

Perspektiven der deutschen Wirtschaft für die Jahre 2023 bis 2025

Die deutsche Wirtschaft dürfte im gegenwärtigen Winterhalbjahr zwar schrumpfen, sie erlebt aber keinen schwerwiegenden Einbruch. Dank zusätzlicher Gasimporte aus anderen Ländern und eines reduzierten Verbrauchs bleibt eine Gasmangellage trotz des Stopps russischer Lieferungen wohl aus. Doch die Energiekrise verstärkt die Inflation. Daher sinken bis Mitte 2023 die realen verfügbaren Einkommen und der Konsum der privaten Haushalte. Die hohen Energiekosten belasten die Produktion, besonders in der energieintensiven Industrie. Dies dämpft die Exporte. Zudem schwächt die Auslandsnachfrage. Die hohe Unsicherheit und die gestiegenen Finanzierungskosten dämpfen die Investitionen der Unternehmen und im Wohnungsbau. Der reale Staatskonsum sinkt, da die pandemiebedingten Ausgaben auslaufen.

Ab der zweiten Jahreshälfte 2023 erholt sich die deutsche Wirtschaft allmählich. Denn die Auslandsnachfrage zieht annahmegemäß an, die Unsicherheit nimmt ab, der Preisdruck von den Energierohstoffen lässt nach und die Inflationsrate sinkt. Da der Arbeitsmarkt robust bleibt und die Löhne kräftig steigen, legen die realen Haushaltseinkommen und der private Konsum wieder zu.

Unter diesen Bedingungen schrumpft die deutsche Wirtschaft im kommenden Jahr kalenderbereinigt um 0,5%, nachdem sie im laufenden Jahr um 1,8% zulegt. Sie wächst 2024 um 1,7% und 2025 um 1,4%. Die gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten werden erst 2025 wieder im normalen Maß ausgelastet. Im Vergleich zur Juni-Projektion wurde die Veränderungsrate des Bruttoinlandsprodukts (BIP) für 2023 erheblich nach unten revidiert. Ursächlich sind die massiv verschlechterten Bedingungen hinsichtlich der Energieversorgung, eine schwächer steigende Auslandsnachfrage und höhere Finanzierungskosten.

Für die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Inflation wird im laufenden Jahr eine Rate von 8,6% veranschlagt. Im kommenden Jahr geht sie auf 7,2% zurück, auch wegen der staatlichen Strom- und Gaspreisbremse. In den Folgejahren gehen die Inflationsraten weiter zurück. Die Gesamtrate sinkt bis 2025 auf 2,8%. Die Kernrate (ohne Energie und Nahrungsmittel) steigt 2023 zunächst noch leicht auf 4,3% an. Dann sinkt sie bis auf 2,6% im Jahr 2025. Der Preisanstieg bleibt aber hoch – aufgrund des Drucks von den Lohnkosten, aber auch wegen Rückpralleffekten nach dem Auslaufen der Strom- und Gaspreisbremse. Im Vergleich zur Juni-Projektion wird sowohl die Gesamt- als auch die Kernrate für alle Jahre erneut merklich aufwärtsrevidiert.

Der Staat stützt Unternehmen und private Haushalte in der Energiekrise erheblich, vor allem mit breit angelegten Subventionen und anderen Transfers. Gleichzeitig entfallen Maßnahmen mit Bezug zur Pandemie. Im Ergebnis steigt das Defizit von 2¾% des BIP im laufenden Jahr auf 4% im kommenden Jahr. Danach entfallen die Stützungsmaßnahmen sukzessive und das Defizit sinkt auf eine Größenordnung von 1½% des BIP.

Die Risiken für das Wirtschaftswachstum sind überwiegend abwärtsgerichtet, vor allem wegen möglicher Engpässe bei der Energieversorgung. Hinsichtlich der Inflation dominieren die Aufwärtsrisiken.

■ Konjunktureller Ausblick¹⁾

Trotz der Energiekrise konnte die deutsche Wirtschaft im vergangenen Sommerhalbjahr spürbar zulegen

Die deutsche Wirtschaft legte im Sommerhalbjahr 2022 spürbar zu. Trotz der krisenhaften Entwicklung auf den Energiemärkten infolge des russischen Angriffskrieges gegen die Ukraine wuchs das BIP real nur etwas weniger als in der Juni-Projektion erwartet worden war.²⁾ Die privaten Konsumausgaben stiegen dabei wie erwartet an – ungeachtet der höheren Teuerung und der zunehmenden Verunsicherung der Verbraucherinnen und Verbraucher. Dabei dürften stärker als erwartete Aufhol-effekte nach dem Ende der meisten Pandemie-Schutzvorkehrungen sowie zusätzliche staatliche Unterstützungsmaßnahmen eine Rolle gespielt haben. Die Investitionen enttäuschten hingegen. Insbesondere machten sich im Wohnungsbau stärkere Bremswirkungen der sehr stark gestiegenen Baupreise sowie der höheren Zinsen bemerkbar.

Gasmangellage kann selbst nach Abbruch russischer Gaslieferungen wohl vermieden werden

Mit dem Abbruch der russischen Gaslieferungen nach Deutschland ist das zentrale Abwärtsrisiko der Juni-Projektion eingetreten. In der Folge stiegen die Spotmarktpreise für Gas und auch für Strom zunächst extrem stark an, bevor sie wieder deutlich absanken. Zudem belastete die Unsicherheit mit Blick auf die Energieversorgung und ihre Kosten die Stimmung der Unternehmen und privaten Haushalte ganz erheblich.

Allerdings stellen sich die Perspektiven für die Gasversorgung auch ohne russische Lieferungen aus heutiger Sicht weniger kritisch dar als im Juni befürchtet. Dies ist den zusätzlichen Lieferungen aus anderen Ländern, einem deutlich reduzierten Gasverbrauch sowie den dadurch gut gefüllten Gasspeichern zu verdanken. Eine Gasmangellage mit Rationierungen der Gasversorgung ist somit deutlich unwahrscheinlicher geworden und wird in der Projektion nicht unterstellt.³⁾ Um die wirtschaftlichen Auswirkungen der stark gestiegenen Energiekosten auf die Privathaushalte und Unternehmen abzumildern, brachte die Bundesregierung außerdem umfangreiche Hilfsmaßnahmen auf den Weg, insbesondere die „Strom- und Gaspreisbremse“ (vgl. die Ausführungen auf S. 23 f.).

Die deutsche Wirtschaft dürfte im laufenden Winterhalbjahr zwar schrumpfen. Sie erlebt aber keinen schwerwiegenden Wirtschaftseinbruch, wie ihn beispielsweise das adverse Szenario der Juni-Projektion angezeigt hatte.⁴⁾ Bereits im vierten Quartal 2022 dürfte die Wirtschaftsaktivität merklich zurückgehen. Die ifo Lageeinschätzungen der Unternehmen verschlechterten sich. Auch der wöchentliche Aktivitätsindex (WAI) der Bundesbank zeigt eine rückläufige Tendenz.⁵⁾ Die ifo Geschäftserwar-

Deutsche Wirtschaft dürfte im laufenden Winterhalbjahr zwar schrumpfen, erlebt aber keinen schwerwiegenden Einbruch

Projektion vom Dezember 2022

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Position	2022	2023	2024	2025
Reales BIP, kalenderbereinigt	1,8	- 0,5	1,7	1,4
Reales BIP, unbereinigt	1,7	- 0,7	1,7	1,3
Harmonisierter Verbraucherpreisindex	8,6	7,2	4,1	2,8
ohne Energie und Nahrungsmittel	3,9	4,3	2,9	2,6

Quelle: Statistisches Bundesamt (bis 3. Vj. 2022). Jahreswerte für 2022 bis 2025 eigene Projektionen.

Deutsche Bundesbank

¹ Die hier vorgestellten Vorausschätzungen für Deutschland wurden am 30. November 2022 abgeschlossen. Sie gingen in die am 15. Dezember 2022 von der EZB veröffentlichte Projektion für den Euroraum ein.

² Vgl.: Deutsche Bundesbank (2022a).

³ Die dem Basisszenario dieser Projektion zugrunde liegenden Annahmen bzgl. des Gasverbrauchs lehnen sich an die seit dem russischen Gaslieferstopp beobachteten Einsparungen an. Es wird unterstellt, dass dieser und der kommende Winter durchschnittlich kalt sein werden. Zudem wird davon ausgegangen, dass es zu zusätzlichen Gasimporten kommt (etwa durch Lieferungen von Flüssigerdgas). Für ein adverses Risikoszenario mit u. a. ungünstigeren Annahmen zur Gasversorgung, vgl. die Ausführungen auf S. 39 ff.

⁴ Im adversen Szenario der Juni-Projektion wurden neben dem Abbruch der russischen Gaslieferungen weitere ungünstige Annahmen getroffen. Diese sind aber nicht alle vollständig eingetreten. So blieb etwa ein starker Anstieg des Ölpreises oder ein Einbruch der globalen Konjunktur aus. Vgl.: Deutsche Bundesbank (2022b).

⁵ Bei Abschluss der Projektion enthielt der WAI bis Ende November 2022 vorliegende hochfrequente Indikatoren wie den Mautindex oder Kreditkartenzahlungen. Die WAI-implizierte BIP-Wachstumsrate für die letzten 13 Wochen lag bis zuletzt merklich im negativen Bereich. Vgl.: Deutsche Bundesbank (2022c).

tungen der Unternehmen hellten sich zwar zuletzt etwas auf. Sie liegen aber weiterhin in einem sehr pessimistischen Bereich. Dies gilt auch für die Erwartungen gemäß den Erhebungen des Deutschen Industrie- und Handelskammertages, die sich auf einen etwas längeren Zeitraum erstrecken. Insgesamt dürfte die Wirtschaftsleistung auch im ersten Quartal 2023 noch etwas und im zweiten Quartal geringfügig sinken.

Mehrere Faktoren führen zu breitflächigem Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität

Der erwartete Rückgang der Wirtschaftsaktivität ist breitflächig verteilt und auf mehrere Ursachen zurückzuführen: Die privaten Haushalte sind aufgrund der hohen Inflation mit einer sinkenden Kaufkraft ihrer Einkommen konfrontiert und reduzieren daher ihre Konsumausgaben. Dies strahlt auf den Einzelhandel und andere konsumnahe Dienstleister aus. Diese werden zudem selbst, wie viele andere Branchen auch, durch die hohen Energiekosten belastet. Die energieintensive Industrie hat ihre Produktion bereits kräftig zurückgefahren und dürfte sie zunächst weiter reduzieren. Insgesamt kommt die Industrie aber wohl recht glimpflich durch den Winter. Der Auftragseingang ging zwar seit Jahresbeginn stark zurück, die Auftragsbücher sind aber noch gut gefüllt. Zudem profitieren einige Industriebranchen von nachlassenden Spannungen in den globalen Lieferketten. Dies könnte den Abwärtsdruck auf die Exporte abmildern, der von der infolge hoher Energiekosten reduzierten Wettbewerbsfähigkeit und der schwächelnden Auslandsnachfrage ausgeht. Die Investitionen werden zudem von der hohen Unsicherheit und den gestiegenen Finanzierungskosten gedämpft. In der Bauindustrie setzt sich der Abschwung fort. Das Auslaufen der pandemiebedingten Ausgaben für Impfungen und Testungen sorgt schließlich für einen merklichen Rücksetzer beim Staatskonsum.

Ab der zweiten Jahreshälfte 2023 geht die deutsche Wirtschaft allmählich wieder auf Erholungskurs

Ab der zweiten Jahreshälfte 2023 dürfte sich die deutsche Wirtschaft allmählich wieder erholen. Schon etwas zuvor kommen erste Wachstumsimpulse für die Exportwirtschaft von der annahmegemäß anziehenden Auslandsnachfrage (zu den Annahmen vgl. die Ausführungen

Geschäftslage und -erwartungen in der Gesamtwirtschaft

Salden, saison- und kalenderbereinigt



Quelle: ifo Institut.
 Deutsche Bundesbank

Revisionen gegenüber der Projektion vom Juni 2022

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

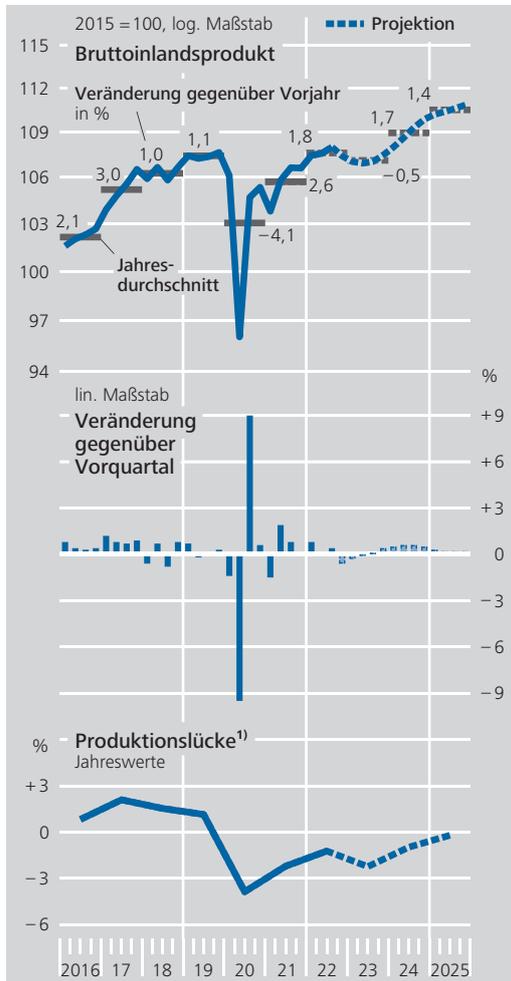
Position	2022	2023	2024
BIP (real, kalenderbereinigt)			
Projektion vom Dezember 2022	1,8	- 0,5	1,7
Projektion vom Juni 2022	1,9	2,4	1,8
Differenz (in Prozentpunkten)	- 0,1	- 2,9	- 0,1
Harmonisierter Verbraucherpreisindex			
Projektion vom Dezember 2022	8,6	7,2	4,1
Projektion vom Juni 2022	7,1	4,5	2,6
Differenz (in Prozentpunkten)	1,5	2,7	1,5

Deutsche Bundesbank

auf S. 22 f.). Diese gibt auch den Unternehmensinvestitionen Auftrieb, zumal sich die Unsicherheit sukzessive zurückbildet. Dank Fortschritten bei der Diversifizierung der Energieversorgung lässt der Preisdruck von den Energierohstoffen graduell nach. Da der Arbeitsmarkt robust bleibt und die nominalen Löhne kräftig steigen, legen ab der zweiten Jahreshälfte 2023 bei sinkenden Inflationsraten auch die realen Löhne wieder zu. Damit steigen dann auch die realen verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte sowie deren Konsumausgaben wieder. Am längsten dürfte der Rückgang der Wohnungsbauinvestitionen anhalten.

Gesamtwirtschaftliche Produktion und Produktionslücke

preis-, saison- und kalenderbereinigt



Quelle: Statistisches Bundesamt und eigene Berechnungen. 2022 bis 2025 eigene Projektionen. **1** Abweichung des jahresdurchschnittlichen BIP vom geschätzten Produktionspotenzial. Deutsche Bundesbank

Technische Komponenten zur BIP-Wachstumsprojektion

in % bzw. Prozentpunkten

Position	2022	2023	2024	2025
Statistischer Überhang am Ende des Vorjahres ¹⁾	0,8	-0,2	0,3	0,8
Jahresverlaufsrate ²⁾	0,7	0,1	2,2	0,9
Jahresdurchschnittliche BIP-Rate, kalenderbereinigt	1,8	-0,5	1,7	1,4
Kalendereffekt ³⁾	-0,1	-0,2	0,0	-0,1
Jahresdurchschnittliche BIP-Rate ⁴⁾	1,7	-0,7	1,7	1,3

Quelle: Statistisches Bundesamt (bis 3. Vj. 2022). Jahreswerte für 2022 bis 2025 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

Alles in allem schrumpft die deutsche Wirtschaft im kommenden Jahr kalenderbereinigt um 0,5%, nach einem Anstieg im laufenden Jahr um 1,8%. Im Jahr 2024 wächst sie dann um 1,7% und 2025 um 1,4%. Damit werden im Vergleich zur Juni-Projektion die erwarteten Wachstumsraten für 2022 leicht, für 2023 ganz erheblich und für 2024 ebenfalls leicht nach unten revidiert. Maßgeblich für die Abwärtsrevisionen sind vor allem die infolge des russischen Angriffskrieges gegen die Ukraine massiv verschlechterten Angebotsbedingungen, insbesondere hinsichtlich der Energieversorgung. Aber auch eine schwächer steigende Auslandsnachfrage und höhere Finanzierungskosten spielen eine Rolle.

