

# »»» Deutsche Konjunktur 2024: ein erster Silberstreif am Horizont

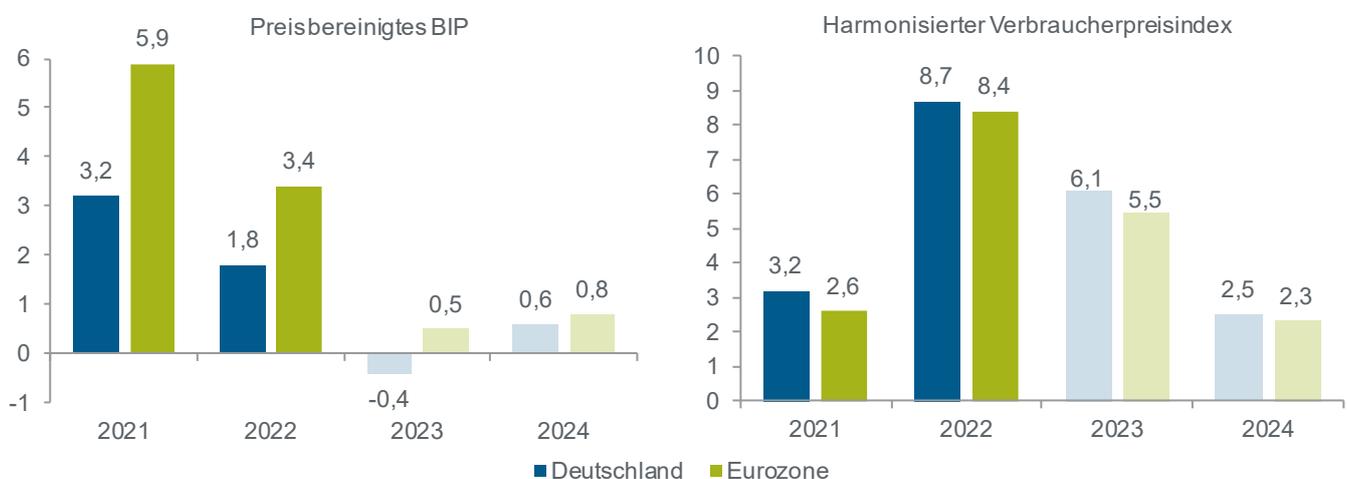
24. November 2023

Autoren: Dr. Klaus Borger, 069 7431-2455, [klaus.borger@kfw.de](mailto:klaus.borger@kfw.de)  
Dr. Jenny Körner, 069 7431-57189, [jenny.koerner@kfw.de](mailto:jenny.koerner@kfw.de)  
Dr. Philipp Scheuermeyer, 069 7431-4017, [philipp.scheuermeyer@kfw.de](mailto:philipp.scheuermeyer@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)

- Die deutsche Wirtschaft trat im bisherigen Jahresverlauf praktisch auf der Stelle, wobei sich zwar die Unternehmensinvestitionen auf niedrigem Niveau erholen, der Konsum jedoch noch immer unter dem erlittenen Kaufkraftverlust und die Exporte unter der schwachen Weltkonjunktur leiden.
- KfW Research erwartet, dass die deutsche Wirtschaft im Gesamtjahr 2023 leicht schrumpft (-0,4 %; Vorprognose bestätigt), im Jahr 2024 dann aber vor allem dank einer Erholung der Reallöhne und damit des Konsums wieder moderat wächst (+0,6 %; Vorprognose +0,8 %).
- Ökologisches Preisschild für das BIP: Bei dem vorhergesagten Konjunkturverlauf wird der deutsche Ausstoß von Treibhausgasen voraussichtlich sinken, jedoch sowohl 2023 als auch 2024 um rund 5 % weniger als gemäß dem Einsparziel 2030 angestrebt.
- Mit 3,0 % (HVPI) war die deutsche Inflation im Oktober so niedrig wie zuletzt im Juli 2021. Aktuell sorgt vor allem ein günstiger Basiseffekt bei Energie für einen raschen Rückgang. Aufgrund begrenzter Preiserhöhungsspielräume der Unternehmen in einem moderaten Konjunkturumfeld dürfte der Abwärtstrend anhalten. KfW Research rechnet für 2024 weiterhin mit einer Inflationsrate von 2,5 % (2023: 6,1 %).
- Die Eurozone wächst in der zweiten Jahreshälfte 2023 kaum noch, die erwartete Konsumerholung verschiebt sich in das kommende Jahr. Ihr BIP wird 2023 voraussichtlich um 0,5 % zunehmen und 2024 um 0,8 %. Die Inflation wird bei 5,5 % in diesem und 2,3 % im nächsten Jahr erwartet.

