

Sinkende Inflation, aber noch keine Entwarnung – Perspektiven der deutschen Wirtschaft bis 2026

Die deutsche Wirtschaft erholt sich in den kommenden Jahren, wenn auch verzögert. Gegenwärtig bremsen vor allem noch die schwache Auslandsnachfrage in der Industrie, der zögerliche private Konsum und die infolge der geldpolitischen Straffung höheren Finanzierungskosten für Investitionen. Doch ab Beginn des Jahres 2024 dürfte die deutsche Wirtschaft wieder auf einen Expansionspfad einschwenken und nach und nach Fahrt aufnehmen. Die Exporte steigen infolge wieder wachsender ausländischer Absatzmärkte, und die privaten Haushalte weiten ihre Konsumausgaben aus. Denn ihre realen Einkommen erhöhen sich dank eines stabilen Arbeitsmarktes, kräftig steigender Löhne und rückläufiger Inflation deutlich. Die privaten Investitionen sinken hingegen zunächst noch und liefern erst 2026 wieder moderate Impulse.

Das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) legt nach dieser Projektion 2024 kalenderbereinigt um 0,4% zu, nach einem leichten Rückgang um 0,1% im laufenden Jahr. In den Jahren 2025 und 2026 wächst die Wirtschaft um 1,2% beziehungsweise 1,3%. Im Vergleich zur Juni-Projektion wurde die BIP-Rate für 2024 deutlich und für 2025 leicht herabgesetzt. Maßgeblich sind eine schwächere Auslandsnachfrage, der langsamer anziehende Konsum und straffere Finanzierungsbedingungen.

Die Inflation in Deutschland ist auf dem Rückzug, aber für eine grundsätzliche Entwarnung ist es noch zu früh. Gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) dürfte die Teuerungsrate im laufenden Jahr auf jahresdurchschnittlich 6,1% zurückgehen und sich im kommenden Jahr mehr als halbieren, auf 2,7%. Die Teuerung von Energie lässt stark nach und auch bei Nahrungsmitteln ist sie deutlich rückläufig. Die Kernrate (ohne Energie und Nahrungsmittel) erreicht erst im laufenden Jahr ihren Höhepunkt von 5,1%. Im kommenden Jahr geht auch sie deutlich auf 3,0% zurück. Dann stellen Lieferengpässe kein so großes Problem mehr dar, und die Gewinnmargen normalisieren sich. Die geldpolitische Straffung entfaltet zunehmend ihre Wirkung. Ab 2025 lässt das starke Lohnwachstum deutlicher nach, wenngleich es weiter hoch bleibt. Daher geht die Kernrate graduell weiter auf 2,3% im Jahr 2026 zurück. Die Gesamtrate ermäßigt sich auf 2,2%. Sie liegt damit immer noch auf erhöhtem Niveau. Verglichen mit der Projektion vom Juni wurde die Inflationsrate 2024 spürbar und 2025 leicht abwärtsrevidiert.

Die Staatsfinanzen profitieren davon, dass temporäre Stützungsmaßnahmen allmählich enden. Dies ist gewichtiger als steigende Aufwendungen etwa für Verteidigung und Renten. Die Defizitquote sinkt daher 2023 auf 2% und 2024 auf 1,3%. In den Folgejahren bleibt sie unverändert. Die Schuldenquote geht zurück und liegt 2026 wieder in der Nähe von 60%. Die finanzpolitische Ausrichtung und ihr Einfluss auf die Wirtschaft sind nach dem Urteil des Bundesverfassungsgerichts zur Schuldenbremse insbesondere für die Jahre ab 2025 unsicher.

Auch darüber hinaus bestehen Risiken, insbesondere aufgrund geopolitischer Konflikte. Die Gefahr eines persistenteren Inflationsprozesses ist zwar dank der geldpolitischen Straffung verringert, aber noch nicht gebannt. Insgesamt überwiegen gegenwärtig für das Wirtschaftswachstum die Abwärts- und für die Inflation die Aufwärtsrisiken.

Sinkende Inflation, aber noch keine Entwarnung – Perspektiven der deutschen Wirtschaft bis 2026

Die deutsche Wirtschaft erholt sich in den kommenden Jahren, wenn auch verzögert. Gegenwärtig bremsen vor allem noch die schwache Auslandsnachfrage in der Industrie, der zögerliche private Konsum und die infolge der geldpolitischen Straffung höheren Finanzierungskosten für Investitionen. Doch ab Beginn des Jahres 2024 dürfte die deutsche Wirtschaft wieder auf einen Expansionspfad einschwenken und nach und nach Fahrt aufnehmen. Die Exporte steigen infolge wieder wachsender ausländischer Absatzmärkte, und die privaten Haushalte weiten ihre Konsumausgaben aus. Denn ihre realen Einkommen erhöhen sich dank eines stabilen Arbeitsmarktes, kräftig steigender Löhne und rückläufiger Inflation deutlich. Die privaten Investitionen sinken hingegen zunächst noch und liefern erst 2026 wieder moderate Impulse.

Das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) legt nach dieser Projektion 2024 kalenderbereinigt um 0,4 % zu, nach einem leichten Rückgang um 0,1 % im laufenden Jahr. In den Jahren 2025 und 2026 wächst die Wirtschaft um 1,2 % beziehungsweise 1,3 %. Im Vergleich zur Juni-Projektion wurde die BIP-Rate für 2024 deutlich und für 2025 leicht herabgesetzt. Maßgeblich sind eine schwächere Auslandsnachfrage, der langsamer anziehende Konsum und straffere Finanzierungsbedingungen.

Die Inflation in Deutschland ist auf dem Rückzug, aber für eine grundsätzliche Entwarnung ist es noch zu früh. Gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) dürfte die Teuerungsrate im laufenden Jahr auf jahresdurchschnittlich 6,1 % zurückgehen und sich im kommenden Jahr mehr als halbieren, auf 2,7 %. Die Teuerung von Energie lässt stark nach und auch bei Nahrungsmitteln ist sie deutlich rückläufig. Die Kernrate (ohne Energie und Nahrungsmittel) erreicht erst im laufenden Jahr ihren Höhepunkt von 5,1 %. Im kommenden Jahr geht auch sie deutlich auf 3,0 % zurück. Dann stellen Lieferengpässe kein so großes Problem mehr dar, und die Gewinnmargen normalisieren sich. Die geldpolitische Straffung entfaltet zunehmend ihre Wirkung. Ab 2025 lässt das starke Lohnwachstum deutlicher nach, wenngleich es weiter hoch bleibt. Daher geht die Kernrate graduell weiter auf 2,3 % im Jahr 2026 zurück. Die Gesamtrate ermäßigt sich auf 2,2 %. Sie liegt damit immer noch auf erhöhtem Niveau. Verglichen mit der Projektion vom Juni wurde die Inflationsrate 2024 spürbar und 2025 leicht abwärtsrevidiert.

Die Staatsfinanzen profitieren davon, dass temporäre Stützungsmaßnahmen allmählich enden. Dies ist gewichtiger als steigende Aufwendungen etwa für Verteidigung und Renten. Die Defizitquote sinkt daher 2023 auf 2 % und 2024 auf 1,3 %. In den Folgejahren bleibt sie unverändert. Die Schuldenquote geht zurück und liegt 2026 wieder in der Nähe von 60 %. Die finanzpolitische Ausrichtung und ihr Einfluss auf die Wirtschaft sind nach dem Urteil des Bundesverfassungsgerichts zur Schuldenbremse insbesondere für die Jahre ab 2025 unsicher.

Auch darüber hinaus bestehen Risiken, insbesondere aufgrund geopolitischer Konflikte. Die Gefahr eines persistenteren Inflationsprozesses ist zwar dank der geldpolitischen Straffung verringert, aber noch nicht gebannt. Insgesamt überwiegen gegenwärtig für das Wirtschaftswachstum die Abwärts- und für die Inflation die Aufwärtsrisiken.

Deutsche Wirtschaft im vergangenen Sommerhalbjahr noch nicht auf Erholungskurs

Konjunktureller Ausblick¹⁾

Nach einem leichten Anstieg im zweiten Quartal fiel das saisonbereinigte reale BIP im dritten Quartal wieder in gleichem Umfang zurück.²⁾ Damit stagnierte die deutsche Wirtschaft im vergangenen Sommerhalbjahr lediglich. In der Projektion vom Juni 2023 war hingegen eine durchgängige, sich schrittweise leicht verstärkende Expansion erwartet worden.³⁾ Dass diese Erholung vorerst ausblieb, lag zum einen an einer schwächer als erwarteten Auslandsnachfrage in der Industrie. Diese drückte deren Produktion und die Exporte. Zum anderen zeigten sich die privaten Haushalte zögerlicher als er-

wartet hinsichtlich zusätzlicher Ausgaben. Obwohl ihre realen verfügbaren Einkommen im Sommerhalbjahr sogar etwas stärker stiegen als im Juni angenommen, hielten sie ihren Konsum lediglich stabil. Damit erhöhte sich ihre Sparquote. Die Unternehmen weiteten ihre Investitionen indes im Einklang mit der Projektion vom Juni verhalten aus. Die Wohnungsbauinvestitionen gingen zurück, allerdings weniger stark als projiziert. Die Bauwirtschaft schlug sich insgesamt überraschend gut. Die noch recht gut gefüllten Auftragsbücher stützten die Produktion wohl stärker als erwartet.

Im laufenden Quartal dürfte die Wirtschaftsleistung nochmals leicht zurückgehen. Darauf deuten die gedrückten Umfrageindikatoren hin. So stuften die Unternehmen laut ifo Institut ihre Geschäftslage im Mittel von Oktober und November noch etwas schlechter ein als im dritten Quartal. Der Einkaufsmanagerindex von S&P Global lag im kontraktiven Bereich. Insbesondere die Industrie dürfte ihre Produktion nochmals verringern. Sie leidet weiterhin unter der gedrückten Nachfrage und den hohen Energiekosten. Beide Faktoren belasten auch die Exporte. Die schwache Industriekonjunktur beeinträchtigt auch den Ausblick für die gewerblichen Investitionen. Diese werden zudem durch die gestiegenen Finanzierungskosten und möglicherweise auch eine erhöhte Unsicherheit hinsichtlich staatlicher Förderungen im Bereich der Transformations- und Klimaschutzmaßnahmen gedämpft. Die höheren Zinsen wirken sich noch deutlich stärker auf den Wohnungsbau aus. Die Bauwirtschaft wird ihre Produktion wohl weiter an die gedrückten Neuaufträge anpassen müssen. Immerhin profitieren die privaten Haushalte von weiteren Kaufkraftgewinnen

Im laufenden Quartal dürfte Wirtschaftsleistung leicht zurückgehen

Projektion vom Dezember 2023

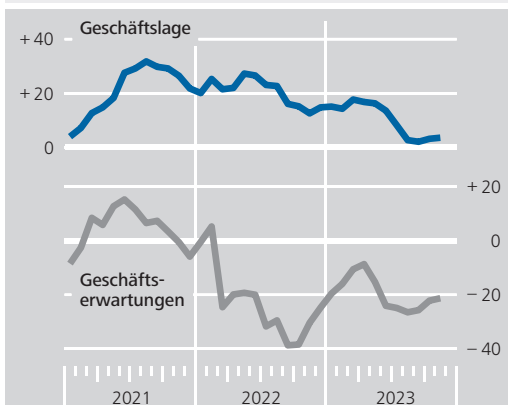
Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Position	2023	2024	2025	2026
Reales BIP, kalenderbereinigt	-0,1	0,4	1,2	1,3
Reales BIP, unbereinigt	-0,3	0,3	1,1	1,6
Harmonisierter Verbraucherpreisindex	6,1	2,7	2,5	2,2
ohne Energie und Nahrungsmittel	5,1	3,0	2,6	2,3

Quelle: Statistisches Bundesamt (bis 3. Vj. 2023). 2023 bis 2026 eigene Projektionen.
 Deutsche Bundesbank

Geschäftslage und -erwartungen in der Gesamtwirtschaft

Salden, saison- und kalenderbereinigt



Quelle: ifo Institut.
 Deutsche Bundesbank

¹ Die hier vorgestellten Vorausschätzungen für Deutschland wurden am 30. November 2023 abgeschlossen. Sie gingen in die am 14. Dezember 2023 von der Europäischen Zentralbank (EZB) veröffentlichte Projektion für den Euroraum ein.

² Die Saisonbereinigung umfasst hier und im Folgenden auch die Ausschaltung von Kalendereinflüssen, sofern sie nachweisbar und quantifizierbar sind.

³ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2023a).

und einem stabilen Arbeitsmarkt. Sie konsumieren wohl wieder etwas mehr.

Erste Anzeichen für zaghafte Besserung ab dem ersten Quartal 2024

Zu Beginn des kommenden Jahres dürfte die deutsche Wirtschaft wieder auf einen Expansionspfad einschwenken. Denn es gibt erste Anzeichen für eine leichte Besserung. Die ifo Geschäftserwartungen hellten sich im Oktober und im November etwas auf. Vor allem der Handel und das Verarbeitende Gewerbe zeigten sich weniger pessimistisch. In der Industrie könnte die Auslandsnachfrage ihren Tiefpunkt erreicht haben. Die Exporterwartungen stiegen zuletzt an. Außerdem sollte sich die Einkommenssituation der privaten Haushalte weiter verbessern. Denn der Arbeitsmarkt bleibt robust, die Löhne steigen kräftig, und die Inflation lässt noch etwas nach. Daher dürfte der private Konsum im ersten Quartal etwas stärker zulegen.