Erhebliche Abwärtsrevision für die BIP-Rate 2023

Die deutsche Wirtschaft operiert gegenwärtig deutlich unterhalb ihrer mittelfristigen Leistungsfähigkeit. Die gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten werden erst 2025 wieder in etwa normal ausgelastet sein. Für die Produktionslücke bis dahin dürfte jedoch kein Nachfragemangel ausschlaggebend sein. Vielmehr spielen in erster Linie Angebotsstörungen eine Rolle, vor allem bei der Energieversorgung. Diese sind zu einem Teil als vorübergehend anzusehen.⁶⁾ Allerdings ist nicht davon auszugehen, dass die Kosten der Energieversorgung in Deutschland langfristig wieder auf ihr Niveau vor der aktuellen Energiekrise zurückgehen. Dies führt zu Wertschöpfungseinbußen. Daher wurde die Schätzung des Produktionspotenzials der deutschen Wirtschaft kräftig abwärtsrevidiert (vgl. die Ausführungen auf S. 29 f.). Die Zuwachsrate des Produktionspotenzials wird nunmehr für das laufende Jahr auf +0,8%, das kommende Jahr auf +0,6%, 2024 auf +0,4% und 2025 auf +0,7% veranschlagt.

Wirtschaft erreicht erst 2025 ihr Produktionspotenzial

⁶ Die Potenzialschätzung der Bundesbank basiert auf einem disaggregierten produktionstheoretischem Ansatz, vgl.: Deutsche Bundesbank (2007, 2012). In die Potenzialschätzung fließt der trendmäßige Einsatz der Produktionsfaktoren ein. Definitionsgemäß wird die nachhaltige angebotsseitige Leistungsfähigkeit einer Volkswirtschaft nicht unmittelbar von temporären oder zyklischen Phänomenen beeinflusst.

Rahmenbedingungen für die gesamtwirtschaftlichen Vorausschätzungen

Die 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 23. November 2022 verfügbar waren. Die Annahmen über die wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum ergeben sich aus den Projektionen der nationalen Zentralbanken der Euro-Länder.¹⁾ Diese beziehen finanzpolitische Maßnahmen ein, die entweder verabschiedet waren oder die hinreichend spezifiziert waren und deren Umsetzung als wahrscheinlich angesehen wurde.

Hinsichtlich des Ukrainekriegs und seiner Folgen wird unterstellt, dass der Konflikt graduell nachlässt, die Sanktionen aber in Kraft bleiben. Es wird davon ausgegangen, dass im Euroraum eine Gasmangellage, die Rationierungen zur Folge hätte, vermieden werden kann. Zudem wird unterstellt, dass sich die Lieferengpässe bei Vorprodukten nach und nach auflösen.

Abschwächung des globalen Wirtschaftswachstums bei graduell abklingendem hohen Preisdruck

Die in vielen Ländern hohe Inflation belastet die globale Konsumkonjunktur. Die erhebliche Verteuerung von Energie und die Unsicherheit über die künftige Energieversorgung beeinträchtigen auch die Aktivitäten der Unternehmen, insbesondere in Europa. In China dämpfen strikte Einschränkungen zur Pandemiebekämpfung und Verwerfungen auf dem Immobilienmarkt die Nachfrage. Gleichzeitig wirkt sich die in vielen Ländern voranschreitende geldpolitische Straffung auch auf die Wirtschaftsaktivität aus.

Das globale Wirtschaftswachstum schwächte sich im Sommerhalbjahr 2022 zwar etwas weniger ab als in der Juni-Projektion erwartet. Angesichts der belastenden Faktoren trübte sich der Ausblick für das Wachstum der Weltwirtschaft im laufenden Winterhalbjahr aber ein. Auch für die kommenden beiden Jahre wird mit geringeren Zuwächsen gerechnet als zuvor veranschlagt.

Für die Weltwirtschaft ohne den Euroraum wird nach einem Anstieg um 3¼ % in diesem Jahr für das kommende Jahr mit einer Abschwächung des Wachstums auf 2½ % gerechnet. Für 2024 und 2025 werden wieder etwas höhere Zuwächse von 3 % und 3¼ % erwartet. Der internationale Handel (ohne den Euroraum) expandiert mit 5½ % im laufenden Jahr stärker als das globale Bruttoinlandsprodukt (BIP) und als in der Juni-Projektion erwartet. Die Dynamik 2023 und 2024 wird aber mit Raten von 2 % und 3¼ % niedriger angesetzt als zuvor. Für 2025 wird mit einem Anstieg um 3¼ % gerechnet.

Folgen des Ukrainekriegs belasten die Wirtschaftsaktivität im Euroraum, hohe Inflationsraten dämpfen Kaufkraft

Im vergangenen Sommerhalbjahr erholte sich die Wirtschaftsaktivität im Euroraum deutlicher als erwartet. Hierzu trug insbesondere die Belebung des Dienstleistungssektors nach dem Ende der pandemiebedingten Einschränkungen bei. Bis weit in das kommende Jahr hinein dürften sich jedoch die mit dem Ukrainekrieg im Zusammenhang stehenden Belastungen stärker niederschlagen als im Juni erwartet. Auch

¹ Die Projektionen der nationalen Zentralbanken der Euro-Länder wurden am 30. November 2022 abgeschlossen.

Wichtige Annahmen der Projektion

Position	2022	2023	2024	2025
Wechselkurse für den Euro US-Dollar je Euro Effektiv ¹⁾	1,05 116,5	1,03 117,5	1,03 117,5	1,03 117,5
Zinssätze EURIBOR- Dreimonatsgeld Umlaufrendite öffentlicher Anleihen ²⁾	0,4 1,2	2,9 2,0	2,7 2,0	2,5 2,0
Preise Rohöl ³⁾	104,6	86,4	79,7	76,0
Erdgas ⁴⁾	122,5	123,6	98,4	68,9
Strom ⁴⁾⁵⁾	262,2	324,8	234,5	164,0
Sonstige Rohstoffe ⁶⁾⁷⁾	6,4	-10,8	0,7	1,4
Nahrungsmittel ⁷⁾⁸⁾	40,7	6,1	-1,7	-1,2
Absatzmärkte der deutschen Exporteure ⁷⁾⁹⁾	6,3	1,8	3,1	3,2

1 Gegenüber 42 Währungen wichtiger Handelspartner des Euroraums (EWK-42-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 Euro je Megawattstunde. 5 Großhandelspreise im Euroraum basierend auf Daten der Europäischen Zentralbank. 6 In US-Dollar. 7 Veränderung gegenüber Vorjahr in %. 8 Erzeugerpreise für Nahrungsmittel im Euroraum basierend auf Daten der Europäischen Kommission. In Euro. 9 Kalenderbereinigt.
 Deutsche Bundesbank

wirkt sich die Eintrübung der globalen Konjunktur auf die Absatzmarktentwicklung der Exporteure aus. Zudem sind die Kosten für kreditfinanzierte Ausgaben angesichts der begonnenen geldpolitischen Normalisierung gestiegen. Dies führt insgesamt im laufenden Winterhalbjahr zu einem leichten Rückgang der Wirtschaftsaktivität. Erst mit abnehmender Unsicherheit, einem Rückgang der Teuerungsraten, der weiteren Auflösung von Lieferengpässen und wieder anziehender Auslandsnachfrage dürfte die Wirtschaft im weiteren Verlauf des Projektionszeitraums wieder stärker zulegen. Für den Euroraum (ohne Deutschland) wird im laufenden Jahr mit einem Wirtschaftswachstum von 4,1% gerechnet. Die Wirtschaftsaktivität steigt mit 0,8% im Durchschnitt des kommenden Jahres deutlich schwächer als in der Juni-Projektion veranschlagt. Mit 2,0% fällt der Anstieg auch 2024 noch etwas geringer

aus. Für 2025 wird eine Rate von 1,9% projiziert.

Die Absatzmärkte deutscher Exporteure dürften im Projektionszeitraum etwas schwächer expandieren als der Welthandel. Dies liegt daran, dass die mit Deutschland eng verflochtenen Volkswirtschaften innerhalb der EU stärker durch den Ukrainekrieg und die Energiekrise belastet werden.

Technische Annahmen der Projektion

Die Energierohstoffpreise stiegen nach Abschluss der Juni-Projektion zunächst weiter an. Da Russland die Erdgaslieferungen durch die Pipeline Nordstream 1 nach Europa zunächst stark drosselte und dann Anfang September komplett einstellte, schnellten die europäischen Gaspreise in dieser Zeit auf neue Höchststände. Durch die Ausweitung des Angebots anderer Förderländer, vermehrte Flüssiggasimporte, erfolgreiche Einsparanstrengungen und eine milde Witterung konnten die Erdgasspeicher in der EU inzwischen dennoch annähernd gefüllt werden. Vor diesem Hintergrund fielen die europäischen Gas- und die eng damit verbundenen Strompreise in den Monaten vor Projektionsabschluss recht deutlich. Inzwischen sind beide Preise bereits wieder gestiegen, und die Terminnotierungen weisen darauf hin, dass sich diese Entwicklung in den Wintermonaten fortsetzen wird. Für Rohöl lassen die Marktnotierungen erwarten, dass sich der seit Sommer zu beobachtende Preisrückgang im kommenden Jahr fortsetzt. Für 2024 und 2025 wird auch ein Sinken der Strom- und Gaspreise erwartet, sie bleiben aber deutlich über den Annahmen der Juni-Projektion.²⁾ Angesichts des eingetrübten globalen Konjunkturausblicks wird für die sonstigen Rohstoffpreise mit einem kräftigen Rückgang im Durchschnitt des kommenden Jahres und mit nur geringen Zuwächsen in beiden Folgejahren gerechnet.

² Zu den hohen Preisen für fossile Energieträger im historischen Vergleich vgl.: Deutsche Bundesbank (2022d).

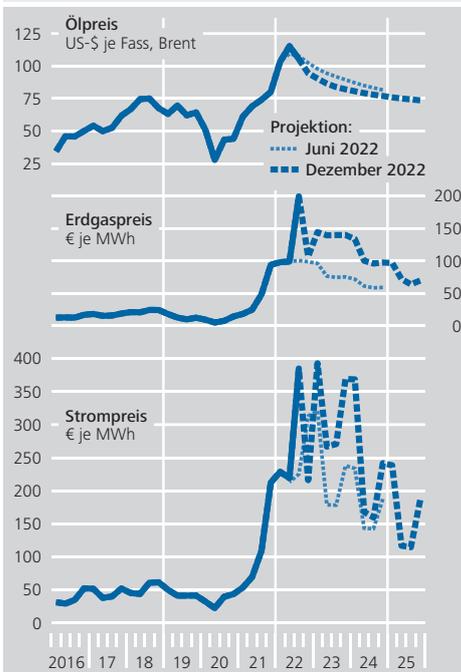
Die landwirtschaftlichen Erzeugerpreise im Euroraum ließen von dem erreichten Höchststand in den Sommermonaten vorübergehend leicht nach – wohl auch vor dem Hintergrund wieder begonnener Getreideexporte aus ukrainischen Häfen. Sie stiegen in den letzten Monaten aber erneut an. Die Terminnotierungen lassen anhaltend hohe Erzeugerpreise für Nahrungsmittel erwarten. 2024 und 2025 schwächen sie sich geringfügig ab, bleiben aber insgesamt deutlich über den Annahmen der Juni-Projektion.

Das Eurosystem beendete zum 1. Juli 2022 seine Nettoankäufe von Wertpapieren im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme, APP). Die deutlich steigende Inflation, der Ausblick auf eine für längere Zeit über dem Zielwert von 2 % liegende Inflationsrate und weiter aufwärtsgerichtete Risiken veranlassten den EZB-Rat dazu, die Leitzinsen in seiner Sitzung im Juli um 50 Basispunkte und in den Sitzungen im September und Oktober um jeweils 75 Basispunkte anzuheben. Der EZB-Rat geht von weiter steigenden Leitzinssätzen aus. Am Geldmarkt stiegen die Zinssätze in den vergangenen Monaten deutlich. Zudem sind die Terminnotierungen für den EURIBOR bis in das kommende Jahr hinein stärker aufwärtsgerichtet als es der Juni-Projektion zugrunde gelegt worden war. Vor diesem Hintergrund legten auch die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen deutlich zu. Aus Terminnotierungen leitet sich eine über den Projektionszeitraum weitgehend konstante Rendite ab – ähnlich wie in der Juni-Projektion, aber auf deutlich höherem Niveau. Auch für Bankkredite wird mit merklich höheren Finanzierungskosten gerechnet.

Der im Vergleich zum Euroraum von den Devisenmärkten als stärker wahrgenommene geldpolitische Straffungsprozess in den USA dämpfte den Wert des Euro nach Abschluss der Juni-Projektion noch weiter. In dem für die Ableitung der Wechselkursannahmen relevanten Zeitraum notierte der Euro bei

Öl-, Erdgas- und Strompreise

Quartalsdurchschnitte



Quellen: Bloomberg, European Energy Exchange und EZB-Stab. Projektionen abgeleitet aus den Terminnotierungen. Deutsche Bundesbank

1,03 US-\$ und damit 2 % unter der Juni-Annahme. Wertzuwächse gegenüber dem Pfund Sterling, dem Yen und dem Renminbi trugen aber zu einer Aufwertung des Euro in Bezug auf 42 für den Außenhandel wichtige Währungen um 1¼ % bei.

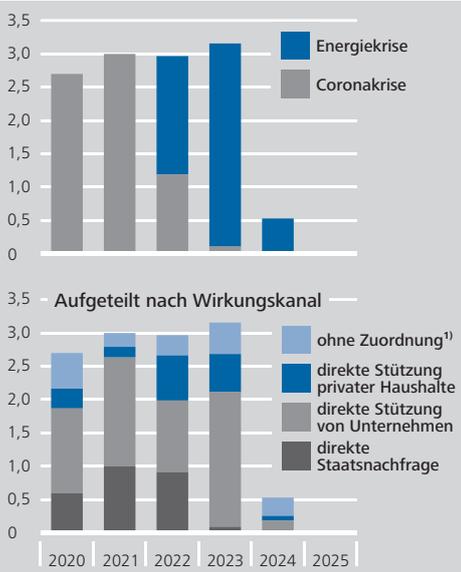
Finanzpolitik durch Energiekrise und hohe Inflation geprägt

Temporäre, krisenbezogene Fiskalmaßnahmen bestimmen die Projektion der Staatsfinanzen maßgeblich. Sie erhöhen im laufenden Jahr das Staatsdefizit um etwa 3 % des BIP (vgl. das Schaubild auf S. 24).³⁾ Dabei belasten Corona-Maßnahmen den Staatshaushalt zwar weniger stark als 2021, aber immer noch deutlich. Hier schlagen vor allem Unternehmenstransfers und Gesundheitsausgaben zu Buche. Hinzu kommen

³⁾ Längerfristig angelegte fiskalische Ausgabenvorhaben, etwa für den Klimaschutz und das Militär, sind in dieser Abgrenzung nicht enthalten.

Temporäre defizitwirksame Fiskalmaßnahmen mit direktem Bezug zur Corona- und Energiekrise^{*)}

in % des BIP



^{*)} Eigene Schätzung. ¹⁾ Senkung von Umsatzsteuer- und Energiesteuersätzen, Ticketvergünstigung für den öffentlichen Personennahverkehr, Mindereinnahmen aufgrund von steuer- und sozialbeitragsfreien tariflichen Einmalzahlungen.
 Deutsche Bundesbank

umfangreiche neue Stützungsmaßnahmen als Antwort auf die Energiekrise und die hohe Inflation. Finanziell gewichtig sind insbesondere die Zahlungen an Gashandelsunternehmen (v.a. Uniper) sowie Pauschaltransfers an private Haushalte.

