

KIELER KONJUNKTUR- BERICHTE

Euroraum im Herbst 2023

Abgeschlossen am 06. September 2023

© Daniel Wolcke / IfW Kiel

Nr. 106 (2023 | Q3)

*Jens Boysen-Hogrefe, Dominik Groll, Stefan Kooths,
Nils Sonnenberg und Ulrich Stolzenburg*

Forschungszentrum
Konjunktur und Wachstum

INHALTSVERZEICHNIS

Der Konjunkturmotor stottert

Produktionsseitige Engpässe lassen etwas nach.....	7
Arbeitsmarkt: Weiter geringe Arbeitslosigkeit.....	8
Monetäre Rahmenbedingungen: Restriktionsgrad der Geldpolitik nimmt stetig zu.....	9
Mit dem Abflauen der Energiekrise wirkt die Finanzpolitik dämpfend.....	14
Ausblick: Aussichten am Konjunkturhimmel dürften sich allmählich aufhellen	17
Literatur	20

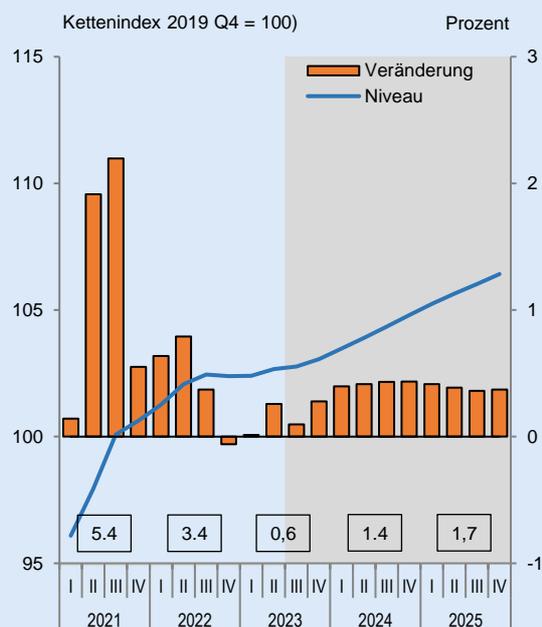
DER KONJUNKTURMOTOR STOTTERT

Jens Boysen-Hogrefe, Dominik Groll, Stefan Kooths, Nils Sonnenberg und Ulrich Stolzenburg

Die konjunkturellen Aussichten in der Währungsunion haben sich zuletzt wieder eingetrübt. Nach einer ohnehin nur mäßigen Expansion der Wirtschaftsleistung in der ersten Jahreshälfte zeichnen viele Frühindikatoren ein zunehmend dunkleres Konjunkturbild. So hat sich das Verbrauchervertrauen zwar weiter erholt, die Unternehmen waren allerdings zuletzt weitaus weniger zuversichtlich als noch vor ein paar Monaten; insbesondere in der Industrie ist die unternehmerische Stimmung derzeit schlecht. Diese negativen Stimmungstendenzen dürften sich allerdings nicht verfestigen. Angesichts wieder weitgehend normalisierter Energiepreise, steigender Realeinkommen sowie zunehmender Unterstützung aus dem weltwirtschaftlichen Umfeld wird die Konjunktur im Prognosezeitraum voraussichtlich wieder Tritt fassen. Allerdings bleibt die wirtschaftliche Dynamik verhalten, weil die Geldpolitik wohl nur vorsichtig gelockert werden wird. Insgesamt dürfte das Bruttoinlandsprodukt im laufenden Jahr um 0,6 Prozent zulegen, gefolgt von einem Zuwachs um 1,4 Prozent (2024) und 1,7 Prozent (2025). Die zuletzt noch hohe Inflation wird weiter nachgeben. Die Verbraucherpreise steigen im Durchschnitt des laufenden Jahres wohl um 5,6 Prozent, in den Folgejahren dürfte die Teuerungsrate mit 2,6 Prozent (2024) und 2,2 Prozent (2025) aber wieder deutlich niedriger ausfallen. Die Arbeitslosenquote bleibt vergleichsweise gering.

Die gesamtwirtschaftliche Produktion hat im ersten Halbjahr nur mäßig zugelegt. Das Bruttoinlandsprodukt im Euroraum hat im ersten Quartal des laufenden Jahres stagniert und ist im zweiten Quartal um 0,3 Prozent gestiegen (Abbildung 1). Die Energiekrise des Jahres 2022 und die rasche geldpolitische Straffung haben die konjunkturelle Erholung nach der Pandemie ins Stocken gebracht. Die wirtschaftliche Expansion seit Mitte 2022 war schwach, insbesondere gemessen an den Erwartungen aus der Zeit vor dem Krieg in der Ukraine, die von einem fortgesetzten Nach-Corona-Aufschwung ausgingen (z.B. Gern et al. 2021).

Abbildung 1:
Bruttoinlandsprodukt im Euroraum



Quartalsdaten, preis-, kalender- und saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal (rechte Skala). Gerahmt: Jahresdaten, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent.

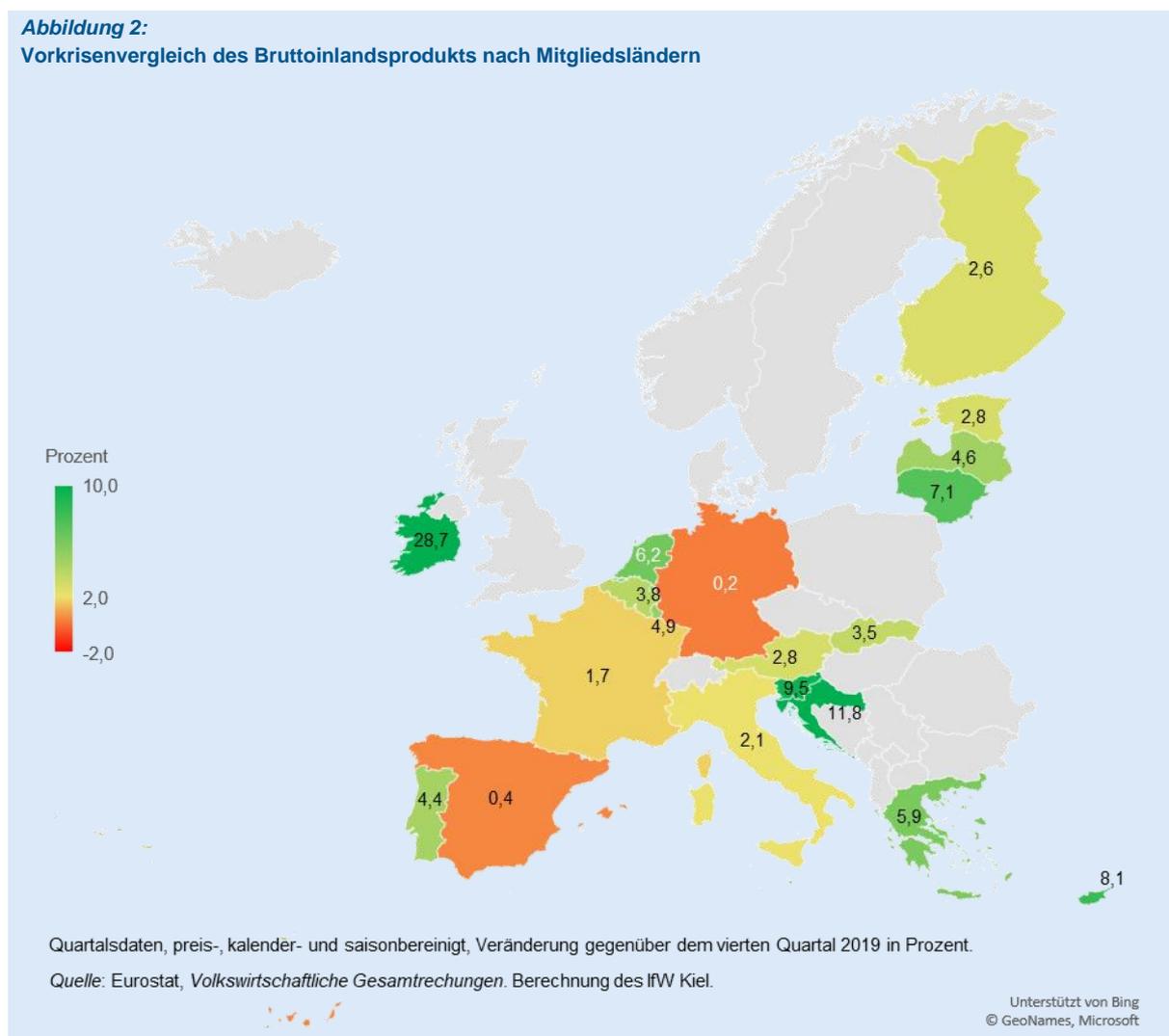
Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen. grau hinterlegt: Prognose des Ifw Kiel.

Kasten 1: Zum Stand der Auszahlungen des NextGenerationEU-Fonds (S. 15 – 16)

Die wirtschaftliche Aktivität im Euroraum ohne Irland¹ hat das Niveau aus der Zeit vor der Pandemie zuletzt um 1,8 Prozent überschritten. Im Euroraum insgesamt lag die Wirtschaftsleistung zuletzt 2,6 Prozent darüber. Deutschland und Spanien haben dabei den Vorkrisenstand nur knapp überschritten (Abbildung 2). Frankreich und Italien lagen rund zwei Prozent über diesem Referenzniveau, die übrigen Länder zumeist noch deutlich stärker. Neben Irland war die Entwicklung in den Niederlanden, Griechenland, Kroatien, Slowenien und Litauen besonders kräftig.

