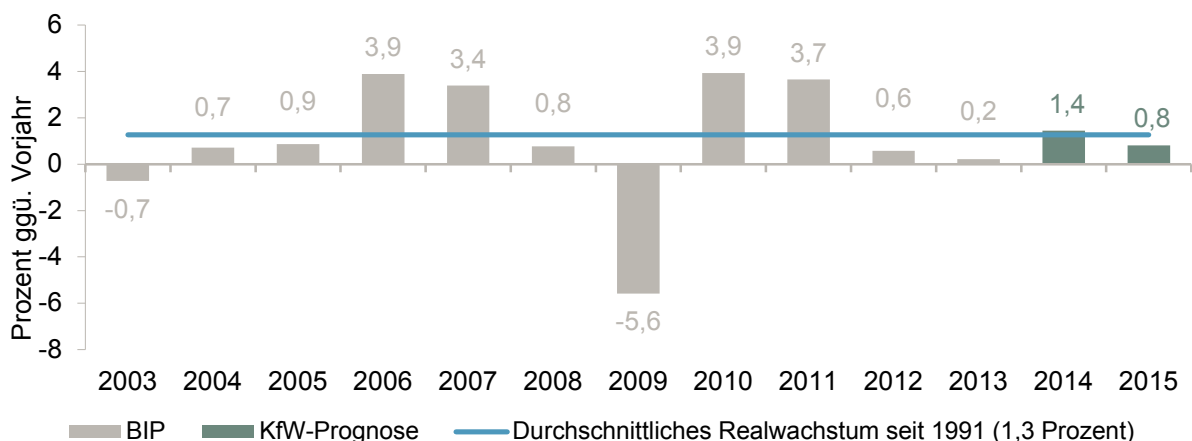


## KfW-Konjunkturkompass Deutschland

### Deutsches BIP: halbe Kraft voraus

- **Die KfW halbiert ihre Konjunkturprognose für 2015 kalenderbereinigt auf 0,8 % (Vorprognose 1,5 %); für 2014 dürfte am Ende ein Realwachstum von 1,4 % stehen, weniger als zuletzt erwartet (Vorprognose 1,6 %)**
- **Die konjunkturelle Dynamik ist seit der Vollbremsung im Frühjahr zum Erliegen gekommen, viel mehr als Stagnation ist auch bis in das neue Jahr hinein kaum realistisch; die Erwartungen der Firmen haben sich wegen der zahlreichen geopolitischen Unwägbarkeiten, vor allem aber wegen der immer wieder aufs Neue enttäuschten Hoffnungen auf einen Aufschwung in Europa spürbar verschlechtert; die Situation wird sich nur allmählich entspannen**
- **Die schwierigen internationalen Rahmenbedingungen beschränken nicht nur die deutschen Exportzuwächse, sondern lassen die Unternehmen auch in erheblichem Umfang mit Investitionen zögern; die positiven Impulse vom Arbeitsmarkt, dem privaten Konsum und den Wohnbauten lassen zwar etwas nach, sie bleiben aber Stützen der Konjunktur**
- **Die Investitionen des Staates dürften 2014 nach der jüngsten amtlichen Abwärtsrevision rückläufig sein; für 2015 erwarten wir einen merklichen Anstieg**

### Deutsches Bruttoinlandsprodukt, preis- und kalenderbereinigt



Quelle: Destatis, Berechnungen KfW Economic Research

### Anhaltende Stagnation

Die deutsche Wirtschaft ist im Sommer nur minimal gewachsen: Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) legte im 3. Quartal 2014 um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal zu – gerade genug, um die Wirtschaftsleistung nach dem leichten Rückgang im Frühjahr knapp wieder auf das Niveau des Startquartals zu heben. Unter dem Strich tritt Deutschland also seit dem starken,

allerdings auch von der Witterung begünstigten Jahresauftakt auf der Stelle. Das wenigstens stabile Aktivitätsniveau ist insbesondere den privaten Haushalten zu verdanken, die im Sommer ihre Konsumausgaben spürbar ausweiteten (+0,7 %).<sup>1</sup> Der private Konsum als mit Abstand größte BIP-Komponente profitiert dabei von der – angesichts der schwachen Konjunktur: beeindruckend – soliden Arbeitsmarktentwicklung und den relativ kräftigen Nominallohnsteigerungen in Verbindung mit dem anhaltend sehr niedrigen Inflations- und Zinsumfeld. Zudem waren die Konsumausgaben des Staates ähnlich stark im Plus (+0,6 %).