2023 entfallen die Corona-Maßnahmen weitgehend. Die neuen Krisenhilfen legen hingegen stark zu. Mit rund 2% des BIP sind die Transfers an private Haushalte und Unternehmen im Rahmen der Strom- und Gaspreisbremse am gewichtigsten. Darüber hinaus erhalten Unternehmen, die von der Energiekrise stark betroffenen sind, besondere Hilfen. Dabei handelt es sich insbesondere um staatliche Kapitaleinlagen zum Verlustausgleich (Vermögenstransfers) und Kostenzuschüsse. Weitere Maßnahmen kommen hinzu. Beispielsweise sind tarifliche Einmalzahlungen bis zu 3 000 € bis Ende 2024 steuer- und sozialbeitragsfrei. Zudem reduziert sich die Umsatzsteuer für Erdgas und Fernwärme bis zum Ende des ersten Vierteljahres 2024.

2024 sinken die Transfers im Rahmen der Strom- und Gaspreisbremse auf Jahressicht deutlich. Denn in der Projektion laufen sie Ende April 2024 aus. Zudem wird die Strompreisbremse im Jahr 2024 vollständig außerhalb des Staatshaushalts finanziert: Es ist vorgesehen, dazu Erträge am Strommarkt aus der Zeit von Dezember 2022 bis Juni 2023 abzuschöpfen. Des Weiteren zahlt der Staat 2024 keine Vermögenstransfers mehr an Gashandelsunternehmen.

Die Projektion enthält darüber hinaus finanzpolitische Maßnahmen, die den Staatshaushalt längerfristig beeinflussen. Auf der Einnahmenseite kommen Senkungen der Einkommensteuer zum Tragen. Insbesondere verschiebt sich der Steuertarif, um die kalte Progression weitgehend zu kompensieren. In der Projektion ist angenommen, dass der Gesetzgeber diese Praxis 2025 fortführt. Zudem sinken im kommenden Jahr die Einnahmen aus dem EU-Programm Next Generation EU (NGEU).⁴⁾ Für die Beitragssätze der Sozialversicherungen ergibt sich hingegen ein Anstieg, 2023 und 2024 zusammen um gut 1 Prozentpunkt. Insbesondere die Sätze der Krankenversicherung legen deutlich zu, um die strukturelle Finanzierungslücke zu schließen. Im laufenden Jahr gleicht der Bund die Lücke noch weitgehend aus. Unter den Ausgaben steigen die militärischen Ausstattungsinvestitionen und die Ausgaben für den Klimaschutz stark. Grundlage sind Vorhaben im Rahmen des Bundeswehr-Sondervermögens und des Klima- und Transformationsfonds. Bei den Renten werden ab 2024 die Erwerbsminderungsrenten ausgeweitet.

⁴⁾ Mit NGEU werden in Deutschland überwiegend bestehende Programme finanziert, sodass insoweit das Staatsdefizit aufgrund des Programms niedriger ausfällt.

Konjunktur im Detail

Private Konsumausgaben gehen zunächst deutlich zurück ...

Der private Konsum stieg im bisherigen Verlauf des Jahres trotz der aufgrund des Ukrainekriegs außerordentlichen Unsicherheit und der hohen Teuerung kräftig an. Dahinter stehen vor allen Dingen Aufholeffekte, nachdem die Schutzmaßnahmen gegen die Pandemie im Frühjahr weitestgehend entfielen. Diese Aufwärtskräfte überwogen auch im dritten Vierteljahr noch, dürften nunmehr aber ausgelaufen sein. Im laufenden Winterhalbjahr werden die privaten Haushalte ihre Konsumausgaben aufgrund der hohen Inflation und der daher sinkenden realen verfügbaren Einkommen wohl deutlich reduzieren. Dies gilt nicht nur für den Verbrauch von Strom und Heizenergie. So sind die preisbereinigten Umsätze im Einzelhandel und im Gastgewerbe seit einigen Monaten rückläufig. Zudem ist die Konsumstimmung überaus pessimistisch. Dies gilt auch für die ifo Geschäftserwartungen der konsumnahen Dienstleister, wie beispielsweise dem Gastgewerbe oder dem Einzelhandel. Die von der Bundesregierung ergriffenen Maßnahmen mildern die Kostenbelastung der Verbraucherinnen und Verbraucher zwar ab, machen die Kaufkraftverluste aber nicht wett. Einige Haushalte werden Teile ihrer Ersparnisse nutzen, um ihren Konsum zu glätten. Angesichts der Erwartung steigender Energiekosten und der Unsicherheit über das genaue Ausmaß der zukünftigen Energierechnungen dürfte jedoch gleichzeitig Geld für künftige Ausgaben beiseitegelegt werden. Insgesamt sinkt die Sparquote daher im laufenden Winterhalbjahr nur etwas ab.

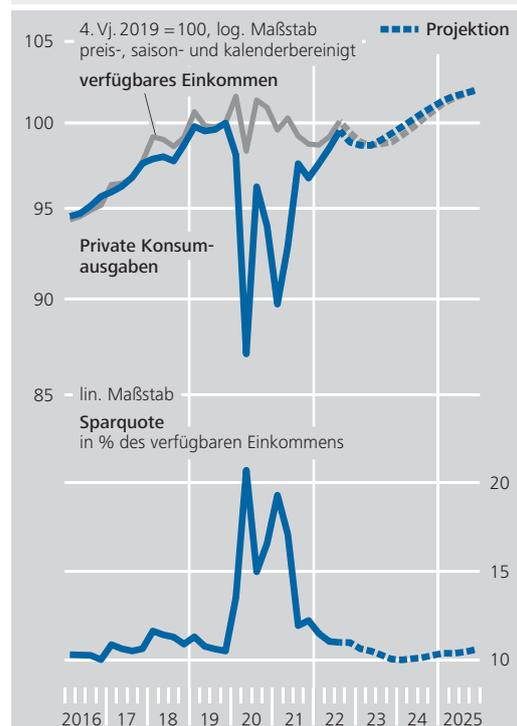
... und erhöhen sich ab Mitte 2023 mit steigenden realen verfügbaren Einkommen wieder

Ab Mitte des kommenden Jahres legen die realen verfügbaren Einkommen bei nachlassender Inflation und dann auch in realer Rechnung steigenden Löhnen wieder zu. Dann geben die Verbraucherinnen und Verbraucher wieder mehr für Waren und Dienstleistungen aus. Hinzu kommt, dass die Sparquote zunächst noch etwas weiter abnimmt, wenn die Unsicherheit zurückgeht und die im Winter gebildeten Rücklagen für Energienachzahlungen aufgewendet werden. Die während der pande-



Quelle: GfK.
 Deutsche Bundesbank

Privater Konsum und Sparquote

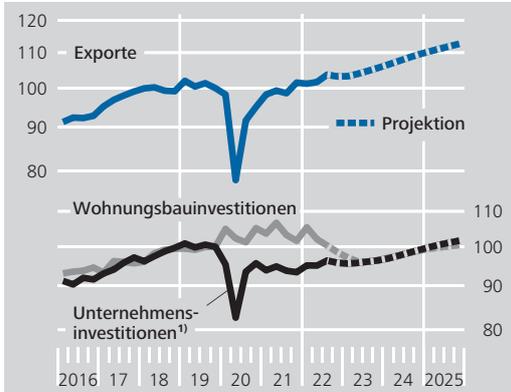


Quelle: Statistisches Bundesamt, eigene Berechnungen und eigene Projektionen.
 Deutsche Bundesbank

miebedingten Konsumeinschränkungen gebildeten Ersparnisse werden teilweise abgebaut. Daher liegt die Sparquote einige Quartale unter dem Stand von vor Beginn der Pandemie. Dies stabilisiert den Konsum. Insgesamt legt der private Konsum 2024 und 2025 merklich zu und

Exporte und Investitionen

4. Vj. 2019 = 100, log. Maßstab,
 preis-, saison- und kalenderbereinigt



Quelle: Statistisches Bundesamt und eigene Projektionen. ¹ Private Anlageinvestitionen ohne Wohnungsbau.
 Deutsche Bundesbank

die Sparquote normalisiert sich bis zum Ende des Projektionszeitraums weitgehend.⁷⁾

Exporte zunächst durch Energiekosten und schwache Nachfrage gedämpft, ab Frühjahr 2023 wieder mit Schwung

Die Exporte werden im laufenden Winterhalbjahr voraussichtlich unter den Stand des dritten Vierteljahres fallen. Darauf deuten die eingetrübten ifo Exporterwartungen und die in der Tendenz seit geraumer Zeit abwärtsgerichteten Auftragseingänge aus dem Ausland hin. Die auch aufgrund des Mangels an Vorprodukten noch gut gefüllten Auftragsbücher bieten zwar einen Puffer gegenüber der Nachfrageabschwächung. Allerdings leidet die exportorientierte Industrie unter den hohen Energiepreisen. Die vergleichsweise stark steigenden Arbeitskosten belasten die preisliche Wettbewerbsfähigkeit zusätzlich. Ab dem Frühjahr 2023 dürften die Exporte ihre Schlagzahl aber wieder erhöhen. Die Belastungen durch die Energiepreise und die Anspannungen in den Lieferketten sollten dann sukzessive abnehmen und die Nachfrage nach im Inland gefertigten Waren wieder deutlich steigen. Dabei dürfte das angestaute Auftragspolster vorübergehend einen spürbaren zusätzlichen Schub verleihen. Gegen Ende des Projektionszeitraums verlieren die Ausfuhren jedoch wieder etwas an Schwung.

Die Belastungen der Exportwirtschaft strahlen auch auf die Unternehmensinvestitionen aus. Insbesondere dürften die Unternehmen Investi-

tionsprojekte aufgrund der hohen Unsicherheit in Bezug auf die Energieversorgung und ihre Kosten aufschieben oder vollständig streichen. Die gestiegenen Finanzierungskosten sind eine zusätzliche Bürde. Vor diesem Hintergrund dürften die gewerblichen Investitionen im laufenden Winterhalbjahr merklich zurückgehen. Mit einem graduellen Abklingen der Unsicherheit und einer steigenden Auslandsnachfrage wird es ab dem Frühjahr 2023 aber voraussichtlich wieder zu einer Belebung der Investitionstätigkeit kommen. Insbesondere den Investitionen in Fahrzeuge könnten vorübergehend Nachholeffekte einen Schub geben, wenn sich die Lieferengpässe auflösen. Die Erfordernisse der Transformation der deutschen Wirtschaft zu einer emissionsärmeren Produktionsweise dürften die Investitionstätigkeit stützen. Dies könnte durch die hohen Energiekosten noch verstärkt werden.

Unternehmensinvestitionen zusätzlich von Unsicherheit und Finanzierungskosten beeinflusst

Die Wohnungsbauinvestitionen gingen im Sommerhalbjahr 2022 kräftig zurück, deutlich stärker als in der Juni-Projektion erwartet. Der Abschwung dürfte sich bis weit in das kommende Jahr hinein fortsetzen. Dabei spielen mehrere Faktoren eine Rolle. Neben den schon länger stark steigenden Baukosten erhöhten sich insbesondere die Finanzierungskosten für Wohnungsbaukredite zuletzt deutlich. Dies verschlechterte die Erschwinglichkeit kreditfinanzierter Wohnimmobilien. Hinzu kommen die erhöhte Unsicherheit, vor allem mit Blick auf die Einkommensentwicklung, und der eingeeengte Finanzierungsspielraum aufgrund der hohen Inflation. Dies dürfte die Nachfrage nach Wohnraum empfindlich dämpfen. Im Einklang damit sind die Baugenehmigungen seit Jahresanfang stark gesunken und die Auftragseingänge für Wohnbauprojekte zuletzt kräftig eingebrochen. Zudem berichten Bauunternehmen gemäß ifo Institut zunehmend von Auftragsstornierungen. Allerdings bleiben die fundamentalen Rahmen-

Wohnungsbauinvestitionen erholen sich erst nach kräftigem und länger anhaltendem Rücksetzer

⁷ Umfrageergebnisse des Bundesbank Online Panels – Haushalte vom März 2022 legen nahe, dass die Sparquote langfristig in etwa auf ihren Stand von vor Beginn der Pandemie zurückkehrt. Vgl.: Deutsche Bundesbank (2022a, 2022e).

bedingungen für den Wohnungsbau weiterhin vorteilhaft. Der Bedarf an zusätzlichem Wohnraum ist grundsätzlich vorhanden und könnte durch die hohe Migration noch zunehmen. Zudem muss der Wohnungsbestand an die veränderten Bedingungen – insbesondere bezüglich der Wärmeversorgung – angepasst werden. Im Einklang mit dem robusten Arbeitsmarkt und wieder steigenden Realeinkommen dürften die Wohnungsbauinvestitionen daher gegen Ende des kommenden Jahres wieder auf einen Expansionspfad einschwenken. Er fällt aber recht verhalten aus.

Preisauftrieb bei Wohnimmobilien vorübergehend gestoppt

Bis Mitte 2022 hielten die sehr hohen Preissteigerungsraten bei Wohnimmobilien an. Mit der starken Zunahme der Finanzierungskosten kam der Immobilienpreisanstieg danach praktisch zum Stillstand. Die gedrückte Wohnungsnachfrage dürfte zunächst zu weiter stagnierenden Preisen führen. Allerdings sorgen ein erwartungsgemäß knapperes Angebot und die überaus hohen und weiter steigenden Baukosten allmählich wieder für Preisauftrieb. Dazu trägt auch die grundsätzlich intakte Nachfrage nach Wohnraum bei. Alles in allem werden die Preise für Wohnimmobilien im Verlauf des Jahres 2023 und auch im weiteren Projektionszeitraum wieder steigen, wenn auch mit weitaus niedrigeren Raten als bisher.

Wegfall pandemiebezogener Gesundheitsausgaben reduziert Staatskonsum und dämpft BIP im kommenden Jahr

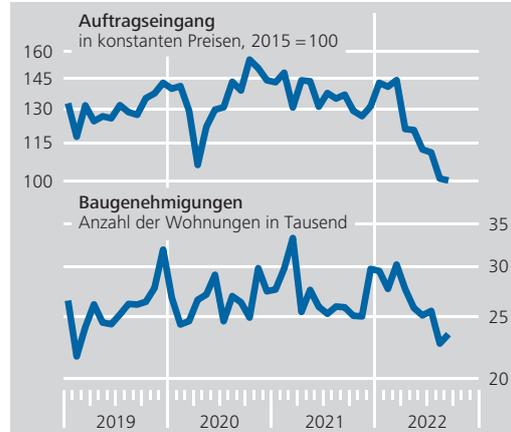
Die Staatsnachfrage dämpft im kommenden Jahr die Wirtschaftsaktivität erheblich. Denn die pandemiebezogenen Gesundheitsausgaben dürften weitgehend entfallen, was für sich genommen den Staatsverbrauch stark vermindert. Die höheren staatlichen Investitionsausgaben, insbesondere für militärische Ausrüstungen, gleichen dies nicht aus. Ab 2024 legt die reale Staatsnachfrage wieder zu und wächst etwas stärker als das reale BIP.

Importe legen deutlich zu

Die Importe steigen im Projektionszeitraum deutlich an. Im laufenden Winterhalbjahr dürften sie zunächst noch zurückgehen. Da die Exporte und Unternehmensinvestitionen ab dem Frühjahr aber ansteigen, legen dann auch die Importe wieder zu. Gerade über diese beiden

Nachfrageindikatoren im Wohnungsbau

saison- und kalenderbereinigt, log. Maßstab



Quelle: Statistisches Bundesamt.
 Deutsche Bundesbank

Kanäle ergibt sich eine hohe Nachfrage nach importierten Vorleistungen. Diese Nachfrage wird durch die später im kommenden Jahr einsetzende Belebung des privaten Konsums weiter verstärkt. Im weiteren Verlauf des Projektionszeitraums expandieren die Importe dann im Einklang mit der Gesamtnachfrage recht kräftig.