## Grafik 1: Wirtschaftswachstum und Inflation

Prozent gegenüber Vorjahr



Quelle: KfW Research, Destatis, Eurostat

### Deutsche Wirtschaft tritt bisher auf der Stelle

Die Quartalswachstumsraten des preis-, saison- und kalenderbereinigten Bruttoinlandsprodukts (BIP) bewegten sich im bisherigen Verlauf von 2023 eng um die Nulllinie, im dritten Quartal schrumpfte die Wirtschaft den neuesten Zahlen zufolge um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal. Die im Sommer erneut rückläufigen Konsumausgaben der privaten Haushalte (-0,3 %) unterstreichen, dass die Nachwirkungen des Inflationsschubs infolge von Lieferengpässen und Energiepreisexplosion sowie die dadurch erlittenen Kaufkraftverluste noch immer spürbar sind. Demgegenüber sind die Unternehmensinvestitionen im bisherigen Jahresverlauf deutlich gewachsen, wobei Aufholerfekte nach dem tiefen Fall während der Corona-Pandemie und Investitionen in den Fuhrpark vor dem Auslaufen der staatlichen Förderung für den Kauf von Elektroautos Ende August 2023 diese Entwicklung gestützt haben dürften.<sup>1</sup>

### Stagnation setzt sich im Schlussquartal fort

Gemessen am KfW-ifo-Mittelstandsbarometer für Oktober hat sich die Unternehmensstimmung zu Beginn des vierten Quartals zwar gefangen, sie bleibt aber auf niedrigem Niveau.<sup>2</sup> Die Auflösung der beiden negativen Angebotsschocks des vergangenen Jahres wirkt stabilisierend: Materialengpässe im Verarbeitenden Gewerbe und im Bau sind in den Hintergrund getreten und die Preise für fossile Energieträger sind auf einen Abwärtstrend eingeschwenkt, was sich inzwischen auch senkend auf die Verbraucherpreisinflation auswirkt. Dennoch bleibt die Situation gerade für das Produzierende Gewerbe schwierig: So spürt das Verarbeitende Gewerbe ungeachtet seiner noch immer überdurchschnittlich hohen Auftragsbestände die globale Nachfrageschwäche, während der Bau – und hier vor allem der Wohnbau – infolge der rapide gestiegenen Zinsen und Baukosten weiter erheblich belastet ist. Alles in allem ist davon auszugehen, dass die Wirtschaftsaktivität im Schlussquartal 2023 abermals mehr oder weniger auf der Stelle tritt.

