

Perspektiven der deutschen Wirtschaft – Gesamtwirtschaftliche Vorausschätzungen für die Jahre 2020 und 2021 mit einem Ausblick auf das Jahr 2022

Die deutsche Wirtschaft wird im Projektionszeitraum ihre gegenwärtige Schwächephase allmählich überwinden. Zwar steigt die Binnennachfrage wohl nicht mehr so dynamisch an wie in der vorangegangenen Hochkonjunktur. Ausschlaggebend hierfür sind, vor allem aufgrund einer deutlich schwächeren Beschäftigungsentwicklung, die realen verfügbaren Einkommen der Haushalte. Die Exporte dürften sich aber nach und nach aus ihrer Stagnation befreien und im Laufe des kommenden Jahres im Einklang mit der Auslandsnachfrage wieder stärker steigen. Damit sollte sich auch die Industrie fangen und die gegenwärtige Zweiteilung der deutschen Konjunktur zurückbilden. Die merklich stützend wirkende Finanzpolitik und die sehr expansive Geldpolitik sorgen für zusätzlichen Auftrieb.

In diesem Szenario dürfte das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) in kalenderbereinigter Betrachtung im kommenden Jahr wie bereits im laufenden Jahr um lediglich rund ½ % zulegen. In den Jahren 2021 und 2022 wächst die Wirtschaftsleistung spürbar stärker. Sie könnte dann um knapp 1½ % pro Jahr und damit ähnlich stark wie das Produktionspotenzial steigen. Die gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten dürften nach der zuvor hohen Auslastung im kommenden Jahr in etwa durchschnittlich beansprucht werden. Auch im weiteren Projektionszeitraum bewegt sich die deutsche Wirtschaft im Korridor der Normalauslastung.

Die Inflationsrate, die bereits in diesem Jahr erheblich nachgab, dürfte im kommenden Jahr vorübergehend noch etwas weiter zurückgehen. Ausschlaggebend sind fallende Energiepreise. Im Jahr 2021 sollte die Teuerungsrate merklich anziehen. Energie wird sich dann vor allem aufgrund der kürzlich beschlossenen klimapolitischen Maßnahmen wohl wieder deutlich verteuern. Die Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel wird angesichts eines insgesamt robusten Lohnwachstums, steigender Importpreise und sich erholender Gewinnmargen ihr gegenwärtiges Niveau voraussichtlich in etwa halten. Im Jahr 2022 könnte sie leicht auf 1,6% steigen. Die Gesamtrate dürfte dann vor allem wegen stärker steigender Energiepreise noch etwas höher liegen.

Der gesamtstaatliche Haushaltsüberschuss dürfte im laufenden Jahr auf 1½ % des BIP sinken. In den kommenden Jahren zeichnet sich ein schrittweiser Abbau des Überschusses ab. Ausschlaggebend sind die gelockerte Finanzpolitik und der damit verbundene Ausgabenanstieg. Die Schuldenquote bleibt auf ihrem Abwärtspfad. Spätestens 2020 dürfte sie unter 60 % fallen.

Verglichen mit der Vorausschätzung vom Juni 2019 wird jetzt für das Jahr 2020 ein spürbar geringeres Wirtschaftswachstum erwartet. Die Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel wird aufgrund der nach unten revidierten Lohnzuwächse und Produktionslücke in den kommenden zwei Jahren etwas niedriger angesetzt. Im Jahr 2020 werden die Auswirkungen auf die Gesamtrate durch niedrigere Energiepreise noch verstärkt. Dagegen werden sie 2021 durch höhere Energiepreise beinahe ausgeglichen. Für das Wirtschaftswachstum – und in geringerem Umfang auch für die Inflationsrate – überwiegen aus heutiger Sicht die Abwärtsrisiken.

Deutsche Wirtschaft trat im Sommerhalbjahr 2019 auf der Stelle

Konjunktureller Ausblick¹⁾

Im Sommerhalbjahr 2019 trat die deutsche Wirtschaft auf der Stelle. Das reale BIP veränderte sich im zweiten und dritten Vierteljahr zusammengenommen saison- und kalenderbereinigt kaum.²⁾ Damit lag es etwas niedriger als in der Projektion vom Juni erwartet worden war.³⁾ Dass sich die bereits seit Mitte 2018 sehr schwache konjunkturelle Grundtendenz fortsetzte, lag in erster Linie daran, dass die rückläufige Entwicklung in der exportabhängigen Industrie anhielt. Hier geht die wirtschaftliche Leistung nun bereits seit fünf Quartalen in Folge zurück. Demgegenüber zeigten sich die stärker

binnenwirtschaftlich orientierten Sektoren als widerstandsfähig und sorgten weiterhin für einen gewissen Auftrieb. Gestützt wurden sie von der anhaltend günstigen Einkommensentwicklung der Beschäftigten. Zwar werden am Arbeitsmarkt allmählich Bremspuren der konjunkturellen Abkühlung sichtbar. Insgesamt erwies er sich aber als recht robust. Davon profitierten auf der Nachfrageseite der private Verbrauch und die privaten Wohnungsbauinvestitionen. Demgegenüber sanken die gewerblichen Investitionen vor dem Hintergrund der anhaltenden Export- und Industrieschwäche merklich.

Die Konjunkturflaute dürfte auch im laufenden Winterhalbjahr anhalten. Die gesamtwirtschaftliche Leistung wird voraussichtlich nur sehr verhalten wachsen. Dass die deutsche Wirtschaft in eine Rezession abgleitet, ist aus heutiger Sicht aber nicht zu erwarten.⁴⁾ Vielmehr gibt es erste vorsichtige Signale dafür, dass sich die Industrie allmählich fängt. So hellten sich hier die Geschäfts- und Exporterwartungen nach Angaben des ifo Instituts zuletzt etwas auf. Außerdem verschlechterte sich die Auftragslage in den letzten Monaten nicht weiter. Damit könnte sich die exportorientierte Industrie stabilisieren, bevor die binnenwirtschaftlich orientierten Branchen stärker in Mitleidenschaft gezogen werden. Die zuletzt ausgeprägte Zweiteilung der deutschen Wirtschaft würde sich dann langsam zurückbilden.

Im Winterhalbjahr 2019/2020 voraussichtlich nur sehr verhaltener BIP-Zuwachs

Projektion vom Dezember 2019

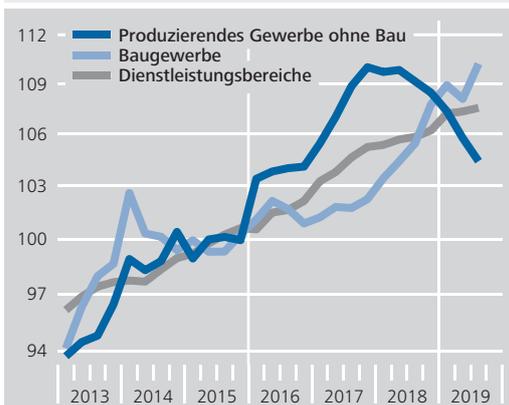
Veränderung gegenüber Vorjahr in %

	2019	2020	2021	2022
Reales BIP, kalenderbereinigt	0,5	0,6	1,4	1,4
Reales BIP, unbereinigt	0,5	1,0	1,4	1,3
Harmonisierter Verbraucherpreisindex	1,4	1,3	1,6	1,9
ohne Energie und Nahrungsmittel	1,4	1,5	1,5	1,6

Quelle: Statistisches Bundesamt. 2019 bis 2022 eigene Projektionen.
 Deutsche Bundesbank

Wichtige Komponenten der Bruttowertschöpfung

2015 = 100, saison- und kalenderbereinigt, log. Maßstab



Quelle: Statistisches Bundesamt.
 Deutsche Bundesbank

Im weiteren Verlauf des Projektionszeitraums dürfte die deutsche Wirtschaft wieder mehr an Schwung gewinnen. Haupttreiber dafür sind die Exporte. Sie dürften sich im Verlauf des kommenden Jahres nach und nach aus ihrer Schwä-

Im weiteren Verlauf wieder etwas höheres Wirtschaftswachstum

1 Die hier vorgestellte Vorausschätzung für Deutschland wurde am 27. November 2019 abgeschlossen. Sie ging in die am 12. Dezember 2019 von der EZB veröffentlichte Projektion für den Euroraum ein.

2 Das reale BIP ging im zweiten Vierteljahr 2019 um 0,2% zurück und stieg im dritten Vierteljahr um 0,1% an. Bei der Beurteilung der schwachen Wirtschaftsleistung im Sommerhalbjahr ist zu berücksichtigen, dass sie im vorangegangenen ersten Vierteljahr durch Sonderfaktoren erhöht war.

3 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019a).

4 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019b). Dies gilt unter der Bedingung, dass keine größeren negativen Schocks auftreten, vgl. Ausführungen zur Risikoeinschätzung auf S. 35.

chephase befreien und nachfolgend im Einklang mit der Auslandsnachfrage stärker zulegen. Damit sollte sich auch die Industriekonjunktur bessern, und die Unternehmensinvestitionen dürften – mit gewisser zeitlicher Verzögerung – wieder merklich wachsen. Die Binnennachfrage bleibt deutlich aufwärtsgerichtet, sie dürfte gleichwohl nicht mehr so kräftig ansteigen wie in der vorangegangenen Hochkonjunktur. Die merklich expansiv wirkende Finanzpolitik und die gleichfalls stützende Geldpolitik sorgen zwar für zusätzlichen Auftrieb. Dem steht jedoch gegenüber, dass die realen verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte vor allem wegen der weniger dynamischen Beschäftigungsentwicklung langsamer steigen als in den Jahren zuvor. Daher dürfte der private Konsum in den Folgejahren spürbar schwächer zulegen als im laufenden Jahr. Auch die Wohnungsbauinvestitionen steigen voraussichtlich nur noch moderat.

BIP-Wachstum 2020 wohl deutlich schwächer als im Juni 2019 projiziert

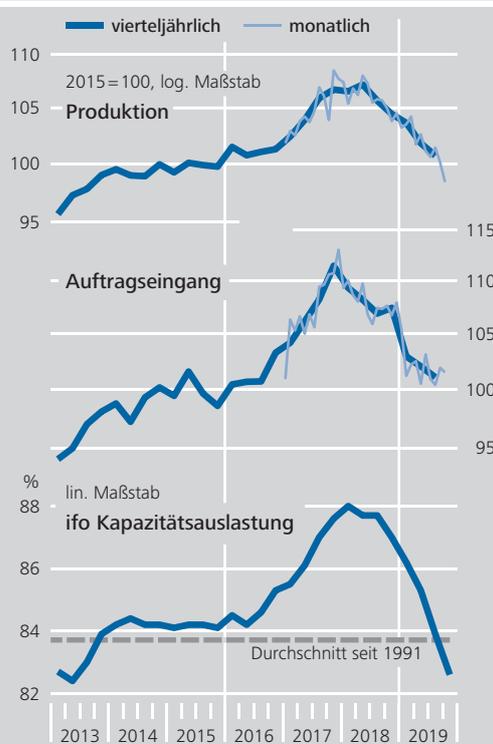
Insgesamt ergibt sich damit für die deutsche Konjunktur das Bild einer „sanften Landung“, nach der die Wirtschaft auf einen Wachstumspfad nahe dem des Produktionspotenzials einschwenkt. Nach einem Anstieg um lediglich etwa ½ % im laufenden und kommenden Jahr könnte das kalenderbereinigte reale BIP in den folgenden beiden Jahren mit jeweils knapp 1½ % wieder spürbar stärker zulegen (siehe Tabelle auf S. 16).⁵⁾ Gegenüber der Projektion vom Juni wird damit vor allem für das kommende Jahr eine deutlich niedrigere Wachstumsrate für das BIP erwartet (vgl. nebenstehende Tabelle). Ausschlaggebend hierfür ist, dass die globale Nachfrage sich ungünstiger als erwartet entwickelte und jetzt zudem auch perspektivisch schwächer eingeschätzt wird. Dies schlägt sich in spürbar niedrigeren Erwartungen für die Exporte und die Unternehmensinvestitionen nieder.

Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten normalisiert sich

Die deutsche Wirtschaft wächst nach dieser Projektion nicht nur im laufenden Jahr, sondern auch im kommenden Jahr deutlich schwächer als das Produktionspotenzial. Der Auslastungsgrad der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten,

Industrie

saison- und kalenderbereinigt



Quellen: Statistisches Bundesamt und ifo Institut.
 Deutsche Bundesbank

Revisionen gegenüber der Projektion vom Juni 2019

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Position	2019	2020	2021
BIP (real, kalenderbereinigt)			
Projektion vom Dezember 2019	0,5	0,6	1,4
Projektion vom Juni 2019	0,6	1,2	1,3
Differenz (in Prozentpunkten)	-0,1	-0,6	0,1
Harmonisierter Verbraucherpreisindex			
Projektion vom Dezember 2019	1,4	1,3	1,6
Projektion vom Juni 2019	1,4	1,5	1,7
Differenz (in Prozentpunkten)	0,0	-0,2	-0,1

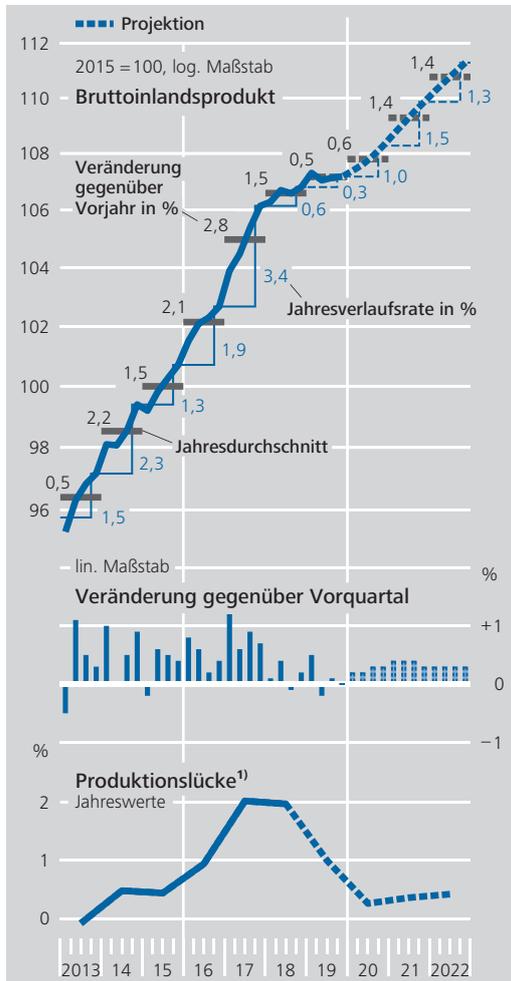
Deutsche Bundesbank

der im Jahr 2018 noch deutlich überdurchschnittlich war, normalisiert sich daher. In den

⁵ Ohne Bereinigung um kalendarische Effekte ergibt sich 2020 wegen der im Vergleich zum Vorjahr höheren Zahl an Arbeitstagen eine mit 1,0 % deutlich höhere Wachstumsrate. Im Jahr 2022 ergibt sich ein leicht negativer Kalendereffekt (vgl. Tabelle auf S. 23).

Gesamtwirtschaftliche Produktion und Produktionslücke

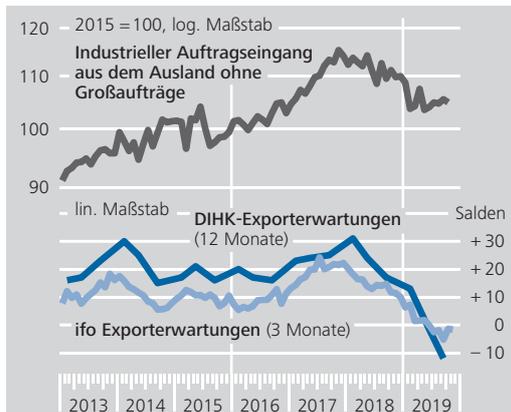
Preis-, saison- und kalenderbereinigt



Quelle: Statistisches Bundesamt und eigene Berechnungen. 2019 bis 2022 eigene Projektionen. ¹ Abweichung des BIP vom geschätzten Produktionspotenzial. Deutsche Bundesbank

Frühindikatoren für den Export

saisonbereinigt



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutscher Industrie- und Handelskammertag (DIHK), Ifo Institut. Deutsche Bundesbank

Jahren 2021 und 2022 könnte die Wirtschaft dann weitgehend im Einklang mit dem Potenzial wachsen.⁶⁾ Damit dürfte sich die deutsche Wirtschaft weiter im Korridor der Normalauslastung bewegen.

Die deutschen Exporte folgen seit Anfang 2018 einer sehr schwachen Grundtendenz, wobei es immer wieder kurzfristige Ausschläge nach oben und unten gab. Allerdings gibt es nunmehr erste, vorsichtige Anzeichen für ein mögliches Ende der Schwächephase. So durchschritten etwa die ifo Exporterwartungen für die kommenden drei Monate im September ihren bisherigen Tiefpunkt – auch wenn sie noch im negativen Bereich blieben.⁷⁾ Und die lange Zeit rückläufigen Auftragseingänge der deutschen Industrie aus dem Ausland stabilisierten sich mittlerweile in der Grundtendenz, das heißt ohne Berücksichtigung der volatilen Großaufträge. Sollte es zu keinen weiteren Rückschlägen bei der Nachfrage aus dem Ausland kommen, ist im Verlauf des Jahres 2020 mit einer allmählichen Erholung des Exportwachstums zu rechnen. Diese dürfte sich in den Folgejahren annähernd im Einklang mit der erwarteten graduellen Verstärkung des Absatzmarktwachstums fortsetzen. Im weiteren Projektionszeitraum sollten die Ausfuhren nur wenig schwächer ansteigen als die Auslandsnachfrage. Ein gewisser Abschlag gegenüber dem Expansions-tempo der Absatzmärkte ist bei den Ausfuhren in andere Mitgliedstaaten des Euroraums angezeigt. Hier sind Wettbewerbsverluste der deutschen Exporteure aufgrund des vergleichsweise starken Kostendrucks hierzulande in Rechnung zu stellen.

Exporte erholen sich allmählich

Mit einiger Verzögerung zum Abschwung in der Industrie gaben die Unternehmensinvestitionen

⁶ Die Wachstumsrate des Produktionspotenzials wird dabei für das laufende Jahr auf 1,5% geschätzt. In den folgenden Jahren dürfte sie wegen des demografisch bedingt sinkenden potenziellen Arbeitsangebots auf 1,3% zurückgehen.
⁷ Die jüngsten Exporterwartungen aus der Herbstumfrage des DIHK, die sich auf die kommenden 12 Monate beziehen, waren dagegen noch sehr negativ. Die Erhebung lag allerdings wohl zum großen Teil noch vor den jüngsten Spannungstendenzen beim Brexit und bei den Handelsgesprächen zwischen den USA und China.

Rahmenbedingungen für die gesamtwirtschaftlichen Vorausschätzungen

Die hier vorgelegte Projektion basiert auf Annahmen über die Weltwirtschaft, die Wechselkurse, die Rohstoffpreise und die Zinssätze, die von Fachleuten des Eurosystems festgelegt wurden. Ihnen liegen Informationen zugrunde, die am 19. November 2019 verfügbar waren. Die Annahmen über die wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum ergeben sich aus den Projektionen der nationalen Zentralbanken der Euro-Länder.¹⁾ Diese Projektionen beziehen alle finanzpolitischen Maßnahmen ein, die entweder verabschiedet sind oder hinreichend spezifiziert wurden und deren Umsetzung als wahrscheinlich angesehen wird.

Verhaltenes Wachstum der Weltwirtschaft, Aussichten für den Welthandel bleiben dahinter zurück

Das in der Juni-Projektion für die Weltwirtschaft (ohne den Euroraum) erwartete leichte Anziehen des Wachstumstempos blieb im Sommerhalbjahr 2019 zunächst aus. Erst für das kommende Jahr wird jetzt von einer etwas stärkeren Dynamik ausgegangen, die dann im weiteren Verlauf des Projektionszeitraums nur noch geringfügig zulegt. Dabei lässt zwar das Expansions-tempo der Fortgeschrittenen Volkswirtschaften (ohne den Euroraum) infolge zunehmend reifer Konjunkturzyklen, steigender Angebotsrestriktionen und abnehmender Effekte der expansiven Geld- und Fiskalpolitik leicht nach.²⁾ Zudem fallen die für China erwarteten Wachstumsraten im historischen Vergleich niedrig aus. Für die Gruppe der Schwellenländer insgesamt überwiegt jedoch die anziehende Dynamik, die für mehrere asiatische und lateinamerikanische Volkswirtschaften zugrunde gelegt wird. Insgesamt sollte die Weltwirtschaft (ohne den Euroraum und bei Gewichtung mit

Kaufkraftparitäten) einen Zuwachs von knapp beziehungsweise gut 3% im laufenden und im kommenden Jahr verzeichnen. Für die Jahre 2021 und 2022 wird dann mit Expansionsraten von 3¼% beziehungsweise 3½% gerechnet.

Der internationale Handel wird nach wie vor von der schwachen Industrie- und Investitionskonjunktur³⁾ sowie den Handelskonflikten belastet. Er ging im Sommerhalbjahr nochmals leicht zurück und lag damit deutlich unter den Erwartungen der Juni-Projektion. Für den Projektionszeitraum wird eine sehr verhaltene Erholung des Welthandels (ohne den Euroraum) unterstellt. Nach einer Stagnation im Durchschnitt des laufenden Jahres wird in der Folge wieder mit Zuwachsraten von ¾% im Jahr 2020 sowie 2½% und 2¾% in den Jahren 2021 und 2022 gerechnet. Damit bleibt der Welthandel auch am Ende des Projektionszeitraums noch weniger dynamisch als die globale Aktivität. Die Projektionen für den Welthandel wurden somit gegenüber der Juni-Projektion deutlicher heruntergenommen als die Vorausschätzungen für die Weltwirtschaft.

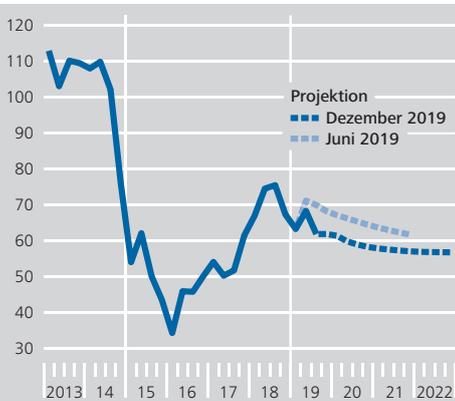
¹ Die Projektionen der nationalen Zentralbanken der Euro-Länder wurden am 27. November 2019 abgeschlossen.

² Wie in den vorangegangenen Projektionen wird in Bezug auf den geplanten Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU davon ausgegangen, dass bis Ende 2020 keine Zölle erhoben werden. In der kurzen Frist lastet die Unsicherheit über die Umsetzung der Austrittsentscheidung vor allem auf der wirtschaftlichen Aktivität des Vereinigten Königreichs. Auch im weiteren Verlauf des Projektionszeitraums dürfte das Wirtschaftswachstum in einer Übergangsphase zu einem neuen Handelsabkommen verhalten ausfallen.

³ Für die besondere Belastung des Welthandels dürften auch Verschiebungen in der Zusammensetzung der globalen Nachfrage eine Rolle spielen. Während die exportorientierte und Kapitalgüter produzierende Industrie unter der schwachen Investitionskonjunktur leidet, zeigt sich der eher auf die Nachfrage von privaten Haushalten ausgerichtete Dienstleistungssektor vergleichsweise robust. Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019c).

Ölpreis

US-\$ je Barrel Brent, vierteljährlich



Quellen: Bloomberg und Projektionen der EZB.
 Deutsche Bundesbank

Wichtige Annahmen der Projektion

Position	2019	2020	2021	2022
Wechselkurse für den Euro				
US-Dollar je Euro Effektiv ¹⁾	1,12 116,7	1,10 115,9	1,10 115,9	1,10 115,9
Zinssätze				
EURIBOR-Dreimonatsgeld	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3
Umlaufrendite öffentlicher Anleihen ²⁾	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1
Rohstoffpreise				
Rohöl ³⁾	63,8	59,6	57,4	56,8
Sonstige Rohstoffe ^{4) 5)}	-3,8	3,8	2,6	2,4
Absatzmärkte der deutschen Exporteure ^{5) 6)}	1,4	1,7	2,5	2,7

¹ Gegenüber 38 Währungen wichtiger Handelspartner des Euroraums (EWK-38-Gruppe), 1. Vj. 1999 = 100.
² Umlaufrendite deutscher Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von über neun bis zehn Jahren. ³ US-Dollar je Fass der Sorte Brent. ⁴ In US-Dollar. ⁵ Veränderung gegenüber Vorjahr in %. ⁶ Kalenderbereinigt.
 Deutsche Bundesbank

Auch die Absatzmärkte deutscher Exporteure wuchsen im Verlauf des Jahres 2019 nur schwach. Ähnlich wie für den Welthandel wird über den Projektionszeitraum von einer verhalten steigenden Dynamik ausgegangen.

Technische Annahmen der Projektion

Nach Abschluss der Juni-Projektion gingen die Rohölnotierungen spürbar zurück. An-

gesichts einer befürchteten weiteren Verschärfung der Handelskonflikte und der schleppenden Industriekonjunktur wurde eine nochmals schwächere globale Ölnachfrage erwartet. Dem standen zwar Spannungen im Nahen Osten und Sorgen um einen anhaltenden Produktionsausfall nach einem Anschlag auf Raffinerien in Saudi-Arabien gegenüber, die Erwartungen eines knapperen Ölangebots schürten. Aber die nachfrageseitigen preisdämpfenden Faktoren dominierten. Die Annahmen für die Projektionen werden aus den Terminnotierungen abgeleitet. Sie deuten für das kommende Jahr auf einen etwas stärkeren Rückgang der Rohölnotierungen hin als in der Juni-Projektion zugrunde gelegt. Insgesamt ergibt sich damit über den gesamten Projektionszeitraum ein deutlich niedrigeres Rohölpreisniveau. Auch die Notierungen anderer Rohstoffe auf US-Dollar-Basis sanken nach Abschluss der Juni-Projektion, sodass diese im Durchschnitt des laufenden Jahres niedriger ausfallen. Für die Folgejahre wird angesichts der erwarteten Belebung der Weltwirtschaft wieder mit moderaten Preisanstiegen gerechnet, die aber ebenfalls unterhalb der in der Juni-Projektion angelegten Dynamik liegen dürften.