Der Überschuss in der deutschen Leistungsbilanz sinkt im laufenden Jahr kräftig. Er könnte im Jahresdurchschnitt 2022 bei knapp 3 ½ % des BIP liegen, nach noch 7 ½ % im Jahr 2021. Maßgeblich ist der erhebliche Rückgang des Saldos der Handelsbilanz. Hier schlagen sich die Terms of Trade nieder, die sich im Zuge der stark gestiegenen Preise für Energie und andere importierte Rohstoffe massiv verschlechterten. Mit Blick auf die realen Handelsströme wachsen zudem die Importe deutlich stärker als die Exporte. Die höhere Nachfrage nach importierten Waren- und Dienstleistungen im laufenden Jahr wird insbesondere vom privaten Konsum gestützt, auch wegen der Normalisierung der Reiseaktivitäten. Die Terms of Trade sinken im Mittel des kommenden Jahres nochmals deutlich. Erst danach erholen sie sich ein Stück weit. Dabei spielen die annahmegemäß rückläufigen Rohstoffpreise und die kräftige Binnenteuerung, die auch auf die Exportpreise ausstrahlt, eine Rolle. Alles in allem geht der Handels-

Leistungsbilanzsaldo sinkt vorübergehend deutlich unter 3%

Eckwerte der gesamtwirtschaftlichen Projektion

Veränderung gegenüber Vorjahr in %, kalenderbereinigt 1)

Position	2021	2022	2023	2024
BIP (real)	2,6	1,8	-0,5	1,7
desgl. unbereinigt	2,6	1,7	-0,7	1,7
Verwendung des realen BIP				
Private Konsumausgaben	0,4	4,6	0,3	1,5
nachrichtlich: Sparquote	15,1	11,1	10,4	10,1
Konsumausgaben des Staates	3,8	1,4	-2,9	1,3
Bruttoanlageinvestitionen	1,0	0,4	-0,7	2,6
Unternehmensinvestitionen 2)	2,4	1,7	0,4	2,1
Private Wohnungsbauinvestitionen	0,3	-2,1	-5,1	1,6
Exporte	9,5	3,0	1,9	3,5
Importe	8,9	6,5	2,5	3,5
nachrichtlich: Leistungsbilanzsaldo 3)	7,4	3,4	2,5	2,7
Beiträge zum BIP-Wachstum 4)				
Inländische Endnachfrage	1,3	2,7	-0,6	1,7
Vorratsveränderungen	0,5	0,4	0,4	0,1
Exporte	4,1	1,4	1,0	1,8
Importe	-3,3	-2,7	-1,2	-1,8
Arbeitsmarkt				
Arbeitsvolumen 5)	1,6	1,6	-0,2	0,8
Erwerbstätige 5)	0,1	1,2	0,2	0,4
Arbeitslose 6)	2,6	2,4	2,6	2,4
Arbeitslosenquote 7)	5,7	5,3	5,6	5,3
nachrichtlich: Erwerbslosenquote 8)	3,6	3,0	3,4	3,2
Löhne und Lohnkosten				
Tarifverdienste 9)	1,6	2,6	3,9	4,2
Bruttolöhne und -gehälter je Arbeitnehmer	3,3	4,3	5,1	5,0
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	3,1	4,1	5,0	5,1
Reales BIP je Erwerbstätigen	2,4	0,6	-0,7	1,3
Lohnstückkosten 10)	0,7	3,5	5,7	3,8
nachrichtlich: BIP-Deflator	3,1	5,1	4,6	3,7
Verbraucherpreise 11)				
ohne Energie	3,2	8,6	7,2	4,1
Energiekomponente	2,4	5,2	5,5	3,0
ohne Energie und Nahrungsmittel	10,1	33,9	17,0	10,4
Nahrungsmittelkomponente	2,2	3,9	4,3	2,9
Preise für Wohnimmobilien 12)	3,0	10,6	10,2	3,3
Preise für Wohnimmobilien 12)	11,6	7,5	1,2	3,2

Quellen: Statistisches Bundesamt (bis 3. Vj. 2022); Bundesagentur für Arbeit; Eurostat. 2022 bis 2024 eigene Projektionen. **1** Falls Kalendereinfluss vorhanden. Angaben in Ursprungswerten befinden sich in der Tabelle auf S. 42. **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 Tarifverdienindex 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

bilanzsaldo im kommenden Jahr weiter zurück, bevor er sich anschließend wieder etwas erhöht. Der Überschuss der Leistungsbilanz sinkt dementsprechend 2023 bis auf 2 ½ % des BIP und steigt 2024 wieder leicht an. 2025 könnte er dann bei rund 3 % des BIP liegen.

Arbeitsmarkt

Die zuvor günstige Entwicklung des Arbeitsmarktes ist in den letzten Monaten einer Seitwärtsbewegung gewichen. Die Beschäftigung stieg von einem bereits sehr hohen Niveau im Sommer kaum noch an. Die Arbeitslosigkeit erhöhte sich von ihrem niedrigen Stand aus nur geringfügig – wenn vom Effekt der Erfassung der ukrainischen Flüchtlinge abgesehen wird.⁸⁾ Ein kleiner Teil der Ukrainerinnen und Ukrainer in Deutschland konnte bereits eine sozialversicherungspflichtige Stelle annehmen. Kurzarbeit spielte im Sommer nur noch eine untergeordnete Rolle. Die Arbeitszeit je Erwerbstätigen war weitgehend stabil auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau.

Arbeitsmarkt im Sommer in Seitwärtsbewegung eingeschwenkt

Der innerhalb der letzten Monate in zwei Stufen kräftig angehobene allgemeine gesetzliche Mindestlohn hatte kurzfristig wohl wenig Einfluss auf Beschäftigung und Arbeitslosigkeit. Angesichts der anhaltend hohen Arbeitskräfteknappheiten, die bis in einige Helferbereiche hineinreichen, dürften die Mindestlohn erhöhungen vergleichsweise wenig bindend auf die Arbeitsnachfrage gewirkt haben. Dazu könnte auch beigetragen haben, dass die Unternehmen im derzeitigen Umfeld Preiserhöhungen wohl leichter durchsetzen können als in den vergangenen Jahren.⁹⁾

Mindestlohn-erhöhung wohl kurzfristig ohne große Auswirkungen

⁸ Vgl.: „Auswirkungen der Fluchtmigration aus der Ukraine auf den deutschen Arbeitsmarkt und die Grundsicherung für Arbeitsuchende“ in: Statistik der Bundesagentur für Arbeit (2022), S. 12.

⁹ So finden bspw. Bobeica et al. (2019), dass der Zusammenhang zwischen Löhnen und Preisen zum einen in Zeiten hoher Inflationsraten enger ist, zum anderen aber auch stärker auf Nachfrage- als auf Angebotschocks reagiert. Gerade im von der Mindestlohnhebung besonders betroffenen Dienstleistungssektor dürfte die Nachfrage infolge der Corona-Lockerungen besonders angezogen haben.

Auswirkungen dauerhaft höherer Energiekosten auf das deutsche Produktionspotenzial

Die rückläufigen Erdgaslieferungen aus Russland und die erhöhte Unsicherheit über die Energieversorgung ließen die Energiepreise in Deutschland dieses Jahr stark steigen. Auch langfristig dürften die Energiepreise in Deutschland höher liegen als vor der gegenwärtigen Krise. Dies liegt unter anderem an den höheren Transport- und Produktionskosten, die mit dem Ersatz russischen Erdgases durch flüssiges Erdgas verbunden sind.¹⁾ Die Energiepreise dürften im Projektionszeitraum gegenüber 2019 auf mehr als das Doppelte ansteigen und auf dem erhöhten Niveau bleiben.²⁾

Die angebotsseitigen Effekte von dauerhaften Energiepreiserhöhungen lassen sich mithilfe eines produktionstheoretischen Ansatzes ermitteln.³⁾ Dazu wird die gesamtwirtschaftliche Produktionsfunktion um den Energieverbrauch als weiteren Einsatzfaktor neben Arbeit und Kapital erweitert. Hohe Energiepreise bewirken in diesem Modellrahmen, dass Unternehmen tendenziell

ihren Energieeinsatz und – bei unvollkommenen Ersatzmöglichkeiten – ihre Produktion drosseln. Im Mittelpunkt der Rechnungen stehen die energieintensiven Wirtschaftsbereiche Industrie und Transportwesen. Die Produktion des übrigen Unternehmenssektors wird von den hohen Energiepreisen in den Rechnungen annahm gemäß nicht direkt beeinträchtigt. Zusätzliche angebotsdämpfende Wirkungen können sich im Modellrahmen über Ausstrahl effekte ausgehend von der Industrie und dem Transportwesen ergeben.

Ausschlaggebend für das Ausmaß der Produktionseinbußen ist, wie sehr die Erzeugung zurückgeht, wenn die Energiepreise steigen. Diese Energiepreiselastizität der Produktion lässt sich aus den Annahmen der Produktionsstruktur mit Energie als Einsatzfaktor ableiten.⁴⁾ Laut den Modellergebnissen dämpft der in der Projektion unterstellte, dauerhafte Anstieg der Energiepreise die Bruttowertschöpfung in der Industrie um rund 4½ % und im Transportgewerbe um 3½ %. Zusätzlich lassen sich Ausstrahl effekte ausgehend von der Industrie auf das

1 Vgl.: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2022).

2 Die Energiepreisentwicklung wird hier auf Basis des Deflators für Energieimporte abgebildet, welcher maßgeblich von den Annahmen der Prognose für die Rohstoffpreise für Öl und Gas abhängt. 2020 sanken die Energiepreise pandemiebedingt kurzzeitig, daher ist ein Vergleich mit 2019 aussagekräftiger.

3 Vgl.: Knetsch und Molzahn (2012). Die ermittelten Energiepreiseffekte fließen im zweiten Schritt in die Potenzialschätzung der Bundesbank ein, welche auf einem mittelfristig ausgerichteten, produktionstheoretischen Ansatz mit den Einsatzfaktoren Kapital und Arbeit sowie der Totalen Faktorproduktivität, vgl.: Deutsche Bundesbank (2007, 2012).

4 Vgl.: Knetsch und Molzahn (2012). Die Energiepreiselastizität des Outputs hängt laut den Modellergebnissen von der (ökonomisch geschätzten) Substitutionselastizität zwischen Energie und Kapital, dem Energiekostenanteil in der Produktion sowie vom Ausgangspreis für Energie ab. Die Substitutionselastizität wurde als Regressionsparameter per Kleinstquadratmethode (OLS) auf Basis der Energienachfragefunktion aus dem Produktionsmodell geschätzt.

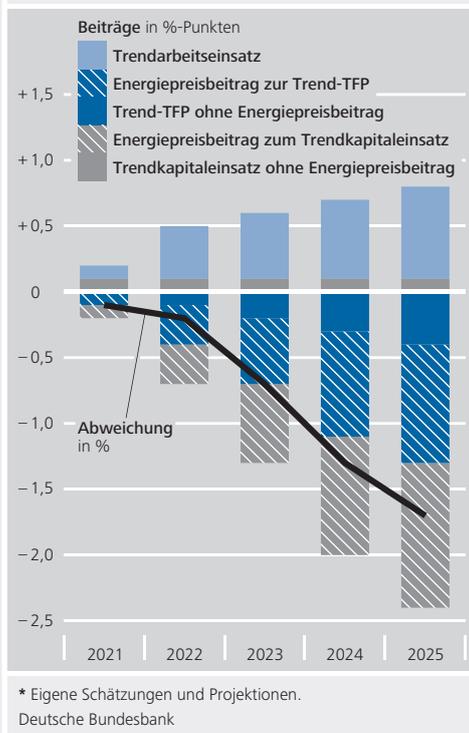
Direkte und indirekte Angebots effekte der Energiepreissteigerungen

in %, eigene Berechnungen

Position	Industrie	Transport- gewerbe	Übriger Unter- nehmens- sektor
Wertschöpfungsanteil	22,1	9,1	34,8
Sektoraler Angebots- effekt	- 4,4	- 5,8	- 1,7
direkter Effekt	- 4,4	- 3,6	-
indirekte Effekte	-	- 2,2	- 1,7
Sektoraler Gesamt- beitrag (in %-Punkten)	- 1,0	- 0,5	- 0,6
Gesamteffekt			- 2,1

Deutsche Bundesbank

Produktionspotenzial im Vergleich zur Projektion vom Juni 2022⁵⁾



Transportgewerbe und den übrigen Unternehmenssektor nachweisen.⁵⁾ Insgesamt ergibt sich aus direkten Energiepreis- und indirekten Ausstrahleffekten ein negativer Angebotseffekt von rund 2 % der Bruttowertschöpfung.

Diese Ergebnisse unterliegen hoher Unsicherheit. Dabei spielt die Schätzunsicherheit in Bezug auf die Modellparameter eine Rolle. Die Ergebnisse hängen zudem stark von der Annahme ab, dass die Energiepreissteigerungen dauerhaft sind. Die Ergebnisse sind daher beispielsweise mit Blick auf etwaige zukünftige Änderungen bei der Energieversorgung und -politik mit Wirkungen auf die Energiepreise anfällig für Revisionen.

Das Produktionspotenzial liegt in dieser Projektion 2025 nunmehr um rund 1¾ % niedriger als in der Juni-Projektion.⁶⁾ Zu den ermittelten Energiepreiseffekten kommen

– mit geringerem Beitrag – die übrigen Auswirkungen des anhaltenden Krieges Russlands gegen die Ukraine hinzu. Die Abwärtsrevision beruht zu etwa gleichen Teilen auf den Beiträgen der Totalen Faktorproduktivität (TFP) und des Kapitalstocks. Vor allem die verteuerten Energievorleistungen schwächen die Trendrate der TFP deutlich ab. In der gedrückten trendmäßigen TFP-Rate dürften sich auch Störungen der Lieferketten und der Einsatz weniger passgenauer Inputs, um Kosten zu sparen, widerspiegeln. Darüber hinaus werden Teile des Kapitalstocks obsolet, wenn energieintensive Anlagen bei hohen Energiekosten nicht mehr rentabel sind. Das potenzielle Arbeitsangebot wird aus heutiger Sicht kaum von den Energiekostenanstiegen beeinträchtigt. Es profitiert indes vom hohen Zustrom an Flüchtlingen aus der Ukraine 2022 und 2023.

⁵ Sie beruhen auf Vektorautoregressionen für die Wertschöpfung der Industrie, des Transportgewerbes und des übrigen Unternehmenssektors. Diese Ausstrahleffekte können sich bspw. über die Wertschöpfungsketten-Verflechtungen der Wirtschaftsbereiche ergeben.

⁶ Insgesamt könnten die Auswirkungen des Ukrainekriegs das deutsche Produktionspotenzial bis 2025 um 2¼ % senken – wenn zusätzlich berücksichtigt wird, dass das Produktionspotenzial bereits in der Juni-Projektion herabgesetzt wurde. Diese Einschätzung beruht auf dem Vergleich der aktuellen Potenzialschätzung mit derjenigen in der Prognose vom Dezember 2021.

Arbeitsmarkt trotz dem konjunkturellen Gegenwind weitgehend, hohe Arbeitsnachfrage geht etwas zurück

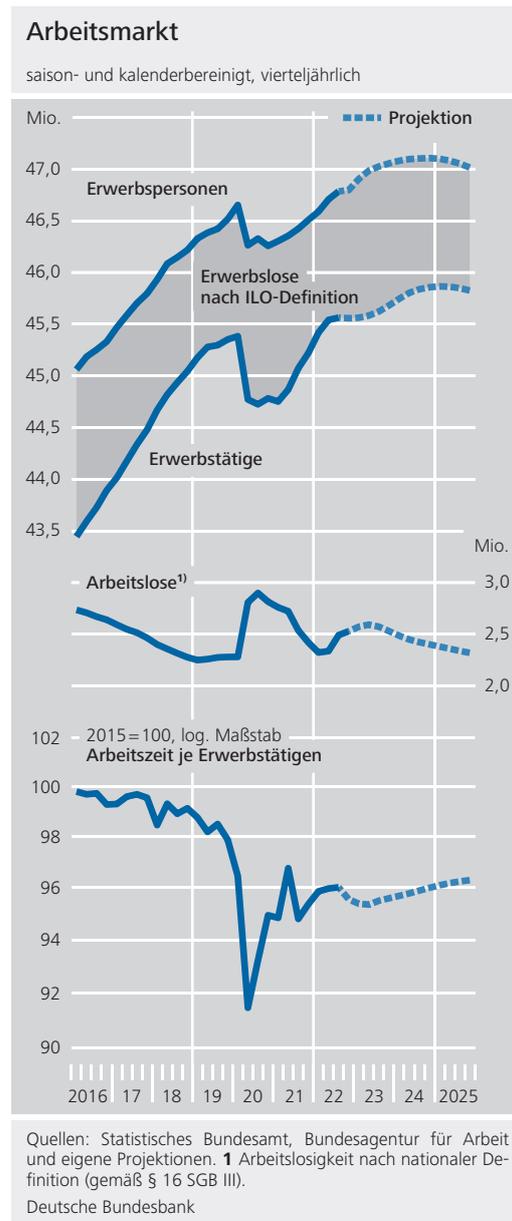
Die im Vergleich zum Arbeitsangebot hohe Arbeitsnachfrage spricht dafür, dass der Arbeitsmarkt dem konjunkturellen Gegenwind in den kommenden Quartalen weitgehend trotzt. Die Beschäftigungspläne der Unternehmen haben sich in den letzten Monaten abgeschwächt, sind jedoch weiter leicht positiv. Die Zahl der Stellenangebote und die Stellenbesetzungsdauer gingen zwar zuletzt etwas zurück, sind im historischen Vergleich aber weiter sehr hoch. Im laufenden Winterhalbjahr dürfte die hohe Arbeitsnachfrage etwas zurückgehen. Die bislang hohe Anspannung am Arbeitsmarkt würde sich dadurch ein Stück weit abmildern. Es gibt aber keine Anzeichen für eine größere Beschäftigungsanpassung. Für Personen, die ihre Stelle verlieren, stehen die Aussichten auf eine Neueinstellung sehr gut. Insofern dürfte auch die Arbeitslosigkeit nur in vergleichsweise geringem Umfang steigen. Dahinter steht in erster Linie eine vermehrte Sucharbeitslosigkeit.