### Deutsches BIP schrumpft 2023 um 0,4 %

Auch wenn das BIP damit über den kompletten Verlauf von 2023 in etwa stagnieren wird, fällt das deutsche Realwachstum im Gesamtjahr 2023 mit von uns erwarteten -0,4 % negativ aus (Vorprognose bestätigt). Hierfür sind zwei statistische Effekte ausschlaggebend. Im Schlussquartal 2022 hatte das BIP vor dem Hintergrund einer befürchteten Energiekrise nach dem Gaslieferstopp aus Russland und erheblicher inflationsbedingter Kaufkraftverluste deutlich nachgegeben (-0,4 %). Die Schrumpfung am Ende des Vorjahres ließ das diesjährige Wirtschaftswachstum von einem Niveau aus starten, das um 0,2 % niedriger ist als der Durchschnitt über alle vier Quartale von 2022. Dieser Rückstand – der sogenannte statistische Unterhang – muss im Verlauf von 2023 zunächst aufgeholt werden, bevor 2023 im Gesamtjahresvergleich überhaupt ein Wachstum erzielt wird. Zudem stehen 2023 zur Erwirtschaftung des BIP zwei Arbeitstage weniger zur Verfügung als 2022, was als negativer Kalendereffekt das Jahreswachstum allein bereits um rund 0,2 Prozentpunkte schmälert.

### 2024 Rückkehr zu moderatem Wachstum von 0,6 %

Im kommenden Jahr wird die deutsche Wirtschaft dann aber zu einem moderaten Wachstum zurückfinden, wobei wir ab dem Frühjahr mit leicht anziehenden Quartalsraten rechnen. Wir setzen dabei, wie schon in unserer Vorprognose vom August, vor allem auf eine Wiederbelebung der privaten Kaufkraft, was den Konsum im Verlauf des kommenden Jahres anschieben

wird. Da wir nun allerdings von einer etwas später einsetzenden Konsumerholung ausgehen als noch im Sommer – der abermalige Rückgang im dritten Quartal hat uns vorsichtiger werden lassen –, revidieren wir unsere Prognose für 2024 etwas nach unten auf 0,6 % (Vorprognose +0,8 %).<sup>3</sup> Die Rückkehr zu einem wenigstens moderaten Wachstum ist immerhin ein erster Silberstreif am Horizont angesichts der zahlreichen Krisen und großen Herausforderungen.

### Klimapolitischer Handlungsdruck bleibt hoch

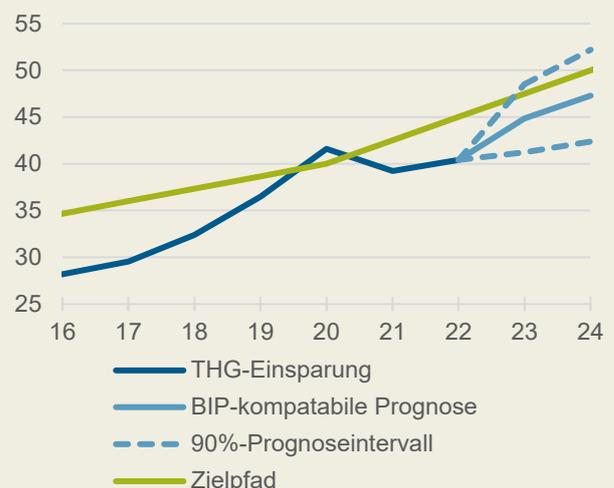
Die mittel- und langfristig wohl größte dieser Herausforderungen ist der Umbau von Wirtschaft und Gesellschaft hin zu CO<sub>2</sub>-Neutralität, denn der klimapolitische Handlungsdruck bleibt unverändert hoch. Nach unserem vor Jahresfrist neu eingeführten Indikator, dem Ökologischen Preisschild für das BIP, impliziert unsere aktuelle Konjunkturprognose, dass der Ausstoß von Treibhausgasen im laufenden und dem kommenden Jahr um jeweils rund 5 % 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 Erderhitzung 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.