Der EZB-Rat passte bereits im Juni und im Juli seine Orientierung über die zukünftige Entwicklung der Leitzinsen (Forward Guidance) an. In der Septembersitzung wurde dann ein umfangreiches Maßnahmenpaket beschlossen. Es enthielt die Wiederaufnahme der Nettokäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (expanded Asset Purchase Programme: APP) in Höhe von monatlich 20 Mrd € ab dem 1. November 2019. Diese Käufe sollen erst dann beendet werden, wenn eine Leitzinserhöhung kurz bevorsteht. Die Leitzinsen sollen so lange auf ihrem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben, bis sich die Inflationsaussichten für den Euroraum

im Projektionszeitraum deutlich einem Niveau von hinreichend nahe, aber unter 2% annähern und sich dies auch in der Dynamik der Kerninflation zeigt. Zudem wurden in der Septembersitzung der Zinssatz für die Einlagefazilität um 10 Basispunkte gesenkt und der geldpolitische Kurs auch über eine Anpassung der Modalitäten der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) weiter gelockert.⁴⁾ Die Markterwartungen über eine künftige Zinserhöhung haben sich gegenüber den Annahmen der Juni-Projektion weiter in die Zukunft verschoben. Von dem jetzt niedrigeren Niveau aus werden sowohl für den EURIBOR als auch für die Rendite auf langfristige deutsche Staatsanleihen erst gegen Ende des Projektionszeitraums geringfügige Zuwächse angenommen. Im Einklang mit den technischen Zinsannahmen wird auch für die Bankkreditzinsen bis 2022 nur ein sehr moderater Anstieg erwartet. Für den gesamten Projektionszeitraum wird daher mit äußerst vorteilhaften Finanzierungsbedingungen gerechnet. Im Einklang damit erreichte der Anteil der Unternehmen, die die Finanzierung als Risiko für ihre Geschäftsentwicklung nennen, laut der DIHK-Konjunkturumfrage vom Herbst 2019 einen neuen historischen Tiefstand.

Die umfangreichen weiteren Lockerungen der gemeinsamen Geldpolitik und unvorhergesehen schwache Konjunkturdaten für den Euroraum dämpften nach Abschluss der Juni-Projektion den Wert der Gemeinschaftswährung gegenüber dem US-Dollar. Letzterer wurde zudem dadurch gestützt, dass die Marktteilnehmer weitere Zinssenkungsschritte der US-Notenbank als weniger wahrscheinlich einstufen. Der Euro notierte in dem für die Ableitung der Wechselkursannahmen relevanten Zeitraum bei 1,10 US-\$. Im Vergleich zu den Annahmen der Juni-Projektion ergibt sich gegenüber dem US-Dollar eine Abwertung um rund 1 3/4%.

In Bezug auf die für den Außenhandel wichtigen Währungen insgesamt wertete der Euro um 3/4% ab.

Graduell stärkeres BIP-Wachstum im Euroraum

Die gegenwärtige Schwäche des Welthandels und Unsicherheiten hinsichtlich der zukünftigen Handelsbeziehungen lasten auf dem Wirtschaftswachstum im Euroraum. Insbesondere die Entwicklung in der Industrie wird dadurch gedämpft, während sich die Dienstleistungsbereiche bisher widerstandsfähiger zeigen. Vor dem Hintergrund weiterer erwarteter Beschäftigungszuwächse und der anziehenden Löhne wird damit gerechnet, dass binnenwirtschaftliche Wachstumskräfte der Schwäche des Außenhandels weiter entgegenwirken. Mit der in den Annahmen zum Welthandel angelegten verhaltenen Erholung der Importnachfrage von Handelspartnern außerhalb des Euroraums sollte auch die Dynamik der Exporte wieder anziehen. In den Jahren 2021 und 2022 dürfte die Wirtschaft des Euroraums wieder Zuwachsraten etwas oberhalb des Potenzialwachstums erreichen.

Verglichen mit der Juni-Projektion wurden die Erwartungen für das BIP-Wachstum im Euroraum (ohne Deutschland) nach 1,5% im laufenden Jahr für 2020 um rund zwei Zehntel Prozentpunkte auf 1,3% heruntersetzt. Für die folgenden beiden Jahre wird von Zuwachsraten von jeweils 1,4% ausgegangen, sodass die Dynamik 2021 genauso veranschlagt wird wie in der Juni-Projektion.

Finanzpolitik deutlich gelockert

Die Finanzpolitik in Deutschland wird über den gesamten Projektionszeitraum deutlich

⁴ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019d).

gelockert und stützt damit die Konjunktur. Die finanzpolitischen Maßnahmen belasten den Staatshaushalt vor allem in den Jahren 2020 und 2021. Mehrausgaben wurden für viele Bereiche beschlossen. Insbesondere planen die Gebietskörperschaften steigende Aufwendungen für Verkehrs- und digitale Infrastruktur, Kinderbetreuung, Bildung sowie äußere und innere Sicherheit. Darüber hinaus werden ab 2020 Maßnahmen zur Eindämmung des CO₂-Ausstoßes stärker gefördert (vgl. ausführlicher S. 33).

Den verschiedenen Einkommensteuersenkungen, insbesondere durch die Teilabschaffung des Solidaritätszuschlags im Jahr 2021, stehen Mehreinnahmen aus der Steuerprogression gegenüber. Zusätzlich wachsen die Einnahmen ab dem Jahr 2021 aufgrund der im Rahmen der klimapolitischen Maßnahmen beschlossenen neuen Zertifikate für CO₂-Emissionen in den Bereichen Verkehr

und Gebäudeheizung. Bei den Sozialbeiträgen sinkt im nächsten Jahr der Beitragssatz zur Arbeitslosenversicherung um 0,1 Prozentpunkte auf 2,4%. Außerdem werden Betriebsrentnerinnen und -rentner bei den Beiträgen zur gesetzlichen Krankenversicherung entlastet. Dies verstärkt den Druck zu höheren Zusatzbeiträgen der Krankenkassen, der infolge der Kostendynamik bei den Gesundheitsleistungen ohnehin erwartet wird. Insgesamt wird unterstellt, dass die durchschnittlichen Zusatzbeitragssätze merklich steigen. Alles in allem gleichen sich auf der Einnahmenseite von 2020 bis 2022 Mehr- und Mindereinnahmen weitgehend aus.

Unternehmensinvestitionen zunächst rückläufig, dann mit deutlicher Zunahme

im Sommerhalbjahr 2019 erstmals seit 2016 spürbar nach. Dieser Rückgang dürfte sich zunächst fortsetzen. Neben der weiter sinkenden Auslastung der Produktionskapazitäten im Verarbeitenden Gewerbe spricht dafür die kurzfristig nach wie vor schwache Auslandsnachfrage nach deutschen Industriegütern. Zudem ist das Geschäftsumfeld der Unternehmen weiterhin durch eine erhöhte wirtschaftspolitische Unsicherheit geprägt. Dies gilt beispielsweise hinsichtlich der schwelenden Handelskonflikte zwischen den USA und ihren Handelspartnern oder der Frage nach den zukünftigen technologischen und regulatorischen Rahmenbedingungen, etwa hinsichtlich der Mobilität. Die niedrigen Finanzierungskosten dürften hier keinen ausreichenden Gegenpol bilden. Deshalb sind für das kommende Jahr im Mittel noch spürbar rückläufige Unternehmensinvestitionen zu erwarten. Mit der unterstellten Verbesserung der Industriekonjunktur im Gefolge der sich erholenden Exporte dürften zunächst vorhandene Produktionskapazitäten stärker genutzt werden.

Die Investitionsneigung sollte daher, wie schon zu Beginn des Konjunkturabschwungs, mit einer gewissen Zeitverzögerung reagieren. Somit dürften die Unternehmensinvestitionen in jahresdurchschnittlicher Betrachtung erst 2021 wieder ausgeweitet werden. Die Zunahme könnte sich aus heutiger Sicht im Jahr 2022 noch verstärken: Die Exportgeschäfte sollen sich weiter verbessern und zuvor bewusst aufgeschobene Investitionsmaßnahmen könnten dann allmählich nachgeholt werden.

Trotz der laufenden konjunkturellen Abkühlung ist die Stimmung der Konsumenten hierzulande nach wie vor gut. Auch im Projektionszeitraum sollte der private Konsum eine wesentliche Stütze der Konjunktur bleiben. Die Konsumausgaben dürften in einem ähnlichen Umfang ansteigen wie die verfügbaren Einkommen. Allerdings wird das Tempo der Zunahme bei den realen verfügbaren Einkommen voraussichtlich geringer ausfallen als in den zurückliegenden Jahren der Hochkonjunktur. Dahinter stehen

Privater Konsum bleibt eine solide Konjunkturstütze

verschiedene, zum Teil gegensätzlich wirkende Faktoren: Dämpfend auf die Einkommensdynamik wirkt sich vor allem das erheblich nachlassende Beschäftigungswachstum aus. Hinzu kommt, dass das Lohnplus vor allem 2020 wohl etwas geringer ausfällt als im Mittel der vorangegangenen Jahre. Von der Preisseite gibt es zwar im kommenden Jahr eine leichte Entlastung, aber in den Jahren 2021 und 2022 ist wieder mit einer höheren Inflationsrate zu rechnen. Impulse für die verfügbaren Einkommen kommen von der Finanzpolitik, insbesondere wenn im Jahr 2021 der Solidaritätszuschlag teilweise abgeschafft wird.

Moderates Wachstum der Wohnungsbauminvestitionen

Die Wohnungsbauinvestitionen stiegen im bisherigen Jahresverlauf 2019 kräftig an und dürften auch im Herbst nochmal zulegen. Die optimistische Stimmung der Unternehmen und gut gefüllte Auftragsbücher deuten darauf hin, dass sich die Hochkonjunktur in der Baubranche in den nächsten Monaten fortsetzt. Für den Wohnungsbau im Speziellen bleibt die Nachfrage wegen des stabilen Arbeitsmarktes und äußerst günstiger Finanzierungsbedingungen zwar grundsätzlich hoch.⁸⁾ Allerdings dürften dann von diesem hohen Niveau ausgehend die Wohnungsbauinvestitionen über den Projektionszeitraum nur noch moderat steigen. Zum einen ziehen die Baupreise weiterhin kräftig an, wenn auch mit etwas nachlassendem Schwung. Dies deutet darauf hin, dass es auch bei der gegenwärtig schwächeren gewerblichen Nachfrage nach Bauleistungen angebotsseitig aufgrund der hohen Anspannungen am Arbeitsmarkt nicht einfach ist, die Baukapazitäten auszuweiten. Dies dürfte sich fortsetzen. Zum anderen dürften nachfrageseitig bedingt die Wohnungsbauinvestitionen an Schwung verlieren. Neben der nachgebenden Dynamik der realen verfügbaren Einkommen spielt dabei die abnehmende Zahl an neu gegründeten Haushalten eine Rolle. Hierzu tragen die demografische Entwicklung und die voraussichtlich nachlassende Zuwanderung bei.

Die Preisdynamik bei Wohnimmobilien ermäßigte sich in der ersten Jahreshälfte 2019

Technische Komponenten zur BIP-Wachstumsprojektion

in % bzw. Prozentpunkten

Position	2019	2020	2021	2022
Statistischer Überhang am Ende des Vorjahres ¹⁾	0,2	0,0	0,4	0,5
Jahresverlaufsrate ²⁾	0,3	1,0	1,5	1,3
Jahresdurchschnittliche BIP-Rate, kalenderbereinigt	0,5	0,6	1,4	1,4
Kalendereffekt ³⁾	0,0	0,4	0,0	-0,1
Jahresdurchschnittliche BIP-Rate ⁴⁾	0,5	1,0	1,4	1,3

Quelle: Statistisches Bundesamt; 2019 bis 2022 eigene Projektionen. **1** Saison- und kalenderbereinigter Indexstand im vierten Quartal des Vorjahres in Relation zum kalenderbereinigten Quartalsdurchschnitt des Vorjahres. **2** Jahresveränderungsrate im vierten Quartal, saison- und kalenderbereinigt. **3** In % des BIP. **4** Abweichungen in der Summe rundungsbedingt.

Deutsche Bundesbank

deutlich. Insbesondere die bis zum Jahr 2018 außerordentlich hohen Preissteigerungen bei Wohnungen in den Ballungsräumen ließen erheblich nach. Hier legte die Wohnraumnachfrage – wohl auch wegen des inzwischen erreichten Preisniveaus – langsamer zu. Außerdem verlagerte sie sich teilweise aus den Städten in Gebiete, in denen die Preise weniger stark stiegen und sich das Angebot leichter ausweiten lässt. Dieser Trend dürfte sich fortsetzen. Auch die erwartete Entwicklung makroökonomischer Größen, wie beispielsweise die nachgebende Dynamik der realen verfügbaren Einkommen, deuten auf moderatere Teuerungsraten bei Wohnimmobilien als bisher hin. Gleichwohl werden sich die Preissteigerungsraten angesichts der typischerweise trägen Preisreaktion bei Wohnimmobilien vermutlich lediglich graduell ermäßigen.

Preise für Wohnimmobilien steigen im Projektionszeitraum moderater

Die direkte Staatsnachfrage stützt das Wirtschaftswachstum im Projektionszeitraum spürbar. Hierzu tragen sowohl der Staatsverbrauch als auch die staatlichen Investitionen bei. Für den Staatsverbrauch ist nach einem deutlichen Anstieg im laufenden Jahr auch für die kommenden Jahre ein Zuwachs oberhalb des BIP-

Staatsverbrauch und staatliche Investitionen wachsen deutlich

⁸ Die Zinssätze für Hypothekarkredite dürften im Projektionszeitraum mehr oder weniger unverändert niedrig bleiben.