Ab Mitte 2023 moderate Arbeitsmarkterholung

Mit der in der zweiten Jahreshälfte 2023 einsetzenden Konjunkturerholung werden auch die Beschäftigung und die geleistete Arbeitszeit wieder zulegen, allerdings vergleichsweise moderat. In jahresdurchschnittlicher Betrachtung zeigt sich die Verbesserung vor allem 2024. Die Beschäftigung mit voller sozialer Absicherung wird dabei stark an Bedeutung gewinnen – wie schon in den vergangenen Jahren. Die Zahl der Menschen in Selbstständigkeit wie auch in ausschließlich geringfügiger Beschäftigung geht hingegen weiter zurück. Die Arbeitskräfteknappheiten verstärken sich nach und nach wieder.

Zuwanderung stützt Arbeitsangebot im Projektionszeitraum

Die gegenwärtig hohe Arbeitsmarktanspannung ist vor allem eine Folge der demografischen Verschiebungen in der Bevölkerung Deutschlands. Erwerbsorientierte Zuwanderung hilft, diese Anspannung zu mindern. Im bisherigen Jahresverlauf war die Zuwanderung nach Deutschland vor allem aufgrund von Flüchtlingen, insbesondere aus der Ukraine, sehr hoch. Von Februar bis August sind nach Angaben des Statistischen Bundesamtes per saldo allein 874 000 Menschen aus der Ukraine zugewan-



dert. Das sind mehr, als in der Juni-Projektion für das Gesamtjahr 2022 erwartet worden waren. Da die Geflüchteten aus der Ukraine überproportional häufig Frauen mit Kindern sind, stehen viele dieser Personen dem Arbeitsmarkt jedoch nicht, nur eingeschränkt oder verzögert (etwa wegen Integrationsmaßnahmen) zur Verfügung. In dieser Projektion wird im laufenden Jahr mit insgesamt 1,3 Millionen Zuwanderern netto nach Deutschland gerechnet. 2023 werden im Saldo 350 000 und ab 2024 jährlich 300 000 Personen unterstellt. Trotz vorerst relativ niedriger Erwerbsbeteiligung der Neuzuwanderer steigt die Erwerbspersonenzahl absolut stärker an, als in der letzten Projektion

angenommen. Die mittelfristige Zuwanderung ist jedoch nicht hoch genug, um den demografisch verursachten Rückgang des Arbeitsangebots auch auf längere Sicht zu verhindern.

Beschäftigung steigt bis 2025 noch geringfügig, Arbeitslosigkeit geht beinahe bis zum Stand vor Beginn der Pandemie zurück

Auf Basis dieser Annahmen wird die Zahl der Erwerbspersonen ab 2025 sinken, ein Jahr später als in der Juni-Projektion erwartet. Die Erwerbstätigkeit steigt dagegen wegen sinkender Unterbeschäftigung auch dann noch geringfügig. Das Arbeitsvolumen wird auf mittlere Sicht bei steigender Arbeitsnachfrage auch über eine verlängerte Arbeitszeit je Erwerbstätigen zunehmen. Insbesondere die im internationalen Vergleich recht niedrige Arbeitszeit von Teilzeitbeschäftigten spricht dafür. Die Arbeitslosigkeit geht bis zum Projektionshorizont nahezu wieder auf das Niveau von vor Beginn der Pandemie zurück.

■ Arbeitskosten und Preise

Jüngste Tarifabschlüsse mit deutlich höheren Lohnzuwächsen

Seit dem Frühjahr 2022 fallen die Tarifabschlüsse spürbar höher aus als in den Vorjahren. So erreichten die Gewerkschaften in der Chemie- und Metallindustrie jüngst ungewöhnlich hohe Lohnsteigerungen zwischen 5 % und 6 % in annualisierter Betrachtung. Eine wichtige Rolle spielte in den Tarifverhandlungen die hohe Inflation. Sie dürfte auch in den anstehenden Lohnverhandlungen von großer Bedeutung sein. Dies spiegelt sich bereits in den vorliegenden, außergewöhnlich hohen Lohnforderungen der Gewerkschaften wider.

Mix aus dauerhaften Lohnanhebungen sowie steuer- und abgabenfreien Sonderprämien

Die jüngsten Tarifabschlüsse zeichnen sich dadurch aus, dass die Verdienstanstiege nur zu einem Teil auf dauerhaften Erhöhungen der tabellenwirksamen Leistungen beruhen. Zusätzlich werden steuer- und sozialabgabenfreie „Inflationsausgleichsprämien“ ausgezahlt, die als Maßnahme zur Abmilderung der hohen Teuerung bis Ende 2024 möglich sind.¹⁰⁾ Diese Struktur der Lohnkomponenten dürfte für die anstehenden Lohnverhandlungen in vielen Branchen als Vorlage dienen.

Die große Tarifrunde 2023 für rund 10 Millionen Beschäftigte dürfte noch von einem Spannungsfeld geprägt sein: Hohe Inflation und Arbeitsmarktknappheiten einerseits und gedrückte wirtschaftliche Aktivität und Unsicherheit andererseits. Die Lohnsteigerungen dürften kräftig ausfallen, die hohe Inflation aber nicht vollständig kompensieren. Daraus – und auch aus den niedrigen Abschlüssen während der von der Pandemie gekennzeichneten Jahre 2020 und 2021 – ergibt sich ein gewisser Druck zu höheren Abschlüssen in der Zukunft. Zusammen mit der besseren konjunkturellen Lage und noch zunehmender Arbeitsmarktanspannung trägt jener Aufholbedarf 2024 und 2025 zu weiteren kräftigen Tariflohnsteigerungen bei. In diesem Umfeld können die Ende 2024 entfallenden Inflationsausgleichsprämien 2025 zu einem Teil kompensiert werden. Dennoch fällt der Tarifverdienstanstieg dann wieder ein gutes Stück niedriger aus. Er bleibt aber noch höher als in der konjunkturellen Hochphase vor der Pandemie.¹¹⁾

Kräftige Lohnanhebungen im Projektionszeitraum

Die Effektivverdienste steigen im laufenden Jahr erheblich kräftiger an als die Tarifverdienste. Wesentliche Gründe dafür sind der Rückgang der Kurzarbeit und die zunehmende Arbeitszeit. Die Anhebung des allgemeinen gesetzlichen Mindestlohns auf 12 € je Stunde im Herbst 2022 gibt kräftige Lohnimpulse, die überwie-

Effektivverdienste legen noch stärker zu als Tarifverdienste

¹⁰ Das am 25. Oktober 2022 im Bundesgesetzblatt verkündete „Gesetz zur temporären Senkung des Umsatzsteuersatzes auf Gaslieferungen über das Erdgasnetz“ räumt Arbeitgebern die Möglichkeit ein, ihren Beschäftigten ab dem 26. Oktober 2022 bis Ende Dezember 2024 zum Ausgleich für die hohe Inflation bis zu 3 000 € als steuer- und sozialabgabenfreie Zuzahlung zu gewähren. Die als Inflationsausgleichsprämie bezeichnete Entlastung kann als einmalige Zahlung oder alternativ in mehreren Teilbeträgen ausgezahlt werden.

¹¹ 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.

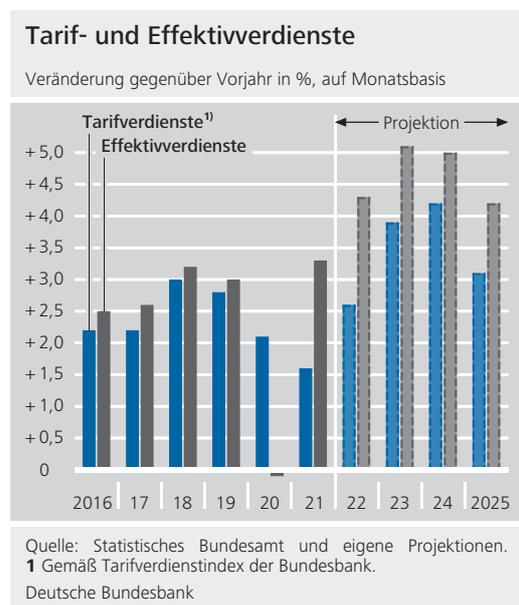
gend erst 2023 ihre volle Wirkung entfalten.¹²⁾ Hinzu kommt, dass die Arbeitszeit nach dem konjunkturellen Rücksetzer im kommenden Jahr in den Folgejahren wieder deutlich ansteigt. Zudem fallen angesichts zunehmender Arbeitsmarktnaptheiten verstärkt bezahlte Überstunden an. Die Lohndrift fällt daher in allen Jahren des Projektionszeitraums deutlich positiv aus. Dementsprechend steigen die Effektivlöhne 2023 und 2024 jeweils um rund 5%. Das sind die höchste Raten seit der deutschen Wiedervereinigung. 2025 könnte sich der Lohnanstieg dann deutlich ermäßigen, er bleibt mit etwas mehr als 4% aber immer noch sehr kräftig.

Lohnstückkosten steigen kräftig; Binneninflation bleibt insgesamt hoch

Die Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer legen im Projektionszeitraum mit ähnlichen Raten zu wie die Effektivverdienste. In Kombination mit der rückläufigen Wirtschaftsaktivität und stabiler Beschäftigung bedeutet dies im kommenden Jahr einen starken Schub für die Lohnstückkosten. 2024 legt die Arbeitsproduktivität wieder stärker zu, sodass die Lohnstückkosten zwar immer noch kräftig steigen, aber mit abnehmendem Schwung. Diese Tendenz setzt sich 2025 fort. Der von den Lohnkosten ausgehende Preisdruck ist damit im Projektionszeitraum durchgehend hoch. Die am BIP-Deflator gemessene Binneninflation erreicht im laufenden Jahr eine Rate von gut 5%. Im kommenden Jahr fällt sie ähnlich hoch aus, liegt damit aber ein gutes Stück niedriger als der Anstieg der Lohnstückkosten. Denn die Gewinnmargen und die staatlichen Subventionen puffern den Kostenschub zum Teil ab. Im weiteren Projektionszeitraum bleibt die Rate des BIP-Deflators insgesamt hoch, wenngleich sie nach und nach etwas zurückgeht.

Inflationsrate seit September zweistellig

Auf der Verbraucherstufe blieb der Preisanstieg im Sommerhalbjahr in der Grundtendenz überaus kräftig, obwohl Maßnahmen zur Entlastung des Energiepreisanstiegs in Kraft traten. Die am HVPI gemessene Inflationsrate erreichte im Mai mit 8,7% einen neuen Höchststand. Sie ging dann aber mit der Einführung des „Neun-Euro-Tickets“ sowie des „Tankrabatts“ im Juni leicht zurück. Beide Maßnahmen hatten zwar bis ein-

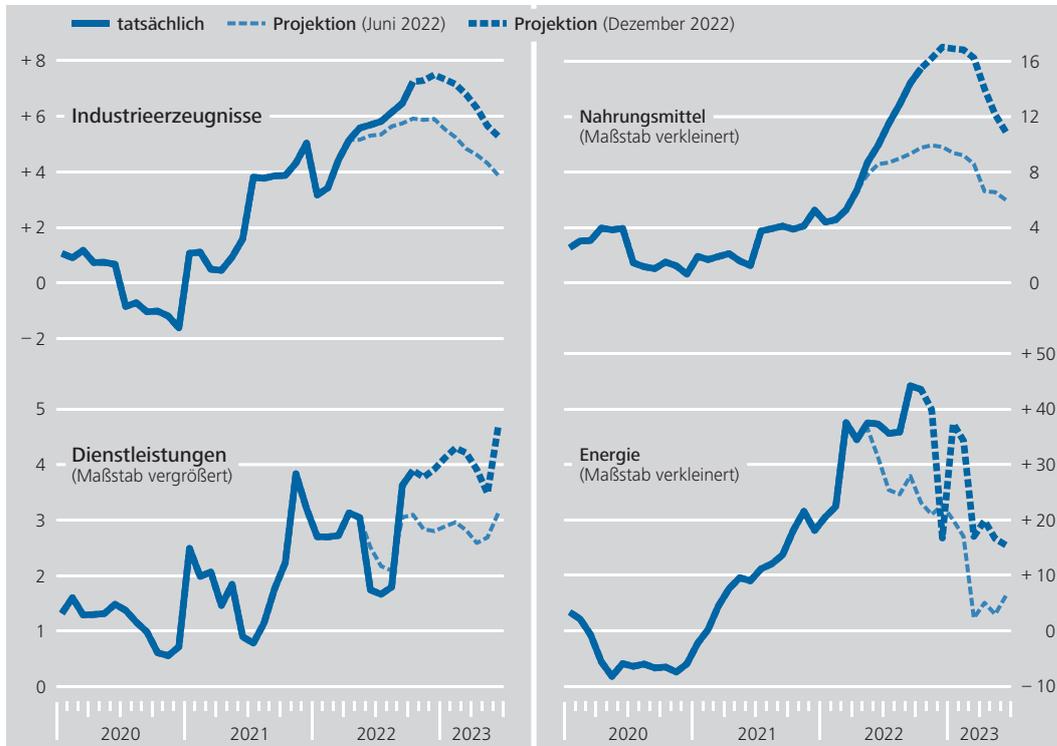


schließlich August Bestand und zusätzlich wurde im Juli die Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG)-Umlage abgeschafft. Dennoch lag die Inflationsrate im August sogar geringfügig über ihrem vorherigen Höchststand vom Mai. Mit Rücknahme des Neun-Euro-Tickets sowie des Tankrabatts im September wurde sie erstmals

¹² Der Impuls des höheren Mindestlohns auf den Anstieg der Effektivverdienste wird auf etwa 0,8 Prozentpunkte geschätzt, vgl.: Deutsche Bundesbank (2022f). Der allgemeine gesetzliche Mindestlohn stieg zuvor bereits zum 1. Januar 2022 und zum 1. Juli 2022 an. Diese Anhebungen wirkten sich gesamtwirtschaftlich stärker auf die Effektivlöhne aus als auf die Tarifverdienste, die gleichwohl in einigen Niedriglohnbranchen wie dem Hotel- und Gastgewerbe stark beeinflusst werden.

Jüngste Aufwärtsrevisionen der Projektionen der HVPI-Komponenten in Deutschland

Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quelle: Statistisches Bundesamt und eigene Projektionen.
 Deutsche Bundesbank

seit über 70 Jahren zweistellig und weitete sich bis November weiter auf 11,3% aus. In der Juni-Projektion war dagegen für November noch mit einer Rate von 7% gerechnet worden. Der Preisanstieg fiel in der Breite höher aus als erwartet.

Nicht nur Energiepreise stiegen stärker an als erwartet, ...