#### Grafik 2: THG-Ausstoß in Deutschland

Einsparung gegenüber 1990 in Prozent



Quelle: Destatis, Eurostat, KfW Research

Hierfür haben wir einen einfachen Ansatz entwickelt, um den zu erwartenden Ausstoß von Treibhausgasen (THG) systematisch in unsere Konjunkturprognose für Deutschland zu integrieren. 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 Konjunkturpro-

nose, 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 2). 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 CO<sub>2</sub>-Äquivalente oder 5 % und 2024 um rund 34 Mio. t CO<sub>2</sub>-Äquivalente oder gut 5 % höher sein, als es der politische Zielpfad für die Einsparungen vorgibt (siehe Tabelle 1). Der vorhergesagte jahresdurchschnittliche Mehrausstoß entspricht in etwa den Gesamtemissionen Litauens und Estlands zusammen im Jahr 2021 (20+13=33 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	690	660
Zielpfad	719	688	657	626
<b>Abweichung Ist/Prognose vom Zielpfad</b>				
Absolut	41	57	33	34
Prozent	5,7	8,3	5,0	5,4

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 hinreichend gut abgesichert.

### Inflation auf Zielkurs

Die Bekämpfung der hohen Inflation ging in den letzten Monaten sowohl in Deutschland als auch in der Eurozone in recht großen Schritten voran. Im Oktober fiel die deutsche Inflationsrate gemessen an der Vorjahresveränderung des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) auf nur noch 3,0 %. Im August hatte sie noch bei 6,4 % gelegen. Unterstützt haben diesen rapiden Rückgang starke Basiseffekte. Im Herbst letzten Jahres hatten die Energiepreise für Verbraucher ihr vorläufiges Maximum erreicht. Seitdem hat sich die Lage an den Energiemärkten entspannt. Daher reduzieren negative Inflationsbeiträge der Energie aktuell die Gesamtrate merklich. Allerdings wird sich dieser Rückenwind in den kommenden Monaten abschwächen. Umso wichtiger ist es, dass sich auch in den übrigen Gütergruppen (Lebensmittel, Industriegüter ohne Energie, Dienstleistungen) der Preisanstieg verlangsamt hat. Vieles

spricht dafür, dass sich dieser nachlassende Preisdruck in der Breite im nächsten Jahr fortsetzt. Die Erzeugerpreise für industrielle Waren (ohne Energie) und landwirtschaftliche Produkte steigen im Vorjahresvergleich inzwischen nur noch schwach oder gehen sogar zurück. Ein ähnliches Bild zeigt sich bei importierten Produkten. Wie schnell die Rückkehr zur Preisstabilität gelingt, wird sich aber im gewichtigen Dienstleistungssektor entscheiden. Das stärkere Lohnwachstum sorgt besonders dort für Kostendruck. Die erwartete lediglich moderate Konjunkturerholung dürfte die Spielräume der Unternehmen zur Kostenweitergabe aber begrenzen. Es gibt bereits erste Anzeichen, dass der Lohnauftrieb schon wieder an Fahrt verliert. In den Stellenanzeigen bei der Jobbörse Indeed offerierten Arbeitgeber zuletzt deutlich geringere Gehaltszuwächse. Wir bestätigen daher für Deutschland unsere Prognose für eine Inflationsrate von durchschnittlich 2,5 % im Jahr 2024. Dies wäre ein deutlicher Rückgang gegenüber dem Verbraucherpreisanstieg von voraussichtlich 6,1 % in diesem Jahr. Allerdings gibt es angesichts der geopolitischen Lage eine erhöhte Wahrscheinlichkeit neuer angebotsseitiger Schocks. Dies gilt insbesondere für die Energiemärkte. Träten diese ein, könnte die Inflation einen nochmaligen Schub erhalten. Die Inflation würde zudem höher ausfallen, falls die Nachfragebelebungen stärker ausfällt als gedacht.