Eckwerte der gesamtwirtschaftlichen Projektion

Veränderung gegenüber Vorjahr in %, kalenderbereinigt 1)

Position	2018	2019	2020	2021
BIP (real)	1,5	0,5	0,6	1,4
desgl. unbereinigt	1,5	0,5	1,0	1,4
Verwendung des realen BIP				
Private Konsumausgaben	1,2	1,6	1,1	1,1
nachrichtlich: Sparquote	11,0	10,9	10,9	10,9
Konsumausgaben des Staates	1,4	1,9	2,4	2,3
Bruttoanlageinvestitionen	3,5	2,7	0,2	1,4
Unternehmensinvestitionen 2)	3,5	1,6	-1,4	0,7
Private Wohnungsbauinvestitionen	3,1	4,2	1,7	1,5
Exporte	2,3	1,0	0,8	2,3
Importe	3,7	2,2	1,6	2,6
nachrichtlich: Leistungsbilanzsaldo 3)	7,5	7,8	7,5	7,4
Beiträge zum BIP-Wachstum 4)				
Inländische Endnachfrage	1,7	1,8	1,1	1,3
Vorratsveränderungen	0,3	-0,8	-0,3	0,0
Exporte	1,1	0,5	0,4	1,1
Importe	-1,5	-0,9	-0,6	-1,1
Arbeitsmarkt				
Arbeitsvolumen 5)	1,3	0,5	-0,1	0,2
Erwerbstätige 5)	1,4	0,9	0,1	0,1
Arbeitslose 6)	2,3	2,3	2,3	2,3
Arbeitslosenquote 7)	5,2	5,0	5,1	5,0
nachrichtlich: Erwerbslosenquote 8)	3,4	3,1	3,2	3,2
Löhne und Lohnkosten				
Tarifverdienste 9)	2,9	2,9	2,5	2,6
Bruttolöhne und -gehälter je Arbeitnehmer	3,2	3,1	2,5	2,7
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,9	3,2	2,3	2,7
Reales BIP je Erwerbstätigen	0,2	-0,3	0,5	1,3
Lohnstückkosten 10)	2,7	3,5	1,8	1,4
nachrichtlich: BIP-Deflator	1,5	2,0	1,9	1,9
Verbraucherpreise 11)				
ohne Energie	1,9	1,4	1,3	1,6
Energiekomponente	1,6	1,4	1,5	1,6
ohne Energie und Nahrungsmittel	4,9	1,4	-0,9	1,5
Nahrungsmittel	1,3	1,4	1,5	1,5
Nahrungsmittelkomponente	2,6	1,6	1,6	2,1
Preise für Wohnimmobilien 12)	6,6	5,3	4,9	4,5

Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesagentur für Arbeit; Eurostat; 2019 bis 2021 eigene Projektionen. **1** Falls Kalendereinfluss vorhanden. Angaben in Ursprungswerten befinden sich in der Tabelle auf S.36. **2** Private Anlageinvestitionen ohne Wohnungsbau. **3** In % des nominalen BIP. **4** Rechnerisch, in Prozentpunkten. Abweichungen in der Summe rundungsbedingt. **5** Inlandskonzept. **6** In Millionen Personen (Definition der Bundesagentur für Arbeit). **7** In % der zivilen Erwerbspersonen. **8** International standardisiert gemäß ILO-Definition, Eurostat-Abgrenzung. **9** Ursprungswerte, auf Monatsbasis; gemäß Tarifverdienstindex der Bundesbank. **10** Quotient aus dem im Inland entstandenen Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und dem realen BIP je Erwerbstätigen. **11** Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI), Ursprungswerte. **12** Ursprungswerte.

Deutsche Bundesbank

Wachstums angelegt. Dies gilt insbesondere bei den Sachkäufen sowie den Leistungen für Gesundheit und Pflege. Auch bei den staatlichen Investitionen zeichnet sich ein spürbarer Anstieg ab. Schwerpunkte sind Verkehrs- und digitale Infrastruktur, Kinderbetreuung und Schulen. Kapazitätsengpässe in der Bauwirtschaft dürften die staatlichen Bauvorhaben etwas weniger stark einschränken als in der jüngeren Vergangenheit und der Preisdruck könnte etwas nachlassen. Grund hierfür ist vor allem eine weniger stark steigende gewerbliche Nachfrage. Auch bei den Ausrüstungsinvestitionen im Verteidigungsbereich sind deutliche Zuwächse wahrscheinlich.

Die zuvor noch recht schwungvollen Einfuhren stiegen während des vergangenen Sommerhalbjahres nicht mehr an. Diese Atempause dürfte in Verbindung mit der momentanen Schwäche der Exporte und Unternehmensinvestitionen stehen, in die in besonders hohem Maße Importe eingehen. Auch der zuletzt ausgeprägte Lagerabbau trug wohl hierzu bei. Die robuste Binnennachfrage wirkte hingegen grundsätzlich stützend. Aus den Projektionen für die verschiedenen Nachfragekomponenten ergibt sich für die Einfuhren zunächst ein verhaltener Ausblick für das Winterhalbjahr 2019/2020. Im weiteren Verlauf dürften sie aber wieder recht kräftig expandieren. Hierzu tragen das erwartete stärkere Exportwachstum und die Erholung der Unternehmensinvestitionen bei. Außerdem ist ungeachtet der gegenwärtigen Herausforderungen für die weltweite Handelsordnung mittelfristig weiterhin mit einer zumindest verhalten zunehmenden Integration der deutschen Wirtschaft in die internationale Arbeitsteilung zu rechnen. Daher dürften sich die Importanteile aller Nachfragekomponenten weiter erhöhen. Von der steigenden Importnachfrage aus Deutschland sollten aufgrund ihrer zunehmenden preislichen Wettbewerbsfähigkeit besonders die Handelspartner innerhalb des Euroraums profitieren.

Einfuhren zunächst schwach, mittelfristig aber auf recht kräftigem Expansionspfad

Trotz der schwachen Exporte lag der Überschuss in der deutschen Leistungsbilanz in den

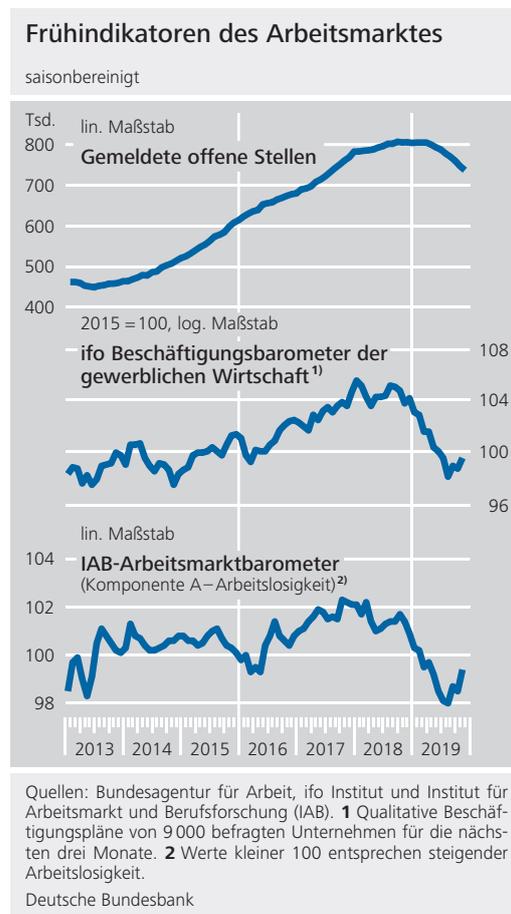
*Leistungsbilanz-
 überschuss geht
 perspektivisch
 etwas zurück*

ersten neun Monaten dieses Jahres etwas über dem hohen Stand im Jahr 2018. Dies lag neben einer merklichen Verbesserung der Terms of Trade im Gefolge des niedrigeren Rohölpreises auch an einem höheren Saldo der Primäreinkommen. Letzterer wurde durch höhere Vermögenseinkommen getrieben, die im Zusammenhang mit dem gestiegenen Netto-Auslandsvermögen stehen. Im Projektionszeitraum sollten sich die Leistungsbilanzüberschüsse hingegen verringern. Das außenwirtschaftliche Tauschverhältnis dürfte sich auf Basis der Annahmen zum Rohölpreis und zum Wechselkurs des Euro allenfalls im Mittel des kommenden Jahres nochmals leicht verbessern. Für die Primär- und Sekundäreinkommen wird im Saldo ein Anstieg weitgehend im Einklang mit der Ausweitung des nominalen BIP unterstellt. Ausschlaggebend sind damit die Projektionen für die realen Handelsströme: Zwar erholt sich das Exportwachstum nach und nach. Aufgrund der robusten Binnenkonjunktur steigen die Einfuhren jedoch durchgängig spürbar stärker an, sodass der Überschuss in der Handelsbilanz graduell sinkt. Der Saldo der Leistungsbilanz insgesamt könnte bis zum Jahr 2021 auf einen Wert von 7,4% des nominalen BIP zurückgehen und nachfolgend weiter leicht sinken.

■ Arbeitsmarkt

*Arbeitsmarkt im
 Sommerhalbjahr
 2019 angesichts
 konjunkturellen
 Abschwungs
 recht wider-
 standsfähig*

Der Arbeitsmarkt erwies sich im vergangenen Sommerhalbjahr als recht widerstandsfähig gegenüber dem anhaltenden konjunkturellen Abschwung. Gleichwohl ließ das Beschäftigungswachstum im Laufe der letzten beiden Quartale erheblich nach. Die Gesamtbeschäftigung hatte im Winterhalbjahr 2018/2019 in saisonbereinigter Rechnung um 260 000 Personen zugenommen, im abgelaufenen Sommerhalbjahr waren es aber immerhin auch noch 60 000 Personen. Lediglich bei der Leiharbeit wurde Beschäftigung abgebaut. Hier werden Arbeitnehmer vor allem in der vom Abschwung besonders betroffenen Industrie eingesetzt. An ihrer Stammbesellschaft hielten die Unternehmen vor dem Hintergrund der bestehenden



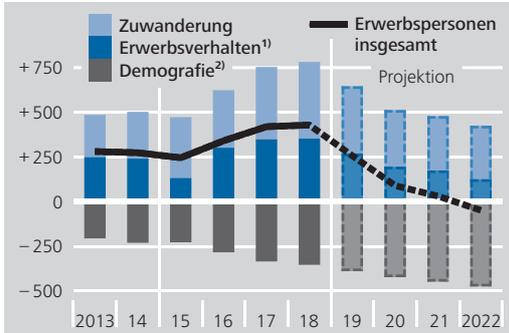
Arbeitskräfteknappheit überwiegend fest und nahmen eine niedrigere Arbeitsproduktivität in Kauf. Außerdem sank die durchschnittliche Arbeitszeit. Dabei dürften insbesondere Überstunden reduziert beziehungsweise Guthaben auf Arbeitszeitkonten verringert worden sein. Auch die wirtschaftlich bedingte Kurzarbeit stieg etwas an, blieb jedoch noch auf vergleichsweise niedrigem Niveau. Alles in allem ging das Arbeitsvolumen in den beiden jüngsten Quartalen leicht zurück. Die Arbeitslosigkeit hielt wie erwartet in den vergangenen Monaten ihr niedriges Niveau, sank jedoch nicht mehr.⁹⁾

An der insgesamt guten Arbeitsmarktlage wird sich in den nächsten Monaten voraussichtlich wenig ändern. Die Erwerbstätigkeit dürfte sich

⁹ Aufgrund der Korrektur der Arbeitslosenzahl im Bereich des Arbeitslosengeldes II durch die Bundesagentur für Arbeit (BA) im Mai ist der statistisch ausgewiesene Umfang der registrierten Arbeitslosigkeit nunmehr jedoch etwas höher als zu Frühjahrsbeginn. Die Werte bis einschl. April 2019 wurden nicht rückwirkend revidiert.

Erwerbspersonen

Veränderung gegenüber Vorjahr, in Tsd. Personen



Quelle: Statistisches Bundesamt und eigene Berechnungen. 2019 bis 2022 eigene Projektionen. **1** Der Einheimischen. **2** Enthält den demografischen Effekt der Veränderung der einheimischen Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter sowie Veränderungen, die aus Verschiebungen in der Altersstruktur der Einheimischen auf die Erwerbsbeteiligung resultieren.

Deutsche Bundesbank

Arbeitsmarktlage dürfte sich auch im Winterhalbjahr 2019/2020 wenig ändern

weiter geringfügig erhöhen, auch weil Unternehmen in den von der Konjunkturschwäche besonders betroffenen Bereichen bestrebt sind, Entlassungen aus den Stammbeschaftungen nach wie vor weitgehend zu vermeiden. Vielmehr dürften sie auch im Winterhalbjahr 2019/2020 andere Möglichkeiten wie kürzere Arbeitszeiten, Kurzarbeit und weniger Leiharbeit ausschöpfen. Die Frühindikatoren deuten aber darauf hin, dass die Arbeitslosigkeit leicht steigen könnte. Erwerbstätigkeit und Unterbeschäftigung können gleichzeitig zunehmen, weil die Zahl der Erwerbspersonen nochmals etwas zulegen wird.

