die gestiegenen Finanzierungskosten in diesem Jahr zwar ebenfalls gebremst. Wegen der drängenden Investitionsbedarfe für Energiewende- und Digitalisierungsprojekte sowie der

aufgestauten Nachfrage bei den ehemals von Lieferschwierigkeiten blockierten Investitionsgüterherstellern ist 2023 dennoch ein moderater Zuwachs wahrscheinlich. Die Investitionen des Staates werden vor allem aufgrund steigender Rüstungsausgaben schon in diesem Jahr deutlich expandieren.

Das globale Wirtschaftswachstum dürfte 2023 und 2024 mit Wachstumsraten von 2,8 und 2,9 % nur gedämpft ausfallen (2022: 3,4 %). Insbesondere in den USA erwarten wir durch den steifen geldpolitischen Gegenwind und den damit verbundenen Turbulenzen im Bankensystem eine deutliche Abkühlung im Vergleich zu den Vorjahren und auch in Europa dürfte das Wachstum vor allem im laufenden Jahr nur schwach ausfallen (siehe unten). China erlebt durch die Aufgabe der Zero-Covid-Politik dagegen einen temporären Wachstumsschub, der sich aber vor allem in den Dienstleistungsbereichen niederschlägt. Unterm Strich dürfte das deutsche Exportwachstum durch die flauere Weltwirtschaft gebremst werden, wobei die aufgestaute Nachfrage bei aufgelösten Materialengpässen auch die Exporte etwas stabilisiert. Der Außenbeitrag, also die Differenz aus Exporten und Importen, dürfte 2023 wegen des schwachen Konsums in Deutschland und damit eines auch nur geringen Importwachstums dennoch der wesentlichste Wachstumstreiber sein.

### Deutschland: Stagnation 2023, 1,0 % Wachstum 2024

Das Geschäftsklima der deutschen Unternehmen hat sich laut der ifo-Umfrage im Laufe des ersten Quartals deutlich aufgehellt und auch zu Beginn des zweiten Quartals weiter verbessert, bevor es im Mai zu einem Rücksetzer kam. Während die Beurteilung der aktuellen Geschäftslage laut der ifo-Befragung derzeit eher auf eine Stagnation hinweist, deutet der Aktivitätsindex aus der Einkaufsmanagerbefragung (Composite PMI) auf ein recht kräftiges Wachstum im laufenden Quartal hin. Unterm Strich rechnen wir im laufenden Quartal und der zweiten Jahreshälfte mit einem leichten Wachstum in Deutschland. Zunächst noch vor allem durch Nachholeffekte bei der Industrieproduktion und Zuwächsen bei unternehmensnahen Dienstleistern, bevor dann eine moderate Erholung des privaten Konsums mit positiven Effekten für konsumnahe Dienstleistungsbereiche hinzukommt. Aufgrund der Schrumpfung am Ende des Vorjahres (statistischer Unterhang) und im ersten Quartal, sowie der Tatsache, dass 2023 rund 2 Arbeitstage weniger zur Verfügung stehen als 2022 (Kalendereffekt), dürfte das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr insgesamt dennoch um 0,3 % unter dem Vorjahr liegen. Die Vorprognose wird beibehalten, da sich das BIP zu Jahresbeginn in etwa so entwickelt hat wie erwartet und die fundamentalen Konjunkturtreiber sich kaum verändert haben. Im kommenden Jahr dürfte sich das Wachstum dann auf 1,0 % beschleunigen (Vorprognose: +1,0 %), wobei der Kalendereffekt im kommenden Jahr vernachlässigbar ist. In preis- und kalenderbereinigter Betrachtung entsprechen unsere Prognosen praktisch einer Stagnation im Jahr 2023 (-0,1 %) und einem Anstieg von ebenfalls 1,0 % im Jahr 2024.

### 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 knapp 5 beziehungsweise 6 % höher sein wird, als es dem

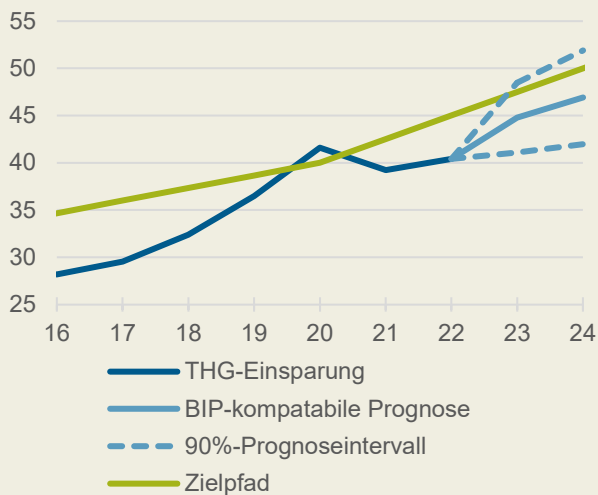
interpolierten Zielpfad einer Einsparung von 65 % bis 2030 gegenüber dem Niveau von 1990 entspricht (siehe Box).