Expansion nimmt im Verlauf von 2024 Fahrt auf und setzt sich bis 2026 leicht verstärkt fort

Im weiteren Verlauf des Jahres 2024 nimmt die Expansion gemäß der Projektion nach und nach Fahrt auf. In den beiden Folgejahren setzt sie sich noch ein wenig verstärkt fort. Die Wirtschaftserholung stützt sich auf zwei wesentliche Pfeiler: Erstens steigen infolge wachsender Nachfrage auf den Absatzmärkten der deutschen Exporteure die Ausfuhren. Und zweitens weiten die Privathaushalte ihre Konsumausgaben mit steigenden Realeinkommen aus. Die Sparquote ermäßigt sich zudem graduell, was dem Konsum zusätzlichen Schub verleiht. Die Wohnungsbau- und die Unternehmensinvestitionen gehen dagegen 2024 zurück und liefern auch 2025 noch keine Impulse. Erst im Jahr 2026 legen sie wieder moderat zu.

Im Vergleich zur Juni-Projektion vor allem BIP-Rate für 2024 abwärtsrevidiert

Damit befreit sich die deutsche Wirtschaft insgesamt zögerlich aus der seit Beginn des russischen Angriffskrieges gegen die Ukraine anhaltenden Schwächephase. Das reale BIP legt im kommenden Jahr kalenderbereinigt um 0,4% zu, nach einem leichten Rückgang um 0,1% im laufenden Jahr. In den Jahren 2025 und 2026 wächst die deutsche Wirtschaft dann mit Raten von 1,2% beziehungsweise 1,3% kräftiger.⁴⁾ Im Vergleich zur Projektion vom Juni

Technische Komponenten zur BIP-Wachstumsprojektion

in % bzw. Prozentpunkten

Position	2023	2024	2025	2026
Statistischer Überhang am Ende des Vorjahres ¹⁾	-0,2	-0,1	0,4	0,5
Jahresverlaufsrate ²⁾	-0,1	0,9	1,3	1,3
Jahresdurchschnittliche BIP-Rate, kalenderbereinigt	-0,1	0,4	1,2	1,3
Kalendereffekt ³⁾	-0,2	0,0	-0,1	0,3
Jahresdurchschnittliche BIP-Rate ⁴⁾	-0,3	0,3	1,1	1,6

Quelle: Statistisches Bundesamt (bis 3. Vj. 2023). 2023 bis 2026 eigene Projektionen. **1** Saison- und kalenderbereinigter Indexstand im vierten Quartal des Vorjahres in Relation zum kalenderbereinigten Durchschnitt aller Quartale des Vorjahres. **2** Jahresveränderungsrate im vierten Quartal, saison- und kalenderbereinigt. **3** In % des BIP. **4** Abweichungen in der Summe rundungsbedingt.

Deutsche Bundesbank

Revisionen gegenüber der Projektion vom Juni 2023

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Position	2023	2024	2025
BIP (real, kalenderbereinigt)			
Projektion vom Dezember 2023	-0,1	0,4	1,2
Projektion vom Juni 2023	-0,3	1,2	1,3
Differenz (in Prozentpunkten)	0,2	-0,8	-0,1
Harmonisierter Verbraucherpreisindex			
Projektion vom Dezember 2023	6,1	2,7	2,5
Projektion vom Juni 2023	6,0	3,1	2,7
Differenz (in Prozentpunkten)	0,1	-0,4	-0,2

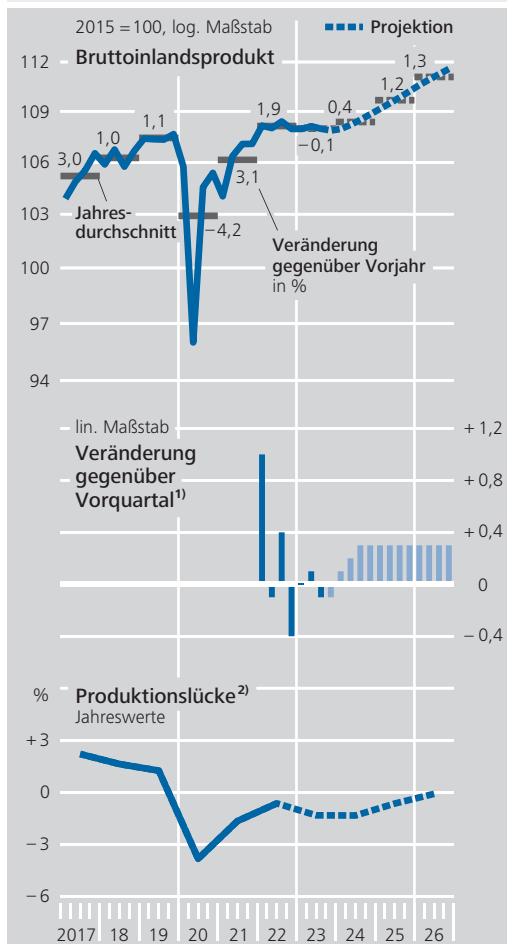
Deutsche Bundesbank

verschiebt sich die Erholung damit zeitlich um etwa drei Quartale nach hinten. Die BIP-Rate für das Jahr 2023 fällt trotzdem leicht höher aus, weil die Ergebnisse im vierten Quartal 2022 und im ersten Quartal 2023 aufwärtsrevidiert wurden. Dies gleicht die schwächere zweite Jahres-

⁴ In unbereinigter Betrachtungsweise ist das Wachstumsprofil noch etwas ausgeprägter: Da das Jahr 2023 vergleichsweise wenige Arbeitstage aufweist, geht das unbereinigte BIP um 0,3% zurück. Im kommenden Jahr fällt die unbereinigte Rate mit +0,3% bei Rundung auf eine Dezimale leicht niedriger aus. Das Jahr 2025 hat etwas weniger, das Jahr 2026 dann aber deutlich mehr Arbeitstage als das jeweilige Vorjahr. Die unbereinigten BIP-Raten fallen daher mit +1,1% und +1,6% zunächst leicht niedriger und dann spürbar höher aus als in kalenderbereinigter Form (vgl. obere Tabelle auf dieser Seite).

Gesamtwirtschaftliche Produktion und Produktionslücke

preis-, saison- und kalenderbereinigt



Quelle: Statistisches Bundesamt (bis 3. Vj. 2023) und eigene Berechnungen. 2023 bis 2026 eigene Projektionen. ¹ Gerundet auf eine Nachkommastelle. Darstellung beginnt ab 1. Vj. 2022. ² Abweichung des BIP vom geschätzten Produktionspotenzial, auf Basis der jährlich geschätzten Produktionslücke.

Deutsche Bundesbank

hälfte 2023 mehr als aus. Dafür macht sich die verzögerte Erholung in einer deutlichen Abwärtsrevision der BIP-Rate für 2024 bemerkbar. Auch die Rate für 2025 wurde leicht herabgesetzt. Maßgeblich für den im Vergleich zur Juni-Projektion verschlechterten Konjunkturausblick sind eine schwächere Auslandsnachfrage, der aufgrund der derzeitigen Kaufzurückhaltung langsamer anziehende private Konsum sowie geringere Investitionen. Bei Letzteren machen sich die im Zuge der strafferen Geldpolitik weiter verschärften Finanzierungsbedingungen bemerkbar. Zudem schlägt zu Buche, dass die staatliche Unterstützung privater Investitionen

in den Bereichen Klimaschutz und Transformation nun niedriger angesetzt wird.⁵⁾

Die deutsche Wirtschaft erreicht erst im Jahr 2026 wieder in etwa ihr Produktionspotenzial. Für das Potenzialwachstum werden im Vergleich zum Zeitraum vor der Pandemie verhaltene Raten veranschlagt: Nach + 0,6 % 2023, + 0,4 % 2024 und + 0,5 % 2025 wird für 2026 eine Potenzialrate von + 0,7 % geschätzt.⁶⁾ Hinter diesen niedrigen Raten stehen insbesondere die Auswirkungen der infolge des russischen Angriffs auf die Ukraine dauerhaft höheren Energiekosten.⁷⁾ Hinzu kommen dämpfende Effekte von der Demografie. Dass die Wirtschaftsleistung für so eine lange Zeit noch unter ihrem Potenzial liegt, ist im gegenwärtigen Umfeld erhöhter Inflation allerdings kein Hinweis auf einen verbreiteten, gesamtwirtschaftlichen Nachfragemangel. Vielmehr drücken die verschiedenen jüngeren Angebotsstörungen die Wirtschaftsaktivität eine Zeit lang noch deutlich stärker als das Produktionspotenzial.⁸⁾

Deutsche Wirtschaft erreicht erst 2026 ihr Produktionspotenzial

Konjunktur im Detail

Die Exporte werden im laufenden Quartal wohl noch einmal zurückgehen. Dies signalisieren die ifo Exporterwartungen, die sich im Oktober und November zwar verbesserten, aber immer noch überwiegend pessimistisch waren. Zudem gingen die industriellen Auftragseingänge aus dem Ausland im dritten Quartal weiter zurück, auch wenn sich hier zumindest in der Grundtendenz

Exporte gehen ab dem ersten Quartal 2024 wieder auf Erholungskurs

⁵ Hintergrund ist das Urteil des Bundesverfassungsgerichts zur Schuldenbremse. Vgl. S. 21f. dazu, wie die fiskalischen Folgen des Urteils in der Projektion berücksichtigt sind.

⁶ Die Potenzialschätzung ist damit gegenüber der Juni-Projektion kaum verändert. Zur zeitlichen Einordnung: Im Mittel der Jahre 2015 bis 2019 beträgt die geschätzte Potenzialrate für Deutschland 1,6 %.

⁷ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2022a).

⁸ Denn das Potenzialkonzept der Bundesbank orientiert sich an der nachhaltigen angebotsseitigen Leistungsfähigkeit der Volkswirtschaft. Es wird also nur durch die dauerhaften Effekte der Angebotsschocks gedämpft, nicht hingegen durch die temporären Auswirkungen, die jedoch das BIP selbst dämpfen. Vgl.: Deutsche Bundesbank (2023a), S. 15f.

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 2023 verfügbar waren. Die Projektion bezieht finanzpolitische Maßnahmen ein, sobald sie hinreichend spezifiziert sind und ihre Umsetzung als wahrscheinlich angesehen wird.

Verhaltenes globales Wirtschaftswachstum

Die globale Wirtschaftsaktivität legte im zweiten und dritten Quartal des laufenden Jahres etwas deutlicher zu als in der Juni-Projektion erwartet. Dies stand insbesondere im Zusammenhang mit der robusten Binnenkonjunktur in den Vereinigten Staaten. Im Schlussquartal dieses Jahres dürfte sich die Dynamik aber sichtbar abschwächen. Das Wachstum der Weltwirtschaft fällt damit etwas niedriger aus als im Sommerhalbjahr.¹⁾ Die gestraffte Geldpolitik der Notenbanken trägt zu den rückläufigen Inflationsraten vieler Länder bei. Für die globale Konjunktur sind die höheren Finanzierungskosten zugleich ein Belastungsfaktor. Dagegen stützen die robuste Entwicklung auf den Arbeitsmärkten und Aussichten auf weitere Realeinkommenszuwächse die Nachfrage. Die Folgen von Chinas strukturellen Herausforderungen, wie die Probleme am dortigen Immobilienmarkt, strahlen auch auf die Weltwirtschaft aus. Insgesamt wird im Projektionszeitraum für die globale Wirtschaftsaktivität eine ähnlich verhaltene Dynamik wie in der Juni-Projektion veranschlagt. Nach einem Wachstum von 3,3 % im laufenden Jahr legt die Weltwirtschaft ohne den Euroraum mit 3,1 % im kommenden Jahr leicht schwächer zu. Für 2025 und 2026 werden Wachstumsraten von jeweils 3,2 % erwartet.

Die der Projektion zugrunde gelegte wirtschaftliche Entwicklung in den anderen Ländern des Euroraums ergibt sich aus den Vorausschätzungen der nationalen Zentralbanken, die in die am 14. Dezember 2023 von der EZB veröffentlichte Projektion für den Euroraum eingegangen sind.²⁾ Für den Euroraum ohne Deutschland wird demnach bei Raten von 0,8 % 2023 und 1,0 % 2024 mit einem etwas schwächeren Wirtschaftswachstum als in der Juni-Projektion gerechnet. Nach einem Zuwachs um 1,7 % im Jahr 2025, weitgehend im Einklang mit der Juni-Projektion, wird für das Jahr 2026 dann ein Anstieg der Wirtschaftsaktivität um 1,6 % erwartet.