Mittelfristig zunehmende Arbeitsangebotsrestriktionen

Mit der erwarteten konjunkturellen Festigung ist mittelfristig wieder von einer stabilen Arbeitsnachfrage auszugehen. Das Arbeitsangebot dürfte im Gegensatz zu früher kaum noch zulegen. Die Erwerbsbeteiligung in Deutschland ist im internationalen Vergleich bereits sehr hoch und dürfte nicht mehr im gleichen Maß wie in der auslaufenden Dekade zu steigern sein. Die Verschiebung der Altersstruktur hin zu Altersstufen mit geringer Erwerbsbeteiligung wirkt zusätzlich dämpfend. Die Zuwanderung insbesondere aus mittelost- und südosteuropäischen EU-Staaten, der für den Arbeitsmarkt wichtigsten Herkunftsregion, sinkt bereits seit Längerem. Zuletzt hat sich dieser Rückgang sogar noch verstärkt. Nach einer Nettozuwan-

derung von insgesamt 386 000 Personen im Jahr 2018 dürften im laufenden Jahr im Saldo nur noch 320 000 Personen nach Deutschland übersiedeln. In den wichtigsten Herkunftsländern macht sich der demografische Wandel ebenso wie hierzulande bemerkbar, und die dortigen Arbeitsmärkte sind zunehmend angespannt. In den Jahren danach werden im Saldo noch jeweils 300 000 Zuwanderer erwartet. Dies hat Folgen für die Zahl der Erwerbspersonen, die in den vergangenen Jahren noch erheblich gewachsen war. Nach einem kleinen Plus in den Jahren 2020 und 2021 wird es 2022 voraussichtlich zu einem Rückgang kommen.

Das Beschäftigungswachstum wird sich auch nach Ende der gegenwärtigen Konjunkturlaute wohl nicht wieder verstärken. Zunächst dürften die im Abschwung gehaltenen Beschäftigten produktiver eingesetzt werden. Daher sollte auch die Arbeitslosigkeit nicht sinken. Dies gilt umso mehr, als sie aufgrund ihres niedrigen Standes ohnehin wohl nur noch wenig Spielraum für eine Erwerbszunahme bietet. Die Erwerbstätigkeit wird parallel zum Umfang der Erwerbspersonen im Jahr 2021 noch geringfügig wachsen und danach möglicherweise etwas sinken. Die Arbeitszeit je Erwerbstätigen wird gegen Ende des Projektionszeitraums voraussichtlich wieder moderat steigen. Hier überwiegt der Einfluss der konjunkturellen Erholung gegenüber einem dämpfenden Altersstruktureffekt. Insgesamt könnte das Arbeitsvolumen daher auch im Jahr 2022 noch leicht wachsen.

Arbeitsvolumen nimmt kaum noch zu

■ Arbeitskosten und Preise

Die Tarifverdienste werden im Jahr 2020 wohl weniger deutlich steigen als im laufenden und im vergangenen Jahr. So dürfte der Abschwung in der Industrie zu niedrigeren Neuabschlüssen der Tarifpartner führen. Zudem wirken die zweiten, niedrigeren oder gar entfallenen Stufenanhebungen aus alten Tarifverträgen mit langen Laufzeiten wie in der Metall- und Elektroindus-

Tarifverdienste steigen 2020 weniger deutlich, ...

trie nach. Beides dämpft im Jahr 2020 den Zuwachs der Tarifverdienste merklich.¹⁰⁾

... legen 2021 und 2022 aber wieder etwas kräftiger zu

Im Jahr 2021 herrschen voraussichtlich günstige Voraussetzungen dafür, dass die Tarifparteien wieder deutlich höhere Lohnsteigerungen vereinbaren: Die deutsche Wirtschaft dürfte wieder kräftiger wachsen, die Arbeitsproduktivität legt wieder stärker zu, und die Arbeitsmarkanspannung bleibt hoch. Aus heutiger Sicht verstärken sich diese Tendenzen im Jahr 2022 noch etwas, dies gibt Rückenwind für noch etwas stärker wachsende Löhne.

Anstieg der Effektivverdienste ...

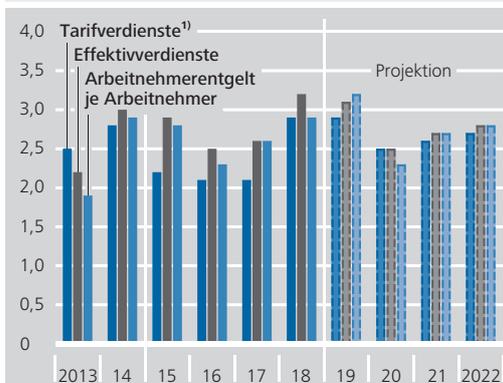
Der Anstieg der Effektivverdienste dürfte ein ähnliches zeitliches Profil aufweisen, wobei die Delle im Jahr 2020 wohl noch etwas ausgeprägter sein wird. Denn insbesondere im Jahr 2020 wird die Lohndrift voraussichtlich kaum noch positiv sein. Leistungsprämien und vergütete Überstunden könnten allenfalls noch geringfügig steigen, und die Arbeitszeit dürfte leicht zurückgehen.¹¹⁾ Mit der Rückkehr auf einen soliden Wachstumspfad werden die Beschäftigten ihre Arbeitsstunden im Jahr 2021 wieder etwas aufstocken und die Firmen ihren Mitarbeitern leicht höhere Prämien gewähren. Von den Anhebungen des gesetzlichen Mindestlohns gehen aus gesamtwirtschaftlicher Sicht nur geringe lohnsteigernde Impulse auf die Durchschnittslöhne aus.

... und der Arbeitskosten mit vorübergehender Delle

Die Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer, die zusätzlich zu den Effektivverdiensten die Sozialbeiträge der Arbeitgeber berücksichtigen, werden im Jahr 2020 ebenfalls deutlich geringer steigen als 2019. Zu dem besonders hohen Anstieg in diesem Jahr trug die Rückkehr zur paritätischen Finanzierung in der gesetzlichen Krankenversicherung bei.¹²⁾ Dagegen wird Anfang 2020 der Beitragssatz zur Arbeitslosenversicherung leicht gesenkt. In den nachfolgenden Jahren dürften die Arbeitskosten im Einklang mit den Effektivlöhnen bei merklich steigenden durchschnittlichen Zusatzbeitragssätzen der Krankenkassen wieder zunehmend stärker wachsen.

Tarif- und Effektivverdienste sowie Arbeitnehmerentgelte

Veränderung gegenüber Vorjahr in %, auf Monatsbasis



Quelle: Statistisches Bundesamt. 2019 bis 2022 eigene Projektionen. ¹ Gemäß Tarifverdienstindex der Bundesbank.
 Deutsche Bundesbank

Die Lohnstückkosten dürften, nachdem sie dieses Jahr voraussichtlich noch einmal sehr kräftig ansteigen, im kommenden Jahr erheblich an Schwung einbüßen. Neben dem schwächeren Lohnwachstum spielt hierbei vor allem die Erwartung eine Rolle, dass die Arbeitsproduktivität wieder spürbar ansteigt. Die gegenwärtig schwache Produktivitätsentwicklung ist vor allem ein Spiegelbild des im Vergleich zur konjunkturellen Abschwächung bislang noch recht soliden Beschäftigungswachstums. Mit der im Verlauf des kommenden Jahres erwarteten Festigung der Konjunktur sollte die Produktivität auf einen Erholungskurs einschwenken. Dieser dürfte sich in den Jahren 2021 und 2022 fortsetzen. Verstärkt wird dies durch eine spürbar steigende Kapitalintensität des Produktionsfaktors Arbeit: Angebotsseitige Beschränkungen

Gemessen am BIP-Deflator im gesamten Projektionszeitraum erhöhte Binneninflation

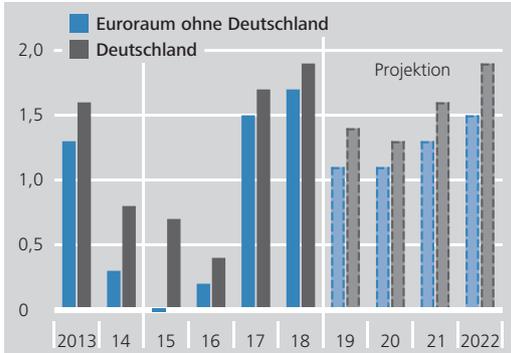
¹⁰ In den Vorausschätzungen der Tarifverdienststeigerungen werden sämtliche in der Tarifverdienststatistik der Bundesbank erfassten Abschlüsse der Vergangenheit (etwa 500 Tarifverträge und Besoldungsregelungen) berücksichtigt. Am Ende ihrer vertraglichen Laufzeit werden sie unter Beachtung gesamtwirtschaftlicher Rahmenbedingungen und branchenspezifischer Besonderheiten fortgeschrieben.

¹¹ Außerdem werden insbesondere in der Industrie Guthaben auf Arbeitszeitkonten abgebaut und der Umfang an unbezahlten Überstunden zurückgehen. Dies schlägt sich aber in den monatlichen Entgelten und damit in der auf Monatsbasis gemessenen Lohndrift nicht nieder.

¹² Die zu Beginn des Jahres 2019 erfolgte Senkung des Beitragssatzes für die Arbeitslosenversicherung und die gleichzeitige Anhebung des Beitragssatzes für die soziale Pflegeversicherung heben sich aus Arbeitgebersicht gegenseitig auf.

Preisprojektion (HVPI)^{*)}

Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quellen: Statistisches Bundesamt, Eurostat und eigene Berechnungen. 2019 bis 2022 eigene Projektionen (für Deutschland) und Berechnungen auf Basis von Projektionen des Eurosystems (für Euroraum ohne Deutschland). * Auf Basis des Harmonisierten Verbraucherpreisindex.

Deutsche Bundesbank

dämpfen den Beschäftigungszuwachs, während zugleich die Sachkapitalbildung robust zunimmt. Die anziehende Arbeitsproduktivität sorgt dann bei wieder höherem Lohnwachstum für weiter nachgebende Zuwachsraten bei den Lohnstückkosten. Damit dürften sich auch die gesamtwirtschaftlichen Gewinnmargen wieder teilweise normalisieren. Im derzeitigen Konjunkturabschwung pufferten sie bislang den starken Anstieg der Lohnstückkosten wesentlich ab und wurden daher stark komprimiert. Im Ergebnis sollte die am BIP-Deflator gemessene Binneninflation, die sich bereits im laufenden Jahr spürbar verstärkte, in den Folgejahren eine ähnlich hohe Rate aufweisen.

Inflationsrate im Sommerhalbjahr erwartungsgemäß deutlich rückläufig

Die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe ging im Sommerhalbjahr 2019 gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gegenüber dem Winterhalbjahr spürbar zurück. Dies entsprach in etwa den Erwartungen in der Juni-Projektion.¹³⁾ Dabei legten die Preise für Nahrungsmittel, die auch Genussmittel umfassen, nicht zuletzt wegen einer überraschenden Erhöhung der Tabakpreise stärker zu als angenommen. Gleichzeitig verteuerten sich Pauschalreisen und jüngst auch Bekleidung etwas weniger als unterstellt. Daher lag die Rate ohne Energie und Nahrungsmittel vorübergehend unterhalb der Erwartungen vom Juni. Rechnet man zusätzlich die volatilen Komponenten Rei-

sen und Bekleidung heraus, so stiegen die Preise jedoch wie erwartet recht dynamisch an.

Im kommenden Jahr dürfte sich die Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel (Kerninflation) leicht erhöhen. Ausschlaggebend sind die Dienstleistungen, die sich dann voraussichtlich deutlich stärker verteuern. Dabei spielt auch eine Rolle, dass ein dämpfender statistischer Sondereffekt bei den Pauschalreisen entfällt.¹⁴⁾ Die Preise für Industriegüter ohne Energie stiegen bereits im laufenden Jahr kräftig an, was auch auf die Abwertung des Euro zurückzuführen sein dürfte. Da der Wechselkurs annahmegemäß unverändert bleibt, fällt die Teuerungsrate im Projektionszeitraum wohl nicht mehr ganz so hoch aus. Sie dürfte aber immer noch deutlich oberhalb des Mittels der vergangenen Jahre liegen. Insgesamt könnte die Kerninflationsrate zunächst nahezu stabil bleiben und gegen Ende des Projektionszeitraums noch geringfügig weiter zunehmen. Zwar sollte die zyklische Normalisierung für sich genommen den Preisanstieg mit zeitlicher Verzögerung dämpfen. Das Lohnwachstum bleibt aber vergleichsweise kräftig, und die Importpreise steigen. Außerdem dürften vergangene Belastungen durch höhere Arbeitskosten nach und nach an die Verbraucher weitergegeben werden, so dass sich die Gewinnmargen erholen.

Kerninflationsrate könnte im Projektionszeitraum leicht steigen

Bei Nahrungsmitteln wird der Preisanstieg in diesem und vermutlich auch im kommenden Jahr durch Preisrückgänge bei einigen landwirtschaftlichen Erzeugnissen etwas gedämpft. Sobald diese auslaufen, dürfte sich hier das robuste Lohnwachstum wieder stärker in den Preisen niederschlagen. Energie verteuerte sich im laufenden Jahr unter dem Einfluss fallender Rohölpreise lediglich moderat. Für den Projektionszeitraum wird unterstellt, dass die Ölpreise weiter sinken. Dadurch dürfte der Beitrag von Energie zur Inflationsrate im Jahr 2020 negativ ausfallen. Ab dem Jahr 2021 wirken Maßnah-

Nahrungsmittel und Energie verteuern sich 2021/2022 voraussichtlich deutlich

¹³ Auch im November lag die Inflationsrate mit 1,2 % praktisch auf dem im Juni unterstellten Niveau.