Die Teuerungsrate bei Energie stieg überraschend stark, obwohl die Entlastungen in Bezug auf den Tankrabatt und die EEG-Umlage wie erwartet etwa vollständig an die Verbraucherinnen und Verbraucher weitergereicht wurden. Dies gilt wohl auch für die erst kürzlich beschlossene und seit Oktober geltende Absenkung des Mehrwertsteuersatzes auf Gas und Fernwärme von 19% auf 7%. Allerdings wurden die Endkumentarife für Strom und Gas weitaus stärker angehoben als angenommen. Dies lag vermutlich zum einen daran, dass die Beschaffungspreise zwischenzeitlich deutlich kräftiger als erwartet gestiegen waren. Zum anderen wurden die höheren Kosten von den Versorgern wohl in größerem Umfang oder auch

rascher weitergegeben als in der Vergangenheit üblich. Darüber hinaus stiegen die Preise für Heizöl und Diesel trotz des rückläufigen Rohölpreises kräftig an.¹³⁾

Obwohl die europäischen landwirtschaftlichen Erzeugerpreise im Herbst etwa den Erwartungen entsprachen, lagen die Verbraucherpreise für Nahrungsmittel ebenfalls deutlich über der Juni-Projektion. Dazu dürften Kostenanstiege in der Produktion und beim Transport sowie die lang anhaltende Dürre beigetragen haben.¹⁴⁾ Die Kernrate (Gesamtrate ohne Energie und

... sondern auch die Preise für Nahrungsmittel, Industriegüter (ohne Energie) und Dienstleistungen

¹³ Ursächlich hierfür war ein verknapptes Angebot, zu dem mehrere Faktoren wie bspw. abnehmende Importe aus Russland oder verminderte Raffineriekapazitäten beigetragen haben. Vgl. dazu: International Energy Agency (2022a).

¹⁴ Die lang anhaltende Dürre könnte zwar auch zu dem Anstieg der landwirtschaftlichen Erzeugerpreise beigetragen haben. Allerdings lässt sich dies schlecht nachweisen, denn es stehen nicht für alle im HVPI erfassten Nahrungsmittel entsprechende Annahmen über die landwirtschaftlichen Erzeugerpreise zur Verfügung – etwa für Obst und Gemüse. Diese Produkte dürften jedoch besonders von der Dürre betroffen gewesen sein.

Nahrungsmittel) zog ebenfalls überraschend stark an. Die Preise für Industriegüter ohne Energie stiegen wohl auch deshalb deutlicher, weil der Euro gegenüber dem Dollar unerwartet abwertete und der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen höher ausfiel. Auch die Teuerung bei Dienstleistungen lag etwas über der Projektion. Dabei dürfte eine stärker als erwartete Ausweitung der Gewinnmargen eine Rolle gespielt haben, gerade in den Branchen, die zuvor stark von Pandemie-Schutzvorkehrungen betroffen waren.

Inflationsrate bleibt vorerst sehr hoch, ...

Die Inflationsrate dürfte vorerst sehr hoch bleiben. Zwar wird die Übernahme der Abschlagszahlung für Gas durch den Staat, die im Erdgas-Wärme-Soforthilfegesetz vorgesehen ist, die HVPI-Rate im Dezember voraussichtlich merklich dämpfen. Die HVPI-Rate könnte dann vorübergehend auf unter 10 % sinken. Allerdings wird sie im Januar 2023 wohl wieder auf einen zweistelligen Wert zurückkehren, der ähnlich hoch ausfällt wie im November 2022. Denn die Verbraucherpreise für Strom und Gas steigen kräftig an, da sie der verwendeten Datenbasis zufolge im Durchschnitt bis dahin noch unter den Niveaus der Strom- und Gaspreisbremse liegen.¹⁵⁾ Der nicht subventionierte Verbrauch dürfte sich besonders stark verteuern.¹⁶⁾ Außerdem kommt bei den anderen Waren und Dienstleistungen der gestiegene Kostendruck von Energie zunehmend zu dem übrigen Kostendruck hinzu.

... nimmt aber im Verlauf des kommenden Jahres deutlich ab

Nach dem Jahresbeginn 2023 könnte die Inflationsrate ihre Höchstwerte allerdings hinter sich lassen und im weiteren Verlauf deutlich abnehmen. Zum einen dämpft die Strom- und Gaspreisbremse weitere Anstiege bei diesen Energiekomponenten erheblich.¹⁷⁾ Zudem geht der Ölpreis annahmegemäß zurück, und der Basiseffekt des starken Energiepreisanstiegs im März 2022 entfällt aus der Rate. Ferner wirkt für sich genommen die Einführung des „Deutschland-Tickets“ in Höhe von 49 € voraussichtlich ab dem Frühjahr preisdämpfend. Die Kernrate bleibt hingegen hoch. Sie könnte im kommenden Jahr auf gut 4 % zulegen und damit noch

leicht höher ausfallen als im laufenden Jahr. Die Inflationsrate insgesamt sinkt im Jahresdurchschnitt 2023 auf rund 7 %, ausgehend von gut 8½ % im laufenden Jahr. Die verschiedenen staatlichen Maßnahmen zur Abfederung des Energiepreisanstiegs reduzieren die Raten dabei 2022 und vor allem 2023 erheblich (vgl. die Tabelle auf S. 36).

In den Jahren 2024 und 2025 dürfte sich die allmähliche Entspannung bei den Verbraucherpreisen weiter fortsetzen. Der Preisanstieg bleibt aber hoch. Die projizierte Teuerungsrate geht 2024 auf gut 4 % zurück, 2025 liegt sie dann immer noch bei rund 2¾ %. Die Kernrate sinkt 2024 auf rund 3 % und 2025 auf 2½ %.

Hinter dieser Erwartung stehen verschiedene Faktoren: Die Energie- und Nahrungsmittelrohstoffpreise geben annahmegemäß nach. Die Verteuerung bei Energie dürfte dadurch zwar merklich zurückgehen, aber immer noch spürbar bleiben. Da Strom- und Gasversorger teilweise mit viel Vorlauf Energie an den Börsen kaufen, kommt es auf der Verbraucherstufe zunächst noch zu Anpassungen an die zuvor gestiegenen Marktnotierungen. Deswegen fallen die Verbraucherpreise später auch nicht so stark, wie es der angenommene Rückgang der Rohstoffnotierungen nahelegen könnte. Hinzu

Inflationsrate 2024 und 2025 zwar deutlich niedriger, aber immer noch weit überdurchschnittlich

Energieteuerung nimmt merklich ab, doch Auslaufen der Strom- und Gaspreisbremse nach April 2024 führt zu Rückpralleffekten

¹⁵ Die Wirkung der Strom- und Gaspreisbremse wurde ausgehend von den Durchschnittspreisen für Strom und Erdgas, wie sie das Statistische Bundesamt für private Haushalte im ersten Halbjahr 2022 berechnete, ermittelt. Vgl.: Statistisches Bundesamt (2022). Dabei werden die Preise für das erste Halbjahr mit der Projektion der Bundesbank für den HVPI Strom bzw. Gas bis zum Jahresende 2022 fortgeschrieben.

¹⁶ Die Subventionierung der Strom- und Gaspreise für einen Großteil des Verbrauchs im Rahmen der Strom- und Gaspreisbremse setzt erst zum März ein, wird aber rückwirkend auch für die Monate Januar und Februar ausgezahlt. Damit wird die Strom- und Gaspreisbremse wohl bereits zu Jahresbeginn dämpfend auf den HVPI wirken. Sie mildert den zugrunde liegenden Anstieg der Strom- und Gaspreise aber nur ab.

¹⁷ Die Verbraucherinnen und Verbraucher bezahlen für ein gewisses Grundkontingent, welches vom Vorjahresverbrauch abhängt, maximal die jeweils festgelegten Höchstpreise (40 Cent pro kWh bei Strom und 12 Cent pro kWh bei Gas). Die Differenz zum nicht subventionierten Preis wird ihnen in Form staatlicher Transfers bei den Versorgern gutgeschrieben – unabhängig davon, ob das Grundkontingent tatsächlich ausgeschöpft wird. Insofern wird aus ökonomischer Sicht keine Preisobergrenze festgelegt.

Geschätzte direkte Wirkungen ausgewählter staatlicher Entlastungsmaßnahmen auf die Verbraucherpreise

Effekte in Prozentpunkten

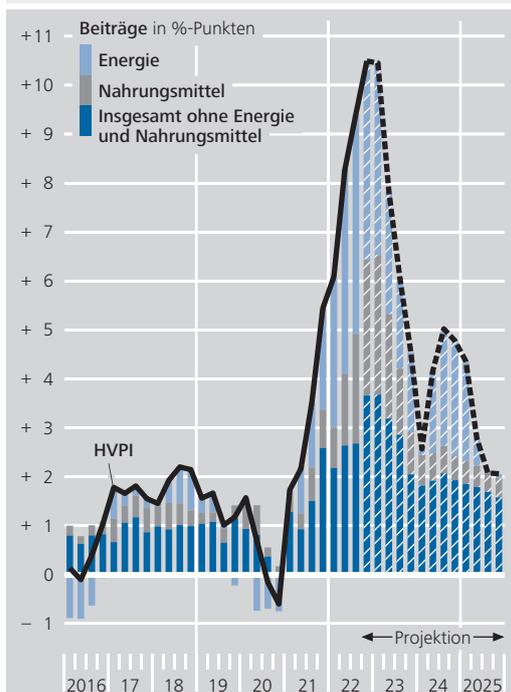
Maßnahme	Zeitraum	Betroffene HVPI-Komponente	Effekt auf HVPI-Rate insgesamt				
			Monat der Einführung ¹⁾	Jahresdurchschnitt			
				2022	2023	2024	2025
Absenkung Kraftstoffsteuer	Juni 2022 bis August 2022	Energie	-0,4	-0,1	+0,1	.	.
Neun-Euro-Ticket ÖPNV	Juni 2022 bis August 2022	Dienstleistungen	-0,7	-0,2	+0,2	.	.
Abschaffung der EEG-Umlage	ab Juli 2022	Energie	-0,4	-0,2	-0,2	.	.
Absenkung Mehrwertsteuersatz auf Gas und Fernwärme	Oktober 2022 bis März 2024	Energie	-0,4	-0,1	-0,2	+0,2	+0,1
Aussetzung Anhebung CO ₂ -Preis	ab Januar 2023	Energie	-0,1	.	-0,1	.	.
Gaspreisbremse ²⁾	Januar 2023 bis April 2024	Energie	³⁾ -0,6	.	-1,0	+0,6	+0,4
Strompreisbremse	Januar 2023 bis April 2024	Energie	³⁾ -0,4	.	-0,5	+0,2	+0,2
49-Euro-Ticket ÖPNV ⁴⁾	ab Mai 2023	Dienstleistungen	-0,3	.	-0,2	-0,1	.
Insgesamt	-	-	-	-0,6	-1,9	+0,9	+0,7

Quelle: Eigene Berechnungen. **1** Bei vorübergehenden Maßnahmen entsteht ein Gegeneffekt in etwa gleicher Höhe im Monat nach Auslauf der Maßnahme. **2** Die einmalige Erdgas-Wärme-Soforthilfe im Dezember 2022 dürfte die HVPI-Rate im Dezember 2022 merklich dämpfen. **3** Die Wirkung im Monat des Inkrafttretens fällt geringer aus als die im Jahresdurchschnitt, weil auch in den Folgemonaten noch mit Entlastungen gerechnet wird. Da die Strom- und Gasstarife ohne die Bremsen gemäß Projektion auch nach Januar 2023 steigen, vergrößert sich die Wirkung der Bremsen in den Folgemonaten. **4** Einführungstermin gemäß Annahme.

Deutsche Bundesbank

Beiträge der Komponenten zur HVPI-Gesamtrate

vierteljährlich, Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quelle: Statistisches Bundesamt, eigene Berechnungen und eigene Projektionen.

Deutsche Bundesbank

kommt, dass die Kostensteigerungen an viele Mieterinnen und Mieter ohnehin erst mit einer großen Verzögerung weitergegeben werden, da sich die Abrechnungen auf die vorangegangene Heizperiode beziehen. Deshalb dürften die Niveaus der Endkumentarife, welche nach Auslaufen der Strom- und Gaspreisbremse im Mai 2024 maßgeblich sein werden, noch deutlich über den Grenzwerten der Preisbremsen liegen. Daher kommt es dann zu kräftigen Rückpralleffekten bei den Strom- und Gaspreisen (vgl. oben stehende Tabelle).

Weiterer Preisauftrieb kommt von den kräftig steigenden Lohnkosten, die erst 2025 etwas nachlassen. Dies ist ein wichtiger Grund dafür, dass die Teuerung ohne Energie 2024 und 2025 merklich über dem längerfristigen Durchschnitt liegt. Daneben gehen von den stark gestiegenen Importpreisen auch über einen längeren Zeitraum noch Preisimpulse aus. Allerdings lässt sich auch von dieser Seite der Preisdruck graduell nach, unter anderem, weil die Anspannung in

Teuerung ohne Energie gibt auch etwas nach, bleibt aber überdurchschnittlich hoch

den globalen Lieferketten im Projektionszeitraum zurückgeht. Schließlich sorgt die Transformation der deutschen Wirtschaft hin zu einer emissionsärmeren Produktionsweise für zusätzlichen Kostendruck.

■ Öffentliche Finanzen

Defizit sinkt 2022 im Zuge von Konjunkturerholung und Inflation deutlich

Im Jahr 2022 liegt die gesamtstaatliche Defizitquote gemäß dieser Projektion bei 2¾ %. Sie sinkt damit gegenüber dem Vorjahr deutlich (2021: 3,7 %). Budgetentlastungen kommen von der Konjunkturerholung und der hohen Inflation. Letztere lässt die Einnahmen zunächst deutlich schneller steigen als die Ausgaben, wenn neue fiskalische Maßnahmen ausgeblendet werden. Außerdem wachsen die Gewinnsteuern stark. Ihr Anstieg ist deutlich stärker als dies auf Basis der nominalen gesamtwirtschaftlichen Bezugsgrößen und der Steuerrechtsänderungen zu erwarten gewesen wäre. Das Volumen temporärer Stützungsmaßnahmen ändert sich gegenüber 2021 kaum: Die pandemiebedingten Budgetlasten nehmen ab, die Finanzhilfen in Reaktion auf die Energiekrise treten hinzu (vgl. zu den finanzpolitischen Maßnahmen S. 23 f.).

2023 überwiegen die Belastungen im Zusammenhang mit Energiekrise und hoher Inflation, und Defizit steigt wieder deutlich

Im Jahr 2023 steigt die Defizitquote in dieser Projektion deutlich auf 4 %. Das Defizit erhöht sich aus mehreren Gründen. Das Volumen temporärer Stützungsmaßnahmen nimmt zu. Dabei übertreffen insbesondere Transfers im Rahmen der Strom- und Gaspreisbremse wegfallende Corona-Hilfen aus 2022. Belastend wirkt zudem, dass die hohe Inflation zunehmend die staatlichen Ausgaben wie etwa für Sachkäufe anschiebt. Die Militärausgaben steigen kräftig, da mehr Mittel aus dem Bundeswehrfonds abfließen. Schließlich wird das hohe Niveau der Gewinnsteuern 2022 nicht vollständig fortgeschrieben. Die konjunkturelle Schwäche der Realwirtschaft spielt für die Entwicklung des Staatshaushaltes dagegen keine große Rolle, da zugleich die Inflation hoch ist und der Arbeitsmarkt robust bleibt. So steigt etwa die nominale Bruttolohn- und -gehaltssumme kräftig an,

was für die Einnahmen aus direkten Steuern und Sozialbeiträgen besonders wichtig ist – und damit für die Staatsfinanzen insgesamt.

Im Jahr 2024 geht die Defizitquote dann stark auf 1¾ % zurück und sinkt 2025 noch etwas weiter auf 1½ %. Ausschlaggebend ist, dass die temporären Stützungsmaßnahmen 2024 bereits weitgehend und 2025 vollständig entfallen. Ansteigende Fehlbeträge in den Extrahaushalten des Bundes für Klimaschutz und Bundeswehr bremsen den Defizitrückgang etwas. Zudem wachsen die Rentenausgaben deutlich: Die gesamtwirtschaftlichen Lohnsteigerungen schlagen sich in hohen Rentenanpassungen nieder und geburtenstarke Jahrgänge erreichen zunehmend ihr Rentenalter.

Defizit sinkt ab 2024 stark, weil Stützungsmaßnahmen auslaufen

Die temporären Maßnahmen überlagern die strukturelle Lage der Staatsfinanzen. Das strukturelle Defizit erreicht zum Ende des Projektionszeitraums eine Größenordnung von 1 % des BIP.¹⁸⁾ Vor der Coronakrise stand 2019 noch ein struktureller Überschuss von ½ % des BIP zu Buche. Der Grund für die Verschlechterung liegt auf der Ausgabenseite: Vor allem die Aufwendungen für Renten, Klimaschutz sowie Militär steigen jeweils erheblich. Die Entwicklung der Zinsausgaben spielt hingegen eine untergeordnete Rolle: Die Zinssätze sind zwar kräftig gestiegen und die Aufwendungen für inflationsindexierte Staatspapiere nehmen temporär stark zu. Die damit verbundenen Lasten bleiben aber recht gering. Dies liegt an den längeren Laufzeiten der Schuldtitel und an dem geringen Anteil von inflationsindexierten Anleihen.