### Ein näherer Blick auf die zentralen Konjunkturtreiber Konsumerholung dank steigender Reallohnsumme

Der zweijährige Rückgang der Reallohne kam im zweiten Quartal 2023 zum Stillstand (+0,1 % gegenüber Vorjahresquartal), weil ein hohes Nominallohnwachstum (+6,6 %) auf eine zwar noch hohe, aber rückläufige Inflationsrate (+6,5 %) traf.<sup>4</sup> Diese Entwicklung wird sich im Prognosezeitraum fortsetzen und insbesondere dank der weiter sinkenden Inflation für ein beschleunigtes Reallohnwachstum sorgen. Wir rechnen für 2024 mit Tariflohnanstiegen von rund 5 %, wohingegen sich die Verbraucherpreisinflation auf 2,5 % abschwächen dürfte. Gleichzeitig dürfte die Zahl der Erwerbstätigen geringfügig auf 46 Mio. Personen im Jahresdurchschnitt 2024 steigen, während die Arbeitslosenquote bei sich verschärfender Fachkräfteproblematik in etwa auf dem Niveau von 2023 verharrt. Steigende Reallohne bei gut stabiler Beschäftigung lassen die Lohnsumme auch in realer Rechnung spürbar steigen und bescheren den Privathaushalten einen Zuwachs an Kaufkraft, den sie für den Konsum verwenden können. Einen zusätzlichen Konsumimpuls könnte darüber hinaus ein Absinken der Sparquote bringen, die trotz einer beträchtlichen Ersparnisbildung während der Corona-Pandemie noch leicht über dem Vorkrisenniveau liegt. Alles in allem gehen wir deshalb davon aus, dass die privaten Konsumausgaben 2024 anders als in diesem Jahr wieder deutlich wachsen und die Konjunktur stützen werden. Auch für die realen Konsumausgaben des Staates ist mit einem Vorzeichenwechsel bei der Jahresveränderungsrate zu rechnen. Sie waren mit dem Ende pandemiebezogener Maßnahmen wie Corona-Tests und Impfzentren im ersten Quartal 2023 um rund 2 % gegenüber dem Vorquartal eingebrochen und bewegen sich seither auf dem tieferen Niveau. Im kommenden Jahr fällt dieser Sondereffekt weg.

### Geldpolitik bremst besonders die Wohnbauten

Bei den Bauinvestitionen ist mit weiteren Rückgängen zu rechnen, vor allem im Wohnbau, denn hier schlagen die durch die Zinswende der Europäischen Zentralbank stark erhöhten Finanzierungskosten besonders ein. Hinzu kommen persistent

hohe Baukosten, trotz deutlich verringerter Lieferengpässe, und die nach einer jahrzehntelangen Aufwärtsbewegung hohen Grundstückpreise. Die Auftragseingänge im Bauhauptgewerbe haben sich seit Juli zwar stabilisiert, liegen aber in den bisher verfügbaren Monaten (Januar bis August) noch um knapp 8 % unter dem entsprechenden Vorjahreswert.<sup>5</sup> Die Neubaugenehmigungen insgesamt sind bis September einschließlich sogar um gut 38 % abgetaucht.<sup>6</sup> Stabilisierend auf die Bauinvestitionen wirken hingegen die Maßnahmen zur energetischen Sanierung sowie der in den Jahren bis 2022 akkumulierte Auftragsbestand. Ende 2022 lag der Bauüberhang auf dem Rekordstand von 885.000 Wohnungen. Ihn abzubauen würde rund zwei bis drei Jahre dauern, sofern der Großteil der genehmigten Wohnungen auch tatsächlich gebaut wird. Zu einer durchgreifenden Trendwende im Bau dürfte es aber erst nach dem Ende des Prognosezeitraums kommen, da die Finanzierungskosten bis 2025 voraussichtlich zurückgehen und die Grundstückspreise ein Stück weit nachgegeben dürften. Für 2024 ist hingegen zumindest in der Jahresdurchschnittsbetrachtung mit einer nochmals rückläufigen Entwicklung der realen Wohnbauten und der Bruttowertschöpfung im Bauhauptgewerbe zu rechnen.