¹⁴ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019e).

men des kürzlich beschlossenen Klimapakets dagegen preissteigernd (siehe dazu die Erläuterungen auf S. 30 ff.). Darüber hinaus dürften höhere Beschaffungskosten am Strommarkt an die Endverbraucher weitergereicht werden. Damit tragen die Energiepreise dann wieder deutlich zum Anstieg der Verbraucherpreise bei.

Gegen Ende des Projektionszeitraums wieder deutlich höhere Inflationsraten erwartet

Insgesamt könnte sich die Inflationsrate daher im kommenden Jahr vorübergehend weiter von 1,4 % auf 1,3 % abschwächen, bevor sie sich 2021 wieder auf 1,6 % erhöht. Im Jahr 2022 scheint wegen stärker steigender Energiepreise und des leichten Anziehens der Kernrate ein weiterer Anstieg möglich. Damit dürfte die Preisdynamik in Deutschland bis zum Ende des Projektionszeitraums höher bleiben als in den übrigen Ländern des Euroraums. Verglichen mit der Projektion vom vergangenen Juni wird vor allem im Jahr 2020 ein schwächerer Anstieg der Verbraucherpreise erwartet (vgl. Tabelle auf S. 17). Vor allem die Kernrate dürfte entsprechend der nach unten revidierten Projektionen für die Löhne und die Produktionslücke durchgängig etwas geringer ausfallen. Die dämpfende Wirkung auf die Gesamtrate wird im Jahr 2020 durch die annahmebedingt niedrigeren Energiepreise noch verstärkt. Im darauffolgenden Jahr sollte der Anstieg der Energiepreise die leichte Abwärtsrevision der Kernrate dagegen beinahe ausgleichen.

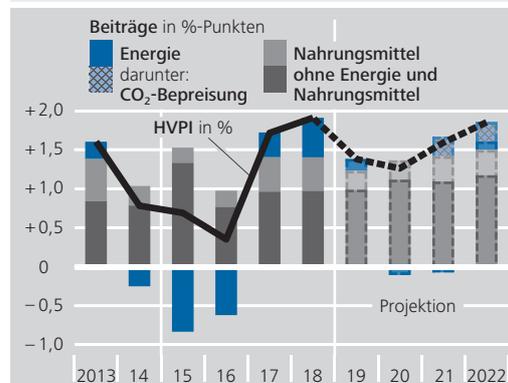
■ Öffentliche Finanzen

Überschuss perspektivisch abgebaut

Der gesamtstaatliche Überschuss dürfte in den kommenden Jahren schrittweise zurückgeführt werden. Ausgehend von 1½ % des BIP im laufenden Jahr (2018: + 1,9 % des BIP) baut er sich in dieser Projektion bis 2021 praktisch vollständig ab. Im Jahr 2022 bleibt der Staatshaushalt dann in etwa ausgeglichen. Ausschlaggebend für den Rückgang ist die gelockerte Finanzpolitik. Zusätzlich geht der positive Konjunkturlauf auf die Staatsfinanzen zurück. Vor allem wachsen hierdurch die Einnahmen aus Steuern und Sozialbeiträgen vorübergehend langsamer. Entlastet wird der Staatshaushalt dagegen

Beiträge der Komponenten zur HVPI-Gesamtrate

Veränderung gegenüber Vorjahr



Quelle: Statistisches Bundesamt und eigene Berechnungen. 2019 bis 2022 eigene Projektionen.
 Deutsche Bundesbank

durch niedrige Aufwendungen für Zinsen und zur Bankenstützung.¹⁵⁾ Das Wirtschaftswachstum wird durch die gelockerte fiskalische Ausrichtung vor allem in den kommenden beiden Jahren spürbar gestützt.

Ausschlaggebend für die fiskalische Lockerung ist ein breit angelegtes, dynamisches Ausgabenwachstum. So zeichnen sich bei den Aufwendungen für Renten, Gesundheit und Pflege deutliche Zuwächse ab. Zudem wollen die Gebietskörperschaften mehr Mittel für Verkehrs- und digitale Infrastruktur, Kinderbetreuung, Bildung sowie äußere und innere Sicherheit aufwenden. Darüber hinaus sind ab 2020 zusätzliche Ausgaben vorgesehen, um die CO₂-Emissionen zu reduzieren. Die Zinsausgaben sinken insbesondere, weil die Refinanzierung fällig werdender Titel zu Einsparungen führt. Zudem sinkt der Schuldenstand. Die staatlichen Ausgaben ohne die Zinsaufwendungen (Primärausgaben) erreichen in Relation zum BIP zum Ende der Projektion den höchsten Wert seit der Wiedervereinigung.¹⁶⁾

Ausgabenkurs deutlich gelockert

¹⁵ Im laufenden Jahr belasten Zahlungen an die Nord/LB die Staatsfinanzen. Die Mittel sind aber niedriger als die Zahlungen an die HSH Nordbank im letzten Jahr.

¹⁶ Dies gilt auch für die konjunkturbereinigte Primärausgabenquote. Dabei wurde bereinigt um den Saldo fiktiver Vermögensübertragungen zwischen dem Staat und dem Unternehmenssektor, vor allem im Zusammenhang mit der Auflösung der Treuhandanstalt.

Zu den Auswirkungen des Klimapakets auf Wirtschaftswachstum und Inflationsrate

Mitte November 2019 verabschiedete der Bundestag ein Klimapakets, das neben dem Bundesklimaschutzgesetz weitere klimapolitische Gesetzesvorhaben enthält.¹⁾ Die darin vorgesehenen Maßnahmen haben im Projektionszeitraum und darüber hinaus Auswirkungen auf die Verbraucherpreise und das Wirtschaftswachstum, die im Folgenden abgeschätzt werden.

So sieht das Gesetz vor, dass Bahnfahrten im Fernverkehr mit Beginn des kommenden Jahres nicht mehr mit dem Umsatzsteuer-Regelsatz von 19 %, sondern mit dem reduzierten Satz von 7 % besteuert werden. Ab April 2020 soll die Luftverkehrsteuer erhöht werden.²⁾ Diese beiden Maßnahmen dürften die Inflationsrate (gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex HVPI) per saldo kaum beeinflussen. Zum einen wirken sie in unterschiedliche Richtungen und heben sich dadurch mehr oder weniger auf; zum anderen ist der Anteil der betroffenen Dienstleistungen am Warenkorb gering.³⁾ In den Bereichen Gebäudeheizung und Verkehr verpflichtet der Gesetzgeber überdies ab dem Jahr 2021 Unternehmen, die Heiz- und Kraftstoffe in den Handel bringen, dazu, Zertifikate für CO₂-Emissionen zu erwerben. Es ist vorgesehen, dass die Festpreise für die Zertifikate von zunächst 10 € pro Tonne nach und nach auf 35 € pro Tonne im Jahr 2025 angehoben werden. Danach soll sich der Preis für die Zertifikate am Markt bilden, wobei für das Jahr 2026 eine Spanne von 35 € bis 60 € pro Tonne vorgegeben wurde. Dies dürfte merkliche Auswirkungen auf die Verbraucherpreise für Energie sowie auf die Verbraucherpreise insgesamt und damit auch auf die Gesamtwirtschaft haben.

In einem ersten Schritt werden daher die zu erwartenden direkten Auswirkungen der Klimaschutzmaßnahmen auf die Energiekomponenten des HVPI rein mechanisch abgeschätzt. Die CO₂-Zertifikate im Bereich Verkehr betreffen vor allem die Verbraucherpreis-Komponente „Kraftstoffe“ (zerlegbar in Diesel und Benzin); diejenigen im Bereich Gebäudeheizung vor allem die Komponenten „Heizöl“ und „Erdgas“.⁴⁾ Bei jedem dieser Produkte unterscheidet sich der CO₂-Ausstoß und damit der Preisaufschlag durch die CO₂-Festpreise. So ergibt sich beispielsweise bei Benzin und Diesel im Jahr 2021 ein Aufschlag von knapp beziehungsweise gut 2 1/2 Cent pro Liter und bei Erdgas ein Aufschlag von 0,2 Cent pro Kilowattstunde. In den folgenden Rechnungen wird unterstellt, dass im Jahr 2026 der vorgesehene Maximalpreis für CO₂-Emissionen von 60 € pro Tonne erreicht wird.⁵⁾ Dann würde der entsprechende Aufschlag bei Kraftstoffen auf rund 15 Cent pro Liter und bei Erdgas auf etwas mehr als 1 Cent pro Kilowattstunde ansteigen. Zur Entlastung sieht das Klimapakets vor, die Erneuerbare-Energien-Gesetz-Umlage (EEG-Umlage) abzusenken,

¹ Allerdings verwies der Bundesrat in seiner Sitzung Ende November insbesondere die Absenkung der Umsatzsteuer für Bahntickets im Fernverkehr, die Erhöhung der Entfernungspauschale sowie die steuerliche Förderung der Gebäudesanierung in den Vermittlungsausschuss.

² Die Anhebung beträgt je nach Flugdistanz zwischen rd. 45 % und 75 %.

³ Im laufenden Jahr beträgt der Anteil des Schienenfernverkehrs und der Flugreisen am HVPI jeweils nur rd. 1/2 %. Ohne die Absenkung des Umsatzsteuersatzes bei Bahnfahrten im Fernverkehr verbliebe die Änderung der Luftverkehrsteuer mit einer geringfügig erhöhenden Wirkung auf den HVPI.

⁴ Die Komponente „Umlagen“ wird hier vernachlässigt, da ihr Anteil am HVPI nahe null liegt.

⁵ Insofern sind die hier ermittelten Effekte als Obergrenze für die direkten Preiswirkungen unter den angenommenen Rahmenbedingungen zu verstehen.

CO₂-Ausstoß und Preisaufschlag je Energiekomponente im Verbraucherpreisindex

Position	Kraftstoffe		Heizöl	Erdgas	Strom
	Benzin	Diesel			
Anteil am HVPI in % (2019)	2,93	1,06	1,39	2,67	2,86
CO ₂ -Ausstoß in kg pro Liter/kWh	2,37	2,65	2,66	0,20	–
Festpreis pro Tonne CO ₂ im Jahr	Aufschlag in Cent pro Liter/kWh				Absenkung ¹⁾
2021 10 €	2,37	2,65	2,66	0,20	– 0,250
2022 20 €	4,74	5,30	5,32	0,40	– 0,500
2023 25 €	5,93	6,63	6,65	0,51	– 0,625
2024 30 €	7,11	7,95	7,98	0,61	–
2025 35 €	8,30	9,28	9,31	0,71	–
2026 60 € ²⁾	14,22	15,90	15,96	1,21	–

Quelle: Bundesamt für Wirtschaft und Ausfuhrkontrolle sowie eigene Berechnungen. ¹ Absenkung der EEG-Umlage in Cent pro kWh, kumuliert. ² Maximalpreis pro Tonne CO₂.

Deutsche Bundesbank

die einen wesentlichen Kostenbestandteil der Haushaltstarife für Elektrizität darstellt.

Um die unmittelbaren Auswirkungen auf die Verbraucherpreise insgesamt zu berechnen, werden die jeweiligen CO₂-Aufschläge zu den Preisen, die die Endverbraucher im Durchschnitt für die einzelnen Energiekomponenten bezahlen, hinzugerechnet. Kostet ein Liter Benzin beispielsweise, wie im Oktober 2019, ohne Umsatzsteuer gerechnet 1,19 €, so wären es mit dem CO₂-Aufschlag des Jahres 2021 mehr als 1,21 €. Dabei wird davon ausgegangen, dass die Unternehmen die Aufschläge vollständig weitergeben und die Nachfrage nach den jeweiligen Energieträgern kurzfristig preisunelastisch ist. Auf diese Preise wird noch der Umsatzsteuersatz von 19 % erhoben, sodass der Endkundenpreis im gewählten Beispiel ohne CO₂-Aufschlag bei 1,42 € und mit Aufschlag bei 1,45 € liegt. Es ergäbe sich also eine Steigerungsrate von 2 %.⁶⁾ Diese Rechnung lässt sich analog für die anderen Energiekomponenten durchführen. Dabei ist zu beachten, dass bei Elektrizität die EEG-Umlage entsprechend den Vorgaben abgesenkt wird. Werden die Ergebnisse mit den jeweiligen Anteilen der Energiekomponenten am HVPI-Warenkorb gewichtet, so steigen die Energiepreise insgesamt in den beiden Jahren 2021 und 2022 per saldo um jeweils

gut 2 %. Bei einem Gewicht von Energie im HVPI von etwas über 10 %, dürfte die Teuerungsrate insgesamt somit jeweils rein rechnerisch um rund ¼ Prozentpunkt steigen. Während in den Jahren 2023 bis 2025 von der schwächeren Anhebung der Zertifikatspreise eine geringere Wirkung auf die Verbraucherpreise zu erwarten ist, wäre der Effekt im Jahr 2026 mit rund 0,6 Prozentpunkten deutlicher spürbar, sollten sich die Zertifikate tatsächlich von 35 € auf 60 € pro Tonne verteuern.

Auch auf die Verbraucherpreise ohne Energie könnte sich die Einführung und sukzessive Erhöhung des CO₂-Preises über Mehrkosten bei Vorleistungen wie dem Transport direkt auswirken.⁷⁾ Diese Kosten haben aber nur einen geringen Anteil an den Gesamtkosten der Produktion. Insgesamt dürften sich die unmittelbaren Auswirkungen der Einführung eines CO₂-Preises auf die Verbraucherpreise ohne Energie daher in engen Grenzen halten. Gleiches dürfte auch für die im Jahr 2021 avisierte Änderung der Kfz-Steuer bei Neuzulassungen gelten. Dem-

⁶ Die Steigerungsrate kann sich dabei etwas durch die Höhe des Ausgangspreises, zu dem der CO₂-Aufschlag addiert wird, unterscheiden. Bei einem sehr hohen Wert wäre die Rate etwas geringer.