Zuletzt war die konjunkturelle Dynamik im Euroraum schwach, in einigen Ländern ging die Produktion sogar zurück. Die Wirtschaftsleistung schrumpfte im zweiten Quartal in Italien, den Niederlanden und Österreich und einigen kleineren Ländern, in Deutschland stagnierte sie, und in anderen Ländern – etwa Frankreich, Irland, Finnland – gab es hingegen kräftige Zuwächse. Eine ähnliche Reihung zeigt sich beim Blick auf die konjunkturelle Dynamik über die vergangenen vier Quartale (Abbildung 3). Im Euroraum insgesamt lag der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts in diesem Zeitraum bei 0,6 Prozent.

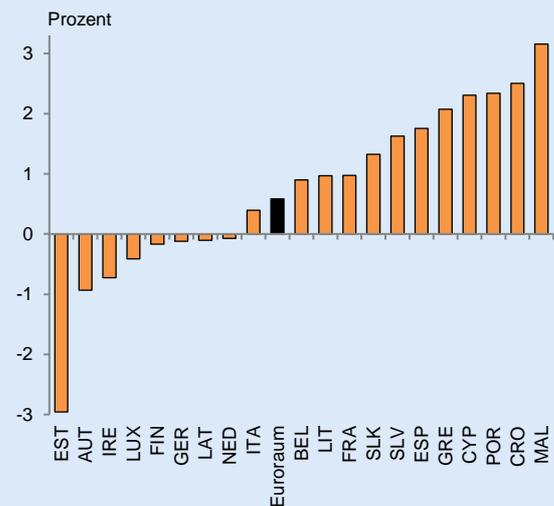
Abbildung 2:
Vorkrisenvergleich des Bruttoinlandsprodukts nach Mitgliedsländern



¹ Bereits seit einigen Jahren wurden wiederholt hohe Zuwachsraten und starke Fluktuationen in den volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für Irland

ausgewiesen. Diese gehen maßgeblich auf Steuergestaltungsaktivitäten multinationaler Unternehmen zurück (Stolzenburg 2016).

Abbildung 3:
Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts über die vergangenen vier Quartale



Quartalsdaten; preis-, kalender- und saisonbereinigt. Veränderung des zweiten Quartals 2023 gegenüber dem Vorjahresquartal. Griechenland, Luxemburg, Malta: basierend auf Q1.

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; Berechnungen des IfW Kiel.

Abbildung 4:
Bauinvestitionen

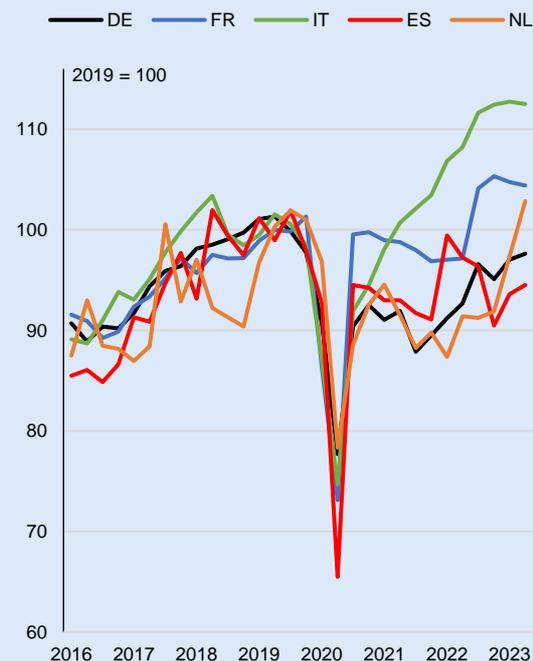


Quartalsdaten, preis-, kalender- und saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen.

In jüngerer Zeit war die Investitionstätigkeit in Italien subventionsbedingt außergewöhnlich stark. So sind die Bauinvestitionen in Italien nach der Pandemie um rund 30 Prozent gestiegen, viel stärker als in den anderen großen Mitgliedsländern (Abbildung 4). Hintergrund dürfte nicht zuletzt ein großzügiges staatliches Subventionsprogramm sein, das Anreize für private Bauinvestitionen setzt, das aber aufgrund der hohen fiskalischen Kosten seit Jahresbeginn allmählich zurückgefahren wird. Somit bestehen in diesem Bereich erhebliche Risiken für die zukünftige Entwicklung der Bautätigkeit und der Konjunktur in Italien, sofern diese Episode nur eine Art Strohfeuer nach einer längeren Durststrecke im italienischen Bausektor gewesen sein sollte. Auch die Ausrüstungsinvestitionen in Italien haben sich im selben Zeitraum weitaus kräftiger entwickelt als in den übrigen großen Volkswirtschaften des Euroraums (Abbildung 5). Dies dürfte ebenfalls mit dem besagten Subventionsprogramm im Zusammenhang stehen, welches auch auf andere Aktivitäten von Unternehmen und die Konjunktur insgesamt ausstrahlt. In Frankreich wurde seit Mitte 2022 wieder verstärkt in Ausrüstungsgüter investiert, aktuell liegt das dortige Investitionsniveau um rund 5 Prozent höher als vor der Pandemie. Dagegen war das das Niveau der Ausrüstungsinvestitionen in

Abbildung 5:
Ausrüstungsinvestitionen



Quartalsdaten, preis-, kalender- und saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen.

Deutschland, Spanien und auch in den Niederlanden fast durchgängig niedriger als im Jahr vor der Pandemie, was – kumuliert über die Jahre 2020 bis 2023 – auf erhebliche unterbliebene Investitionen hindeutet.

Die Verbraucherpreisinflation hat weiter nachgegeben, die Kernrate ist bislang jedoch nur wenig zurückgegangen. Die Verbraucherpreisinflation war seit Anfang 2021 kontinuierlich gestiegen und lag im Herbst 2022 im Gefolge hoher Rohstoff- und Energiepreisnotierungen zwischenzeitlich im zweistelligen Bereich (Abbildung 6). Seit Ende 2022 ist sie wieder rückläufig und sank stetig bis auf 5,3 Prozent im August. Die Kernrate der Inflation, die Preisänderungen von Energie und unverarbeiteten Lebensmitteln ausblendet, ist allerdings mit 6,2 Prozent erst wenig von ihrem zu Jahresbeginn erreichten Höchstwert zurückgegangen

Dienstleistungen verzeichneten bis zuletzt einen steigenden Preisauftrieb. Lebensmittel verteuerten sich im August um 9,8 Prozent gegenüber dem Vorjahresmonat, bei Industriewaren (ohne Energie) betrug der Preisauftrieb noch 4,8 Prozent (Abbildung 7). In beiden Kategorien hat der Preisauftrieb bereits nachgelassen. Im Gegensatz dazu stiegen die Preise von Dienstleistungen zuletzt weiter mit 5,5 Prozent; der Inflationstrend hat sich hier allenfalls abgeflacht.

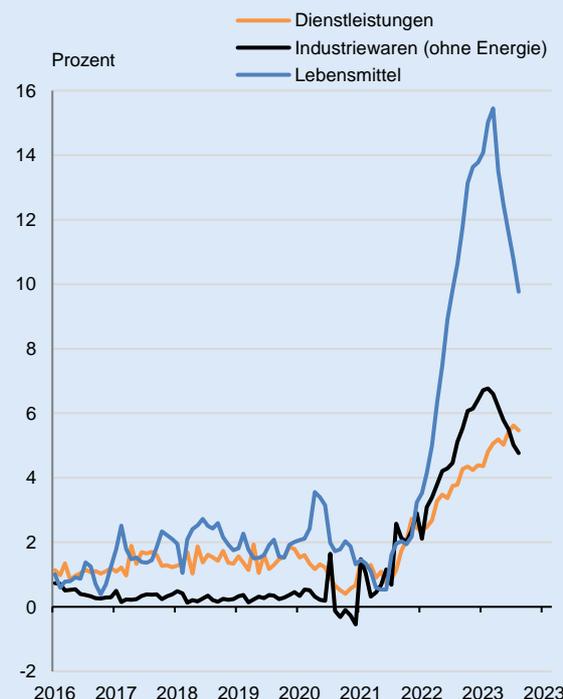
Abbildung 6:
Verbraucherpreise



Monatsdaten; Veränderung gegenüber dem Vorjahr. Kernindex: Gesamtindex ohne Energie und unverarbeitete Lebensmittel.

Quelle: Eurostat, Preisstatistik.

Abbildung 7:
Preisentwicklung bei Produkten außer Energie



Monatsdaten; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent.

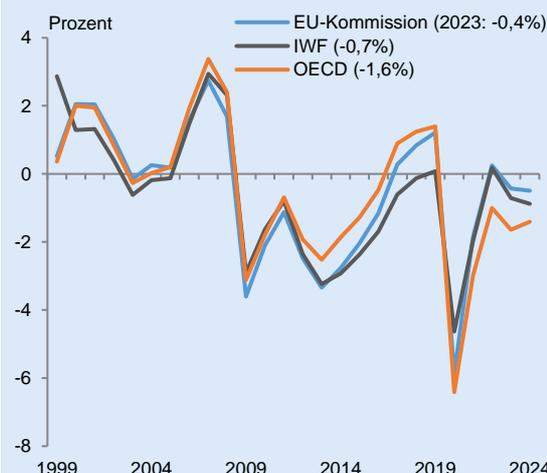
Quelle: Europäische Zentralbank, Berechnungen des IfW Kiel.

Produktionsseitige Engpässe lassen etwas nach

Im laufenden Jahr sind die anhand von Potenzialschätzungen gemessenen Produktionskapazitäten leicht unterausgelastet. Werden die jüngsten Schätzungen der Europäischen Kommission zur Produktionslücke im Euroraum mit unserer Konjunkturprognose kombiniert, so liegt die Produktionslücke im laufenden Jahr bei -0,4 Prozent (Abbildung 8). Tatsächlich rechnete die Europäische Kommission im Mai 2023 zwar mit Normalauslastung für das Jahr 2023. Angesichts der wohl etwas geringeren Zuwachses des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2023 (+0,6 Prozent in unserer aktuellen Prognose statt +1,1 Prozent in der Frühjahrsprognose der Kommission) ergibt sich nun eine leicht negative Produktionslücke im laufenden Jahr. In Verbindung mit der jüngsten Potenzialschätzung des Internationalen Währungsfonds (IWF) aus dem Juli 2023 liegt die entsprechend errechnete Produktionslücke im laufenden Jahr mit -0,7 Prozent noch etwas mehr im negativen Bereich, mit Daten der OECD liegt sie gar bei -1,6 Prozent.