#### **Unternehmensinvestitionen bleiben auf Wachstumskurs**

Der geldpolitisch induzierte Zinsanstieg – laut Bank Lending Survey der Deutschen Bundesbank vom Oktober<sup>7</sup> ist das allgemeine Zinsniveau die wichtigste Ursache einer seit dem vergangenen Jahreswechsel rückläufigen Unternehmenskreditnachfrage – und die eingetrübten Geschäftserwartungen lasten zwar auf den Unternehmensinvestitionen. Gleichwohl werden sie in diesem wie auch im kommenden Jahr wachsen. Hierfür spricht zum einen der noch laufende Aufholprozess nach dem tiefen Fall im Corona-Jahr 2020. Denn anders als das BIP, das das Vor-Corona-Niveau vom vierten Quartal 2019 inzwischen leicht übertrifft, haben die Unternehmensinvestitionen den Einbruch seither nur teilweise aufgeholt; im zurückliegenden Frühjahr blieben sie noch rund 2 % dahinter zurück. Gerade bei Energiewende, Klimaneutralität und Digitalisierung existieren drängende Investitionsbedarfe, die nun verstärkt angegangen werden können, nachdem die vormals von Störungen in den Wertschöpfungsketten blockierten Investitionsgüterhersteller nun wieder ausreichend lieferfähig sind. Im kommenden Jahr dürfte die konsumgetriebene Konjunkturerholung die Investitionen zusätzlich stützen, da diese mit der dann steigenden Auslastung der Produktionskapazitäten attraktiver werden. Die Investitionen des Staats werden neben den hohen Infrastrukturbedarfen wohl auch aufgrund steigender Ausgaben für militärische Waffensysteme merklich expandieren.

#### **Aussicht auf Erholung 2024 für Exporte und Industrie**

Als weltweit bedeutender Hersteller von Investitionsgütern wird die deutsche Industrie 2023 durch die globale geldpolitische Straffung und die schleppende, von der Immobilienkrise belastete Konjunktur in China erheblich gebremst, während die preisliche Wettbewerbsfähigkeit für die energieintensiven Industriezweige eine besondere Herausforderung bleibt. So sind die Auftragseingänge des Verarbeitenden Gewerbes in den ersten neun Monaten dieses Jahres um 6,8 % gegenüber der Vorjahresperiode gefallen, wobei die Aufträge aus dem Ausland allein um 6,6 % nachgaben. Ungewöhnlich hoch ist aber der Auftragsbestand, der im September noch um knapp ein Fünftel über dem historischen Durchschnitt lag und die rückläufigen Neuaufträge wenigstens teilweise ausgleichen kann.<sup>8</sup>

Gleichwohl werden die deutschen Exporte 2023 wohl sinken. Da die Importe jedoch wegen der schwachen Binnennachfrage noch stärker nachgeben dürften, liefert der Außenbeitrag – die wachstumsrechnerisch relevante Differenz von Ex- und Importen – voraussichtlich einen positiven Beitrag zu der diesjährigen Veränderungsrate des BIP. Im kommenden Jahr dürfte es umkehrt sein, auch wenn wir für die Weltwirtschaft mit 2,9 % von einem ähnlich flauen Wachstum ausgehen wie in diesem Jahr mit 3,0 %. Entscheidend ist, dass das globale Handelsvolumen 2024 wieder mit einer dem Weltwirtschaftswachstum vergleichbaren Rate expandieren dürfte, nachdem es 2023 wohl erheblich dahinter zurückbleiben wird, da das diesjährige Wachstum vor allem im Dienstleistungsbereich stattfindet. Mit dem global nachlassenden Preisdruck kehrt auch bei den Handelspartnern Deutschlands vermehrt Kaufkraft zurück, während die Bremswirkung der geldpolitischen Zinsstraffung etwas nachlässt und der weltweite postpandemische Dienstleistungsboom ausläuft, sodass wieder mehr Ressourcen für den Warenkonsum verfügbar sein werden. Es ist daher mit einer anziehenden Exportnachfrage nach deutschen Industriegütern zu rechnen. Weil mit der gleichzeitig erwarteten konsumgetriebenen Erholung in Deutschland jedoch auch die Importnachfrage merklich zunehmen wird, könnte der Außenbeitrag das BIP-Realwachstum 2024 rechnerisch sogar leicht schmälern.