Struktureller Saldo verschlechtert sich durch höhere Ausgaben

Gemäß dieser Projektion sinkt die Schuldenquote im laufenden Jahr (2021: 68,6 %). Dies liegt im Wesentlichen am stark wachsenden nominalen BIP im Nenner der Quote. Zudem steigert das Defizit den Schuldenstand nicht so stark, weil in der Corona-Pandemie angesam-

Schuldenquote steigt 2023 vorübergehend wieder an

¹⁸ Aus den strukturellen Größen sind Konjunktüreinflüsse und spezielle temporäre Maßnahmen herausgerechnet. Die herausgerechneten temporären Maßnahmen sind im betrachteten Zeitraum deckungsgleich mit den temporären Krisen-Maßnahmen (vgl. das Schaubild auf S. 24).

melte Kassenreserven eingesetzt werden. Nicht im Defizit erfasste staatliche Liquiditäts- und Kapitalmaßnahmen infolge der Energiekrise erhöhen die Quote nur wenig. Im kommenden Jahr nimmt die Schuldenquote dann wieder etwas zu. Das gesamtstaatliche Defizit steigt deutlich, und das nominale BIP wächst schwächer als im laufenden Jahr. Zudem erhöhen Darlehensvergaben zur Kapitalstockbildung für eine kapitalgedeckte Rente sowie Zuführungen an den IWF-Treuhandfonds für einkommensschwache Länder die Schuldenquote. Deutlich gebremst wird der Anstieg, weil sich Sondereffekte weiter zurückbilden: So werden weitere Kassenreserven aus der Corona-Pandemie zur Haushaltsfinanzierung genutzt und Hilfskredite zunehmend zurückgezahlt. Hinzu kommt, dass sich der Abbau von Portfolios staatlicher Bad Banks aus der Finanzkrise vor gut einem Jahrzehnt fortsetzt. 2024 und 2025 fällt die Schuldenquote dann merklich: Sie liegt gemäß dieser Projektion zum Ende des Projektionszeitraums in einer Größenordnung von 65 %.

Risikobeurteilung

Die hier beschriebenen makroökonomischen Projektionen unterliegen im gegenwärtigen Umfeld einer ungewöhnlich hohen Unsicherheit. Zu den größten Unwägbarkeiten zählen

der weitere Verlauf des Ukrainekriegs und der dadurch ausgelösten Energiekrise, die Folgen der staatlichen Gegenmaßnahmen und die Auswirkungen der hohen Teuerung. Aus heutiger Sicht erscheinen die Risiken in der Gesamtbetrachtung für das Wirtschaftswachstum – vor allem wegen möglicher Engpässe bei der Energieversorgung – überwiegend abwärtsgerichtet. Hinsichtlich der Inflation dominieren im gesamten Projektionszeitraum die Aufwärtsrisiken.

Risiken in der Gesamtschau für das Wirtschaftswachstum überwiegend abwärts-, für die Inflationsrate aufwärtsgerichtet

Im Basisszenario dieser Projektion wird angenommen, dass trotz des Stopps russischer Gaslieferungen seit September 2022 keine Gaslücke entsteht. Allerdings könnten die dafür nötigen Einsparungen oder zusätzlichen Gaslieferungen auch geringer als erwartet ausfallen – etwa wegen einer ungewöhnlich kalten Witterung. Dann könnte es zu Rationierungen von Gas kommen, die mit einem kräftigen Rückgang der Wirtschaftsleistung und zusätzlichen Preissteigerungen einhergingen. Auch eine Intensivierung der geopolitischen Spannungen in Bezug auf den Ukrainekrieg stellt ein Risiko dar. So könnten Sanktionen ausgeweitet sowie vom Krieg betroffene Lieferketten – etwa bei Getreide – stärker gestört oder unterbrochen werden, mit möglicherweise erheblichen Folgen für die globale und die deutsche Konjunktur. Infolgedessen dürfte auch der Preisdruck noch zunehmen. Für ein solches adverses Risikoszenario vergleiche die Ausführungen auf Seite 39 ff.

Risiken in Bezug auf die Energieversorgung und den Ukrainekrieg



Auch die staatlichen Maßnahmen zur Abmilderung der Energiekrise sind mit Unwägbarkeiten verbunden. Sollte beispielsweise der Strom- oder Gaspreis auf der Verbraucherstufe bei Auslaufen der Preisbremsen – wie in der Projektion angelegt – noch deutlich über den Niveaus liegen, bei denen die Bremsen greifen, könnte der Gesetzgeber diese Maßnahmen möglicherweise verlängern. Dadurch könnte 2024 und 2025 der Preisanstieg geringer ausfallen als erwartet, soweit der in der Projektion enthaltene Rückprall-

Unwägbarkeiten im Zusammenhang mit staatlichen Maßnahmen

Ein adverses Risikoszenario für die deutsche Wirtschaft

Die gesamtwirtschaftliche Projektion (im Folgenden „Basisszenario“) wird nach wie vor maßgeblich durch die Folgen des russischen Angriffskrieges gegen die Ukraine und dessen globale ökonomische Auswirkungen beeinflusst. In einem Risikoszenario werden diesbezüglich verschiedene im Vergleich zum Basisszenario ungünstigere Annahmen getroffen. So wird unterstellt, dass der Konflikt mit Russland schärfer ausfällt und es zu stärkeren geopolitischen Spannungen kommt.¹⁾ Bezüglich der Energieversorgung und des -verbrauchs wird angenommen, dass zusätzliche Gaslieferungen aus anderen Ländern geringer ausfallen, dass der kommende und darauffolgende Winter deutlich unterdurchschnittliche Temperaturen aufweisen und dass der Gasverbrauch weniger zurückgeht. Des Weiteren wird in dem Szenario mit zusätzlichen Verwerfungen beim Außenhandel und verschärften Lieferkettenproblemen gerechnet. Es wird von einem kräftigen Rückgang der Nahrungsmittelexporte aus der Ukraine ausgegangen. Die Preise für Energie- und Nahrungsmittelrohstoffe steigen wieder an und bleiben im Projektionszeitraum auf einem höheren Niveau als im Basisszenario. All diese Faktoren tragen dazu bei, dass die makroökonomische Unsicherheit sowie die Volatilität an den Finanzmärkten gegenüber dem Basisszenario deutlich zunehmen.²⁾

Hinsichtlich der Gasversorgung in Deutschland führt die Kombination ungünstiger Entwicklungen auf der Angebots- und Nachfrageseite ab Dezember 2022 zu einer im Vergleich zum Basisszenario angespannteren Versorgungslage. Die Einsparungen fallen bis Mitte 2023 nur halb so groß aus wie im Basisszenario.³⁾ Für die Monate Dezember 2022 bis März 2023 sowie Dezember 2023 bis März 2024 wird zudem ein temperaturbedingter Mehrverbrauch von 8 % gegen-

Wichtige Annahmen im adversen Szenario

Abweichungen gegenüber Basisszenario in %¹⁾

Position	2023	2024	2025
Rohstoffpreise			
Rohöl	41,9	15,4	1,1
Erdgas	99,4	104,3	85,3
Nahrungsmittel	12,4	11,2	6,0
Absatzmärkte der deutschen Exporteure			
	- 1,3	- 2,7	- 2,6

Quelle: EZB-Stab. 1 Angaben zu den Annahmen im Basisszenario befinden sich in der Tabelle auf S. 22.

Deutsche Bundesbank

über den vorigen Winterperioden unterstellt. Die Angebotsausweitungen durch Lieferungen von Flüssigerdgas (LNG) fallen im Risikoszenario 2023 um zwei Fünftel geringer aus als im Basisszenario – etwa aufgrund von Verzögerungen im Ausbau der

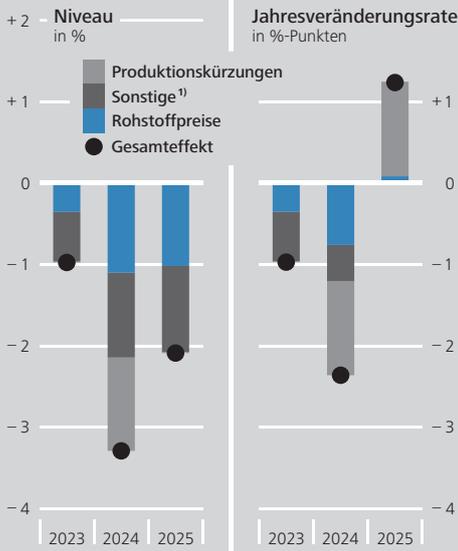
1 Dem Risikoszenario liegen Annahmen zugrunde, die sich an denen orientieren, die der EZB-Stab für ein Euroraum-Risikoszenario genutzt hat, vgl.: Europäische Zentralbank (2022). Darüber hinaus werden jedoch auch deutschlandspezifische Entwicklungen, unter anderem mit Blick auf das Angebot und die Nachfrage von Erdgas, berücksichtigt. Die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen für den Euroraum wurden vom EZB-Stab direkt für das Euroraum-Aggregat berechnet. Die in diesem Kasten vorgestellten Ergebnisse für Deutschland wurden aus eigenen Schätzungen abgeleitet. Sie sind nicht in die Resultate des EZB-Stabs für den Euroraum eingeflossen und daher auch kein Bestandteil der gemeinsamen makroökonomischen Projektion des Eurosystems (Broad Macroeconomic Projection Exercise).

2 Das adverse Szenario basiert auf einer gegenüber dem Basisszenario unveränderten Geld- und Fiskalpolitik. In Bezug auf die Fiskalpolitik in Deutschland bedeutet dies, dass keine über die modellendogen angelegten automatischen Stabilisatoren hinausgehenden zusätzlichen fiskalischen Maßnahmen berücksichtigt werden. Die Strom- und Gaspreisbremse wird ebenso umgesetzt wie im Basisszenario.

3 Im Basisszenario werden Einsparungen von 20 % gegenüber dem durchschnittlichen Verbrauch 2018–2021 bis einschl. dem 2. Vierteljahr 2023 unterstellt. Danach werden diese aufgrund nachlassender Einsparungsanstrengungen auf 10 % gesetzt. Die im Basisszenario und im adversen Szenario unterstellten deutschen Gasexporte entsprechen etwa den durchschnittlichen monatlichen Abflüssen seit Beginn des russischen Angriffskrieges gegen die Ukraine. Ein möglicher europäischer Ausgleichsmechanismus bei der Gasversorgung wird im adversen Szenario nicht explizit berücksichtigt.

Mögliche Auswirkungen auf das reale BIP in Deutschland im adversen Risikoszenario

Abweichungen vom Basisszenario



Quelle: Eigene Berechnungen mit BbKM-DE aufbauend auf den Annahmen des EZB-Stabs zum internationalen Umfeld und einschl. Informationen aus SVAR-Modell und Analyse zu Rationierungseffekten. ¹⁾ Umfasst Nachfrage und Konkurrenzpreise des Auslands, Unsicherheit, Kreditzinsen und Aktienmarkt.
 Deutsche Bundesbank

deutschen LNG-Kapazitäten oder einer Unterauslastung der LNG-Terminals.⁴⁾ Es wird zudem eine Mindestbefüllung der Gasspeicher von 15 % unterstellt, beispielsweise als Notreserve, um die Gasversorgung kritischer Infrastrukturen durchgehend zu gewährleisten, oder wegen technisch-geologischer Restriktionen. Demnach kommt es zu einer Rationierung von Erdgas, wenn der Speicherstand unter diese Grenze fällt. Mit

Vergleich Basisszenario zu adversem Szenario – Projektion vom Dezember 2022

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Position	2023	2024	2025
Reales BIP, kalenderbereinigt			
Basisszenario	-0,5	1,7	1,4
adverses Szenario	-1,4	-0,7	2,7
HVPI			
Basisszenario	7,2	4,1	2,8
adverses Szenario	8,5	5,4	3,1

Deutsche Bundesbank

diesen Annahmen ergibt sich 2023 eine Gaslücke von 12 Terawattstunden (TWh). Angesichts der im Sommer 2023 nicht wieder vollständig befüllten Gasspeicher weitet sie sich 2024 auf 121 TWh aus. Dies entspricht rund 1 % beziehungsweise 13 % der unterstellten Gasnachfrage der beiden Jahre.⁵⁾ Im Jahr 2025 kommt es hingegen zu keiner weiteren Gasmangellage, insbesondere aufgrund der annahmegemäß vermehrten Importe und einer höheren Auslastung der LNG-Kapazitäten ab Sommer 2024.

Die realwirtschaftlichen Auswirkungen der Gasmangellage in den Jahren 2023 und 2024 werden auf Basis einer Produktionsfunktion mit konstanter Substitutionselastizität abgeschätzt.⁶⁾ Dieser Ansatz ermög-

⁴ Die Angebotsausweitungen im Basisszenario von ca. 8 % im Jahr 2023 und 23 % im Jahr 2024 gegenüber den durchschnittlichen Importen seit dem 31. August orientieren sich an den Angaben von Bundesnetzagentur (2022), Deutscher Bundestag (2022) sowie Tagesschau (2022). Zu möglichen Engpässen auf dem globalen Markt für LNG im kommenden Jahr vgl.: International Energy Agency (2022b).

⁵ In dem adversen Szenario, das im Zuge der gesamtwirtschaftlichen Projektion im Juni 2022 erstellt wurde, war die Gaslücke hingegen 2023 besonders ausgeprägt, vgl.: Deutsche Bundesbank (2022b). Dies lag an den Annahmen eines vollständigen Stopps russischer Gaslieferungen bereits ab Juli dieses Jahres und nur sehr begrenzter zusätzlicher Importe aus anderen Ländern. Tatsächlich lieferte Russland allerdings noch bis Ende August Gas an Deutschland, und die Importe aus anderen Ländern wurden deutlich stärker ausgeweitet als im damaligen Szenario unterstellt. Hinzu kam, dass die deutschen Gasexporte in Nachbarländer in den letzten Monaten kräftig abnahmen und der Verbrauch, auch aufgrund von günstiger Witterung, deutlich hinter jenem der Vorjahre zurückblieb. In der Folge konnten die Gasspeicher bis November dieses Jahres vollständig gefüllt werden.

⁶ Dies erfolgt in Anlehnung an das Vorgehen des EZB-Stabs bei den Szenariorechnungen für den Euroraum. Neben der Substitutionselastizität sind das Ausmaß der Gaslücke sowie der Anteil von Erdgas an den deutschen Brutto-Nationalausgaben wichtige Stellgrößen. Für eine ähnliche Vorgehensweise vgl. dazu auch: Bachmann et al. (2022). Kaskadeneffekte entlang der Wertschöpfungskette werden dabei vernachlässigt. Vor dem Hintergrund, dass die Gaslücke mit erheblicher zeitlicher Verzögerung auftritt, sollten diese Effekte jedoch ohnehin weniger ins Gewicht fallen. Denn bis zum Winter 2024 dürften viele Unternehmen Vorkehrungen getroffen haben, um die Auswirkungen einer Gasrationierung entlang der Wertschöpfungsketten zu dämpfen.

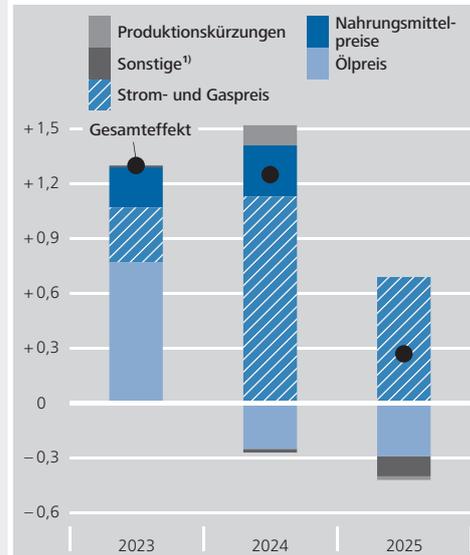
licht eine gewisse Substitution zwischen Gas und den übrigen Inputfaktoren der Produktionsfunktion. Damit wird den mittlerweile gewonnenen Erfahrungen der Unternehmen beim Umgang mit einer Gasknappheit Rechnung getragen. Für 2023 ergibt sich aufgrund der recht kleinen Gaslücke ein vernachlässigbarer Effekt auf das Bruttoinlandsprodukt (BIP). 2024 dämpft der Rationierungseffekt für sich genommen das BIP mit gut 1 % jedoch deutlich stärker.