Unternehmen berichten hingegen weiterhin von angebotsseitigen Engpässen, allerdings lässt ihr Ausmaß in der Industrie deutlich nach. Bei Industrieunternehmen war die Auslastung der Produktionskapazitäten – laut der jüngsten Befragung im Juli 2023 – weiter rückläufig und sank zuletzt unter den langjährigen Durchschnitt, bei den privaten Dienstleistern blieb sie hingegen überdurchschnittlich (Abbildung 9). Korrespondierend dazu ist der Anteil der Unternehmen, die einen Mangel an Nachfrage als wesentlichen produktionslimitierenden Faktor angeben, bei Industrieunternehmen merklich gestiegen, während er bei den Dienstleistern vergleichsweise niedrig blieb (Abbildung 10). Die weiteren Befragungen zeigen, dass der zuvor beklagte massive Mangel an Ausrüstung und Material in der Industrie (Lieferkettenproblematik) deutlich nachgelassen hat. Nichtsdestotrotz wird weiterhin – auch in der Industrie – eine spürbare Knappheit an Fach- und Arbeitskräften beklagt. Der Anteil der Unternehmen, deren Produktion durch einen Mangel an geeigneten Arbeitskräften beschränkt wird, ist weiter auf historisch extrem hohen Niveaus.

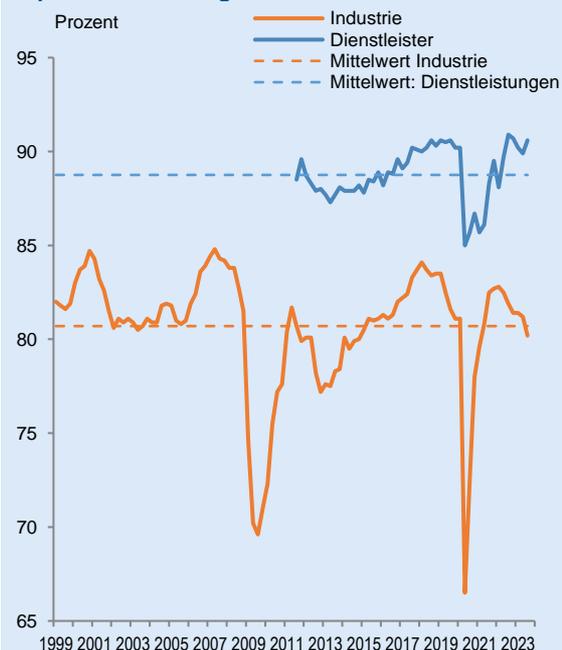
Abbildung 8: Produktionslücke im Euroraum



Jahresdaten. Schätzung der Produktionslücke, angepasst an die BIP-Prognose des IfW Kiel. In Klammern: Produktionslücke für das laufende Jahr. OECD: BIP-gewichtete Produktionslücke der Mitgliedsländer.

Quellen: Internationaler Währungsfonds, *WEO* (Juli 2023); OECD, *Economic Outlook* (Juni 2023); Europäische Kommission, *Frühjahrsprognose Mai 2023*; Berechnungen des IfW Kiel.

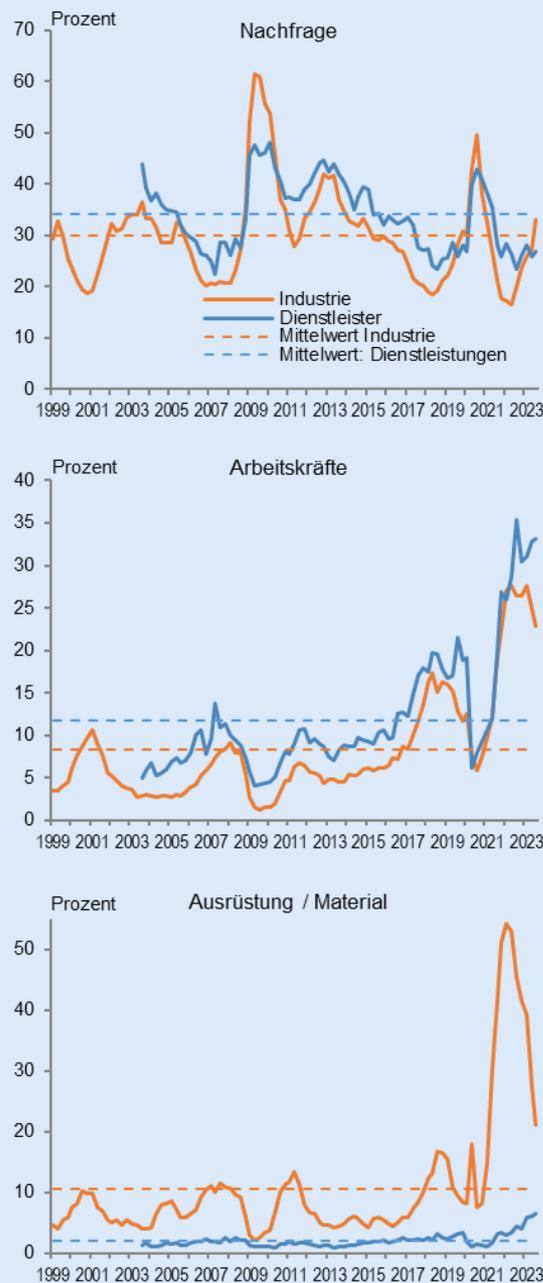
Abbildung 9: Kapazitätsauslastung



Quartalsdaten, saisonbereinigt. Mittelwerte seit 1999.

Quelle: Europäische Kommission, *Industry Survey* und *Services Survey*; Berechnungen des IfW Kiel.

Abbildung 10:
Produktionslimitierende Faktoren



Quartalsdaten, saisonbereinigt. Anteil der Unternehmen, die fehlende Nachfrage / Arbeitskräfte / Ausrüstung und Material als Hemmnis für die eigene Produktion ansehen. Gestrichelte Linien: Mittelwerte seit 1999.

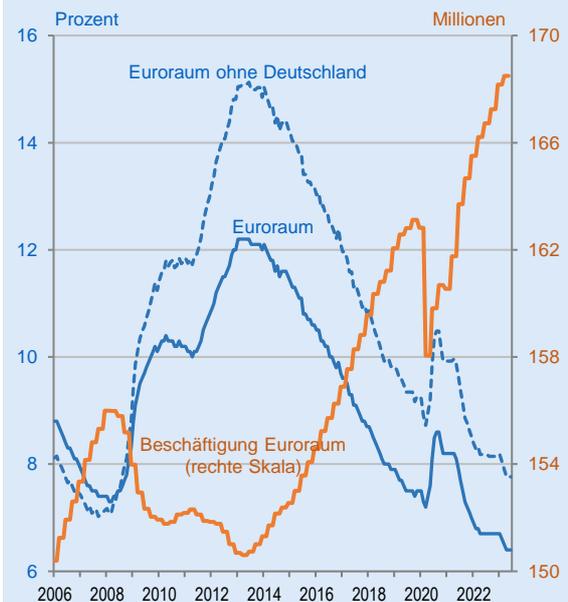
Quelle: Europäische Kommission, *Industry Survey* und *Services Survey*; Berechnungen des IfW Kiel.

Arbeitsmarkt: Weiter geringe Arbeitslosigkeit

Die Arbeitslosigkeit sank erneut auf historische Tiefststände. Die Erwerbslosenquote im Euroraum ist trotz der mäßigen Konjunkturdynamik weiter zurückgegangen, zuletzt lag sie im Juli bei 6,4 Prozent, dem niedrigsten Wert seit Bestehen der Währungsunion (Abbildung 11). Damit übereinstimmend ist die Beschäftigtenzahl bis zum zweiten Quartal weiter gestiegen.

Die Lohnentwicklung im Euroraum hat sich erkennbar belebt. Im zweiten Quartal lagen die Tarifverdienste um 4,3 Prozent über dem Vorjahr, die effektiv gezahlten Arbeitnehmerentgelte je Beschäftigten² stiegen im ersten Quartal (neuere Daten liegen noch nicht vor) um 5,4 Prozent gegenüber dem Vorjahr. Somit hat sich die Lohnentwicklung gegenüber den Vorjahren deutlich verstärkt. Für eine anhaltend kräftige Lohndynamik spricht, dass der Arbeitsmarkt im Euroraum eine

Abbildung 11:
Arbeitslosenquote und Beschäftigung



Monatsdaten, saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat, *Arbeitsmarktstatistik*, Berechn. des IfW Kiel.

²Die sprunghaften Ausschläge der effektiven Lohnzuwächse im Gefolge der Corona-Pandemie sind maßgeblich auf den Einsatz von Kurzarbeit zurückzuführen. Im zweiten Quartal 2020 sind die von Unternehmen gezahlten Löhne deutlich gesunken, ohne dass die Beschäftigtenzahl im selben Ausmaß zurückgegangen ist, weil viele Menschen auf Kurzarbeit

gewechselt sind und Lohnersatzleistungen vom Staat bezogen haben. Mit dem schrittweisen Abbau der Kurzarbeit zeigten sich gegenläufige Ausschläge der Effektivlohnzuwächse. Diese Sondereffekte dürften die Vorjahresrate inzwischen aber nicht mehr verzerren.

historisch sehr geringe Arbeitslosenquote und eine laut Unternehmensbefragungen spürbare Knappheit an Arbeitskräften aufweist. Darüber hinaus hat die hohe Verbraucherpreisinflation in den vergangenen zwei Jahren eine reale Entwertung der Arbeitnehmereinkommen bewirkt, die in den Tarifverhandlungen zunehmend Berücksichtigung findet.