#### **Eurozone wächst 2023 um 0,5 % und 2023 um 0,8 %**

Die Kaufkraftgewinne der Haushalte durch die sinkende Inflation und Nominallohnsteigerungen scheinen in Frankreich und Spanien erste Früchte zu tragen. Hier trug im dritten Quartal eine leichte Konsumerholung zum Wachstum der Volkswirtschaften bei. In Italien blieb der durch den nachlassenden Inflationsdruck erhoffte Effekt jedoch, genauso wie in Deutschland, vorerst aus. Insgesamt schrumpfte die Eurowirtschaft im dritten Quartal um 0,1 %, nachdem sie im zweiten Quartal noch um 0,2 % gewachsen war. Die verhaltenen Indikatoren zum Konsumentenvertrauen in der Eurozone deuten ungeachtet der zuletzt positiven Tendenzen in Spanien und Frankreich auf eine Verschiebung des erwarteten Konsumimpulses in das neue Jahr. Auf der Entstehungsseite zeigen die Einkaufsmanagerindizes im Oktober<sup>9</sup> für das Verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor weiterhin schwaches Aktivitätsniveaus. Gleichzeitig hemmen die gestiegenen Kreditkosten die wirtschaftliche Aktivität, wie an der noch immer schwachen Kreditnachfrage von Haushalten und Unternehmen abzulesen ist. Für die Eurozone insgesamt rechnen wir daher für das vierte Quartal nur mit einer Stagnation, womit das Realwachstum im Gesamtjahr 2023 bei 0,5 % liegen wird (Vorprognose +0,7 %). Die Inflationsrate erwarten wir bei 5,5 % in diesem Jahr. Hinter dem insgesamt geringen Wachstum der Eurozone steht neben dem Rückgang in Deutschland auch eine außergewöhnlich schwache Entwicklung in den kleineren Euroländern. Für das kommende Jahr prognostizieren wir für die Eurozone ein Wachstum von 0,8 % (Vorprognose +1,0 %) bei einer Inflationsrate von 2,3 %. Die stabile Beschäftigungslage und die Reallohnsteigerungen sind wie in Deutschland der Schlüssel für einen Konsumimpuls, der sich mit der weiter sinkenden Inflation entfalten wird. Der Wegfall fiskalpolitischer Unterstützungsmaßnahmen im Zuge der Energiekrise und des Inflationsschubs wird das Wirtschaftswachstum hingegen für sich genommen dämpfen. Innerhalb der vier großen Länder erwarten wir für Spanien und Frankreich das höchste Wachstum (siehe Tabelle 2), wobei beide Länder auch von dem konjunkturellen Rückenwind aus dem Vorjahr profitieren. Hinter der

erwarteten Wachstumsverlangsamung in Spanien steht ein sich weiter abschwächender Wachstumsbeitrag des Tourismus, der nach dem tiefen Fall während der Corona-Krise bereits 2021 und 2022 wieder erheblich an Boden gutgemacht hat, sodass mit dem Ende des Aufholens das Wachstum im Tourismus nun wieder moderater ausfallen wird. Für Italien gehen wir insbesondere wegen des Auslaufens der Bausubventionen nur von einem geringen Wachstum im kommenden Jahr aus.