Bezieht man die Annahmen hinsichtlich des internationalen Umfelds der deutschen Wirtschaft in die Simulationsrechnungen mit ein, fällt der Rückgang des realen BIP 2023 insgesamt mit etwa 1½ % gegenüber dem Vorjahr deutlich größer aus als im Basisszenario.⁷⁾ Dies ist vor allem auf den Einbruch der Absatzmärkte der deutschen Exporteure und zum Teil auf die erhöhte Unsicherheit zurückzuführen. Zudem dämpfen auch höhere Rohstoffpreise das Wirtschaftswachstum, wenngleich dieser Effekt durch die Strom- und Gaspreisbremse deutlich gedämpft wird. Gleiches gilt für den Einfluss auf die Inflationsrate. Der Anstieg der Verbraucherpreise fällt 2023 dennoch um mehr als 1 Prozentpunkt stärker aus als im Basisszenario und beträgt etwa 8½ %.

Die negativen Auswirkungen des Risikoszenarios schlagen im Jahr 2024 am stärksten zu Buche. Anstatt wie im Basisszenario wieder deutlich zu wachsen, schrumpft die deutsche Wirtschaft dann das zweite Jahr in Folge – um ¾ % gegenüber dem Vorjahr. Mit dem Ende der Strom- und Gaspreisbremse im Laufe des Jahres 2024 ergibt sich ein Rückpralleffekt, welcher den dämpfenden Einfluss rückläufiger Rohölpreise auf die Inflation mehr als ausgleicht. Dieser Rückpralleffekt fällt noch merklich stärker aus als im Basisszenario (vgl. die Tabelle auf S. 36). Die Inflationsrate liegt 2024 mit fast 5½ % daher deutlich über dem Basisszenario.

Mögliche Auswirkungen auf die HVPI-Rate in Deutschland im adversen Risikoszenario

Abweichungen vom Basisszenario in %-Punkten



Quelle: Eigene Berechnungen mit BbKM-DE aufbauend auf den Annahmen des EZB-Stabs zum internationalen Umfeld und einschl. Informationen aus SVAR-Modell und Analyse zu Rationierungseffekten. ¹⁾ Umfasst Nachfrage und Konkurrenzpreise des Auslands, Unsicherheit, Kreditzinsen und Aktienmarkt.
 Deutsche Bundesbank

Erst 2025 erholt sich die deutsche Wirtschaft auch im Risikoszenario – dank ausbleibender Rationierungen im Winter 2024/25 und nachlassendem Druck der Rohstoffpreise. Das reale BIP legt gegenüber dem Vorjahr um 2¾ % zu, deutlich stärker als im Basisszenario. Dennoch übersteigt das reale BIP damit sein Ausgangsniveau vom dritten Vierteljahr 2022 nur leicht. Die Inflationsrate übertrifft die Projektion des Basisszenarios für 2025 noch um drei zehntel Prozentpunkte und liegt knapp über 3 %.

⁷⁾ Wie bereits in der diesjährigen Juni-Projektion wird für die Simulationsrechnungen das makroökonomische Modell der Bundesbank (BbKM-DE) eingesetzt, vgl.: Deutsche Bundesbank (2022b). Für Details zu BbKM-DE vgl.: Haertel et al. (2022).

Eckwerte der gesamtwirtschaftlichen Projektion – ohne Kalenderbereinigung

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Position	2021	2022	2023	2024
BIP (real)	2,6	1,7	-0,7	1,7
desgl. kalenderbereinigt	2,6	1,8	-0,5	1,7
Verwendung des realen BIP				
Private Konsumausgaben	0,4	4,6	0,2	1,5
nachrichtlich: Sparquote	15,1	11,1	10,3	10,0
Konsumausgaben des Staates	3,8	1,4	-2,9	1,3
Bruttoanlageinvestitionen	1,2	0,4	-0,2	3,0
Unternehmensinvestitionen ¹⁾	2,5	0,1	3,4	3,1
Private Wohnungsbauinvestitionen	0,5	-2,2	-5,5	1,4
Exporte	9,7	2,9	1,4	3,3
Importe	9,0	6,4	2,1	3,4
nachrichtlich: Leistungsbilanzsaldo ²⁾	7,4	3,5	2,5	2,7
Beiträge zum BIP-Wachstum ³⁾				
Inländische Endnachfrage	1,3	2,7	-0,6	1,8
Vorratsveränderungen	0,5	0,3	0,3	-0,1
Exporte	4,2	1,3	0,7	1,7
Importe	-3,4	-2,7	-1,0	-1,7
Arbeitsmarkt				
Arbeitsvolumen ⁴⁾	1,7	1,4	-0,5	0,9
Erwerbstätige ⁴⁾	0,1	1,2	0,2	0,4
Arbeitslose ⁵⁾	2,6	2,4	2,6	2,4
Arbeitslosenquote ⁶⁾	5,7	5,3	5,6	5,3
nachrichtlich: Erwerbslosenquote ⁷⁾	3,6	3,0	3,4	3,2
Löhne und Lohnkosten				
Tarifverdienste ⁸⁾	1,6	2,6	3,9	4,2
Bruttolöhne und -gehälter je Arbeitnehmer	3,3	4,3	5,1	5,0
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	3,1	4,1	5,0	5,1
Reales BIP je Erwerbstätigen	2,5	0,5	-0,9	1,2
Lohnstückkosten ⁹⁾	0,6	3,6	5,9	3,9
nachrichtlich: BIP-Deflator	3,1	5,1	4,6	3,8
Verbraucherpreise ¹⁰⁾				
ohne Energie	2,4	5,2	5,5	3,0
Energiekomponente	10,1	33,9	17,0	10,4
ohne Energie und Nahrungsmittel	2,2	3,9	4,3	2,9
Nahrungsmittelkomponente	3,0	10,6	10,2	3,3
Preise für Wohnimmobilien	11,6	7,5	1,2	3,2

Quellen: Statistisches Bundesamt (bis 3. Vj. 2022); Bundesagentur für Arbeit; Eurostat. 2022 bis 2024 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

effekt dann entfallen würde.¹⁹⁾ Die projizierte Inflationsrate könnte auch dann niedriger ausfallen, wenn die Strom- und Gaspreise schneller sinken sollten als unterstellt. In beiden Fällen würde die Wirtschaftsleistung gestützt, weil die länger fortbestehende niedrigere Kostenbelastung für Unternehmen und private Haushalte die Investitionen und den Konsum anregt. Soweit dies mit einem höheren Energieverbrauch verbunden ist, steigen allerdings wiederum die Risiken aus Energieengpässen.

Auch unabhängig von weiteren möglichen Verwerfungen, die vom Ukrainekrieg ausgehen könnten, gibt es Risiken bezüglich der globalen Konjunktur. So könnte die Pandemieentwicklung in China – trotz der jüngsten Signale einer gewissen Lockerung des Null-Covid-Kurses – die Weltwirtschaft stärker ausbremsen als unterstellt. In dem Zusammenhang könnten sich zudem die Probleme bei den globalen Lieferketten vorübergehend wieder verschärfen, mit entsprechenden Belastungen für den Weltmarkt. Schließlich wären auch weitere geopolitische Spannungen mit Abwärtsrisiken für die Weltwirtschaft und die deutsche Konjunktur verbunden. Der Preisanstieg könnte hierzulande dann stärker ausfallen, etwa falls die Rohstoffnotierungen anziehen oder der Preisdruck auf den vorgelagerten Wirtschaftsstufen wieder zunimmt. Es ist allerdings auch denkbar, dass die Rohstoffpreise schneller sinken als unterstellt, etwa, wenn sich die globale Konjunktur infolge einer schwächeren Nachfrage stärker abkühlt. Da die Verbraucherpreise gerade für Energie- und Nahrungsmittel bereits auf sehr hohen Niveaus liegen, könnten die Unternehmen dann etwaige Preisrückgänge sogar verstärkt an die Endkunden weitergeben. Die Inflationsraten würden sich dann deutlich schneller ermäßigen.

Risiken für die Weltwirtschaft, insbesondere wegen China, mit Folgen für Konjunktur und Inflation in Deutschland

Im Inland bestehen mit Blick auf den Wohnungsmarkt weitere Abwärtsrisiken. Sollten die Preise für Wohnimmobilien in größerem Um-

Sinkende Immobilienpreise ein Abwärtsrisiko im Inland

¹⁹ Im Vergleich zu einem Szenario ohne Strom- und Gaspreisbremse fallen ceteris paribus die Inflationsraten im Zeitraum der Gültigkeit der Bremsen niedriger und nach Auslaufen der Bremsen höher aus.

fang sinken, dürfte sich die Baukonjunktur noch deutlich stärker eintrüben und die Wohnungsbauinvestitionen könnten stärker zurückgehen als bislang angenommen. Darüber hinaus ergäben sich Risiken für das Finanzsystem, die im ungünstigsten Fall auf die Realwirtschaft zurückwirken könnten. So würde etwa der Wert der Besicherungen von Immobilienkrediten sinken, sodass im Falle von zukünftigen Kreditausfällen höhere Verluste bei den Kreditgebern entstünden.²⁰⁾

Chancen auf günstigere Entwicklung im Inland bei größerer Wirkung der Puffer aus aufgestauten Industrieaufträgen und Corona-Ersparnissen

Eine weitere Unsicherheit im Inland besteht dahingehend, wie stark die seit Ausbruch der Pandemie gebildeten „Nachfragepuffer“ stabilisieren. Diese bestehen bei den privaten Haushalten in Form der unfreiwillig gebildeten „Corona-Ersparnisse“ und bei den Industrieunternehmen in Form der aufgrund von Lieferengpässen aufgelaufenen Auftragsbestände. Beide Faktoren wirken in der Projektion zu einem gewissen Grad dem Gegenwind von der hohen Teuerung beziehungsweise von der schwächelnden Auslandsnachfrage entgegen. Sollte die Sparquote der privaten Haushalte stärker sinken als erwartet, würde der private Konsum weniger zurückgehen. Zudem könnte der in der Exportprojektion erwartete vorübergehende Schub vom Abbau der aufgelaufenen Aufträge noch stärker ausfallen. Beides würde die Wirtschaftsaktivität stützen.²¹⁾ Zumindest im ersteren Fall würde sich zugleich aber auch der Preisdruck noch weiter erhöhen.

Für die Inflationsprognose bestehen Unwägbarkeiten, die sich aus der hohen Preisdynamik

selbst ergeben. So sind in der Projektion bereits kräftige Lohnzuwächse angelegt, die zum Teil auf Zweitrundeneffekte der hohen Inflation zurückzuführen sind. Allerdings haben die Inflationsausgleichsprämien eine relativ große Bedeutung in den jüngsten Lohnabschlüssen und reduzieren den permanenten Teil des Lohnanstiegs. Die Lohnprognose geht davon aus, dass die Abschlüsse nach Auslaufen der vom Staat bezuschussten Einmalzahlungen so hoch ausfallen, dass es in den betroffenen Branchen zu keinem größeren Rücksetzer des Lohnniveaus kommt. Sollte dies aber doch geschehen, so fiel der Lohnanstieg und der davon ausgehende Preisdruck 2025 spürbar niedriger aus. Die Löhne könnten angesichts lang anhaltend hoher Inflationsraten und steigender Inflationserwartungen aber auch noch stärker anziehen als projiziert. Dies würde dann wiederum stärkere Preisanstiege nach sich ziehen. Dieses Aufwärtsrisiko dürfte aus heutiger Sicht überwiegen. In einem solchen Umfeld könnten die Unternehmen zudem vermehrt versuchen, ihre Gewinnmargen auszuweiten. Dies würde den Preisanstieg weiter anfachen. Insgesamt könnten die Inflationsraten dann über einen längeren Zeitraum auf einem hohen Niveau verharren.

Für die Inflationsprognose ergeben sich Unwägbarkeiten aus hoher Inflationsdynamik selbst – mit überwiegenden Aufwärtsrisiken

²⁰ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2022g).

²¹ Diese Faktoren könnten auch bereits kurzfristig eine Rolle spielen. So deuten einige der erst nach Abschluss der Projektion veröffentlichten Konjunkturindikatoren darauf hin, dass der BIP-Rückgang im laufenden Vierteljahr etwas schwächer ausfallen könnte als in der Projektion angelegt.

■ Literaturverzeichnis

Bachmann, R., D. Baqaee, C. Bayer, M. Kuhn, A. Löschel, B. Moll, A. Peichl, K. Pittel und M. Schularick (2022), What if? The economic effects for Germany of a stop of energy imports from Russia, CESifo EconPol Policy Report 36, März 2022.

Bobeica, E., M. Ciccarelli und I. Vansteenkiste (2019), The link between labor cost and price inflation in the euro area, ECB Working Paper Series, No 2235.

Bundesnetzagentur (2022), Gasszenarien von Juli 2022 bis Juni 2023, Stand: 2. August 2022.

Deutsche Bundesbank (2022a), Perspektiven der deutschen Wirtschaft für die Jahre 2022 bis 2024, Monatsbericht, Juni 2022, S. 15–47.

Deutsche Bundesbank (2022b), Mögliche Entwicklung der deutschen Wirtschaft in einem adversen Risikoszenario, Monatsbericht, Juni 2022, S. 37–43.

Deutsche Bundesbank (2022c), Wöchentlicher Aktivitätsindex für die deutsche Wirtschaft, abrufbar unter: <https://www.bundesbank.de/de/statistiken/konjunktur-und-preise/woechentlicher-aktivitaetsindex>.

Deutsche Bundesbank (2022d), Zum jüngsten Energiepreisanstieg im historischen Vergleich, Monatsbericht, November 2022, S. 15 f.

Deutsche Bundesbank (2022e), Bundesbank Online Panel – Haushalte (BOP-HH) – Fragebogen Welle 27 – März 2022, abrufbar unter: <https://www.bundesbank.de/resource/blob/825490/b509f03af0fe6d16eac44269c86e4f45/mL/questionnaire-27-data.pdf>.

Deutsche Bundesbank (2022f), Makroökonomische Effekte der geplanten Erhöhung des allgemeinen gesetzlichen Mindestlohns auf 12 € je Stunde, Monatsbericht, Februar 2022, S. 56–57.

Deutsche Bundesbank (2022g), Lage im privaten Haushaltssektor, Finanzstabilitätsbericht 2022, S. 35–46.

Deutsche Bundesbank (2012), Potenzialwachstum der deutschen Wirtschaft – Mittelfristige Perspektiven vor dem Hintergrund demographischer Belastungen, Monatsbericht, April 2012, S. 13–28.

Deutsche Bundesbank (2007), Fortschritte bei der Stärkung des gesamtwirtschaftlichen Wachstumspotenzials, Monatsbericht, Oktober 2007, S. 35–45.

Deutscher Bundestag (2022), Schriftliche Fragen mit den in der Woche vom 1. August 2022 eingegangenen Antworten der Bundesregierung, Antwort des Staatssekretärs Dr. Patrick Graichen vom 29. Juli 2022 auf Frage 10 des Abgeordneten Mark Helfrich. Drucksache 20/2992, August 2022.

Europäische Zentralbank (2022), Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, Dezember 2022, abrufbar unter: https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202212_eurosystemstaff~6c1855c75b.en.html.

Haertel, T., B. Hamburg und V. Kusin (2022), The macroeconometric model of the Bundesbank revisited, Deutsche Bundesbank Technical Paper, 01/2022.

International Energy Agency (2022a), Oil Market Report, November 2022.

International Energy Agency (2022b), Never Too Early to Prepare for Next Winter: Europe's gas balance for 2023–2024, IEA Publications, November 2022.

Knetsch, T. und A. Molzahn (2012), Supply-side effects of strong energy price hikes in German industry and transportation, Empirical Economics, 43, S. 1215–1238.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2022), Energiekrise solidarisch bewältigen, neue Realität gestalten, Jahresgutachten.

Statistik der Bundesagentur für Arbeit (2022), Berichte: Blickpunkt Arbeitsmarkt – Monatsbericht zum Arbeits- und Ausbildungsmarkt, November 2022.

Statistisches Bundesamt (2022), Gaspreise für Haushalte im 1. Halbjahr 2022 um 17,7 % gestiegen, Pressemitteilung vom 31. Oktober 2022.

Tagesschau (2022), So plant Deutschland mit Flüssiggas, Onlineartikel vom 15. November 2022, abrufbar unter: <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/technologie/lng-terminal-faq-101.html>.