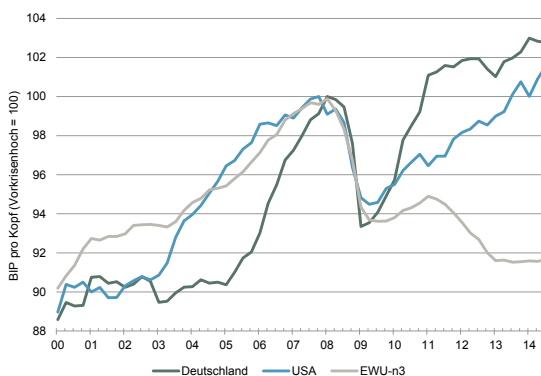
### Erholung der Unternehmensinvestitionen abgerissen

Zwar trug auch der Außenhandel, d. h. der Saldo aus Ex- und Importen, mit 0,2 Prozentpunkten positiv zum Quartalswachstum bei, weil die Exporte (+1,9 %) etwas stärker wuchsen als die Importe (+1,7 %). Dem steht aber ein stark negativer Wachstumsbeitrag der Vorratsveränderungen gegenüber (-0,5 Prozentpunkte), sodass die Auslandsnachfrage zu einem erheblichen Teil wohl nicht aus aktueller Produktion sondern aus dem Abbau von Lagerbeständen bedient worden sein dürfte. Die privaten Wohnbauten haben sich nach der witterungsbedingten Achterbahnfahrt im ersten Halbjahr über den Sommer lediglich knapp stabilisiert (-0,1 %). Enttäuscht haben aber vor allem die Investitionen des Staates (-3,2 %) wie auch der Firmen. Die im Frühjahr 2013 hoffnungsvoll gestartete Erholung der Unternehmensinvestitionen ist nach dem zweiten deutlichen Rückgang in Folge (-0,9 % nach -0,7 % im 2. Quartal) vorerst abgerissen.

### Ohne durchgreifende Wende in Europa kein echter Aufschwung in Deutschland

Der Investitionsattentismus der Firmen und des Staates ist bedauerlich – und das Gegenteil dessen, was langfristig notwendig wäre. Konjunkturell ist die Zurückhaltung lediglich für die Unternehmen nachvollziehbar: Absatzperspektiven und Geschäftserwartungen der Firmen haben sich wegen der zahlreichen geopolitischen Unwägbarkeiten, vor allem aber wegen der immer wieder aufs Neue enttäuschten Hoffnungen auf einen Aufschwung in Europa seit dem Frühjahr spürbar verschlechtert.

Reales BIP pro Kopf seit Krisenausbruch



Quelle: Feri, Berechnungen KfW Economic Research

Wie stark Deutschland trotz zunehmender Diversifikation seiner Exportmärkte noch immer an der Eurozone als nach wie vor mit Abstand wichtigstem Ausfuhrziel hängt, unterstreicht die Grafik. Um die unterschiedliche Bevölkerungsdynamik in den hier betrachteten Wirtschaftsräumen auszublenken, wird darin auf die (für den materiellen Wohlstand relevante) BIP-pro-Kopf-Betrachtung abgestellt.<sup>2</sup> Seit die auf die Große Rezession 2008/09 folgende,

<sup>1</sup> Sofern nicht anders angegeben, beziehen sich die Angaben zum BIP und dessen Komponenten auf die preis-, saison- und kalenderbereinigten Werte nach dem Census-X-12-ARIMA-Verfahren.

<sup>2</sup> Die übrige Eurozone wird pragmatisch durch den Mittelwert der drei ökonomisch nächstgrößten Mitgliedsländer hinter Deutschland angenähert (EWU-n3: Frankreich, Italien, Spanien); diese drei Volkswirtschaften stehen zusammen für zwei Drittel der Wirtschaftsleistung der übrigen EWU.