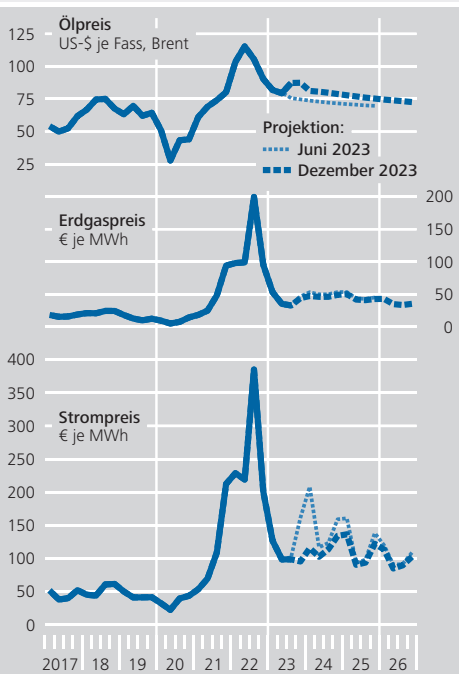
Da die Importe einiger Industrieländer im Sommerhalbjahr 2023 geringer ausfielen als erwartet, bleibt der Ausblick für den internationalen Handel etwas hinter der Juni-Projektion zurück. Dabei wurde auch die Importnachfrage der Schwellenländer niedriger angesetzt. Die Zuwachsrate von 1,1 % im Durchschnitt des laufenden Jahres für den Welthandel (ohne den Euroraum) wird zusätzlich vom Rückgang im Winterhalbjahr 2022/23 gedämpft. Für die Jahre 2024 und 2025 wird ein Anstieg von jeweils 3,0 % veranschlagt. Im Jahr 2026 wird bei einer Rate von 3,2 % mit einer leicht höheren Dynamik gerechnet. Die Absatzmärkte deutscher Exporteure dürften auch im kommenden Jahr noch schwächer expandieren als der Welthandel. Denn das Importwachstum der Handelspartner innerhalb des Euroraums sowie einiger anderer Industrieländer, in denen ein hoher Anteil der deutschen Exportmärkte liegt, bleibt etwas hinter der Dynamik des Welthandels insgesamt zurück. In den Jahren 2025 und 2026 wird ein etwas höheres Absatzmarktwachstum erwartet,

¹ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2023b).

² Vgl.: Europäische Zentralbank (2023).

Öl-, Erdgas- und Strompreise

Quartalsdurchschnitte



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

welches dann ähnlich ausfällt wie für den Welthandel.

Technische Annahmen der Projektion

Die Preise für Energierohstoffe stiegen über den Sommer wieder an. Auf den Rohölmärkten sorgten vor allem Förderkürzungen Saudi-Arabiens und Russlands für höhere Preise. Die Terminnotierungen lassen zwar für die kommenden drei Jahre einen Preisrückgang erwarten. Dennoch bleiben die Rohölpreisannahmen über denen der Juni-Projektion. Dank gut gefüllter Gasspeicher fiel der für die kältere Jahreszeit erwartete Gaspreisanstieg im europäischen Großhandel bisher etwas schwächer aus als im Juni veranschlagt.³⁾ Die Terminnotierungen lassen nach dem Winter 2024/25 einen graduellen Rückgang der europäischen Gaspreise erwarten. Sie bleiben über die kommenden beiden Jahre etwas unter dem für die Juni-Projektion unterstellten Verlauf. Auch die eng mit den Gaspreisen zusam-

menhängenden europäischen Strompreise stiegen in der zweiten Hälfte dieses Jahres weitaus weniger deutlich als im Juni erwartet und waren zuletzt sogar rückläufig. Für die europäischen Strommärkte zeigen die Futures bis zum Ende des Projektionszeitraums jeweils für die Wintermonate höhere Preise an, wobei die Anstiege geringer ausfallen als noch in der Juni-Projektion unterstellt.

Angesichts der schwächeren Konjunkturaussichten sanken die sonstigen Rohstoffpreise in den vergangenen Monaten deutlicher als im Juni erwartet. Es wird davon ausgegangen, dass die Preise im Jahresdurchschnitt 2025 und 2026 wieder leicht steigen. Die landwirtschaftlichen Erzeugerpreise im Euroraum ließen in den vergangenen Monaten anhaltender nach als in der Juni-Projektion veranschlagt. Dazu dürfte auch die stabilere Entwicklung der Gaspreise beigetragen haben, die sich unter anderem auf die Düngemittelpreise auswirken. Die Terminnotierungen lassen erwarten, dass die Erzeugerpreise für Nahrungsmittel bis 2026 weitgehend konstant bleiben.

Gemäß Juni-Projektion und auch gemäß der im September von der EZB erstellten Projektion bleibt die Inflation im Euroraum zu lange zu hoch. Daher beschloss der EZB-Rat in seinen geldpolitischen Sitzungen im Juni, Juli und September weitere Erhöhungen der Leitzinssätze um jeweils 25 Basispunkte, damit die Inflation zeitnah wieder zu ihrem mittelfristigen Ziel zurückkehrt. Außerdem werden seit Juli 2023 Tilgungsbeträge von Wertpapieren aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten nicht mehr wieder angelegt. Im Oktober beließ der EZB-Rat die Leitzinssätze unverändert. Die Entscheidungen des Gremiums über die angemessene Höhe des Leitzinsniveaus werden weiterhin von der Datenlage abhängen. Vor dem Hintergrund der zusätzlichen geldpoli-

³ Zu den Triebkräften des europäischen Gaspreises vgl.: Deutsche Bundesbank (2023c).

tischen Straffung stiegen die Zinssätze am Geldmarkt in den vergangenen Monaten weiter an. Für die kommenden beiden Jahre sind die Terminnotierungen des EURIBOR aber abwärtsgerichtet, bevor sie für 2026 ein weitgehend konstantes Niveau anzeigen. Der EURIBOR liegt damit im kommenden Jahr etwas über den Annahmen der Juni-Projektion, für 2025 dann geringfügig darunter. Nach Abschluss der Juni-Projektion legten auch die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen zunächst weiter zu, sanken dann aber im November wieder. Aus den Terminnotierungen leitet sich für die kommenden beiden Jahre eine weitgehend konstante Rendite ab, die 2026 wieder leicht ansteigt. Das Renditeniveau liegt damit in den kommenden beiden Jahren über der Juni-Projektion. Für Bankkredite wird ebenfalls mit höheren Finanzierungskosten als in der Juni-Projektion gerechnet.

Wechselnde Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der geldpolitischen Ausrichtung der US-amerikanischen Notenbank sowie neue Konjunkturdaten aus den Vereinigten Staaten und dem Euroraum ließen den Außenwert des Euro im Sommer zunächst ansteigen und anschließend wieder sinken. In dem für die Ableitung der Wechselkursannahmen relevanten Zeitraum notierte der Euro wieder bei 1,08 US-\$ und damit weitgehend unverändert gegenüber der Juni-Annahme. Kursgewinne des Euro gegenüber einigen mitteleuropäischen Währungen, dem Yen und dem Renminbi trugen allerdings dazu bei, dass der Euro in Bezug auf 41 für den deutschen Außenhandel wichtige Währungen um 1,6% aufwertete.

**Fiskalprojektion für Deutschland:
 schematische Anpassung an Urteil
 zur Schuldenbremse**

Der Bund und manche Länder überarbeiten derzeit ihre Finanzplanungen, um sie an das Urteil des Bundesverfassungsgerichts zur Schuldenbremse anzupassen.⁴⁾ Diesbezügliche Beratungen liefen bei Projektions-

Wichtige Annahmen der Projektion

Position	2023	2024	2025	2026
Wechselkurse für den Euro				
US-Dollar je Euro	1,08	1,08	1,08	1,08
Effektiv ¹⁾	121,9	123,5	123,5	123,5
Zinssätze				
EURIBOR-Dreimonatsgeld	3,4	3,6	2,8	2,7
Umlaufrendite öffentlicher Anleihen ²⁾	2,5	2,6	2,6	2,7
Preise				
Rohöl ³⁾	84,0	80,1	76,5	73,6
Erdgas ⁴⁾	41,5	47,4	44,2	36,9
Strom ⁴⁾⁵⁾	105,0	116,5	110,8	97,7
Sonstige Rohstoffe ⁶⁾⁷⁾	-13,2	-2,3	2,4	1,7
Nahrungsmittel ⁷⁾⁸⁾	-2,4	-3,6	0,2	-0,3
Absatzmärkte der deutschen Exporteure ⁷⁾⁹⁾	0,4	2,4	3,1	3,1

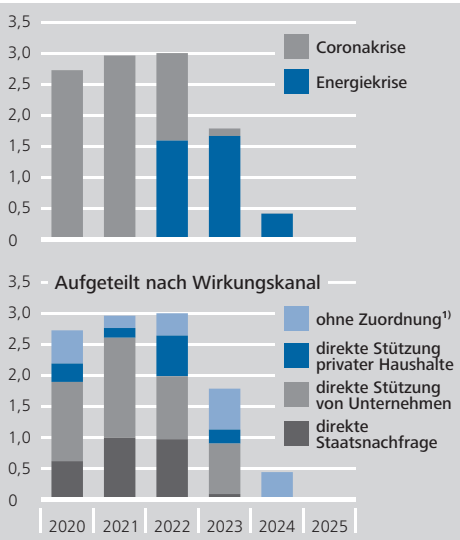
1 Gegenüber 42 Währungen wichtiger Handelspartner des Euroraums (EWK-42-Gruppe), 1. Vj. 1999 = 100. 2 Umlaufrendite deutscher Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von über neun bis zehn Jahren. 3 US-Dollar je Fass der Sorte Brent. 4 Euro je Megawattstunde. 5 Großhandelspreise im Euroraum basierend auf 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

abschluss noch (vgl. S. 34 hinsichtlich der jüngsten Vereinbarungen zu den Bundesfinanzen 2024). Für 2023 berücksichtigt die Projektion die Angaben im Entwurf zum Nachtragshaushalt 2023. Für 2024 enthält sie keine Maßnahmen mehr, die der Wirtschaftsstabilisierungsfonds-Energie (WSF-E) finanzieren sollte. Insbesondere enden damit die Energiepreisbremsen zum Jahresende 2023, und der Bund stabilisiert die Netzentgelte 2024 nicht mehr. Zudem entfallen beim Klima- und Transformationsfonds (Klimafonds) durch das Urteil unmittelbar 60 Mrd € der Rücklage. Dies ist berücksichtigt, indem schematisch die vor dem Urteil projizierten Ausgaben niedriger angesetzt werden. Nicht davon betroffen sind lediglich die Zuschüsse, mit denen der Bund

4 Vgl. zum Urteil: Deutsche Bundesbank (2023d).

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

in % des BIP



* Eigene Schätzung. Längerfristig angelegte fiskalische Vorhaben, etwa für den Klimaschutz, sind in dieser Abgrenzung nicht enthalten. ¹ Senkung von Umsatzsteuer- und Energiesteuersätzen, Mindereinnahmen aufgrund von steuer- und sozialbeitragsfreien tariflichen Einmalzahlungen, Ticketvergünstigung (9-Euro-Ticket) für den öffentlichen Personennahverkehr.
 Deutsche Bundesbank

die Umlage für erneuerbare Energien auf den Strompreis ausgleicht. Denn für eine Kürzung wäre eine Gesetzesänderung nötig. Im Ergebnis macht der Klimafonds in der Projektion von 2024 bis 2026 nur noch Defizite von unter 10 Mrd € pro Jahr.

Entfallende Krisenmaßnahmen entlasten Staatshaushalt

Temporäre krisenbezogene Maßnahmen belasten die Staatsfinanzen in starkem Umfang letztmals im Jahr 2023. So sinkt der Umfang dieser Maßnahmen in Relation zum Bruttoinlandsprodukt von 1¾ % im laufenden Jahr auf ½ % im kommenden Jahr. 2025 entfallen diese Lasten dann vollständig (vgl. oben stehendes Schaubild). Unter den Energiepreishilfen sind vor allem die Transfers im Zuge der Strom- und Gaspreisbremsen bedeutsam. Zudem zahlt der WSF-E ergänzende Hilfen insbesondere an Krankenhäuser und Pflegeeinrichtungen. Deutliche staatliche Mindereinnahmen ergeben sich

daraus, dass Entgeltteile als Inflationsausgleichsprämien bis einschließlich 2024 abgabenfrei gestellt sind. Darüber hinaus bleibt die Umsatzsteuer für Erdgas und Fernwärme bis Ende Februar 2024 reduziert. Im Jahr 2024 belastet von den Krisenmaßnahmen im Wesentlichen noch die Förderung der Inflationsausgleichsprämien.

Andere Maßnahmen belasten Staatshaushalt per saldo

Die Projektion enthält neben kurzfristig angelegten Krisenhilfen eine Reihe weiterer finanzpolitischer Maßnahmen. Bei den Einnahmen verschiebt sich insbesondere der Tarif der Einkommensteuer 2023 und 2024, um die kalte Progression des jeweiligen Vorjahres zu kompensieren.⁵⁾ Es ist unterstellt, dass der Gesetzgeber diese Praxis fortsetzt. Einbezogen sind auch das Wachstumschancengesetz und eine niedrigere Stromsteuer für Unternehmen im produzierenden Gewerbe in den Jahren 2024 und 2025 – beides ist geplant, aber noch nicht verabschiedet. Die Sozialbeitragsätze nehmen bis 2026 deutlich zu. Vor allem heben die Krankenkassen annahmegemäß ihre Zusatzbeitragsätze an, um Finanzierungslücken zu schließen. Auch die Maut für Lastkraftwagen ergibt ab 2024 deutliche Mehreinnahmen. Dies liegt an höheren Mautsätzen und einer ausgeweiteten Mautpflicht.