**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. Deshalb ist es an der Zeit, die Folgen des Wirtschaftens umfassender und rigoroser als bisher in den Blick zu nehmen, insbesondere was Umwelt- und Klimaeffekte anbelangt. Hierfür haben wir einen einfachen Ansatz entwickelt, um den zu erwartenden Ausstoß von Treibhausgasen (THG) systematisch in unsere Konjunkturprognose für Deutschland zu integrieren.<sup>4</sup>

**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 3). 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 32 Mio. t CO<sub>2</sub>-Äquiva-

lente oder knapp 5 % und 2024 um rund 36 Mio. t CO<sub>2</sub>-Äquivalente oder knapp 6 % höher sein, als es der politische Zielpfad für die Einsparungen vorgibt (siehe Tabelle 1). Der vorhergesagte jahresdurchschnittliche Mehrausstoß entspricht beinahe den Gesamtemissionen der Slowakei im Jahr 2020 (37 Mio. t CO<sub>2</sub>-Äquivalente).

**Tabelle 1: THG-Ausstoß und politischer Zielpfad**

Millionen Tonnen CO<sub>2</sub>-Äquivalente

	2021	2022	2023	2024
Ist/Prognose	760	746	689	662
Zielpfad	719	688	657	626
Abweichung Ist/Prognose vom Zielpfad				
Absolut	41	57	32	36
Prozent	5,7	8,3	4,9	5,8

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 3 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 0,8 % und 2023 um 1,1 %**

Der Euroraum ist im vergangenen Jahr mit +3,5 % deutlich stärker gewachsen als Deutschland und die Eurokonjunktur zeigte sich auch in den letzten beiden Quartalen stabiler. Laut der ersten vorläufigen Schätzung von Eurostat ist die Wirtschaft im Euroraum nach einer Stagnation am Ende von 2022 im ersten Quartal 2023 um 0,1 % gewachsen.<sup>5</sup> Während Italien und Spanien mit einem Quartalswachstum in Höhe von 0,5 % ein hohes Tempo aufwiesen, wofür unter anderem Gelder aus dem EU Recovery Fund und der boomende Tourismus eine Rolle spielen dürften, expandierte die französische Wirtschaft um etwas schwächere 0,2 %. Das Vor-Corona-Niveau vom vierten Quartal 2019 überschreitet das BIP im Euroraum inzwischen um 3 %. Die Erholung in Deutschland hinkt dagegen schon seit Mitte 2021 hinterher, wofür in erster Linie eine größere Betroffenheit Deutschlands durch Materialengpässe in der Industrie verantwortlich war. Aktuell liegt das deutsche BIP leicht unter dem Vorkrisenniveau.

Auch zu Beginn des zweiten Quartals deuten Frühindikatoren wie der Economic Sentiment Index oder der Einkaufsmanagerindex auf ein etwas höheres Wachstum in Südeuropa hin, während in Frankreich die Dynamik etwas schwächer ausfällt als in Deutschland. In den kommenden Quartalen dürften sich die Wachstumsraten in den vier größten Euro-Ländern insgesamt angleichen. Weiterhin werden der Recovery Fund der EU sowie Nachholbedarfe im internationalen Tourismus das Wachstum in Südeuropa überproportional stützen. Die zum Großteil erfolgte Leitzinsanhebung der EZB wird die privaten Haushalte in Spanien und Italien aufgrund eines höheren Anteils an variabel verzinslichen Krediten allerdings etwas stärker belasten und Deutschland dürfte mehr von der Auflösung der Materialengpässe im Verarbeitenden Gewerbe profitieren.