Monetäre Rahmenbedingungen: Restriktionsgrad der Geldpolitik nimmt stetig zu

Der Restriktionsgrad der Geldpolitik nimmt zu, und die volle Wirkung des steilen Zinsanstiegs ist noch nicht erreicht. Die EZB hat auf die historische Inflationswelle nach zögerlichem Verhalten im Winterhalbjahr 2021/2 mit einem steilen Zinsanstieg ab Mitte des Jahres 2022 reagiert. Der Satz der Einlagenfazilität wurde seit Ende Juli 2022 um 425 Basispunkte von -0,5 Prozent auf 3,75 Prozent angehoben (Abbildung 12a). Das Zinsniveau liegt nun auf dem Niveau der Hochkonjunktur vor dem Dot-Com-Crash 2001 und sogar über dem Niveau im Boom vor der Finanzkrise 2008. Für die kommende Sitzung des Zentralbankrates Mitte September erwarten wir nun – abweichend von der Juni Prognose – einen weiteren Zinsschritt von 0,25 Prozentpunkten. Dies dürfte aber vorerst der letzte Zinsschritt sein. Zwar liegt die Inflationsrate noch deutlich über dem Inflationsziel von 2 Prozent, aber der Preisaufrtrieb hat sich abgeschwächt. Der Fokus der Diskussionen im Zentralbankrat dürfte sich also zunehmend auf die Stimmungskennzeichen, die eine schwache wirtschaftliche Dynamik nahelegen, konzentrieren. Der Zwiespalt zwischen einer aktuell noch zu hohen Inflation bei einem absehbar zunehmendem Preisdruck durch Lohnsteigerungen und einer sich eintrübenden Konjunktur könnte dahingehend aufgelöst werden, dass die Kommunikation der EZB einen Verweis auf die Beständigkeit des Zinsplateaus von 4 Prozent für den Satz der Einlagenfazilität enthält. Mit Zinssenkungen wäre dann erst zu rechnen, wenn sich eine nachhaltig sinkende Inflation bei den Preisen für Dienstleistungen abzeichnet. Dies dürfe nach unserer Einschätzung erst zum Ende des Jahres 2024 der Fall sein. Für 2025 ist dann mit weiteren Zinssenkungen zu rechnen.

Die Bilanz der EZB schrumpft, da der Anleihebestand langsam abgebaut wird und Refinanzierungsgeschäfte zurückgeführt werden. Die Zinspolitik stellt für die EZB das Hauptinstrument zur Bekämpfung der Inflation dar. Die EZB hat aber auch ihre unkonventionellen Instrumente – Anleihekaufprogramme und gezielte Refinanzierungsgeschäfte – angepasst. Der Anleihebestand des Eurosystems lag Ende Februar 2022 mit 4.937 Mrd. Euro noch nahe des Höchststands. Bis Ende August 2023 wurde der Bestand um 129 Mrd. auf 4.808 Mrd. Euro zurückgeführt. Der Abbau des Anleihebestandes betrifft nur das reguläre Anleiheankaufprogramm (APP) und der Abbau geschieht in einem passiven Ansatz, indem fällig werdende Anleihen nicht reinvestiert werden. Während die Menge des monatlichen Abbaus von März bis Juni auf 15 Mrd. Euro begrenzt wurde, wurde in der Juni-Sitzung des Zentralbankrates beschlossen, ab Juli 2023 keine auslaufenden Anleihen mehr zu reinvestieren. Bis zum Jahresende verringert sich der Anleihebestand so um weitere 100 Mrd. Euro, was einer monatlichen Rückführung von 25 Mrd. Euro entspricht. Bis Juli 2024 laufen laut EZB weitere 217 Mrd. Euro an Anleihen aus. Damit erhöht sich die monatliche Rückführung weiter auf rund 31 Mrd. Euro. Diese quantitative Straffung wirkt zusätzlich zu dem Hauptinstrument der Zinserhöhungen geldpolitisch bremsend (Sonnenberg 2023). Der Aufbau des billionenschweren Anleihebestandes hat die langfristigen Zinsen durch ein Absenken der Terminprämie nach unten gedrückt. Die EZB schätzt, dass dieser Effekt auf 10-jährige Staatsanleihen in der Spitze bei rund 1,5 Prozentpunkten lag (Schnabel 2021, Eser et al 2019). Ein Teil des Effektes dürfte durch die Ankündigung der quantitativen Straffung und die bisherige Rückführung der Bilanz bereits abgebaut sein. Die Halbwertszeit des Effektes ist laut Schätzungen der EZB aber lang. Vollständig wird der Effekt verschwinden, wenn der Bestand an Staatsanleihen auf der Bilanz des Eurosystems komplett abgebaut ist. Die EZB hat in ihrer Sitzung Ende Juli angekündigt, die Reinvestitionen im Rahmen des pandemischen Anleihekaufprogrammes (PEPP) mindestens bis Ende 2024 durchzuführen. Die Reinvestitionen in diesem Programm können flexibel gestaltet werden und gelten als „erste

Verteidigungslinie“³, um etwaigen Verwerfungen an den Staatsanleihemärkten zu begegnen. Nachdem die Anleihekäufe in diesem Programm im März 2022 ausgelaufen waren, wurde diese Flexibilität auch genutzt. Dabei wurden die Bestände von italienischen und spanischen Staatsanleihen um 12 bzw. 2 Mrd. Euro erhöht, während sie für Frankreich, Deutschland und die Niederlande um 11, 6 bzw. 5 Mrd. gesunken sind. Die gezielten langfristigen Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO III) sind in einem Stufenprozess schon erheblich gesunken. In der Spitze standen im Jahr 2022 rund 2.200 Mrd. Euro an Krediten des Eurosystems an die Banken aus. Die Konditionen der Kredite waren so gestaltet, dass sie die Kreditvergabe der Banken an den Privatsektor während der Krisenzeit der Pandemie stabilisieren bzw. anregen sollten. Im Zuge der geldpolitischen Straffung wurden die Konditionen im Oktober 2022 an den geldpolitischen Kurs angepasst und weniger attraktiv gestaltet. Ende August 2023 liegt der ausstehende Betrag bei 600 Mrd. Euro. Dies entspricht einer Bilanzverkürzung des Eurosystems von 1.600 Mrd. Euro. Diese erfolgte teils durch vorzeitige Rückzahlung seitens der Banken, teils durch regulär auslaufende Geschäfte. In diesem Jahr laufen weitere 108 Mrd. Euro aus. 2024 liegt der Betrag voraussichtlich bei 484 Mrd. Euro.

Die Überschussreserven im Eurosystem bleiben durch eine langsame Rückführung des Anleihebestandes erheblich und werden zu hohen Verlusten für die Zentralbanken führen. Mit der Rückführung des Anleihebestandes sinken die Überschussreserven. Da der Bestand jedoch über viele Jahre akkumuliert wurde, wird der Abbau einige Jahre dauern.⁴ Der institutionelle Wandel von einem System knapper Reserven zu einem System hoher Überschussreserven bleibt somit bestehen (Sonnenberg 2023). In diesem sogenannten „Floor“-System bildet der Zins der Einlagenfazilität den entscheidenden Leitzins, an dem sich die Geldmarktzinsen und alle weiteren Zinsen orientieren. Die EZB setzt

diese Zinsuntergrenze („Floor“), indem sie die Reserven verzinst. Dies kann bei sehr hohen Reservebeständen zu erheblichen Zinsaufwendungen und letztendlich Verlusten führen. Angaben der Deutschen Bundesbank zufolge könnten die Verluste in den kommenden Jahren ihre Rückstellungen und das Eigenkapital übersteigen (Deutsche Bundesbank 2023a). Für diesen Fall plant die Bundesbank einen Aktivposten zu deklarieren, der den Umfang des negativen Eigenkapitals abbildet (Verlustvortrag). Die niederländische Zentralbank (2022) wird ähnlich verfahren, gab jedoch in ihrem Brief an das Finanzministerium auch an, dass im schlechtesten Fall und einer nachhaltigen Schwächung der Ertragsbasis eine Rekapitalisierung anstehen könnte. Während bei einer Buchung von einem Verlustvortrag lediglich indirekte fiskalische Kosten entstehen, da dieser Posten zunächst durch zukünftige Gewinne abgebaut werden muss und keine Gewinnausschüttungen in den nationalen Haushalt möglich sind, würden bei einer Rekapitalisierung direkte fiskalische Kosten anfallen.

Der steile Anstieg der kurzfristigen Zinsen und die Erwartungen eines auch längerfristig höheren Zinspfades, haben die Renditen für Staatsanleihen steigen lassen. Die Renditen für 10-jährige Staatsanleihen sind vor allem über das Jahr 2022 im Zuge der geldpolitischen Straffung gestiegen (Abbildung 12d). Dabei spielten vor allem die veränderten Erwartungen an das kurzfristige Leitzinsniveau eine Rolle. Im Durchschnitt über die Länder des Euroraums liegen die Renditen im August 2023 rund 2,9 Prozentpunkte höher als zu Anfang 2022. Die Renditen haben aber auch seit Jahresbeginn 2023 nochmals zugelegt. Dies dürfte damit zusammenhängen, dass sich der erwartete Zinsgipfel der kurzfristigen Zinsen nach und nach weiter nach oben verschoben hat. Der zusätzliche Anstieg entspricht aber nur rund einem Viertel des Gesamtanstieges seit Anfang 2022. Der wesentliche Treiber der Staatsanleiherenditen ist der Anstieg des erwarteten Leitzinsniveaus in den nächsten

³ Als „zweite Verteidigungslinie“ gilt das im Juli 2022 eingeführte Transmissionsschutzprogramm (TPI), was wohl eine prophylaktische stabilisierende Wirkung auf die Staatsanleihemärkte einiger Mitgliedsländer erzielt und den Zinsanhebungszyklus erst in diesem Maße möglich gemacht hat, ohne Finanzmarkt-turbulenzen zu riskieren.