⁵ Auch bei den Ausgaben werden verschiedene Maßnahmen berücksichtigt. Die projizierten Ausgaben von Gebietskörperschaften und Sozialversicherung lassen sich in der Regel jedoch nicht einzelnen Maßnahmen zuordnen. Sie werden in der Beschreibung der Projektion dort angesprochen, wo sie für die jeweilige Entwicklung relevant sind.

eine Bodenbildung abzeichnet.⁹⁾ Die anhaltend schwache Auslandsnachfrage belastet die exportorientierte Industrie. Sie muss sich zudem in einem schwierigen internationalen Wettbewerbsumfeld behaupten – nicht zuletzt aufgrund der hierzulande im Gefolge des Ukraine-Kriegs erheblich gestiegenen Energiekosten. Immerhin haben die Lieferengpässe gemäß Umfragen des ifo Instituts deutlich nachgelassen. Ab dem ersten Quartal 2024 dürften die Exporte langsam wieder auf Erholungskurs gehen, da die Absatzmärkte infolge der globalen Konjunkturerholung wachsen.¹⁰⁾ Im Laufe des kommenden Jahres nehmen die Exporte dann Fahrt auf und halten ihr Tempo im weiteren Projektionszeitraum in etwa konstant. Dabei steigen sie durchgängig langsamer als die Absatzmärkte, denn aufgrund der hierzulande vergleichsweise stark steigenden Arbeitskosten verringert sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit deutscher Exporteure. Vor allem im Handel mit den Partnerländern im Euroraum müssen sie daher Marktanteilsverluste hinnehmen.

Schwache Industriekonjunktur und geldpolitische Straffung belasten Unternehmensinvestitionen

Trotz widriger Rahmenbedingungen zeigten sich die Unternehmensinvestitionen bislang zwar robust.¹¹⁾ Doch bereits im laufenden Quartal werden die Ausgaben der Unternehmen für Investitionsgüter wohl fallen. Im Zuge der geldpolitischen Straffung sowie der konjunkturellen Schwäche stiegen die Zinsen für Unternehmenskredite deutlich, und die Geschäftsbanken strafften ihre Kreditvergabepolitik spürbar. In diesem Umfeld sank die Netto-Buchkreditvergabe der Banken an Unternehmen in den negativen Bereich – mit der Folge, dass die Jahreswachstumsrate im Oktober dieses Jahres zum ersten Mal seit über acht Jahren wieder negativ war. Dies spiegelte sich auch in der inländischen Nachfrage nach Investitionsgütern wider, die im dritten Quartal regelrecht einbrach. Auch die Stimmung unter den Investitionsgüterproduzenten trübte sich laut ifo Institut deutlich ein. Eine erhöhte Unsicherheit hinsichtlich der zukünftigen staatlichen Förderung von Investitionen in den Bereichen Klimaschutz und Transformation hin zu einer emissionsärmeren Produktionsweise dürfte die Investitionsneigung



zusätzlich dämpfen. Einem stärkeren Einbruch steht der noch immer beträchtliche Auftragsbestand entgegen. Insbesondere die geldpolitische Straffung dürfte die Investitionstätigkeit noch einige Zeit drücken. Die schwache Exportdynamik liefert zudem nur geringe Investitions-

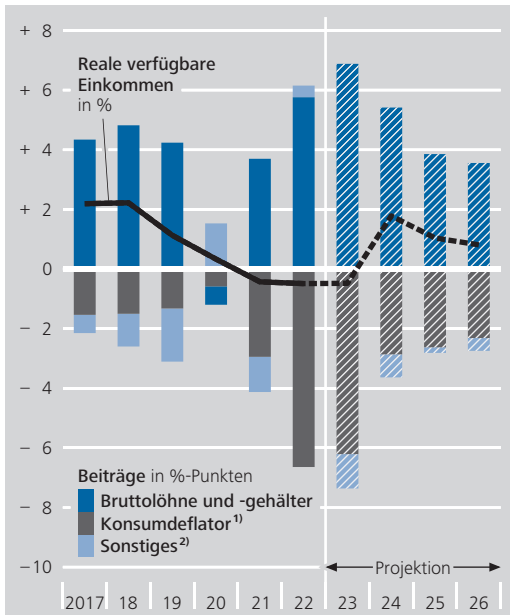
⁹ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2023e).

¹⁰ Zu den Annahmen hinsichtlich des internationalen Umfelds vgl. die Ausführungen auf S. 19 ff.

¹¹ Im bisherigen Jahresverlauf wurden sowohl die Ausgaben für Maschinen und Geräte, als auch für gewerbliche Bauten und sonstige Investitionen, zu denen vor allem Ausgaben für Forschung und Entwicklung gehören, spürbar ausgeweitet. Neben dem noch vorhandenen Aufholpotenzial nach dem Einbruch während der Coronakrise dürfte die deutlich verbesserte Verfügbarkeit mancher Kapitalgüter stützend gewirkt haben.

Reale verfügbare Einkommen der privaten Haushalte

Veränderung gegenüber Vorjahr



Quelle: Statistisches Bundesamt, eigene Berechnungen und eigene Projektionen. **1** In der Abbildung mit negativem Vorzeichen: ein Anstieg der Preise senkt den Anstieg der realen verfügbaren Einkommen. **2** Verfügbare Einkommen ohne Bruttolöhne und -gehälter (u.a. staatliche Transfers, Selbstständigeinkommen und Vermögenseinkommen).

Deutsche Bundesbank

impulse. Alles in allem wird in der Projektion im kommenden Jahr noch mit rückläufigen Unternehmensinvestitionen gerechnet. Im weiteren Projektionszeitraum sorgt aber insbesondere die kontinuierliche Verbesserung der Auslandsnachfrage zunehmend für Aufwind. Im Jahresdurchschnitt 2025 legen die gewerblichen Investitionen nur geringfügig zu, 2026 werden sie dann aber wieder deutlicher ausgeweitet.

Privater Konsum erholt sich dank steigender realer verfügbarer Einkommen spürbar

Die Rahmenbedingungen für den privaten Konsum verbessern sich im Projektionszeitraum spürbar. Denn die realen verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte steigen dank eines stabilen Arbeitsmarktes, kräftiger Lohnsteigerungen und nachlassender Inflation deutlich an. Die größte Verbesserung ist dabei für das kommende Jahr zu erwarten. Danach ermäßigt sich der Einkommenszuwachs etwas. Der private Konsum dürfte bereits im laufenden Quartal wieder leicht zulegen. Darauf deuten die privaten Kfz-Zulassungen gemäß Angaben des Verbandes der Automobilindustrie und die

realen Einzelhandelsumsätze hin, die im Oktober das Vorquartalsniveau übertrafen. Allerdings war laut GfK-Umfrage die Konsumstimmung zuletzt weiterhin schlecht, wenngleich sie sich zumindest stabilisierte. Für die gedämpfte Konsumneigung spielen laut GfK Vorsichtsmotive eine wichtige Rolle.¹²⁾ Für den jüngsten Anstieg der Sparquote dürften daneben auch Nachzahlungen für Strom und Wärmeenergie für das Jahr 2022 beigetragen haben.¹³⁾ Zudem könnten die gestiegenen Zinsen auf Spareinlagen eine Rolle spielen. Vor diesem Hintergrund dürften die privaten Haushalte ihre realen Einkommenszuwächse wohl zunächst noch nicht vollständig für höhere Konsumausgaben aufwenden. Die Sparquote steigt bis zum ersten Quartal 2024 noch etwas an. Im weiteren Projektionszeitraum nimmt sie dann jedoch graduell ab. Denn die Sonderfaktoren im Zusammenhang mit Energienachzahlungen laufen aus, und Vorsichtsmotive lassen nach. Der private Konsum legt daher ab Mitte des kommenden Jahres für einige Zeit noch etwas stärker zu als die realen verfügbaren Einkommen. Gegen Ende des Projektionszeitraums wachsen beide Größen mit ähnlicher Rate, und die Sparquote erreicht in etwa ihr langfristiges Mittel.

Reale Einkommensverluste der privaten Haushalte, stark gestiegene Baukosten sowie die gestiegenen Finanzierungskosten und die strengere Kreditvergabepolitik haben die Nachfrage nach Wohnraum mittlerweile stark gedrückt. Die Netto-Kreditvergabe für den Wohnungsbau kam nahezu zum Stillstand. Sowohl die Baugenehmigungen als auch die Auftragsgänge im Wohnungsbau unterschritten im dritten Quartal ihre Niveaus von Anfang 2022 erheblich. Hohe Auftragsbestände in der Bauwirtschaft federten den Nachfragerückgang bisher zu einem gewissen Grad ab. Die Reichweite der

Wohnungsbauinvestitionen gehen aufgrund der gedrückten Nachfrage zunächst noch deutlich zurück, legen dann aber wieder zu

¹² Diese werden auf eine allgemeine Verunsicherung der Verbraucherinnen und Verbraucher aufgrund der (geo-)politischen und wirtschaftlichen Situation zurückgeführt, vgl.: GfK (2023).

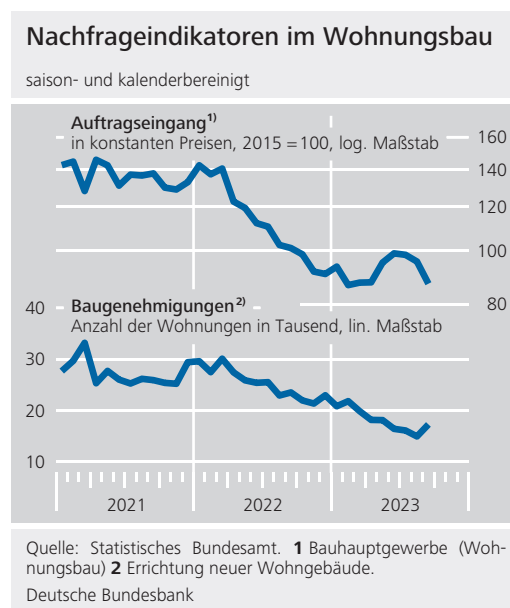
¹³ Da mit Energienachzahlungen im Jahr 2023 Konsumausgaben des Jahres 2022 bezahlt werden, tauchen diese in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) in Form einer höheren Ersparnis der privaten Haushalte auf.

Auftragsbestände im Wohnungsbau befand sich gemäß Umfragen des ifo Instituts im November zwar noch über dem langfristigen Durchschnitt. Gegenüber ihrem Höchststand ist sie allerdings deutlich abgeschmolzen. Der Anteil der Unternehmen mit Auftragsmangel stieg sogar auf fast 50 %. Es ist also davon auszugehen, dass sich die abgeschwächte Nachfrage zunehmend auf die Bautätigkeit auswirkt. Die Wohnungsbauinvestitionen dürften schon im laufenden Quartal deutlich sinken. Gemäß der Projektion gehen sie auch im Verlauf des Jahres 2024 weiter zurück, wenn auch mit geringeren Raten. Ihre Talsohle durchschreiten sie erst Anfang 2025. Danach setzt eine verhaltene Erholung ein. Dazu tragen mehrere Faktoren bei. So ist die fundamentale Nachfrage nach Wohnraum intakt und wird durch die hohe Zuwanderung verstärkt. Außerdem steigen die Finanzierungskosten annahmegemäß nicht weiter, und das reale Haushaltseinkommen erholt sich deutlich. Im gesamten Projektionszeitraum dürften energetische Renovierungen von Bestandsimmobilien stützend wirken. Diese gewinnen im Zuge erhöhter Heizkosten und der klimapolitischen „Wärmewende“ an Bedeutung.

Staatsnachfrage
 legt ab 2024
 kräftig zu

Der reale Staatskonsum sinkt im laufenden Jahr deutlich, weil pandemiebezogene Gesundheitsausgaben entfallen.¹⁴ Höhere Ausgaben etwa für Asylsuchende und Militär dämpfen den Rückgang etwas. Ab 2024 wächst der reale Staatskonsum wieder kräftig. Dies liegt vor allem an deutlich ansteigenden Vor- und sozialen Sachleistungen. Die realen staatlichen Investitionen legen im gesamten Projektionszeitraum stark zu. Vor allem die militärischen Ausstattungsinvestitionen wachsen kräftig. Für die staatlichen Bauinvestitionen wird dagegen unterstellt, dass sie in den Folgejahren schwächer steigen als noch im laufenden Jahr. Der Grund dafür ist eine zunehmend angespannte Finanzlage bei den Kommunen.