**Tabelle 2: Preisbereinigtes BIP-Wachstum in der Eurozone**

Prozent gegenüber Vorjahr

	DE	FR	IT	ES	EZ
2021	3,2	6,4	8,3	6,4	5,9
2022	1,8	2,5	3,7	5,8	3,4
2023	-0,4	0,9	0,7	2,4	0,5
2024	0,6	0,9	0,4	1,4	0,8

Quelle: Destatis, Eurostat, KfW Research

### Konjunkturprognose: viele Risiken, ...

Neben geopolitischen und geoökonomischen Risiken im Zusammenhang mit Russlands Invasion in der Ukraine, dem Nahostkonflikt sowie den Spannungen zwischen China und Taiwan gehören Engpässe und abrupte Preissteigerungen an den Energiemärkten weiterhin zu den größten Unwägbarkeiten der Konjunkturprognose. Bei einem Abbruch aller russischen Erdgaslieferungen in die EU oder einem außergewöhnlich kalten Winter 2023/2024 könnten die Preise deutlich stärker anziehen als erwartet und damit die Realwachstums- und Inflationsaussichten verschlechtern. Eine Erdgasmanngelage im bevorstehenden Winter 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 stärker ausfallen als von uns unterstellt oder die privaten Haushalte – anders als bisher – auf die erheblichen Überschussersparnisse 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. Die infolge des Bundesverfassungsgerichtsurteils zum Klima- und Transformationsfonds nun möglicherweise restriktiver zu gestaltende Fiskalpolitik sowie die damit einhergehende reduzierte Verlässlichkeit der Rahmensetzung für unternehmerische Tätigkeit stellen ebenfalls ein Abwärtsrisiko für die Konjunkturprognose dar. Auf globaler Ebene besteht das Risiko, dass die Krise im chinesischen Immobiliensektor außer Kontrolle gerät und dort für einen Konjunkturreinbruch sorgt mit negativen Übertragungseffekten insbesondere in die Region und für die Rohstoffexporteure. Außerdem könnte es infolge zunehmender geopolitischer Konflikte zu einer Fragmentierung der Weltwirtschaft kommen. Die deutsche Wirtschaft ist wegen ihrer starken Integration in komplexe internationale Wertschöpfungsketten sowie ihrer hohen Offenheit für internationalen Handel besonders verwundbar, sobald diese Risiken schlagend werden. Schließlich können Umwelt- und Naturkatastrophen inklusive Extremwetterereignissen wie Überschwemmungen und Dürren, die infolge des Klimawandels künftig wahrscheinlicher werden, einen unvorhergesehenen Einfluss auf die prognostizierte Wirtschaftsentwicklung haben.

### ... aber auch einige Chancen

Neben den Risiken gibt es allerdings auch Chancen auf eine besser als erwartete Konjunktorentwicklung. Wenn die Inflation weltweit schneller als erwartet zurückgeht, und damit auch die Zinsen früher sinken können, wird gerade die Konjunktur in Deutschland davon profitieren. Denn Deutschland ist im Handel auf die Produktion zinsensibler Investitionsgüter spezialisiert.

<sup>1</sup> Borger, K. (2023), Unternehmensinvestitionen 2023: trotz Anstieg noch unter Vor-Corona-Niveau, Volkswirtschaft Kompakt Nr. 241, KfW Research.

<sup>2</sup> Scheuermeyer, P. (2023), KfW-ifo-Mittelstandsbarometer Oktober 2023, KfW Research.

<sup>3</sup> Anders als 2023 ist der Kalendereffekt im kommenden Jahr vernachlässigbar und in unserer aktuellen Prognose ist im Quartalsprofil von 2023 nur ein geringer statistischer Unterhang angelegt.

<sup>4</sup> Reallöhne im 2. Quartal 2023 um 0,1 % höher als im Vorjahresquartal – Statistisches Bundesamt (destatis.de).

<sup>5</sup> Auftragseingang im Bauhauptgewerbe im August 2023: +10,8 % zum Vormonat – Statistisches Bundesamt (destatis.de).

<sup>6</sup> Baugenehmigungen für Wohnungen im September 2023: -29,7 % gegenüber Vorjahresmonat – Statistisches Bundesamt (destatis.de).

<sup>7</sup> Bank Lending Survey - Nettoanteile (bundesbank.de).

<sup>8</sup> Auftragsbestand im Verarbeitenden Gewerbe im September 2023: -0,8 % zum Vormonat - Statistisches Bundesamt (destatis.de).

<sup>9</sup> HCOB Flash PMI Eurozone (spglobal.com).