ohnehin matte Erholung in der übrigen Eurozone ab Anfang 2011 in einen zweiten Abschwung mündete, wächst auch das deutsche Pro-Kopf-BIP im Schnitt lediglich noch mit einer Rate von 0,5 % p. a. Das ist nicht nur ein Bruchteil des Tempos, mit dem Deutschland ab dem Frühjahr 2009 aus dem krisenbedingten Einbruch herausgewachsen war (+4,0 % p. a.) oder das es zuvor in dem kräftigen Aufschwung vom Frühjahr 2005 bis zum Vorkrisenhoch Anfang 2008 hingelegt hatte (+3,4 % p. a.). Dies ist praktisch genauso schwach wie in den fünf Jahren nach der Jahrtausendwende (+0,4 % p. a.), als Deutschland als „kranker Mann Europas“ galt – obwohl Angebotsbedingungen und Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Firmen heute weit besser sind als damals und obwohl der global wichtigste Handelspartner und noch immer gute Indikator der Weltkonjunktur, die USA, seit dem Krisentief Anfang 2009 mit einer gegenüber der Vorkrisenzeit zwar etwas schwächeren, aber sehr stabilen Trendrate wachsen. Vor allem die tiefe Misere in Europa macht den Unterschied in den externen Rahmenbedingungen aus. Unseres Erachtens kann Deutschland deshalb erst dann auf einen echten Aufschwung hoffen, wenn sich auch die Nachfrage bei den europäischen Partnern wieder durchgreifend erholt.

### **Kaum mehr als Stagnation im Winterhalbjahr**

Kurzfristig sind wir skeptisch: Für das Schlussquartal 2014 ist nochmals mit einer ähnlich schwachen BIP-Entwicklung zu rechnen wie im abgelaufenen 3. Quartal, und auch im Startvierteljahr 2015 dürfte sich die Konjunktur zunächst nur wenig beleben. Darauf deuten die im Jahresverlauf kräftig gefallenen ifo-Geschäftserwartungen der Firmen (-9,1 Punkte gegenüber dem Jahreshoch im Januar trotz der erstmaligen Aufhellung im November) genauso hin wie die trendmäßige Stagnation der Auftragseingänge seit Jahresbeginn und die zu Beginn des 4. Quartals zum zweiten Mal in Folge leicht rückläufige Auslastung der Industriekapazitäten (-0,6 Prozentpunkte ggü. dem 2. Quartal) – was trotz sehr günstiger Finanzierungsbedingungen vorerst keinerlei Anreize für zusätzliche Investitionen schafft. Im weiteren Verlauf könnte sich die Situation aber allmählich bessern, sodass in der zweiten Jahreshälfte 2015 wieder Quartalswachstumsraten von durchschnittlich knapp einem halben Prozent erreichbar sind. Unterstellt ist dabei vor allem, dass sich das Verhältnis zu Russland auf niedrigem Niveau stabilisiert.

### **KfW-Prognose 2014 und 2015: Kaum mehr als Stabilität**

Unter diesen Voraussetzungen wächst Deutschland 2015 gleichwohl nur um bescheidene 0,8 % kalenderbereinigt<sup>3</sup> – lediglich gut halb so stark wie noch vor drei Monaten von uns vorhergesagt (Vorprognose: 1,5 %). Gedrückt wird das Jahresergebnis insbesondere durch das niedrige Startniveau aufgrund des von uns erwarteten schwachen Winterhalbjahres. Das zu Ende gehende Jahr 2014 dürfte demgegenüber mit einem Gesamtwachstum von 1,4 % abschließen (Vorprognose 1,6 %), das aber praktisch ausschließlich dem sehr starken Jahresauftakt und dem nachwirkenden Schwung aus 2013 (statistischer Überhang: 0,7 Prozentpunkte) zu verdanken ist.

---

<sup>3</sup> Das Jahr 2015 verfügt im Bundesdurchschnitt um 2,3 Arbeitstage mehr als 2014, sodass der Wachstumsbeitrag allein aufgrund der wechselnden Feiertagslage (Kalendereffekt) mit knapp ¼ Prozentpunkt im kommenden Jahr erheblich ist. Das nicht kalenderbereinigte Realwachstum liegt 2015 entsprechend bei 1,0 %. Im laufenden Jahr 2014 ist der Kalendereffekt hingegen vernachlässigbar.