Die Importe nehmen mit der Erholung der Binnennachfrage stärker zu als die aufgrund der abnehmenden Wettbewerbsfähigkeit gebrem-



ten Exporte. Dies übt im gesamten Projektionszeitraum einen Abwärtsdruck auf den Handels- und Leistungsbilanzüberschuss aus. Dennoch steigen diese Überschüsse im laufenden Jahr zunächst stark an – in der Leistungsbilanz voraussichtlich auf 6,7 % des BIP. Im Vorjahr hatte der Saldo der Leistungsbilanz aufgrund der infolge stark gestiegener Energiepreise verschlechterten Terms of Trade lediglich 4,4 % betragen. Maßgeblich für den Rückprall im laufenden Jahr ist die Erholung der Terms of Trade infolge gesunkener Preise für importierte Rohstoffe (insbesondere Erdgas und andere Energieimporte). Im weiteren Projektionszeitraum dürfte sich dies fortsetzen, wenngleich deutlich weniger akzentuiert. Zwar werden einige Rohstoffpreise annahmegemäß sogar wieder steigen. Insbesondere für den Rohölpreis ist jedoch ein gradueller Rückgang angelegt. Die Importpreise legen daher insgesamt nur vergleichsweise moderat zu. Dagegen steigen die Exportpreise in den kommenden Jahren recht kräftig, vor allem aufgrund des starken

Importe nehmen stärker zu als Exporte; Leistungsbilanzsaldo steigt zunächst stark an und geht dann wieder leicht zurück

¹⁴ Die VGR erfassen den öffentlichen Personennahverkehr ab dem zweiten Quartal 2023 nicht mehr im Unternehmens-, sondern im Staatssektor. Diese statistische Umbuchung spielt für die hier beschriebene, reale Entwicklung des Staatskonsums jedoch keine Rolle. Sie betrifft allein den Deflator des Staatskonsums. Die (realen) Verkehrsdienstleistungen bleiben Teil des privaten Konsums. Der Deflator des Staatskonsums legt daher im laufenden Jahr außergewöhnlich stark zu. Daneben schlagen sich darin aber auch Entgelterhöhungen und der allgemeine Preisauftrieb nieder.

Eckwerte der gesamtwirtschaftlichen Projektion

Veränderung gegenüber Vorjahr in %, kalenderbereinigt¹⁾

Position	2023	2024	2025	2026
BIP (real)	-0,1	0,4	1,2	1,3
desgl. unbereinigt	-0,3	0,3	1,1	1,6
Verwendung des realen BIP				
Private Konsumausgaben	-0,9	1,4	1,8	1,1
nachrichtlich: Sparquote	11,5	11,9	11,3	11,0
Konsumausgaben des Staates	-2,4	0,8	2,0	2,1
Bruttoanlageinvestitionen	0,9	-0,8	0,8	1,8
Unternehmensinvestitionen ²⁾	1,9	-0,4	0,2	1,0
Private Wohnungsbauinvestitionen	-1,7	-3,8	-0,1	1,2
Exporte	-1,3	0,2	1,9	2,2
Importe	-2,4	1,3	2,9	2,6
nachrichtlich: Leistungsbilanzsaldo ³⁾	6,7	6,6	6,4	6,4
Beiträge zum BIP-Wachstum ⁴⁾				
Inländische Endnachfrage	-0,8	0,7	1,5	1,4
Vorratsveränderungen	0,1	0,1	0,0	0,0
Exporte	-0,7	0,1	0,9	1,0
Importe	1,2	-0,6	-1,2	-1,1
Arbeitsmarkt				
Arbeitsvolumen ⁵⁾	0,9	0,3	0,6	0,1
Erwerbstätige ⁵⁾	0,8	0,1	0,2	0,0
Arbeitslose ⁶⁾	2,6	2,7	2,5	2,4
Arbeitslosenquote ⁷⁾	5,7	5,8	5,5	5,3
nachrichtlich: Erwerbslosenquote ⁸⁾	3,0	3,2	3,1	3,0
Löhne und Lohnkosten				
Tarifverdienste ⁹⁾	4,0	5,0	3,0	3,1
Bruttolöhne und -gehälter je Arbeitnehmer	5,9	5,3	3,6	3,5
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	5,7	5,3	3,8	3,6
Reales BIP je Erwerbstätigen	-0,9	0,2	1,0	1,3
Lohnstückkosten ¹⁰⁾	6,7	5,0	2,8	2,2
nachrichtlich: BIP-Deflator	6,2	2,9	2,6	2,1
Verbraucherpreise ¹¹⁾				
ohne Energie	6,1	2,7	2,5	2,2
Energiekomponente	6,4	2,9	2,7	2,4
ohne Energie und Nahrungsmittel	5,2	1,3	0,8	0,2
Nahrungsmittelkomponente	5,1	3,0	2,6	2,3
	11,7	2,4	3,0	3,0

Quellen: Statistisches Bundesamt (bis 3. Vj. 2023); Bundesagentur für Arbeit; Eurostat. 2023 bis 2026 eigene Projektionen. **1** Falls Kalendereinfluss vorhanden. **2** Private Anlageinvestitionen ohne Wohnungsbau. **3** In % des nominalen BIP. **4** Rechnerisch, in Prozentpunkten. Abweichungen in der Summe rundungsbedingt. **5** Inlandskonzept. **6** In Millionen Personen (Definition der Bundesagentur für Arbeit). **7** In % der zivilen Erwerbspersonen. **8** International standardisiert gemäß ILO-Definition, Eurostat-Abgrenzung. **9** Ursprungswerte auf Monatsbasis; gemäß Tarifverdienstindex der Bundesbank. **10** Quotient aus dem im Inland entstandenen Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und dem realen BIP je Erwerbstätigen. **11** Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI), Ursprungswerte.

Deutsche Bundesbank

inländischen Lohndrucks. Alles in allem geht der Saldo der Handelsbilanz von 2024 bis 2026 leicht zurück. Auch der Leistungsbilanzüberschuss nimmt geringfügig ab.

Arbeitsmarkt

Trotz der inzwischen über eineinhalb Jahre anhaltenden wirtschaftlichen Schwächephase blieb der Arbeitsmarkt bemerkenswert stabil. Erst im Sommer 2023 kam der zuvor deutliche Beschäftigungszuwachs praktisch zum Erliegen. In weiten Teilen der Wirtschaft herrscht weiterhin ein ausgeprägter Fachkräftemangel. Die Zahl der offenen Stellen ging zwar etwas zurück, ist aber immer noch sehr hoch. Dies gilt auch für die Besetzungsdauer offener Stellen. Die Arbeitszeit je Erwerbstätigen erholte sich nur langsam von den gedrückten Ständen des Jahres 2022. Während der hohe Krankenstand immerhin etwas zurückging, machte sich die konjunkturelle Schwäche in relativ geringen Überstunden und der Verringerung von Guthaben auf Arbeitszeitkonten bemerkbar. Die Kurzarbeit ist derzeit weiterhin von untergeordneter Bedeutung. Deutlichere, aber auch nur begrenzte Spuren hinterließ die schwache Konjunktur hingegen in Form eines graduellen Anstiegs der registrierten Arbeitslosigkeit. Allerdings steht nur ein Teil davon im Zusammenhang mit der zyklischen Schwäche. Ein etwas größerer Teil des Anstiegs seit Juni 2022 ist auf die allmähliche Einbeziehung der Zuwanderer – bei hohem Flüchtlingsanteil – zurückzuführen.

Arbeitsmarkt schwächte sich im derzeitigen konjunkturellen Umfeld zwar ab, blieb insgesamt aber bemerkenswert stabil

Im laufenden Quartal und im ersten Quartal 2024 ist angesichts der nur verzögert und langsam einsetzenden wirtschaftlichen Erholung keine Zunahme der gesamten Erwerbstätigkeit zu erwarten. Allerdings deuten alle Frühindikatoren darauf hin, dass das erreichte hohe Beschäftigungsniveau gehalten werden kann. Die Einstellungsabsichten der gewerblichen Wirtschaft, die den konjunkturellen Belastungen aktuell besonders ausgesetzt ist, sind zwar laut ifo Institut tendenziell im negativen Bereich. Auf die Gesamtwirtschaft bezogen sind die Aus-

Kurzfristindikatoren lassen keine größere Verschlechterung am Arbeitsmarkt erwarten

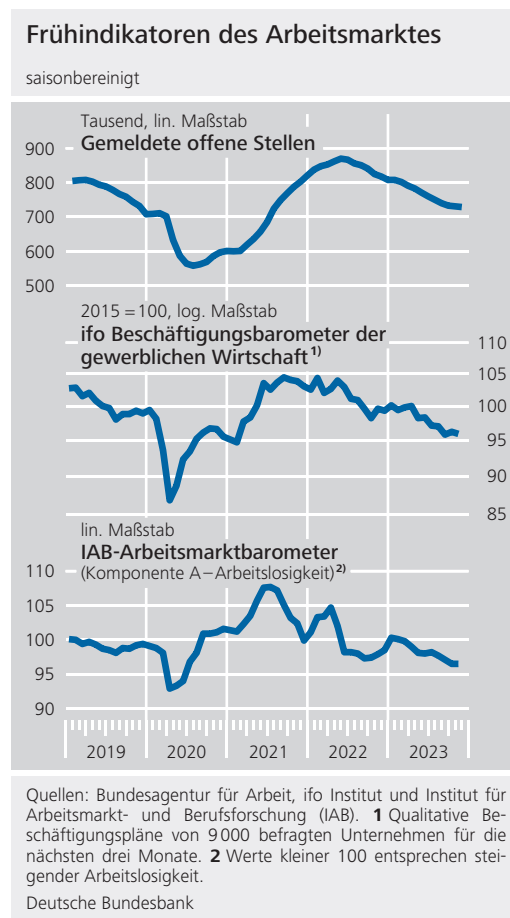
sichten jedoch neutral. Die Entlassungswahrscheinlichkeit ist auf einem im historischen Vergleich sehr niedrigen Niveau. Bei der Bundesagentur für Arbeit (BA) gehen zurzeit gleichbleibend viele Neumeldungen von Arbeitssuchenden ein, die demnächst ihre Stelle verlieren. Allerdings ist auch die Einstellungswahrscheinlichkeit für Arbeitslose derzeit relativ niedrig. Die Arbeitslosigkeit dürfte daher in den kommenden Monaten etwas steigen, insbesondere unter Arbeitssuchenden aus beendeten Sprach- und Integrationskursen.¹⁵⁾

Arbeitsmarkt belebt sich im Laufe des Jahres 2024 mit einsetzender wirtschaftlicher Erholung

Im weiteren Verlauf des Jahres 2024 steigt mit der einsetzenden wirtschaftlichen Erholung zunächst die Arbeitszeit je Erwerbstätigen. Leicht zeitversetzt schwenkt auch die Beschäftigung wieder auf einen Aufwärtspfad ein. Allerdings wächst sie nur in relativ geringem Umfang. Das Beschäftigungsniveau ist bereits sehr hoch, und der Mangel an Fachkräften nimmt wieder zu, sobald die Arbeitsnachfrage deutlicher steigt. Die Zahl der Erwerbspersonen erhöht sich zwar 2024 trotz des negativen demografischen Einflusses noch einmal spürbar. Hier macht sich der Integrationsprozess der vielen Zuwanderer aus den Jahren 2022 und 2023 bemerkbar. Die Integration in Beschäftigung ist für Geflüchtete jedoch besonders herausfordernd, da der Zuzug nicht aus Erwerbsgründen erfolgte und unter anderem mitgebrachte Qualifikationen häufig nicht zur Arbeitsnachfrage passen. Auch aus diesem Grund liegt die im Jahresdurchschnitt 2024 erwartete registrierte Arbeitslosigkeit noch etwas höher als im laufenden Jahr. Allerdings beginnt die Arbeitslosigkeit im Zuge der sich verstärkenden Wirtschaftserholung bereits in der zweiten Jahreshälfte 2024 wieder zu sinken.

Arbeitsangebot mittelfristig der begrenzende Faktor am Arbeitsmarkt

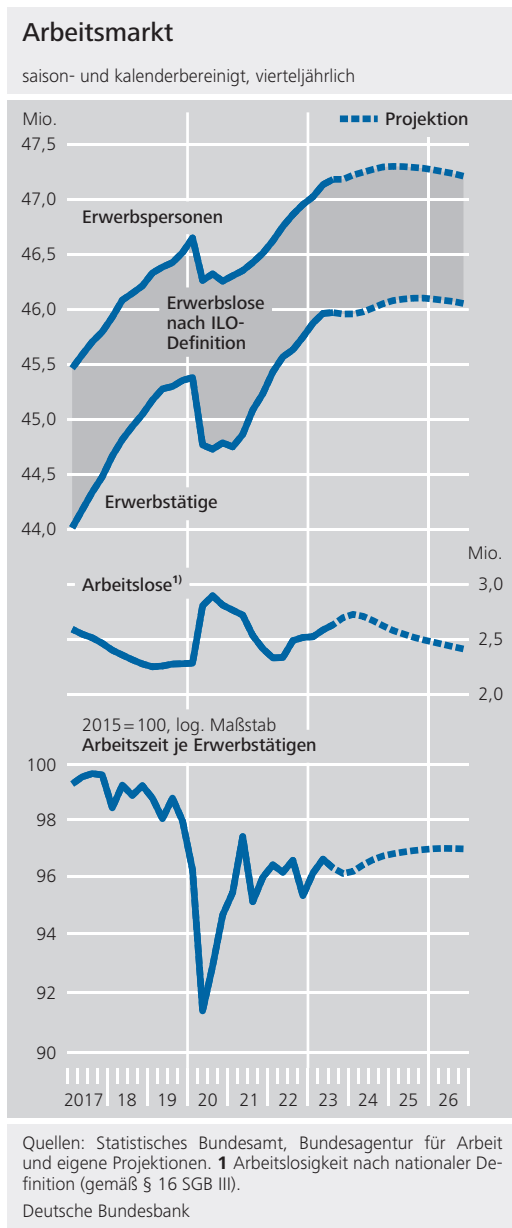
Aufgrund der demografischen Entwicklung wird das Arbeitsangebot in den kommenden Jahren immer stärker der begrenzende Faktor am Arbeitsmarkt sein. Die steigende Erwerbsbeteiligung der Bevölkerung sowie die hohe Zuwanderung der vergangenen Jahre haben den dämpfenden Einfluss der Demografie bislang mehr als kompensieren können. Die Erwerbs-



quote wird aufgrund der ungünstigen Altersstruktur in Deutschland mittelfristig jedoch nicht mehr steigen, obwohl die individuelle Erwerbsneigung weiter zunehmen dürfte. Dies liegt vor allem daran, dass die Baby-Boomer das Haupterwerbsalter, in denen die Erwerbsquoten am höchsten sind, verlassen. Hinsichtlich der Zuwanderung wird in dieser Projektion mittelfristig von einem Saldo von 300 000 Personen pro Jahr ausgegangen.¹⁶⁾ Die massive Zuwanderung der vergangenen zwölf Jahre hat die demografische Struktur der Bevölkerung in Deutschland verbessert, da vor allem junge Menschen einschließlich vieler Kinder nach Deutschland kamen. Dadurch werden auch per-

¹⁵ Dieser Personenkreis zählt während der Maßnahmen wegen fehlender Verfügbarkeit nicht als arbeitslos.