Insgesamt rechnen wir 2023 mit einem preis- und kalenderbereinigten Wachstum von 0,8 % im Euroraum, wobei bei einem ähnlichen Ausblick auf die nächsten Quartale der Großteil des



Wachstumsvorsprungs gegenüber Deutschland auf den größeren Schwung aus dem Vorjahr (statistischer Überhang) und den besseren Jahresstart zurückgeht. Im Jahr 2024 dürfte der Euroraum mit +1,1 % praktisch die gleiche Wachstumsdynamik aufweisen wie Deutschland. Bei der jahresdurchschnittlichen Inflationsrate der Eurozone rechnen wir mit 5,7 % für 2023. Im nächsten Jahr dürfte die Inflation mit 2,2 % nahe am Inflationsziel der EZB liegen.

**Tabelle 2: Preisbereinigtes BIP-Wachstum in der Eurozone**  
Prozent gegenüber Vorjahr

	DE	FR	IT	ES	EZ
2021	2,6	6,8	7,0	5,5	5,3
2022	1,8	2,6	3,8	5,5	3,5
2023	-0,3	0,6	1,1	2,0	0,8
2024	1,0	0,9	0,7	1,2	1,1

Quelle: Destatis, Eurostat, KfW Research

### Prognoserisiken nach unten und oben

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 sehr niedrigen Spotpreis von 36 EUR im Durchschnitt der ersten Maihälfte wird ab Herbst 2023 bis Ende 2024 mit einem moderaten Anstieg auf gut 50 EUR je MWh gerechnet. Bei einem überraschend starken Anstieg der globalen Nachfrage nach Flüssiggas, dem Abbruch aller Gaslieferungen aus Russland<sup>6</sup> in die EU oder einem kalten Winter 2023/2024 könnten die Preise aber durchaus deutlich stärker anziehen und damit die Wachstums- und Inflationsaussichten verschlechtern. Eine Gasmangellage im kommenden Winter ist angesichts der Sparerfolge in den zurückliegenden Monaten und noch hohen Speicherfüllständen inzwischen recht unwahrscheinlich, bei ungünstigen

Konstellationen aber noch immer möglich,<sup>7</sup> insbesondere wenn es zu einem (sabotagebedingten) Ausfall der Pipelinelieferungen aus Norwegen kommen sollte.

Unwägbarkeiten bestehen außerdem über die Auswirkungen der globalen geldpolitischen Straffung. Erstens geschieht die Transmission von geldpolitischen Impulsen auf die Realwirtschaft und insbesondere die Inflation stets langsam und im unsicheren Ausmaß, was ein Über- oder Untersteuern der Zentralbanken begünstigt. Zweitens demonstrieren die Bankturbulenzen in den USA, 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 noch 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 könnte zu einem deutlich höheren Konsum- und Wirtschaftswachstum im Prognosezeitraum verhelfen, aber würde wohl auch zu einer noch restriktiveren Geldpolitik führen.

Schließlich bleibt die deutsche Wirtschaft wegen ihrer starken Integration in komplexe 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 Rückschlägen insbesondere für das Verarbeitende Gewerbe führen.

<sup>1</sup> Vgl. <https://www.theice.com/products/27996665/Dutch-TTF-Gas-Futures/data?marketId=5564180>

<sup>2</sup> Vgl. Bank Lending Survey der EZB: [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/bank\\_lending\\_survey/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/index.en.html)

<sup>3</sup> Vgl. Lane, Philip: The euro area hiking cycle: an interim assessment; Dow Lecture by Philip R. Lane, Member of the Executive Board of the ECB, at the National Institute of Economic and Social Research; London, 16 February 2023.

<sup>4</sup> Vgl. Borger, K. (2022), Die BIP-Prognose und der Ausstoß von Treibhausgasen – ein integrierter Ansatz, Fokus Volkswirtschaft Nr. 400, KfW Research.

<sup>5</sup> Wir beziehen uns auf den Euroraum 20 inklusive dem neuen Mitglied Kroatien. Ohne Kroatien schrumpfte die Eurowirtschaft in Q4 2022 um 0,1 %. Das Wachstum in Q1 2023 beträgt so ebenfalls +0,1 %.

<sup>6</sup> Während direkte Pipeline-Lieferungen aus Russland nach Deutschland seit der Sprengung der Nord-Stream Pipeline im September 2022 beendet sind, werden über die Ukraine sowie die Turkstream-Pipeline noch Länder in Ost- und Südosteuropa beliefert. Außerdem stammen 10 bis 20 % der europäischen Flüssiggasimporte aus Russland: Vgl. <https://www.bruegel.org/dataset/european-natural-gas-imports>

<sup>7</sup> Vgl. Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2023: Inflation im Kern hoch – Angebotskräfte jetzt stärken, Kasten 21, April 2023.