## Stabilitätsanker Binnenwirtschaft

Privater Konsum und Wohnbauten werden 2015 Stützen der Konjunktur bleiben. Allerdings dürfte sich die Dynamik der Zuwächse gegenüber 2014 etwas abschwächen. Der Wohnbau hat nach fünf Jahren mit zum Teil sehr kräftigem Wachstum inzwischen ein hohes Niveau erreicht, sodass hier ungeachtet weiter sehr niedriger Zinsen ein gewisser Tempoverlust angelegt ist. Der Konsum profitiert zwar von dem deutlich gesunkenen Ölpreis in US-Dollar. Da aber – wegen der fortschreitenden Normalisierung der Geldpolitik in den USA bei voraussichtlich noch sehr lange sehr expansiv ausgerichtetem Kurs in Europa – mit einer weiteren Abwertung des Euro zu rechnen ist, wird dieser Effekt zum Teil kompensiert. Zudem ist dadurch mit einer von dem aktuell sehr niedrigen Niveau aus etwas steigenden Inflationsrate zu rechnen. Dies bremst die weiteren Zuwächse bei der realen Kaufkraft genauso wie die im Vergleich zu 2014 voraussichtlich etwas geringere Tariflohndynamik und die absehbare Abflachung des Beschäftigungswachstums auf hohem Niveau. Unter dem Strich wird aber auch 2015 ein im längerfristigen Vergleich ordentlicher Zuwachs bei den real verfügbaren Einkommen stehen. Die Investitionen des Staates dürften 2015 merklich kräftiger zulegen als das BIP, nachdem man sich für 2014 auf die dritte jährliche Schrumpfung in Folge einstellen muss – diese scheint unvermeidlich, nachdem Destatis die Zahlen für die letzten Quartale sehr stark nach unten revidiert hat.<sup>4</sup> Die Unternehmensinvestitionen werden demgegenüber wegen der besonders im Winterhalbjahr noch sehr geringen konjunkturellen Zugkraft im Jahresdurchschnitt 2015 nur wenig wachsen – wir rechnen mit einer preis- und kalenderbereinigten Rate von +0,5 % nach einem Zuwachs von 3,5 % in diesem Jahr.

## Außenbeitrag leicht positiv

Positive Impulse für den Außenhandel kommen aus den USA und UK; der rückläufige Außenwert des Euro sowie der sinkende Rohölpreis tragen zur konjunkturellen Stabilisierung in der Eurozone bei. Zudem setzen wir darauf, dass die Strukturreformen in Südeuropa sowie die anhaltend expansive Geldpolitik 2015 auch in Europa für Stabilität sorgen; der Abbau der Arbeitslosigkeit bleibt aber quälend langsam und hinter dem Tempo, das für eine durchgreifende Erholung notwendig wäre, zurück. Immerhin sind erste Hoffnungssignale wie etwa das solide Wachstum in Spanien und die Bodenbildung in Griechenland inzwischen erkennbar – das ist psychologisch wichtig. Auch wenn von daher eine graduelle Belebung der deutschen Exporte im Verlauf des Prognosezeitraums angelegt ist, wird der Außenbeitrag 2015 nur wenig zum Wachstum beisteuern, da die Importe ähnlich stark steigen dürften wie die Exporte.

## Risiken ausgeglichen

Die Risiken sehen wir als in etwa ausgeglichen an. Die positiven externen Impulse könnten sich rascher und stärker durchsetzen als unterstellt. Dann wäre wohl auch mit einer Erholung der Unternehmensinvestitionen zu rechnen. Umgekehrt könnten schon kleine Schocks die fragile Lage in der Eurozone erneut erschüttern oder die geopolitischen Spannungen weiter

---

<sup>4</sup> Per Rechenstand 25. November verfehlen die Investitionen des Staates im Durchschnitt der ersten drei Quartale 2014 den 2013er-Durchschnitt um 1,0 %. Demgegenüber hatte die amtliche Statistik in der vorangegangenen Veröffentlichung am 1. September noch ein Plus von 5,3 % (Durchschnitt der ersten beiden Quartale 2014 gegenüber 2013) ausgewiesen. In allen vier Quartalen seit dem 3. Vierteljahr 2013 fällt das Quartalswachstum nun zum Teil erheblich schwächer aus als zuvor gedacht, in zweien wechselt sogar das Vorzeichen (3. Quartal 2013: -0,7 statt +0,2 %; 4. Quartal 2013: +1,3 statt +1,5 %; 1. Quartal 2014: -1,2 statt +2,2 %; 2. Quartal 2014: -2,7 statt -0,5 %).

eskalieren. Bei einer erneuten deutlichen Eintrübung des internationalen Umfelds würden die Unternehmensinvestitionen weiter sinken und die Arbeitslosigkeit würde steigen.

Autor: Dr. Klaus Borger, (069) 7431-2455, klaus.borger@kfw.de  
Pressekontakt: Christine Volk, (069) 7431-3867, christine.volk@kfw.de