¹⁶ Dahinter stehen hinsichtlich der ukrainischen Geflüchteten weder große neue Zuzugsströme noch eine substanzielle Rückwanderung. Für das Jahr 2023 wird noch eine deutlich erhöhte Nettozuwanderung von 600 000 Personen erwartet, ein Drittel mehr als in der Projektion vom Juni. Auch für das kommende Jahr wird eine leicht höhere Zuwanderung unterstellt (netto 400 000 Personen).



spektivisch die Belastungen des demografischen Wandels in Deutschland gedämpft. Allerdings müssen diese Personen dafür überwiegend erfolgreich in den Arbeitsmarkt integriert werden. Alles in allem steigt das Arbeitsangebot unter den getroffenen Annahmen im Jahr 2025 nicht mehr nennenswert und geht im Jahr 2026 leicht zurück.

Im Jahr 2025 nimmt die Beschäftigung bei anhaltender wirtschaftlicher Erholung noch etwas zu. Im Gegenzug geht die Arbeitslosigkeit zurück. Darüber hinaus steigt auch die Arbeitszeit je Erwerbstätigen über vermehrte Überstunden leicht an. Allerdings ist auch hier der Spielraum

2025/26 angespannter Arbeitsmarkt und sich erholende Arbeitsproduktivität

nach oben begrenzt, denn die Arbeitszeit ist durch den zunehmenden Anteil von Frauen und Älteren, die jeweils häufiger in Teilzeit arbeiten, in der längerfristigen Betrachtung tendenziell rückläufig. Insgesamt nimmt die Anspannung am Arbeitsmarkt weiter zu. Im Jahr 2026 kommt aufgrund der Verknappung des Arbeitsangebots sowohl der Anstieg der Beschäftigung als auch derjenige der Arbeitszeit weitgehend zum Erliegen. Die Arbeitslosigkeit geht zugleich nochmals leicht zurück. Mit steigender Berufserfahrung der Zugewanderten und erhöhter Kapazitätsauslastung der Unternehmen wird die wirtschaftliche Erholung gegen Ende des Projektionszeitraums vor allem von einer zuvor gedämpften, sich dann aber erholenden Arbeitsproduktivität getragen.

Arbeitskosten und Preise

Die bislang im laufenden Jahr vereinbarten Tarifabschlüsse fielen nochmals höher aus als die bereits kräftigen Ergebnisse des Jahres 2022. Dabei spielte der Ausgleich vorheriger Reallohnverluste weiter eine wesentliche Rolle. Weit verbreitet ist eine Kombination von spürbaren steuer- und abgabenfreien Inflationsausgleichsprämien und hohen dauerhaften Tarifierhebungen. Die nach der Juni-Projektion vereinbarten Tarifabschlüsse lagen dabei deutlich über den Erwartungen. Dies betraf vor allem kleinere Branchen. Zugleich erwiesen sich die Verhandlungen in einigen größeren Branchen als sehr zäh. So lässt ein Abschluss in den bereits seit April laufenden Verhandlungen im Einzelhandel sowie im Groß- und Außenhandel weiter auf sich warten. Dadurch verschiebt sich gegenüber den Annahmen der Projektion vom Juni im Handel die erwartete Lohnsteigerung in das Jahr 2024. Der Tarifabschluss im Öffentlichen Dienst der Länder vom 8. Dezember 2023 konnte nicht mehr berücksichtigt werden.¹⁷⁾ Sowohl im Handel als auch im Öffentlichen Dienst der Län-

Kräftige Tarifabschlüsse und Verzögerungen bei Tarifverhandlungen im laufenden Jahr

¹⁷ Der Abschluss wurde in der Projektion in Bezug auf die Zusammensetzung und das zeitliche Profil gut antizipiert. Er fiel allerdings insgesamt vom Volumen her noch höher aus als erwartet.

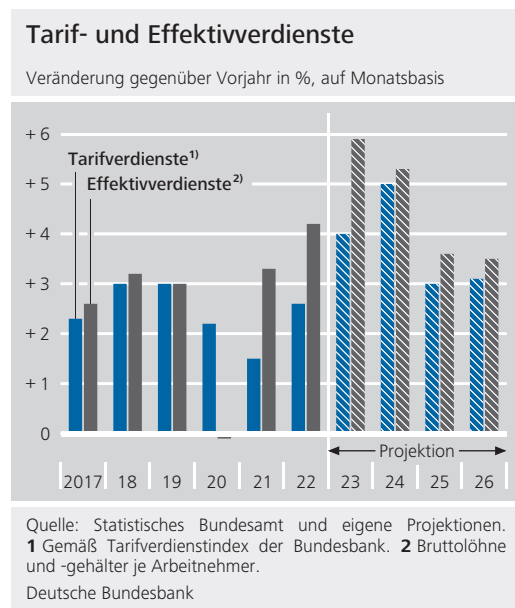
der wurden im laufenden Jahr keine tariflich erhöhten Lohnauszahlungen mehr unterstellt. Diese Verschiebungen betreffen rund sechs Millionen Beschäftigte und führen dazu, dass die gesamtwirtschaftlichen Tarifverdienste 2023 mit 4,0 % etwas weniger stark zunehmen als in der Projektion vom Juni veranschlagt.¹⁸⁾

Tarifverdienste steigen 2024 stark, danach deutlich weniger, aber immer noch kräftig an

Zugleich wurde die Projektion für 2024 kräftig auf 5,0 % aufwärtsrevidiert. Der stärker als erwartete und zum Teil zeitlich verzögerte Lohnanstieg der diesjährigen Tarifrunde überwiegt dabei gegenüber den angesichts des im Vergleich zur Projektion vom Juni schwächeren Konjunkturausblicks deutlich heruntergenommenen Annahmen für die Lohnabschlüsse 2024. Diese fallen zwar wesentlich niedriger als in den Vorjahren aus. Sie sind allerdings immer noch vergleichsweise hoch. Dahinter steht, dass die Kaufkraftverluste der vorangegangenen Jahre noch nicht vollständig kompensiert sind, die Inflation zwar nachlassend aber weiterhin überdurchschnittlich hoch ist und sich der Arbeitsmarkt insgesamt robust darstellt. Das nachlassende Lohnwachstum wird allerdings erst im Jahr 2025 in der Projektion der Tarifverdienste deutlich erkennbar. Dann entfallen zudem die Inflationsausgleichsprämien. Insgesamt ermäßigt sich der Tariflohnanstieg in den Jahren 2025 und 2026 auf Raten von jeweils etwa 3 %. Er liegt dann immer noch in etwa auf dem Niveau der wirtschaftlich günstigen Jahre 2018 und 2019.

Effektivverdienste nehmen durchgängig noch stärker zu als Tarifverdienste

Die Effektivverdienste nehmen im Projektionszeitraum durchgängig noch stärker zu als die Tarifverdienste. Im laufenden Jahr tragen dazu die Kompensation der hohen Inflation, Personalengpässe, längere Arbeitszeiten, höhere Erfolgsprämien und die vom Mindestlohnschub im Oktober 2022 ausgelösten starken Lohn erhöhungen unter Geringverdienern bei.¹⁹⁾ Mit knapp 6 % erreichen die Effektivverdienste im laufenden Jahr die höchste Zuwachsrate seit mehr als 30 Jahren. Anders als die Tariflöhne steigen sie schon im kommenden Jahr etwas weniger stark an. Die Mindestlohnhebung ab Januar 2024 gibt kaum Impulse. Hinzu kommen



vor allem die Auswirkungen der noch gedämpften Konjunktur und damit verbunden niedrigere Erfolgsprämien. In den Jahren 2025 und 2026 lässt der Lohnanstieg dann deutlicher nach. Er bleibt mit Raten in der Größenordnung von 3 ½ % aber weiterhin höher als im historischen Durchschnitt seit der Wiedervereinigung. Dies liegt an einer Kombination aus hoher Arbeitsmarkttanspannung und Nachholbedarf aus der Zeit der hohen Inflation. Die Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer legen ähnlich kräftig zu wie die Effektivverdienste – 2025 und 2026 sogar noch etwas stärker, da sich die Sozialbeiträge der Arbeitgeber erhöhen.

Im Verbund mit einer rückläufigen Wirtschaftsaktivität und einem stabilen Arbeitsmarkt steigen die Lohnstückkosten im laufenden Jahr überaus kräftig an. Ihr Zuwachs trägt maßgeblich zur erheblichen Binneninflation bei. Zudem können die Unternehmen im Jahresdurchschnitt

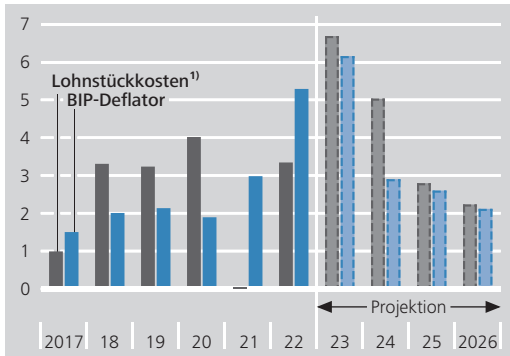
Erhebliche Binneninflation geht dank Normalisierung der Gewinnmargen zurück

18 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.

19 Auch die bereits von einigen größeren Arbeitgebern aufgrund des lange überfälligen Tarifabschlusses im Handel weggenommenen Auszahlungen steigern die Lohndrift 2023. Die nachgeholt Tarifrunden führen dann zu einem Gegeneffekt auf die Lohndrift 2024.

Lohnstückkosten und BIP-Deflator

Veränderung gegenüber Vorjahr in %,
 saison- und kalenderbereinigt



Quelle: Statistisches Bundesamt, eigene Berechnungen und eigene Projektionen. ¹⁾ Quotient aus dem im Inland entstandenen Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und dem realen BIP je Erwerbstätigen.

Deutsche Bundesbank

ihre Gewinnmargen noch einmal etwas ausweiten. Bereits in den Vorjahren waren die Margen in einem Umfeld aus starker und zum Teil – etwa in Form erhöhter Auftragsbestände – aufgestauter Nachfrage, angebotsseitigen Engpässen und hohen Inflationsraten kräftig angestiegen. Zuletzt ermäßigten sie sich jedoch bereits wieder ein Stück weit. Da sich die Wirtschaft im kommenden Jahr bei robuster Beschäftigung nur allmählich erholt, die Löhne aber weiterhin sehr kräftig steigen, ist der Druck von den Lohnstückkosten nochmals sehr hoch. Die Unternehmen dürften diese Entwicklung jedoch über ihre Gewinne abfedern. Denn sie kommen aus einer sehr auskömmlichen Ertragslage, die Lieferengpässe haben sich 2024 weitgehend aufgelöst und die aufgestaute Nachfrage bildet sich zurück – auch infolge der geldpolitischen Straffung. Die gesamtwirtschaftlichen Gewinnmargen sinken daher 2024 kräftig ab und erreichen 2025 etwa das Vor-Pandemie-Niveau. Ab 2025 trägt neben dem schwächeren Lohnwachstum auch die sich erholende Arbeitsproduktivität dazu bei, dass der Anstieg der Lohnstückkosten merklich nachlässt. Vor diesem Hintergrund ermäßigt sich die am BIP-Deflator gemessene Binneninflation 2024 spürbar, von 6,2% im laufenden Jahr auf 2,9%, und geht im weiteren Projektionszeitraum schrittweise auf 2,1% im Jahr 2026 zurück.