⁴ Der aktuelle Bestand in den Anleihekaufprogrammen (APP+PSPP) beläuft sich Ende August auf 4.808 Mrd. Euro. Mit einem monatlichen Rhythmus von 30 Mrd. Euro würde der Bestand an Anleihen erst in rund 13 Jahren vollständig abgebaut sein.

10 Jahren, wobei auch die Terminprämie gestiegen ist. Laut Deutscher Bundesbank (2023b) hängt der Anstieg der Terminprämie mit dem Anstieg der Inflationsrisikoprämie zusammen, d.h. Investoren wollen für ein Szenario einer unerwartet hohen Inflation kompensiert werden.⁵ Die Rendite italienischer Staatsanleihen hat sich zusätzlich seit Ende 2021 vom Anstieg der geforderten Zinsen auf Overnight-Index-Swaps entfernt. Dies ist ein Hinweis darauf, dass neben dem erwarteten Zinspfad und der Terminprämie zusätzlich eine Risikoprämie mit Bezug auf die Ausfallwahrscheinlichkeit von den Investoren gefordert wird. Der Aufschlag ist bis Mitte 2022 auf 1,5 Prozentpunkte angestiegen. Auf diesem Niveau verblieb er bis Februar 2023. Seitdem ist der Aufschlag rückläufig. Ende August lag er noch bei 1,2 Prozentpunkten. Im Vergleich zeigt sich dieser Anstieg des Aufschlages für niederländische, französische, deutsche und spanische Staatsanleiherenditen nicht. Die Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen liegen im August bei 2,5 Prozent für Deutschland, 3 Prozent für Frankreich, 4,1 Prozent für Italien, 3,5 Prozent für Spanien und 2,9 Prozent für die Niederlande. Die Zinsaufwendungen für die Staaten haben schon deutlich angezogen. Aber die volle Wirkung der Anstiege der Renditen wirkt sich erst über die Zeit aus. Dies liegt daran, dass immer nur ein kleiner Teil der Staatsanleihen ausläuft und refinanziert wird. Ähnlich wie die nominalen Renditen sind auch die erwarteten Realzinsen angestiegen. Aus inflations-indexierten 10-jährigen Anleihen ergaben sich für Frankreich, Deutschland und Italien Anfang 2022 noch negative Realzinsen auf einem Niveau von -1,5, -1,9 bzw. -0,6 Prozent. Im August lagen die erwarteten realen Renditen bei 0,5, 0,15 bzw. 1,9 Prozent.

Die monetären Bremsspurten zeigen sich auch in den Finanzierungskonditionen der Haushalte und Unternehmen. Die Haushalte müssen für neue Wohnungsbaukredite im Juni 3,7 Prozent Zinsen aufbringen und neue Unternehmenskredite liegen bei 4,8 Prozent (Abbildung 12b). Die Tiefpunkte der Kreditzinsen für Haushalte und Unternehmen lagen während der Pandemiezeit bei 1,3 bzw. 1,4 Prozent. Die

geldpolitische Straffung hat also zu einem Anstieg von 2,4 bzw. 3,4 Prozentpunkten geführt und hinterlässt in der Kreditvergabe bereits Bremsspurten. Zwar sind die Vorjahresraten für die Kreditvergabe an den Privatsektor noch positiv, jedoch verringern sie sich zunehmend. Der Bestand an ausstehenden Unternehmenskrediten bleibt seit Anfang des Jahres auf einem Niveau von rund 5135 Mrd. Euro. Die Kredite an die Haushalte befinden sich seit Anfang des Jahres auf einem Niveau von rund 6636 Mrd. Euro. Die Kreditexpansion ist also zum Stillstand gekommen. Vor allem das Kreditneugeschäft für Wohnungsbaukredite ist eingebrochen. Vergleicht man die Periode Januar bis Juni der Jahre 2022 und 2023, liegt das Neugeschäft für den Euroraum insgesamt rund 40 Prozent niedriger. Dabei ist der Einbruch mit rund 50 Prozent vor allem in Deutschland und den Niederlanden ausgeprägt. In Frankreich liegt der Einbruch bei 40 Prozent und in Spanien bei rund 20 Prozent. In Italien ist das Neugeschäft nur um 1 Prozent eingebrochen. Da Wohnungsbaukredite durch sehr große und langlaufende Kredite geprägt sind, reagiert dieser Sektor auf das veränderte Zinsniveau sehr sensitiv. Die Bremsspur der Geldpolitik dürfte aber auch in anderen Sektoren bereits wirken bzw. sich in den nächsten Monaten noch verstärken. Der Bestand an Wohnungsbaukrediten ist nur zum Teil von der Zinswende betroffen. In Deutschland, Frankreich und den Niederlanden ist der Anteil an Krediten mit einer kurzen Zinsbindung relativ gering. In Spanien und Italien liegt der Anteil historisch erheblich höher, hat sich jedoch während der Niedrigzinsphase verringert. Vor allem in den baltischen Ländern sind Kredite mit einer kurzen Zinsbindung weit verbreitet (Gern, Jannsen, Sonnenberg 2023). Die Effekte der geldpolitischen Straffung auf den Haushaltskonsum sind besonders ausgeprägt in Ländern mit einem hohen Verschuldungsgrad der Haushalte und einer kurzen Zinsbindung (Di Casola 2023). Neben den Zinskonditionen haben die Banken auch die Kreditvergabestandards verschärft. Dieser Prozess begann bereits Anfang 2022, doch die Straffung zieht weiter an. Die Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft der EZB zeigen, dass die

⁵ Die Erwartungen an das Leitzinsniveau und die geforderte Terminprämie können durch Overnight-Index Swaps abgeleitet werden.

Risikoeinschätzung und die Risikotoleranz der Banken hauptsächlichlicher Treiber hinter der Verschärfung der Vergabestandards sind. Die jüngste Umfrage legt nahe, dass die Kreditstandards auch im dritten Quartal 2023 weiter verschärft werden. Während die Kreditnachfrage der Haushalte bereits im zweiten Quartal 2022 sank und seitdem durch das hohe Zinsniveau, die schlechteren Aussichten auf dem Wohnungsmarkt und geringere Konsumentenzuversicht stark zurückgegangen ist, wurde die Kreditnachfrage der Unternehmen lange durch erhöhte Nachfrage nach der Finanzierung von Lagerhaltung und Betriebsmittel gestützt. Erst im vierten Quartal überwiegt der negative Einfluss des hohen Zinsniveaus und des Rückgangs der Kreditnachfrage zur Finanzierung von Anlageinvestitionen.

Die Geldmengenaggregate reflektieren eine starke Anpassung an das neue Zinsniveau.

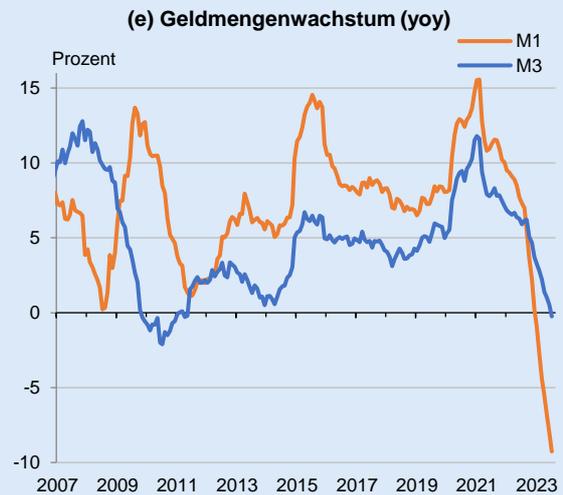
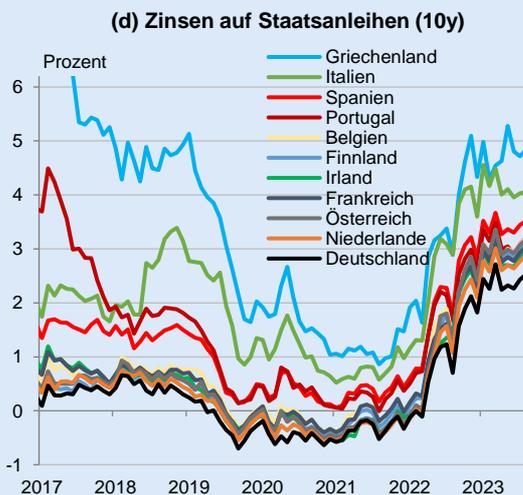
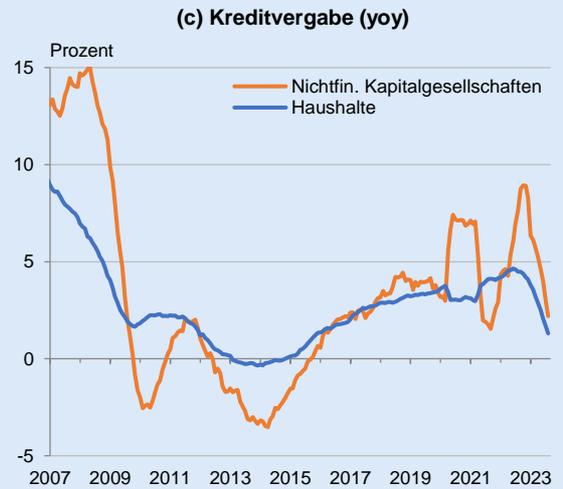
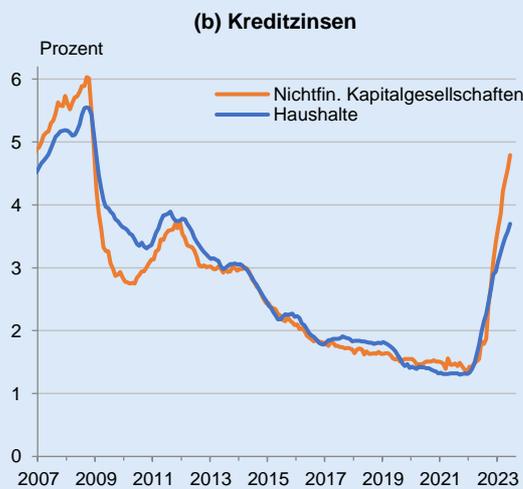
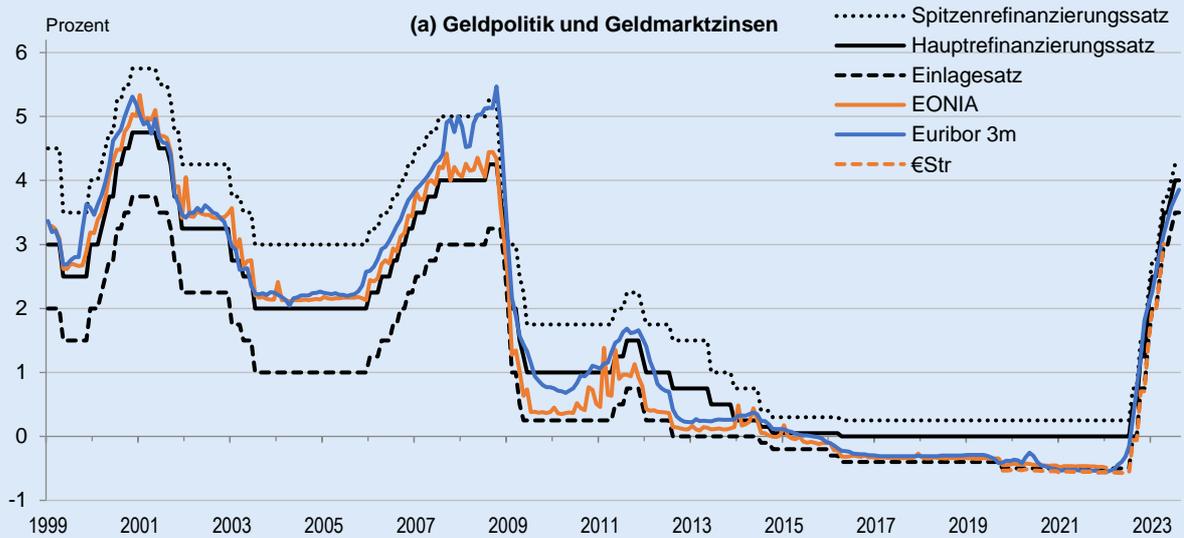
Das kleinste Geldmengenaggregat (M1: Bargeld und Einlagen) reagiert am stärksten auf die Zinswende (Abbildung 12e). Hier wirken zwei Kräfte. Zum einen sinkt die Kreditvergabe und somit die Geldschöpfung und zum anderen schiebt der private Sektor zunehmend in illiquidere Geldformen um. Diese umfassen zinstragende Sparvehikel wie Festgelder, Tagesgelder, kurzfristige Geldmarkttitel und Anleihen. Diese sind bei dem größeren Geldmengenaggregat M3 enthalten, sodass dessen Rückgang weniger ausgeprägt ist. Eine Abwärtstendenz lässt sich aber auch hier beobachten. Dies ist auf die geringere Kreditexpansion und die Umschichtung in längerfristige zinstragende Titel zurückzuführen.