⁷ Die Wärmeerzeugung bei industriellen Großanlagen ist nicht von der Maßnahme betroffen, denn diese unterliegt bereits dem europäischen Emissionshandel.

nach soll der Steuersatz für Kraftfahrzeuge mit Emissionen oberhalb bestimmter Schwellenwerte angehoben werden. Allerdings ist weder der Anteil der Kfz-Steuerzahlungen am HVPI-Warenkorb noch der der PKW-Neuzulassungen am Bestand besonders hoch.

In einem zweiten Schritt werden die möglichen gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen höherer Energiepreise ermittelt, die durch die geplanten CO₂-Aufschläge entstehen. Um dabei auch indirekte Effekte und makroökonomische Wechselwirkungen berücksichtigen zu können, werden Simulationen mit dem makroökonomischen Modell der Bundesbank durchgeführt. Hierzu werden die aus der disaggregierten Betrachtung einzelner Energieträger rein mechanisch abgeleiteten Preisaufschläge für die HVPI-Energiekomponente in das Modell übernommen.⁸⁾ Zusätzlich wird in den Simulationsrechnungen berücksichtigt, dass neben den privaten Haushalten auch Unternehmen höhere Energiekosten für Transport und Gebäudewärme zu tragen haben.⁹⁾

Der Aufschlag auf die Verbraucherpreise dämpft die Kaufkraft der privaten Haushalte. Mit den real verfügbaren Einkommen sinken auch die privaten Konsumausgaben unter ihr Vergleichsniveau ohne CO₂-Bepreisung. Zudem sorgt das gestiegene inländische Preisniveau für höhere Löhne und mindert so die internationale Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft. In der Folge bleiben die Exporte hinter ihrem Ausgangsniveau im Szenario ohne Preisaufschläge zurück.¹⁰⁾ Die höheren Energiekosten im Unternehmenssektor dürften zwar Anreize für eine Substitution des Produktionsfaktors Energie durch Kapital und damit für höhere Investitionsausgaben liefern. Insgesamt überwiegt jedoch der dämpfende Einfluss der durch den privaten Konsum und die Exporte insgesamt geringeren gesamt-

wirtschaftlichen Nachfrage auf die gewerblichen Investitionen. Insgesamt wird das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) nach den Simulationsergebnissen in den Jahren 2021 und 2022 gedämpft. Zusammengenommen fällt das Niveau des BIP bis 2022 um eineinhalb Zehntelprozent unter das Vergleichsniveau in einem Szenario ohne die zusätzlichen CO₂-Preisaufschläge.¹¹⁾ Die ebenfalls berücksichtigten Folgen der gestiegenen Kostenbelastung in den betroffenen Unternehmen spielen in der Simulation nur eine geringe Rolle in Bezug auf das BIP und die Preise.¹²⁾ Auch die gesamtwirtschaftlichen Wechselwirkungen hinsichtlich der Teuerung fallen sehr begrenzt aus, unter anderem da die Verbraucherpreise nur wenig auf die etwas

8 Die Verhaltensgleichung des Modells für die HVPI-Energiekomponente differenziert nicht zwischen verschiedenen Energieträgern. Wichtigste Determinante ist der Ölpreis in Euro inklusive aller Steuern. Dabei wird die Energiesteuer als gewichtetes Mittel der auf die einzelnen Energieträger erhobenen Steuern festgelegt. Ebenso wird der für die Simulationsrechnungen genutzte Preisaufschlag als gewichtetes Mittel errechnet und als Aufschlag auf die – mengenbezogene – Energiesteuer gesetzt. Dabei wird ebenfalls von einer vollständigen Überwälzung dieses Aufschlags auf die Preise für die privaten Haushalte ausgegangen. Für eine Übersicht zum Aufbau des Preisblocks im makroökonomischen Modell siehe: Deutsche Bundesbank (2019f).

9 Hierzu wurden die relevanten Faktorpreise um einen exogenen Faktor erhöht. Dieser leitet sich aus dem verbraucherpreisrelevanten Aufschlag ab, berücksichtigt aber, dass die Unternehmen nur zum Teil von der beschlossenen CO₂-Bepreisung betroffen sind.

10 In dieser Analyse wird davon ausgegangen, dass die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen im obigen Szenario keine Reaktion der europäischen Geldpolitik hervorrufen und dass die bilateralen Wechselkurse des Euro gegenüber anderen Währungen nicht reagieren. Unabhängig davon könnte der Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit geringer ausfallen als hier ausgewiesen. So wird hier unterstellt, dass der Anstieg der Verbraucherpreise negativ auf die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen durchschlägt. Wird diese Annahme gelockert, fällt der Rückgang der Exporte schwächer aus.

11 In der Literatur finden sich weitere Studien mit Ergebnissen in ähnlicher Größenordnung, wobei dabei andere Länder betrachtet werden. Für eine entsprechende Übersicht siehe: Sachverständigenrat (2019).

12 Dies ist insoweit nicht überraschend als bei gesamtwirtschaftlicher Betrachtung der Anteil der Energie- an den Produktionskosten nach eigenen Schätzungen nur bei ungefähr 3 % liegt.

schwächere Wirtschaftsleistung reagieren. Ausgeklammert bleiben bei den Simulationen die mit der Klimaschutzpolitik erwünschten längerfristig positiven Wirkungen einer frühen Anpassung an sich weltweit wandelnde Rahmenbedingungen auf das Wirtschaftswachstum. Eine technologische Führungsrolle in ausgewählten klimarelevanten Bereichen erscheint bei einer schnellen Anpassung wahrscheinlicher als bei einer abwartenden Politik. Diese Effekte lassen sich mit dem gewählten Modellrahmen jedoch nicht abbilden.

In einem dritten Schritt wird berücksichtigt, dass das Klimapakete neben den oben angesprochenen Maßnahmen weitere Vorhaben zur Förderung des Klimaschutzes vorsieht. Mehrausgaben dafür sollen aus dem Energie- und Klimafonds finanziert werden, dem die Einnahmen aus den CO₂-Aufschlägen auf die Energiepreise zufließen. Hierzu könnten beispielsweise Zuschüsse im Zusammenhang mit der Anschaffung von Elektrofahrzeugen und die Bereitstellung der Ladeinfrastruktur gehören. Die detaillierte Verwendung der Einnahmen ist noch nicht soweit festgelegt, dass genaue Rückschlüsse darüber möglich wären, in welchem Umfang den einzelnen Sektoren zusätzliche Ausgabenspielräume entstehen. Zunächst einmal dürften die privaten Haushalte weitere Mittel (einschl. Steuervergünstigungen) erhalten. Auch der Unternehmenssektor könnte von neuen staatlichen Investitionsanreizen profitieren. Zudem dürfte der Staat selbst die Mittel aus dem Energie- und Klimafonds nutzen, um seine Ausgaben für Maßnahmen des Klimaschutzes zu steigern. Insgesamt sollten die Ausgaben des Energie- und Klimafonds und die steuerlichen Fördermaßnahmen die gesamtwirtschaftliche Nachfrage steigern und somit den dämpfenden Effekten der höheren Energiepreise entgegenwirken.

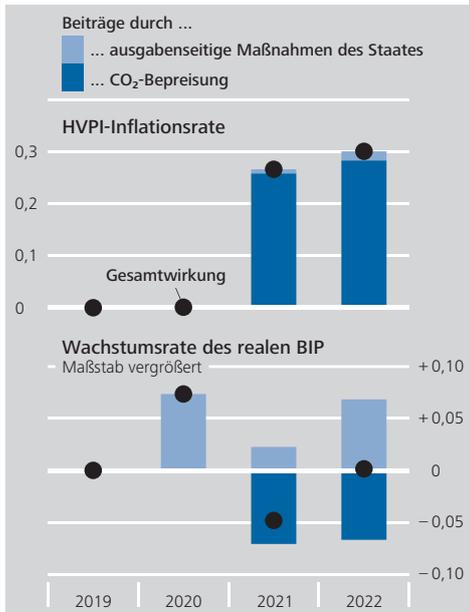
Deshalb wurde in einer weiteren Simulation mit dem makroökonomischen Modell angenommen, dass jährlich Mittel aus dem Fonds in der Höhe abfließen, wie sie jeweils aus der CO₂-Bepreisung eingenommen werden.¹³⁾ Zudem berücksichtigt die Simulation zusätzliche ausgabenseitige Maßnahmen des Staates, die bereits in der Haushaltsplanung für das kommende Jahr vorgesehen sind und sich aus dem Energie- und Klimafonds speisen. Die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der zusätzlichen Ausgaben hängen von ihrer konkreten Ausgestaltung ab. Höhere Konsum- oder Investitionsausgaben des Staates spiegeln sich als Bestandteile des BIP unmittelbar darin wider. Demgegenüber erhöhen zusätzliche Mittel für die privaten Haushalte – etwa in Form von Transferzahlungen oder Erleichterungen bei der Einkommensbesteuerung – die verfügbaren Einkommen. Direkt nachfragewirksam werden diese in dem Umfang, wie die privaten Haushalte die Mittel für zusätzliche Ausgaben nutzen. Ein Teil dürfte allerdings beispielsweise den Ersparnissen zugeführt werden. Die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der Investitionsanreize für die Unternehmen hängen davon ab, inwieweit die Anreize tatsächlich aufgegriffen werden und zu zusätzlichen Investitionen führen.

Angesichts der noch offenen Ausgestaltung der Maßnahmen wurde vereinfachend unterstellt, dass entsprechende Mittel aus dem Energie- und Klimafonds jeweils zu gleichen Anteilen den Unternehmen, den privaten Haushalten und dem Staat zur Ver-

13 Die hierfür unterstellte Entwicklung der Fondseinnahmen orientiert sich an den im Entwurf des Brennstoffemissionshandelsgesetzes genannten Erwartungen der Bundesregierung. Sie geht von Einnahmen aus der neuen CO₂-Bepreisung in Höhe von 3,6 Mrd € für das Jahr 2021 und 6,9 Mrd € für das Jahr 2022 aus. Legt man den für das jeweilige Jahr relevanten CO₂-Preis zugrunde (vgl. Tabelle auf S. 31), lässt sich die erwartete einschlägige CO₂-Ausstoßmenge ermitteln. Demnach reduziert sich dieser CO₂-Ausstoß von 360 Millionen Tonnen im Jahr 2021 bis 2022 um ca. 4%.

Geschätzte Auswirkungen der klimapolitischen Maßnahmen auf die Inflationsrate und die Wachstumsrate des realen BIP in Deutschland

Abweichung von der Basislinie ohne Maßnahmen in %-Punkten



Deutsche Bundesbank

fügung stehen. In der Simulation wird angenommen, dass die Unternehmen die ihnen bereitgestellten Mittel vollständig abrufen und investieren. Das zweite Drittel wird zur Erhöhung der Konsumausgaben des Staates eingesetzt. Das verbleibende Drittel fließt über Transferzahlungen den privaten Haushalten zu. Dies entspricht insgesamt weitgehend dem Ansatz, der auch in die gesamtwirtschaftlichen Projektionen eingeflossen ist.¹⁴ Die aus dem zusätzlichen verfügbaren Einkommen finanzierten Konsumausgaben und Wohnungsbauinvestitionen der privaten Haushalte stimulieren ebenso wie die Unternehmensinvestitionen und der Staatskonsum die Gesamtnachfrage. Dabei steigern sie entsprechend ihrer jeweiligen Importanteile die Einfuhren aus dem Ausland. Die gestiegene gesamtwirtschaftliche Auslastung erhöht – auch über ein gestiegenes Lohnniveau – die Preise der im Inland produzierten Güter und dämpft somit die preisliche Wettbewerbsfähigkeit.

Daher gehen die Exporte leicht unter ihr Vergleichsniveau zurück.

Insgesamt wirken die ausgabenseitigen Maßnahmen des Staates der wachstumsdämpfenden Wirkung der CO₂-Bepreisung entgegen. Kumuliert man die Gesamtwirkung auf die Wachstumsrate des BIP über die betrachteten Jahre, gleichen sie deren negativen Effekt auf die Wirtschaftsleistung weitgehend aus. Da die fiskalpolitischen Maßnahmen vor allem die Gesamtnachfrage stimulieren, dürften sie zusätzliche preissteigernde Wirkungen haben. Diese wirken aber mit gewisser zeitlicher Verzögerung und halten sich daher nach den Simulationsergebnissen im betrachteten Zeitraum noch in engen Grenzen. Insgesamt ergeben sich unter den getroffenen Annahmen im gesamtwirtschaftlichen Kontext etwas höhere geschätzte Effekte auf den HVPI, als es die mechanische Abschätzung der unmittelbaren Auswirkungen von CO₂-Aufschlägen auf die Energiepreise nahelegt.

¹⁴ Die Auswirkungen der steuerlichen Fördermaßnahmen werden bei der Simulation nicht berücksichtigt. In der Projektion sind sie hingegen enthalten.