Nachdem die Inflationsrate im vergangenen Jahr einen historischen Höchststand von (gemessen am HVPI) 8,7% erreicht hatte, ging sie im Verlauf dieses Jahres spürbar zurück. Sie dürfte im Jahresdurchschnitt 2023 einen Wert von 6,1% erreichen. Ursächlich für die ermäßigte Teuerung ist vor allem der rückläufige Preisanstieg bei Energie – hier dämpften zunächst staatliche Entlastungsmaßnahmen und schließlich sinkende Notierungen für Energieträger. Bei Nahrungsmitteln wird die Verteuerung dagegen wohl im Jahresdurchschnitt erneut zweistellig ausfallen, auch wenn sie sich im Jahresverlauf bereits kräftig ermäßigte, und bei einzelnen Produkten die Preise sogar deutlich gesenkt wurden. Ohne Energie und Nahrungsmittel (Kernrate) erreicht die Teuerung erst in diesem Jahr ihre Spitze von wohl 5,1%. Vor allem bei den Dienstleistungen zieht sie im Vergleich zum Vorjahr noch weiter an. Hier spielte zunächst eine noch aufgestaute Nachfrage nach Leistungen, die während der Pandemie nicht verfügbar waren, eine Rolle. Diese erlaubte in einigen Branchen eine Ausweitung der Gewinnmargen. Hinzu kommen der kräftige Lohnanstieg, verzögerte Anpassungen an die starke Erhöhung des allgemeinen gesetzlichen Mindestlohns im Oktober 2022 und die Nachwirkungen des erheblichen Energiepreisanstiegs im vergangenen Jahr. Bei Industriegütern ohne Energie fällt der Preisanstieg im Jahresdurchschnitt 2023 erneut weit überdurchschnittlich aus. Hier wirkten sich zunächst noch Störungen in den Lieferketten aus, die sich allerdings im Jahresverlauf abbauten, sodass der Preisanstieg auf der Verbraucherstufe in der zweiten Jahreshälfte abnahm.

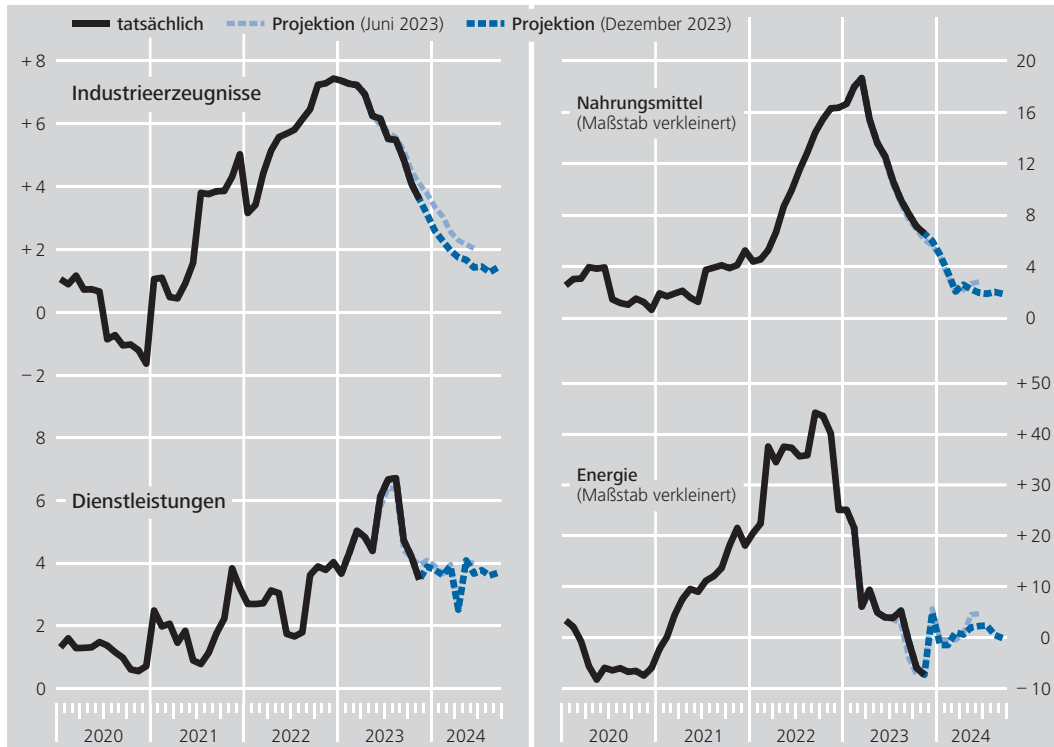
Die Projektion vom Juni hatte für die zweite Jahreshälfte 2023 einen kräftigen Rückgang der Inflationsrate unterstellt, auch weil der starke Preisanstieg vor Jahresfrist zunehmend aus der Berechnung entfällt. Die tatsächliche Entwicklung war sogar noch etwas ausgeprägter. So fiel die HVPI-Rate insgesamt im November mit 2,3% um 0,4 Prozentpunkte niedriger aus als erwartet. Bei der Kernrate waren es sogar 0,5 Prozentpunkte. Dabei spielte zwar auch eine

Gesamtinflation rate ermäßigt sich 2023, während Kernrate erst ihre Spitze erreicht

Inflationsrate ging bis November stark zurück, wird aber in kommenden Monaten wieder deutlich höher ausfallen

Jüngste Revisionen der Projektionen der HVPI-Komponenten in Deutschland

Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quelle: Statistisches Bundesamt und eigene Projektionen.
 Deutsche Bundesbank

Rolle, dass sich der Preisanstieg bei Industriegütern ohne Energie im Gefolge der Preisentwicklung auf den vorgelagerten Stufen schneller abschwächte als angenommen. Aber es spiegeln sich darin auch zu einem großen Teil unerwartet starke Preiseinbrüche bei einigen Dienstleistungen mit schwankenden Preisverläufen wie Flugreisen wider, die wohl nicht von Dauer sein werden. Die vergleichsweise niedrigen Raten dürfen daher nicht über den noch weiterhin hohen, zugrunde liegenden Preisdruck hinwegtäuschen. Die Kernrate lag im November immer noch bei 3,5%. Außerdem wird die Gesamtrate in den kommenden Monaten wieder deutlich höher ausfallen. Vor allem im Dezember ist mit einem erheblichen Sprung zu rechnen, denn im vergangenen Jahr hatte die staatliche Übernahme der Abschlagsrechnung für Gas und Fernwärme das Preisniveau vorübergehend kräftig gedrückt.

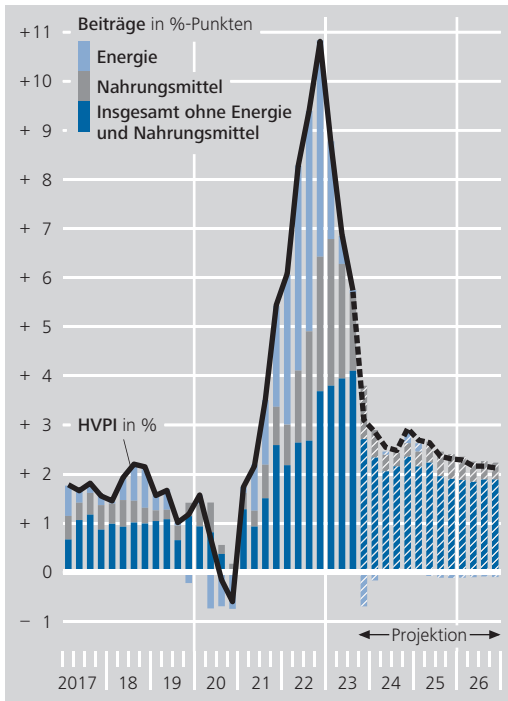
Im nächsten Jahr dürften die sinkenden Gewinnmargen Druck von der Kerninflation nehmen.

Gerade bei Industriegütern ohne Energie geht dann die Verteuerung ein gutes Stück zurück. Allerdings bleibt sie weiterhin überdurchschnittlich, denn der Preisdruck aufgrund steigender Arbeitskosten ist weiterhin sehr hoch. Da die Löhne einen größeren Einfluss auf die Dienstleistungspreise haben als auf andere Preiskomponenten, schmilzt dort der Preisanstieg weniger deutlich ab. Bei Nahrungsmitteln geht die Inflationsrate dagegen trotz des Lohnanstiegs deutlich zurück, da die landwirtschaftlichen Erzeugerpreise im Euroraum den Annahmen zufolge niedriger ausfallen. Auch für die Energierohstoffe werden sinkende Notierungen angenommen. Die Wirkung auf den Preisanstieg bei Energie wird allerdings zum einen dadurch etwas gebremst, dass die staatlichen Maßnahmen zur Dämpfung des Energiepreisanstiegs auslaufen. Dies betrifft beispielsweise die temporäre Senkung des Mehrwertsteuersatzes auf Gas und Fernwärme sowie die Preisbremsen auf

Gesamt- und Kernrate gehen nächstes Jahr merklich ...

Beiträge der Komponenten zur HVPI-Gesamtrate

Veränderung gegenüber Vorjahr



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

Strom- und Gasstarife.²⁰⁾ Zum anderen wird die jährliche Anhebung des CO₂-Preises auf fossile Energieträger, welche 2023 ausgesetzt worden war, wieder aufgenommen. Sie wird in den drei kommenden Jahren einen merklichen Beitrag zur Energieteuerung leisten.²¹⁾ Insgesamt dürfte sich die Inflationsrate 2024 auf 2,7 % ermäßigen und damit mehr als halbieren. Für die Kernrate wird ein Rückgang auf 3,0 % erwartet.

In den Jahren 2025 und 2026 bleiben die Energiepreise gemäß der Projektion recht stabil und tragen somit kaum noch zur allgemeinen Teuerung bei.²²⁾ Anders verhält es sich bei den Nahrungsmitteln. Dort sorgt der anhaltende Lohn- und Preisdruck für weiter kräftig steigende Preise, da es keine weitere Entlastung seitens der landwirtschaftlichen Erzeugerpreise mehr gibt. Die geldpolitische Straffung entfaltet zwar weiterhin ihre Wirkung. Die Kernrate geht gleichwohl nur langsam weiter zurück. Denn sie wird ebenfalls vor allem durch die kräftige Lohndynamik auf hohem Niveau gehalten. Der starke Anstieg der

... und 2025 sowie 2026 langsam weiter zurück, bleiben aber überdurchschnittlich

Lohnstückkosten in den Jahren 2023 und 2024 wirkt noch eine Weile nach. Und das weitere Lohnwachstum bleibt überdurchschnittlich, auch wenn es nicht mehr so stark ausfällt wie in den Vorjahren. Alles in allem geht die Gesamtrate bis 2026 auf 2,2 % zurück und die Kernrate auf 2,3 %. Damit bleiben beide Raten im längerfristigen Vergleich überdurchschnittlich.

Öffentliche Finanzen

Die gesamtstaatliche Defizitquote fällt von 2,5 % im Jahr 2022 gemäß dieser Projektion auf 2,0 % im laufenden Jahr. Temporäre Krisenmaßnahmen sind 2023 wesentlich weniger gewichtig, was die Budgets im Vorjahresvergleich entlastet (vgl. die Ausführungen auf S. 22). Andere Entwicklungen belasten die Staatsfinanzen. So schiebt die Inflation die Ausgaben erheblich an. Insbesondere die Vorleistungen sowie die Zinsausgaben für inflationsindexierte Wertpapiere legen deutlich zu. Abgesehen davon steigen die Ausgaben für Verteidigung und Klimapolitik. Auch die konjunkturelle Entwicklung belastet den Haushalt etwas. Zusätzlich entwickeln sich die gewinnabhängigen Steuern deutlich schwächer, als es auf Basis der gesamtwirtschaftlichen Bezugsgrößen zu erwarten wäre – anders als im Vorjahr, in dem sie deutlich stärker zulegen, als es die Bezugsgrößen nahegelegt hätten.

Defizitquote sinkt 2023, weil Corona-Maßnahmen abnehmen

Gemäß der Projektion sinkt die Defizitquote 2024 deutlich auf 1,3 % und bleibt in den Folgejahren nahezu unverändert (zur Berücksichtigung des Urteils des Bundesverfassungsgerichts zur Schuldenbremse vgl. S. 21 f.). Die temporären Krisenhilfen entfallen 2024 weit-

Temporäre Belastungen aus Krisenmaßnahmen entfallen bis Ende 2024

20 In der Projektion wird unterstellt, dass die Preisbremsen zum Ende dieses Jahres auslaufen. Während die durchschnittlichen Endkundertarife für Strom dann bereits unter den Bremsenwert gefallen sein könnten, liegen die Endkundertarife für Gas beim Auslaufen der Bremse möglicherweise noch etwas über deren Wert.

21 Zur Inflationswirkung der Anhebung des CO₂-Preises vgl. die Ausführungen auf S. 34.

22 Die Anhebungen des CO₂-Preises gleichen die annahmegemäß weiter sinkenden Terminnotierungen für Energierohstoffe in etwa aus.

gehend und 2025 vollständig. Das Defizit sinkt dadurch für sich genommen stark, vor allem im kommenden Jahr. Die schwache Konjunktur strahlt zunächst noch aus. Erst im Jahr 2026 bildet sich der dämpfende Konjunkturlauf wieder zurück und ist dann bezogen auf das Defizitniveau neutral.