Ein Risiko für Finanzstabilität ergibt sich aus der scharfen Zinswende, aber auch aus dem Finanzzyklus. Die Aufwärtstendenz der Immobilienpreise im Euroraum kam laut Daten von Eurostat im ersten Quartal 2022 zum Erliegen. Während die Preise im Vorjahresvergleich noch

ganz leicht um 0,4 Prozent gestiegen sind, sind sie im Vorquartalsvergleich schon um 0,9 Prozent gefallen. Es ist anzunehmen, dass die Preise weiter unter Druck stehen werden. Die lange Phase der Expansion der Immobilienpreise in einem Umfeld von besonders günstigen Finanzierungsbedingungen scheint nun gebrochen. Insgesamt belief sich der Anstieg in den letzten 10 Jahren auf rund 40 Prozent. Der Verschuldungsgrad der privaten Haushalte liegt laut Daten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich im Euroraum im ersten Quartal 2023 aber bei nur 57 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. Er ist zudem über die vergangenen 10 Jahre um rund 6 Prozentpunkte gefallen. Die Verschuldungssituation ist im Euroraum indes sehr heterogen. In den Niederlanden liegt der Verschuldungsgrad bei rund 100 Prozent, in Italien und Spanien bei 40 bzw. 50 Prozent, in Frankreich bei 67 Prozent und in Deutschland bei 56 Prozent. In der Finanzkrise 2008 lag die Verschuldung der amerikanischen und spanischen Haushalte z.B. bei rund 100 bzw. 85 Prozent. Risiken für die Finanzstabilität offenbaren sich typischerweise, wenn der Finanzzyklus umschwenkt.⁶ Zwar kam es zu einer deutlichen Expansion der Immobilienpreise, aber die Verschuldungssituation für den gesamten Euroraum erscheint moderat. Typischerweise würden in einem Finanzzyklus beide Größen stark expandieren. Durch den steilen Zinsanstieg in Folge der geldpolitischen Straffung könnten die Bankbilanzen vor allem durch Bewertungskorrekturen, Kreditausfälle und Zinsrisiken belastet werden. Es bleibt abzuwarten, inwieweit die geldpolitische Wende zunehmend in einen Konflikt zwischen Inflationsbekämpfung und Finanzstabilität gerät. Der Verschuldungsgrad der Unternehmen liegt mit 104 Prozent relativ zum Bruttoinlandsprodukt im Euroraum auch erheblich höher als der Verschuldungsgrad der Haushalte.

⁶ Borio (2014), Drehmann et al. (2012).

Abbildung 12:
Monetäre Rahmenbedingungen



Monatsdaten. Kreditvergabe und Geldmengenwachstum: Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent (year-over-year: yoy). Kreditvergabe: Korrigiert um Kreditveräußerungen und Verbriefungen. Zinsen auf Staatsanleihen: Anleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit; Griechenland: teilweise außerhalb der gewählten Skala.

Quellen: EZB, Composite Cost of Borrowing Indicators, BSI; Refinitiv.

Mit dem Abflauen der Energiekrise wirkt die Finanzpolitik dämpfend

Zum Jahresauftakt ist das Defizit der öffentlichen Haushalte saisonbereinigt zwar deutlich gesunken, liegt aber immer noch spürbar über dem Vorjahreswert. Weiterhin haben Mehrausgaben und Mindereinnahmen in Reaktion auf die Energiekrise viele öffentliche Haushalte im Euroraum belastet. Unter den gewichtigen Mitgliedsländern bildet Spanien hier eine Ausnahme. Die privaten Haushalte in Spanien wurden wegen entsprechender Marktstrukturen frühzeitig von den Turbulenzen auf den Energiemärkten erfasst. Entsprechend frühzeitig stieg die Inflation und es gab Belastungen für die öffentlichen Haushalte, um den Auswirkungen auf die Bevölkerung entgegenzuwirken. Während im Euroraum insgesamt die Defizite saisonbereinigt im zweiten Quartal 2022 sanken, stiegen sie in Spanien in dieser Zeit bereits wieder. Jüngst hat sich die Lage der öffentlichen Haushalte in Spanien allerdings deutlich gebessert.

Im Laufe des Jahres dürften die fiskalischen Fehlbeträge merklich zurückgehen. Das Abflauen der Energiekrise zu Beginn des Jahres wird sich in den meisten Ländern in den öffentlichen Haushalten positiv niederschlagen. Der Euroraum insgesamt dürfte wie auch bei den Energiepreisen mit Verzögerung dem Muster Spaniens folgen. Der Rückgang des Defizits ist dabei nicht Ausdruck ausgeprägter Konsolidierungsanstrengungen, sondern Ergebnis des Abflauens der Krise, da die Entlastung vonseiten der Importrechnung ein geringeres Eingreifen des Staates ermöglicht. Insgesamt dürfte das Defizit im Euroraum im laufenden Jahr auf 3,4 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt sinken (Tabelle 1). Für das Jahr 2024 ist mit einem nochmals geringeren Fehlbetrag zu rechnen, der sich im Jahr 2025 nur wenig verändern dürfte.

Die öffentlichen Haushalte der Mitgliedstaaten erhalten über den gesamten Prognosezeitraum in ähnlichem Umfang Transfers vom NextGenerationEU-Fonds. Der Fonds hält im Kernbereich (Recovery and Resilience Facility –

RRF) laut den Planungen des Jahres 2021 Mittel für Transfers im Umfang von 338 Mrd. Euro bereit. Zudem gibt es – neben einem Kreditprogramm – rund 80 Mrd. Euro an Transfers, die über andere EU-Programme zur Verfügung stehen (Europäische Kommission 2021). Die gesamten Mittel werden von der EU per Kreditaufnahme finanziert. Die Gemeinschaft der Mitgliedsstaaten refinanziert zu einem späteren Zeitpunkt ab dem Jahr 2028 die Transfers. Von den 338 Mrd. Euro sind bisher lediglich 106 Mrd. Euro ausgezahlt worden (Europäische Kommission 2023). Allerdings entsprechen diese Zahlen nicht den Mitteln, die gemäß den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) geflossenen sind, da die jeweiligen Rechenwerke nach unterschiedlichen Kriterien vorgehen. Doch ist auch angesichts der Zahlen der VGR damit zu rechnen, dass ein Großteil der Mittel noch nicht aufgebraucht wurde und im Prognosezeitraum jährlich Mittel in ähnlicher Höhe wie in ersten beiden Jahren genutzt werden können (Kasten 1). Mit einem negativen Konjunkturimpuls durch den Rückgang der Transfers aus dem NextGenerationEU-Fonds rechnen wir erst für das Ende des Prognosezeitraums.