Abgabenbelastung insgesamt wenig verändert

Bei den Einnahmen ist die finanzpolitische Ausrichtung weitgehend neutral: Zwar führen verschiedene Abgabensenkungen (insbesondere die Teilabschaffung des Solidaritätszuschlages) zu weniger Einnahmen. Dem stehen allerdings Mehreinnahmen aus Erhöhungen an anderer Stelle (u. a. höhere Beitragssätze der Krankenkassen und Einnahmen aus dem Verkauf neuer CO₂-Emissionszertifikate) sowie aus der Steuerprogression gegenüber. Infolge der robusten binnenwirtschaftlichen Entwicklung bleibt die Wachstumsstruktur des BIP recht aufkommensergiebig für den Staatshaushalt. Insgesamt steigen die Einnahmen aus Steuern und Sozialbeiträgen in dieser Projektion nochmals etwas stärker als das BIP. Die Abgabenquote liegt damit auf einem vergleichsweise hohen Niveau, wenn auch etwas niedriger als bei den letzten Höchstständen zur Jahrtausendwende.

Schuldenquote spätestens 2020 unter 60 %

Die Schuldenquote, also die Staatsverschuldung in Relation zum nominalen BIP, dürfte weiter sinken und spätestens 2020 unter 60 % fallen (2018: 61,9 %).¹⁷⁾ Hierzu tragen die Primärüberschüsse der Gebietskörperschaften bei. Zudem liegt der Durchschnittszins weiter deutlich unter dem nominalen BIP-Wachstum, was die Schuldenquote ebenfalls drückt. Außerdem dürften die staatlichen Bad Banks ihre Portfolios weiter abbauen und Schulden tilgen.

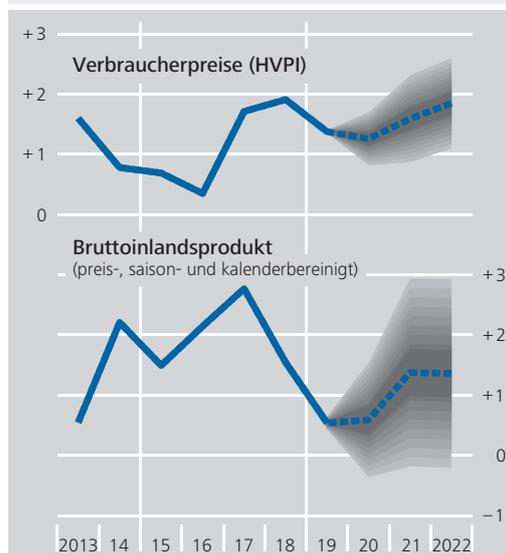
■ Risikobeurteilung

Insgesamt Risikobeurteilung für Wirtschaftswachstum und für Inflationsrate leicht abwärtsgerichtet

Die hier vorgestellten makroökonomischen Projektionen beschreiben das aus heutiger Sicht wahrscheinlichste Szenario für die deutsche Wirtschaft. Dabei liegen den Berechnungen verschiedene Annahmen zugrunde, von denen die tatsächlichen zukünftigen Entwicklungen abweichen können. In der gegenwärtigen Situation ist für die Projektion von spezieller Bedeutung, dass eine Stabilisierung in der besonders vom Exportgeschäft abhängigen Industrie erwartet wird, bevor ihre Abwärtsbewegung in größerem Umfang auf die stärker binnenwirtschaftlich orientierten Branchen übergreift, die sich bislang als bemerkenswert widerstands-

Basislinie und Unsicherheitsmargen der Projektion^{*)}

Jahreswerte, Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quelle: Statistisches Bundesamt und eigene Berechnungen. 2019 bis 2022 eigene Projektionen. * Unsicherheitsmargen berechnet auf Grundlage der empirischen Projektionsfehler. Die Breite des symmetrisch um den wahrscheinlichsten Wert verteilten Bandes entspricht für die Jahre 2019 bis 2021 dem doppelten mittleren absoluten Projektionsfehler. Die Unsicherheitsmargen für das Jahr 2022 werden mittels eines Modells fortgeschrieben, da derzeit für diesen Projektionshorizont noch zu wenige empirische Projektionsfehler vorliegen.

Deutsche Bundesbank

fähig erwiesen. Allerdings bestehen aus dem externen Umfeld nach wie vor einige negative Risiken, die den Abschwung in der Industrie verschärfen oder verlängern könnten. Damit würde sich die Wahrscheinlichkeit einer breit angelegten Übertragung auf die Gesamtwirtschaft erhöhen. Dies könnte zu einer Situation führen, in der die Wirtschaftsleistung deutlich, länger anhaltend und in vielen verschiedenen Bereichen der Volkswirtschaft erkennbar zurückgeht und die letztlich in eine Unterauslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten mündet. Die Gefahr eines solchen deutlich ungünstigeren Szenarios erscheint zwar aus heutiger Sicht geringer als noch vor einigen Monaten, sie ist allerdings auch noch nicht gebannt. In der Gesamtschau überwiegen nicht zuletzt

¹⁷ Im laufenden Jahr dürfte der Schuldenabbau allerdings deutlich hinter den Überschüssen der Gebietskörperschaften sowie dem Portfolioabbau der Bad Banks zurückbleiben. Ein Grund hierfür ist der beobachtete Anstieg von Barsicherheiten für Derivategeschäfte bei Bad Banks und Gebietskörperschaften. Dies erhöht neben den Schulden auch das Finanzvermögen.

Eckwerte der gesamtwirtschaftlichen Projektion – ohne Kalenderbereinigung

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Position	2018	2019	2020	2021
BIP (real)	1,5	0,5	1,0	1,4
desgl. kalenderbereinigt	1,5	0,5	0,6	1,4
Verwendung des realen BIP				
Private Konsumausgaben	1,3	1,5	1,3	1,1
nachrichtlich: Sparquote	11,0	10,9	10,9	10,9
Konsumausgaben des Staates	1,4	1,9	2,4	2,3
Bruttoanlageinvestitionen	3,5	2,7	1,0	1,5
Unternehmensinvestitionen ¹⁾	3,4	1,5	-0,6	0,9
Private Wohnungsbauinvestitionen	3,0	4,2	2,5	1,6
Exporte	2,1	1,0	1,6	2,4
Importe	3,6	2,2	2,2	2,6
nachrichtlich: Leistungsbilanzsaldo ²⁾	7,4	7,8	7,5	7,5
Beiträge zum BIP-Wachstum ³⁾				
Inländische Endnachfrage	1,7	1,7	1,4	1,4
Vorratsveränderungen	0,3	-0,8	-0,3	0,0
Exporte	1,0	0,5	0,8	1,1
Importe	-1,5	-0,9	-0,9	-1,1
Arbeitsmarkt				
Arbeitsvolumen ⁴⁾	1,3	0,5	0,5	0,2
Erwerbstätige ⁴⁾	1,4	0,9	0,1	0,1
Arbeitslose ⁵⁾	2,3	2,3	2,3	2,3
Arbeitslosenquote ⁶⁾	5,2	5,0	5,1	5,0
nachrichtlich: Erwerbslosenquote ⁷⁾	3,4	3,1	3,2	3,2
Löhne und Lohnkosten				
Tarifverdienste ⁸⁾	2,9	2,9	2,5	2,6
Bruttolöhne und -gehälter je Arbeitnehmer	3,2	3,1	2,5	2,7
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,9	3,2	2,3	2,7
Reales BIP je Erwerbstätigen	0,1	-0,4	0,8	1,3
Lohnstückkosten ⁹⁾	2,7	3,6	1,4	1,4
nachrichtlich: BIP-Deflator	1,5	2,0	1,9	1,9
Verbraucherpreise ¹⁰⁾	1,9	1,4	1,3	1,6
ohne Energie	1,6	1,4	1,5	1,6
Energiekomponente	4,9	1,4	-0,9	1,5
ohne Energie und Nahrungsmittel	1,3	1,4	1,5	1,5
Nahrungsmittelkomponente	2,6	1,6	1,6	2,1
Preise für Wohnimmobilien	6,6	5,3	4,9	4,5

Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesagentur für Arbeit; Eurostat; 2019 bis 2021 eigene Projektionen. **1** Private Anlageinvestitionen ohne Wohnungsbau. **2** In % des nominalen BIP. **3** Rechnerisch, in Prozentpunkten. Abweichungen in der Summe rundungsbedingt. **4** Inlandskonzept. **5** In Millionen Personen (Definition der Bundesagentur für Arbeit). **6** In % der zivilen Erwerbspersonen. **7** International standardisiert gemäß ILO-Definition, Eurostat-Abgrenzung. **8** Auf Monatsbasis; gemäß Tarifverdienstindex der Bundesbank. **9** Quotient aus dem im Inland entstandenen Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und dem realen BIP je Erwerbstätigen. **10** Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI).

Deutsche Bundesbank

aus diesem Grund hinsichtlich der wirtschaftlichen Aktivität die Abwärtsrisiken. Hinsichtlich der Verbraucherpreise gilt dies in einem geringeren Maße, da hier die Dynamik insbesondere aufgrund potenzieller zusätzlicher Maßnahmen zum Klimaschutz auch höher ausfallen könnte.

Risiken aus dem internationalen Umfeld gehen weiterhin insbesondere von dem handelspolitischen Kurs der USA aus. Die Unsicherheit über die zukünftige globale Handelsordnung ist trotz zwischenzeitlicher Entspannungssignale nach wie vor hoch, und es besteht unverändert das Risiko eines weltweit zunehmenden Protektionismus. Dieser könnte nicht nur den noch immer schwächelnden Welthandel zusätzlich bremsen, sondern auch das Vertrauen der global tätigen Unternehmen in die Zuverlässigkeit und Vorteilhaftigkeit grenzüberschreitender Produktionsprozesse nachhaltig erschüttern. Die stark in globale Wertschöpfungsketten eingebundene deutsche Industrie könnte hierdurch besonders belastet werden. Ungünstige Folgen für die deutschen Exportgeschäfte ergäben sich auch im Falle eines noch immer nicht auszuschließenden ungeordneten Ausscheidens des Vereinigten Königreichs aus der EU oder eines Konjunktur einbruchs in China. Allerdings sind die Annahmen der vorliegenden Projektion hinsichtlich der Perspektiven für die globale Handelsaktivität vorsichtig angesetzt worden, sodass auch eine günstigere Entwicklung gut möglich erscheint. Sollte sich beispielsweise die globale Investitionskonjunktur schneller beleben als unterstellt, so könnten zusätzliche Nachfrageimpulse zu einer rascheren Erholung der deutschen Exporte und zu einem höheren Wirtschaftswachstum führen.

Risiken für das Wirtschaftswachstum aus dem internationalen Umfeld insbesondere bei steigendem Protektionismus, ungeordnetem Brexit und Konjunktur einbruch in China

Die Risiken hinsichtlich der zu erwartenden Inflationsrate erscheinen insgesamt leicht abwärtsgerichtet. Mit Blick auf die Annahmen zu den zukünftigen Rohölnotierungen bestehen jeweils ähnlich bedeutende Risiken in beide Richtungen. So beschlossen zwar einerseits die OPEC und ihre Partner, die Fördermengen etwas mehr als erwartet zu kürzen. Dies ließ die No-

Risikobeurteilung der Inflationsaussichten insgesamt leicht abwärtsgerichtet

tierungen leicht steigen.¹⁸⁾ Zukünftig könnten zudem Produktionsausfälle infolge erhöhter geopolitischer Spannungen höhere Rohölpreise zur Folge haben. Dem steht aber gegenüber, dass die beschlossenen Kürzungen möglicherweise nicht vollständig umgesetzt werden und Nicht-OPEC-Staaten ihre Fördermengen stärker ausweiten könnten. Ein Aufwärtsrisiko für die Inflationsrate besteht darin, dass der Preis für CO₂-Zertifikate in Deutschland stärker ansteigen wird. So könnten etwa die bislang vorgesehenen Preise als nicht ausreichend angesehen

werden, um die gesteckten Emissionsziele zu erreichen. Auch höhere Zölle oder andere protektionistische Maßnahmen könnten vorübergehend zusätzlichen Druck auf die Verbraucherpreise ausüben. Dagegen würde die Inflationsrate niedriger ausfallen, wenn aus den oben genannten Gründen die Güternachfrage schwächer als erwartet ausfallen sollte.

18 Der Beschluss wurde nach dem Stichtag getroffen, zu dem die Annahmen für die Projektion festgelegt wurden.

■ Literaturverzeichnis

Deutsche Bundesbank (2019a), Perspektiven der deutschen Wirtschaft – Gesamtwirtschaftliche Vorausschätzungen für die Jahre 2019 und 2020 mit einem Ausblick auf das Jahr 2021, Monatsbericht, Juni 2019, S. 13–30.

Deutsche Bundesbank (2019b), Konjunktur in Deutschland, Monatsbericht, November 2019, S. 47–57.

Deutsche Bundesbank (2019c), Zur Zweiteilung der globalen Konjunktur, Monatsbericht, November 2019, S. 12 f.

Deutsche Bundesbank (2019d), Geldpolitik und Bankgeschäft, Monatsbericht, November 2019, S. 22 ff.

Deutsche Bundesbank (2019e), Zum dämpfenden Sondereffekt beim HVPI im Juli 2019, Monatsbericht, August 2019, S. 56 f.

Deutsche Bundesbank (2019f), Übertragung von Lohnveränderungen auf die Preise im makroökonomischen Modell der Bundesbank, Monatsbericht, September 2019, S. 19 ff.

Sachverständigenrat (2019), Sondergutachten 2019: Aufbruch zu einer neuen Klimapolitik, S. 102, abrufbar unter: <https://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/sondergutachten-2019.html>.