Struktureller Saldo verschlechtert sich, weil vor allem Ausgaben für Militär und Renten deutlich wachsen

Ohne die vorübergehenden Einflüsse durch Krisenmaßnahmen und Konjunktur, also in struktureller Betrachtung, verschlechtert sich der Saldo sukzessive. Vor allem die Aufwendungen für Militär legen ab dem kommenden Jahr deutlich zu. Außerdem erhöhen sich 2024 die Zuschüsse zur Finanzierung der EEG-Umlage stark. Denn die Vermarktung des Stroms von Erneuerbare-Energien-Anlagen deckt die zugesicherten Erlöse nicht ab, und die Rücklagen aus der EEG-Umlage sind dann verbraucht. Die Arbeitnehmerentgelte im Öffentlichen Dienst wachsen stark, was vor allem an hohen Entgeltanpassungen liegt.²³⁾ Darüber hinaus steigen die Rentenausgaben dynamisch. Hier schlagen sich vor allem die hohen gesamtwirtschaftlichen Lohnsteigerungen zeitverzögert nieder. Aber auch die demografische Entwicklung spielt eine Rolle: Mehr und mehr Personen erreichen das Rentenalter. Die Ausgaben für Gesundheit und Pflege wachsen ebenfalls stärker als die Bezugsgrößen der Sozialbeiträge. Diese Lücke wird aber zu einem guten Teil durch annahmegemäß höhere Beitragssätze ausgeglichen. Bei den Zinsausgaben sinken zwar ab 2024 die Lasten aus inflationsindexierten Schuldtiteln. Es überwiegen aber die zunehmenden Refinanzierungskosten.

Schuldenquote sinkt Richtung 60 %

Die Schuldenquote bleibt auf einem Abwärtstrend und liegt gemäß dieser Projektion Ende 2026 bei 60,7 % (2022: 66,1 %). Der Rückgang geht im Wesentlichen auf ein stark wachsendes nominales BIP zurück (Nennereffekt). Darüber hinaus führt der Bund Schulden im Zusammenhang mit Corona-Hilfskrediten und Bad-Bank-Portfolios aus der Finanzkrise zurück. Würde das von der Bundesregierung angekündigte Generationenkapital umgesetzt, erhöhte dies die Schuldenquote für sich genommen. Denn

der dafür benötigte Kapitalaufbau soll im Wesentlichen aus Krediten finanziert werden.²⁴⁾ Die Tilgungsbeträge, die Deutschland für das EU-Programm Next Generation EU zugesagt hat, sind in der hier ausgewiesenen Maastricht-Schuldenquote nicht enthalten. Sie steigen bis 2026 voraussichtlich auf 2,3 % des BIP. Sie sollten bei ökonomischen Analysen der deutschen Schuldenquote hinzugerechnet werden.²⁵⁾

■ Risikobeurteilung

Die hier dargestellten makroökonomischen Projektionen unterliegen einer Reihe von Unsicherheitsfaktoren. In der Gesamtschau überwiegen gegenwärtig für das Wirtschaftswachstum die Abwärts- und für die Inflation die Aufwärtsrisiken.

Risiken für das Wirtschaftswachstum abwärts-, für die Inflationsrate aufwärtsgerichtet

Die finanzpolitische Ausrichtung und ihr Einfluss auf die Wirtschaft sind nach dem Urteil des Bundesverfassungsgerichts zur Schuldenbremse teils noch unsicher. Die deutsche Finanzpolitik hat nach Abschluss der Projektion zwar auf das Urteil reagiert, vor allem im Hinblick auf die Bundesfinanzen 2024. Für die Projektion zeichnet sich dadurch kein wesentlicher Revisionsbedarf ab (vgl. die Ausführungen auf S. 34). Teile der Vereinbarungen müssen aber noch konkretisiert werden, und auch Reaktionen auf Ebene der Länder stehen teils noch aus. Unsicher bleibt außerdem, wie der weitere Klima- und Transformationspolitische Kurs ab 2025 konkret ausgestaltet und finanziert werden soll. Damit einher geht auch eine Unsicherheit bezüglich wichtiger Rahmenbedingungen für die deutsche Wirtschaft.

Fiskalpolitische Entscheidungen stehen teils noch aus

Darüber hinaus bestehen geopolitische Risiken, vor allem in Bezug auf die Kriege in der Ukraine und dem Nahen Osten. Eine Intensivierung der

²³ Die nach Abschluss der Projektion erzielte Tarifeinigung der Länder übertrifft die Annahmen zur Entgeltanpassung bei den Ländern in der Projektion. Die Auswirkung auf die gesamtsstaatliche Defizitprojektion ist gering.

²⁴ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2023f).

²⁵ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2022b).

Was bedeuten die jüngsten Ankündigungen zu den Bundesfinanzen 2024 für die Projektion?

Die Projektion enthält Annahmen, wie die Fiskalpolitik auf das Urteil des Bundesverfassungsgerichts reagiert (vgl. Ausführungen auf S. 21f.). Nach Abschluss der Projektion trafen die Spitzen der Bundesregierung neue Beschlüsse zu den Bundesfinanzen 2024. Zwar sind bei Redaktionsschluss nur wenige Einzelheiten bekannt. In der Gesamtschau zeichnet sich aber zu diesem Zeitpunkt kein wesentlicher Revisionsbedarf für die Projektion ab – weder hinsichtlich des fiskalischen noch des gesamtwirtschaftlichen Ausblicks.

Die Ankündigungen deuten darauf hin, dass die indirekten Abgaben etwas stärker steigen dürften als in der Projektion angelegt. Dies betrifft den Preis für nationale CO₂-Zertifikate in den Jahren 2024 und 2025 und weitere indirekte Abgaben (insbesondere eine neue Plastikabgabe). Die Ausgaben liegen in den Planungen anscheinend auch etwas höher als in der Projektion angesetzt. Allerdings ist die Informationslage hierzu lückenhafter. Insgesamt erscheint die für 2024 bis 2026 projizierte Defizitquote von 1,3 % weiter plausibel. Der Bundesfinanzminister hat für 2024 eine nur wenig höhere Quote von 1,5 % in Aussicht gestellt.

Für die meisten makroökonomischen Größen der Projektion ist damit auch kein größerer Änderungsbedarf angelegt. Allerdings hat der höhere CO₂-Preis eine direkte Wirkung auf die Verbraucherpreise. In der Basislinie der Projektion wurde noch unterstellt, dass der Festpreis pro Tonne CO₂ von momentan 30 € zum Januar 2024 auf 40 € und zum Januar 2025 auf 50 € angehoben wird. Für das Jahr 2026 wurde der Maximalpreis von 65 € angenommen. Diese Anhebungen hätten die Rate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) insgesamt in den

Jahren 2024 und 2025 jeweils um rund 0,15 Prozentpunkte und im Jahr 2026 um gut 0,2 Prozentpunkte erhöht.¹⁾ Nach den jüngsten Ankündigungen fällt die Anhebung des CO₂-Preises im kommenden Jahr auf dann 45 € zunächst stärker aus. Die Wirkung auf die HVPI-Rate erhöht sich dadurch um 0,1 Prozentpunkte. 2025 soll der neue CO₂-Preis dann 55 € betragen. Damit bleibt es bei einer Erhöhung um 10 €, sodass sich an der Inflationswirkung nichts ändert. Für das letzte Projektionsjahr wird weiterhin der Maximalpreis von 65 € unterstellt. Der Sprung auf diesen Preis fällt aber nun kleiner aus als zuvor. Gegenüber der Basislinie wird daher der Beitrag auf die HVPI-Rate um knapp 0,1 Prozentpunkte verringert. Weitere vorgesehene Maßnahmen, wie beispielsweise die Erhebung einer Plastiksteuer oder einer Kerosinsteuer auf Inlandsflüge, sind noch zu unspezifisch, um eine genaue Aussage zu ihrer Inflationswirkung zu treffen. Sie dürften tendenziell preisstärkend wirken, wobei der Effekt aber vermutlich begrenzt ist. So haben beispielsweise Inlandsflüge einen Anteil von weniger als einem halben Prozent am HVPI-Warenkorb.

¹⁾ Zur Berechnungsweise der Auswirkungen basierend auf dem Ende 2019 vorgesehenen Preispfad vgl.: Deutsche Bundesbank (2019).

Risiken aufgrund geopolitischer Spannungen und im Hinblick auf die Energieversorgung

geopolitischen Konflikte dürfte zu Anspannungen auf den internationalen Energie- und Rohstoffmärkten führen und könnte erneute Lieferkettenstörungen auslösen. Sollte sich der Krieg im Nahen Osten verschärfen und auf (rohöllexportierende) Nachbarstaaten übergreifen, könnte der Rohölpreis ansteigen anstatt, wie in der Projektion unterstellt, zu fallen. Dies würde die deutsche Konjunktur belasten und gleichzeitig die Inflation befeuern. Ähnliche Konsequenzen drohen, falls sich die Versorgungssituation bei Erdgas hierzulande erneut verschärfen sollte. Die Gasspeicher sind zwar gegenwärtig deutlich besser gefüllt, als es in der Vergangenheit zu dieser Jahreszeit üblich war. Die Gefahr einer Gasmangellage wird dementsprechend von der Bundesnetzagentur zurzeit als gering eingeschätzt.²⁶⁾ Restrisiken bestehen aber fort. Sie betreffen etwa einen überdurchschnittlich kalten Winter oder das Ausbleiben russischer Gaslieferungen nach Südeuropa. In ersterem Fall würde die Gasnachfrage hierzulande höher ausfallen. Im zweiten Fall stünde weniger Gas zur Verfügung, weil Deutschland mehr Gas nach Südeuropa exportieren würde.²⁷⁾

Das Risiko, dass sich der Inflationsprozess als hartnäckiger herausstellt als in der Projektion angenommen, ist zwar dank der geldpolitischen Straffung verringert, aber noch nicht gebannt.

So könnte die Kombination aus vorangegangenen Reallohnverlusten und steigender Arbeitsmarktanspannung zu einem noch stärkeren Lohnwachstum führen. Dies hätte wohl entsprechend höhere Zweitrundeneffekte auf die Verbraucherpreise zur Folge. Die Inflation könnte auch dann länger erhöht bleiben, wenn die Unternehmen den Druck von den Lohnstückkosten weniger durch abschmelzende Gewinnmargen abfedern als in der Projektion unterstellt. Dazu könnte es etwa im Falle einer geringeren Wettbewerbsintensität oder einer günstigeren Nachfragesituation kommen. In einem noch länger anhaltenden Hochinflationsumfeld stiege letztlich die Gefahr, dass sich die Wirtschaftsakteure an die erhöhte Inflation gewöhnen und ihre langfristigen Inflationserwartungen nach oben anpassen. Dann könnte sich die Inflation weiter verfestigen.

Risiko einer persistenteren Inflation aufgrund stärker steigender Löhne oder weniger kräftig sinkender Gewinnmargen

²⁶ Vgl.: Bundesnetzagentur (2023).

²⁷ Seit Abschluss der Projektion sind die Terminnotierungen für die Energierohstoffpreise insbesondere für die kurze Frist zurückgegangen. Auch weitere technische Annahmen der Projektion haben sich seither verändert. So sind die Markterwartungen für den Euribor und die Rendite auf langfristige Staatsanleihen im Euroraum gesunken. Zudem hat der Euro abgewertet. Isoliert betrachtet würden sich diese veränderten Rahmenbedingungen über den Projektionszeitraum leicht positiv auf das BIP-Wachstum auswirken. Sie würden die Inflationsrate im kommenden Jahr leicht dämpfen, in den Jahren 2025 und 2026 aber leicht erhöhen.

■ Literaturverzeichnis

Bundesnetzagentur (2023), Aktuelle Lage der Gasversorgung in Deutschland, abrufbar unter: https://www.bundesnetzagentur.de/DE/Gasversorgung/aktuelle_gasversorgung/start.html.

Deutsche Bundesbank (2023a), Mühsame Erholung bei hoher, nur allmählich nachlassender Inflation – Perspektiven der deutschen Wirtschaft bis 2025, Monatsbericht, Juni 2023, S. 13–37.

Deutsche Bundesbank (2023b), Internationales und europäisches Umfeld, Monatsbericht, November 2023, S. 13–24.

Deutsche Bundesbank (2023c), Zu den Triebkräften des europäischen Gaspreises, Monatsbericht, November 2023, S. 20 f.

Deutsche Bundesbank (2023d), Bundesverfassungsgericht urteilt zur Schuldenbremse, Monatsbericht, November 2023, S. 70–72.

Deutsche Bundesbank (2023e), Konjunktur in Deutschland, Monatsbericht, November 2023, S. 54–61.

Deutsche Bundesbank (2023f), Zum geplanten Generationenkapital zur Entlastung der Rentenfinanzen, Monatsbericht, November 2023, S. 80–82.

Deutsche Bundesbank (2022a), Auswirkungen dauerhaft höherer Energiekosten auf das deutsche Produktionspotenzial, Monatsbericht, Dezember 2022, S. 29 f.

Deutsche Bundesbank (2022b), Fehlende Angaben zu Defiziten und Schulden der EU-Ebene verzerren die Fiskalanalyse, Monatsbericht, Juni 2022, S. 79.

Deutsche Bundesbank (2019), Auswirkungen des Klimapakets auf Wirtschaftswachstum und Inflationsrate, Monatsbericht, Dezember 2019, S. 30 f.

Europäische Zentralbank (2023), Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, Dezember 2023, abrufbar unter: https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202312_eurosystemstaff~9a39ab5088.en.html.

GfK (2023), Konsumklima: Abwärtstrend vorerst gestoppt, Pressemitteilung vom 28. November 2023, abrufbar unter: <https://www.gfk.com/de/presse/konsumklima-abwaertstrend-vorerst-gestoppt>.