Tabelle 1:
Budgetsaldo des Staates im Euroraum

	2022	2023	2024	2025
Deutschland	-2.5	-2.5	-2.1	-1.9
Frankreich	-4.9	-4.6	-4.3	-4.1
Italien	-8.0	-4.7	-4.0	-3.8
Spanien	-4.3	-3.7	-3.5	-3.4
Niederlande	-0.1	-2.8	-1.7	-1.6
Euroraum	-4.1	-3.4	-2.9	-2.8
Euroraum ohne Deutschland	-4.6	-3.8	-3.2	-3.1

Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognosen des IfW Kiel.

**Kasten 1:
Zum Stand der Auszahlungen des NextGenerationEU-Fonds**

Die öffentlichen Finanzen im Euroraum wurden bisher alleine als Summe der öffentlichen Haushalte der Mitgliedsländer betrachtet. Diese Sicht hat die Rolle des EU-Budgets teilweise ausgelassen. Da Mittel- zu und Abflüsse sich zumindest für die EU insgesamt bis vor kurzem ausgleichen und über die Zeit keine größeren Schwankungen auftraten, dürfte dies keine größeren Konsequenzen auf die Analyse der Ausrichtung der Finanzpolitik im Euroraum gehabt haben. Durch den NextGenerationEU-Fonds hat die Rolle der EU eine neue Qualität bekommen, da sich die EU als Institution nun im größeren Umfang verschuldet und kreditfinanzierte Transfers an die Mitgliedsländer ausreicht, die erst in vielen Jahren zu einer Gegenposition (z.B. höhere Mitgliedsbeiträge zur Schuldentilgung) führen werden.

Insgesamt fällt die Finanzpolitik in den Programmjahren in Summe expansiver aus, als im Staatskonto der VGR erfasst, da die Transfers als Einnahmen der Mitgliedsländer gerechnet werden, während die Ausgaben der EU in dieser Rechnung außen vor bleiben. Die zusätzliche staatliche Aktivität im Rahmen des Programms geht also nicht in den Finanzierungssaldo des Staates, sondern in den der übrigen Welt ein.

Für die Prognose ist der zeitliche Verlauf der Transfers aus dem NextGenerationEU-Fonds von Bedeutung. Über bisher geleisteten Transfers und Kredite an die Mitgliedsländer gibt die EU-Kommission detailliert Auskunft (Europäische Kommission 2023). Allerdings enthalten die Zahlen nur Transfers aus dem Kernprogramm und nicht die Mittel, die über andere Programme abgewickelt werden (Tabelle K1-1). Zudem zahlt die Europäische Kommission den Großteil erst nach Abschluss und Prüfung des jeweiligen Projekts aus (abgesehen von Vorauszahlungen). In den VGR allerdings wird nicht nach dem tatsächlich geleisteten Zahlungsstrom der EU Kommission gebucht, sondern nach dem Fortschritt der dadurch geförderten Projekte. Die Mitgliedsstaaten, die keine Vorauszahlungen erhalten, gehen also effektiv in Vorkasse, doch wird dies nicht in den VGR berücksichtigt.

**Tabelle K1-1
Differenz der Vorjahresvergleiche von Bruttoinlandsprodukt und Bruttowertschöpfung**

	Schätzung VGR-Methode	Ausgezahlt	Vorauszahlung	Summe gezahlt	Zugesagte Summe*
Euroraum	86,7	64,2	32,9	97,0	269,1
Deutschland*	14,3	2,3	0,0	2,3	25,6
Frankreich	39,1	7,4	5,0	12,4	39,4
Italien	14,0	20,0	8,9	28,9	68,9
Spanien	22,3	28,0	9,0	37,0	69,5

*Zugesagte Summe laut Europäische Kommission (2021).

Quelle: Eurostat, Europäische Kommission (2021), Europäische Kommission (2023), Berechnungen des IfW Kiel.

Die tatsächlich gezahlten Transfers, die die EU-Kommission berichtet, geben nicht wieder, was an Projekten im Zuge des NextGenerationEU-Programms bereits durchgeführt wurde, da es zum einen einen merklichen zeitlichen Abstand zwischen Projektende und Auszahlung geben kann und zum anderen einigen Staaten Vorauszahlungen gewährt wurden. Um eine Abschätzung über die bereits durchgeführten Projekte zu erlangen, ohne Details der Staatskonten der Mitgliedsstaaten abzufragen, die nicht über Eurostat verfügbar sind, wird für die empfangenen Transfers des Staates laut VGR eine Referenzgröße erstellt. Die empfangenen Transfers des Staates waren in den vergangenen Jahren relativ zur Wirtschaftsleistung vergleichsweise stabil und legten mit Beginn des NextGenerationEU-Programms aber deutlich zu (Abbildung K1-1). Um nun eine Abschätzung vorzunehmen, wird angenommen, dass sich die Größe ohne das Programm ab dem Jahr 2021 relativ zum BIP wie der jeweilige Quartalsmittelwert der Jahre 2011 bis 2019 verhalten hätte.

Sowohl die Abschätzung über die VGR-Zahlen als auch die Angaben der EU-Kommission zu den bisher geleisteten Transfers deuten an, dass bei weitem noch nicht alle Programmmittel aufgebraucht sind und dass im laufenden wie auch im kommenden Jahr weitere Zahlungen größeren Umfangs möglich sind. Somit dürfte es zunächst keine negativen Konjunkturimpulse durch den Wegfall von Mitteln aus dem NextGenerationEU-Programm geben. Dies gilt insbesondere für Italien und Spanien. Für Deutschland sind zwar auch noch weitere Zahlungen zu erwarten, doch fallen sie nicht erheblich ins Gewicht.^a Für Frankreich allerdings deutete die Abschätzung anhand der VGR-Zahlen an, dass bereits ein Großteil der Mittel aufgebraucht sein könnte.

Abbildung K1-1:
Empfangene Transfers des Staates relativ zum BIP



Quelle: Eurostat, Berechnungen des IfW Kiel

^a Wegen der genaueren Gliederung der dem IfW Kiel vorliegenden Zahlen zu den öffentlichen Haushalten in Deutschland kann festgestellt werden, dass die angewandte Methode die Transfers des NextGenerationEU-Fonds an Deutschland merklich überschätzt. Bisher dürfte ein höherer einstelliger Milliardenbetrag umgesetzt worden sein, statt der in Tabelle 1 geschätzten 14 Mrd. Euro.

Ausblick: Aussichten am Konjunkturhimmel dürften sich allmählich aufhellen

Viele Frühindikatoren deuten auf ein schwaches zweites Halbjahr hin. Der S&P GLOBAL Einkaufsmanagerindex (PMI, früher Markt) hat eine Berg- und Talfahrt hinter sich. Nach einem Absturz auf gut 47 Punkte im Herbst 2022 hat er sich bis zum April mit 54,1 Punkten deutlich über die Expansionsschwelle bewegt, ist seither aber wieder auf 47 Punkte im August gefallen. Eine ähnliche Entwicklung, wenn auch weniger ausgeprägt, zeigte im selben Zeitraum der Economic Sentiment Indicator (ESI) der Europäischen Kommission, der zuletzt bis auf gut 93 Punkte im August nachgab, nachdem er zu Jahresbeginn mit fast 100 Punkten noch in der Nähe des langjährigen Mittelwerts lag. Besonders schlecht ist die Stimmung derzeit offenbar bei Industrieunternehmen, wengleich sich auch der Teilindikator für die Dienstleister im Einkaufsmanagerindex zuletzt merklich verschlechterte. Das Verbrauchervertrauen hat sich nach dem regelrechten Absturz im Vorjahr dagegen weiter erholt. Der Sentix-Indikator, der auf einer Befragung von Finanzinvestoren im Euroraum beruht und bis zum September vorliegt, spiegelt ebenfalls gesunkene Erwartungen für die Konjunktur wider. Aktivitätsindikatoren wie Industrieproduktion und Bauproduktion, die mit etwas zeitlicher Verzögerung veröffentlicht werden, lagen im Durchschnitt des zweiten Quartals etwas niedriger als noch zu Jahresbeginn, blieben im monatlichen Verlauf

aber zuletzt unauffällig. Insgesamt erwarten wir für das dritte Quartal einen Zuwachs der gesamtwirtschaftlichen Produktion von lediglich 0,1 Prozent.

Im kommenden Jahr dürfte die Konjunktur wieder Tritt fassen. Die zuletzt pessimistischen Stimmungstendenzen der Unternehmen dürften sich allerdings nicht verfestigen. Angesichts wieder weitgehend normalisierter Energiepreise, steigender Realeinkommen sowie zunehmender Unterstützung aus dem weltwirtschaftlichen Umfeld werden die Auftriebskräfte voraussichtlich wieder stärker. Allerdings bleibt die wirtschaftliche Dynamik verhalten, weil die Geldpolitik wohl nur vorsichtig gelockert werden wird.

Der private Verbrauch dürfte über den gesamten Prognosezeitraum stützend wirken, die Investitionstätigkeit wird dagegen wohl zunächst schwach bleiben. Die privaten Konsumausgaben lagen bis zuletzt unterhalb des Niveaus von Ende 2019. Nach Abflauen der Pandemie wirkte die Energiekrise und die reale Entwertung der Masseneinkommen einer vollständigen Erholung entgegen. Im Prognosezeitraum dürfte der private Verbrauch bei wieder steigenden Realeinkommen wieder zulegen und die Konjunktur stützen (Tabelle 2). Bauinvestitionen, die rund die Hälfte der Bruttoanlageinvestitionen ausmachen, dürften dagegen angesichts der scharfen Zinswende und der geringeren Neukreditvergabe im Wohnungsbau zunächst schwach bleiben – allen voran in Italien, wo ein Sub-

Tabelle 2:
Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum

	2023				2024				2025				Jahresraten		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	2023	2024	2025
Bruttoinlandsprodukt	0,0	0,2	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,6	1,4	1,7
Inländische Verwendung	-0,7	0,7	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,2	1,6	1,8
Privater Verbrauch	-0,3	0,0	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,1	2,1	1,8
Staatsverbrauch	-1,6	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,8	1,1	1,3
Anlageinvestitionen	0,6	0,3	-0,3	-0,2	0,2	0,4	0,6	0,6	0,8	0,7	0,7	0,7	0,9	0,8	2,6
Vorratsänderungen	-0,3	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Außenbeitrag	0,7	-0,5	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	-0,2	-0,1
Exporte	0,2	-0,9	0,0	0,4	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,4	2,1	3,7
Importe	-1,2	0,0	0,1	0,4	0,7	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	-0,4	2,6	4,2

Bruttoinlandsprodukt: kalender-, preis- und saisonbereinigt; Quartalswerte: Veränderung gegenüber dem Vorquartal (Prozent); Jahreswerte: preis- und kalenderbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — Vorratsveränderung, Außenbeitrag: Beitrag zur Veränderungsrate des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des Ifw Kiel.

ventionsprogramm im Bausektor allmählich zurückgefahren wird. Vom Staatskonsum sind vorerst keine erheblichen Impulse zu erwarten, und die Finanzpolitik wirkt im Prognosezeitraum leicht dämpfend, da die öffentlichen Haushalte vieler Mitgliedsländer nach der Pandemie und der Energiekrise noch Konsolidierungsbedarf aufweisen. Allerdings dürfte sich der Außenhandel allmählich beleben und die Konjunktur in den Jahren 2024 und 2025 unterstützen.

Im Jahr 2023 wird der Produktionsanstieg wohl bei 0,6 Prozent liegen, im Jahr 2024 erwarten wir einen Zuwachs um 1,4 Prozent und im Jahr 2025 um 1,7 Prozent (Abbildung 1 ganz oben). Der Anstieg der Wirtschaftsleistung im übrigen Euroraum dürfte dabei ab dem kommenden Jahr ähnlich hoch liegen wie in Deutschland (Abbildung 13). Mit dieser Prognose haben wir unsere Einschätzung aus dem Sommer (Gern et al. 2023) für den Anstieg des Bruttoinlandsprodukts im Euroraum für das laufende Jahr unverändert gelassen und im Jahr 2024 um drei Zehntel gesenkt. Besonders schwach ist die konjunkturelle Entwicklung im laufenden Jahr in Deutschland, Irland und Estland mit negativen Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts, sowie mit sehr mäßigen Zuwächsen in den Niederlanden, Österreich, Litauen und Lettland (Tabelle 3).

Die Inflation dürfte weiter abebben. Für die Prognose ist unterstellt, dass die Energiepreise sich gemäß der Terminmarktnotierungen auf den gegenwärtigen, eher moderaten Niveaus bewegen und ausgehend von dort nur noch wenig nachgeben. Im aktuellen Jahr wird die Energiekomponente weiter preisdämpfend wirken, im Verlauf des Folgejahres lässt dieser Effekt aber nach, da die Energiepreise im jeweiligen Vergleichsmonat aus dem Vorjahr dann geringer sein werden (Basiseffekt). Allerdings dürften die sich wieder gesunkenen Energiepreise über die verschiedenen Produktionsstufen auch dann noch mit Zeitverzögerung auf die Preise anderer Endprodukte durchwirken, sodass die Kernrate der Inflation allmählich weiter zurückgehen wird. Insgesamt werden die Verbraucherpreise im Jahresdurchschnitt 2023 wohl um 5,6 Prozent, im kommenden Jahr um 2,6 Prozent und im Jahr 2025 um 2,2 Prozent steigen.

Die Arbeitslosigkeit bleibt niedrig. Die Erwerbslosenquote im Euroraum wird im Durchschnitt des Jahres 2023 wohl bei 6,5 Prozent und in den Folgejahren auf 6,3 Prozent (2024) sowie 5,9 Prozent (2025) zurückgehen. Im Euroraum ohne Deutschland dürfte sie von 7,7 Prozent im laufenden Jahr auf 7 Prozent im Durchschnitt des Jahres 2025 sinken.

Abbildung 13:
Bruttoinlandsprodukt im Euroraum ohne Deutschland

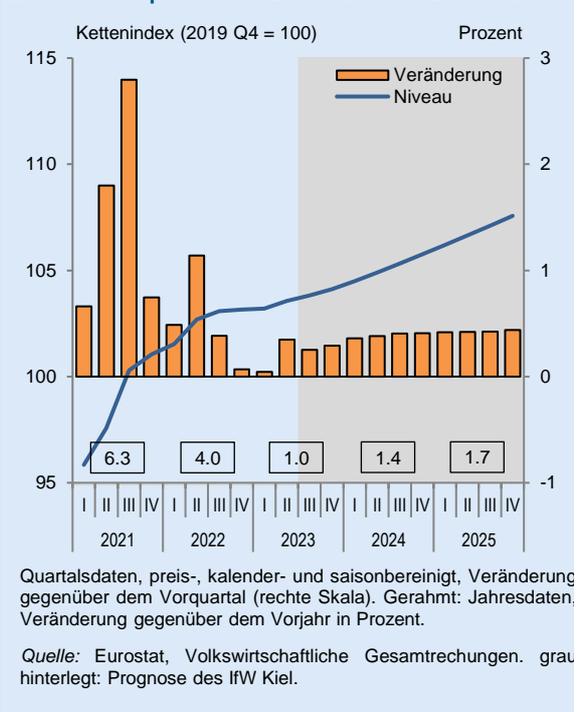


Tabelle 3:
Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Ländern des Euroraums 2021–2024

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise				Arbeitslosenquote			
		2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
Deutschland *	28,9	1,9	-0,3	1,4	1,6	8,6	6,2	2,1	2,1	3,1	2,9	2,9	2,8
Frankreich	19,7	2,5	1,0	1,4	1,6	5,9	5,5	2,4	2,1	7,3	7,3	7,1	7,0
Italien	14,2	3,8	0,7	0,5	0,9	8,7	6,6	3,1	2,0	8,1	7,7	7,7	7,6
Spanien	9,9	5,5	2,3	1,7	1,8	8,3	3,0	2,5	2,3	12,9	12,0	11,6	10,0
Niederlande	7,1	4,4	0,5	1,2	1,6	11,6	5,4	3,3	2,4	3,5	3,5	3,3	3,0
Belgien	4,1	3,3	1,1	1,3	1,4	10,3	3,3	2,7	2,3	5,6	5,6	5,5	5,3
Österreich	3,3	4,9	0,1	0,7	1,3	8,6	7,5	3,2	2,4	4,8	5,1	5,0	4,8
Irland	3,8	9,5	-0,9	3,1	4,1	8,1	5,1	2,9	2,0	4,5	4,1	3,9	3,7
Finnland	2,0	1,6	0,5	1,4	1,4	7,2	4,8	2,6	2,1	6,8	7,0	6,7	6,5
Portugal	1,8	6,7	2,4	1,8	2,0	8,1	5,5	3,0	2,5	6,0	6,5	6,3	6,0
Griechenland	1,5	6,0	1,6	2,4	2,8	9,3	4,2	3,0	2,3	12,5	11,0	10,1	9,0
Slowakei	0,8	1,7	1,3	2,0	2,7	12,1	10,8	3,6	3,2	6,2	5,9	5,6	5,0
Luxemburg	0,6	1,6	0,3	1,8	2,4	8,2	2,8	2,6	2,1	4,6	5,0	4,8	4,5
Kroatien	0,5	6,3	2,6	3,0	3,7	10,7	8,4	3,3	2,8	6,8	6,7	6,3	5,9
Slowenien	0,4	5,7	2,3	2,9	3,2	9,3	7,3	4,1	3,0	4,0	3,6	3,4	3,2
Litauen	0,5	1,9	0,3	3,2	2,8	18,9	10,1	4,6	3,1	5,9	6,5	6,3	5,5
Lettland	0,3	2,8	0,8	2,1	2,8	17,2	10,5	3,4	3,0	6,9	6,2	5,5	5,2
Estland	0,3	-1,0	-2,3	1,5	3,4	19,5	9,5	3,0	2,9	5,6	6,4	6,6	5,6
Zypern	0,2	5,6	1,8	1,7	2,8	8,1	3,8	2,5	2,4	6,8	6,3	5,8	5,1
Malta	0,1	7,1	1,8	2,6	2,9	6,1	5,9	3,6	2,8	2,9	2,7	2,5	2,3
Euroraum	100,0	3,4	0,6	1,4	1,7	8,4	5,6	2,6	2,2	6,8	6,5	6,3	5,9
Euroraum ohne Deutschland	71,1	4,1	1,0	1,4	1,7	8,3	5,4	2,8	2,2	8,0	7,7	7,5	7,0

Gewicht: auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2021 (Prozent). — Bruttoinlandsprodukt: preis- und kalenderbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — Verbraucherpreise: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent), harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — Arbeitslosenquote: standardisiert nach dem ILO-Konzept (Prozent), Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2021. * Zahlen weichen von denen im Deutschland-Konjunkturbericht ab, in dem die Zuwachsraten für das Bruttoinlandsprodukt in der Regel nicht kalenderbereinigt, Verbraucherpreise gemäß VPI-Abgrenzung (statt HVPI) ausgewiesen werden; zudem bezieht sich die hier ausgewiesene ILO-Erwerbslosenquote auf die Erwerbspersonen gemäß Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (statt auf die Erwerbspersonen gemäß Mikrozensus).

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des IfW Kiel.

Literatur

- Borio, C. (2014). The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt? *Journal of Banking and Finance* 45 (August): 182–98.
- Deutsche Bundesbank (2023b). [Finanzmärkte](#). Monatsbericht, August 2023.
- Deutsche Bundesbank (2023 a): “[Bundesbank taps its risk provisions for 2022](#)”. Press Release. March 2023.
- De Nederlandsche Bank (2022): “DNB foresees deterioration of capital position”. General News. <https://www.dnb.nl/en/general-news/nieuwsberichten-2022/dnb-foresees-deterioration-of-capital-position/>; Link to letter send to Ministry of Finance: <https://www.dnb.nl/media/p4igu5fc/letter-regarding-dnb-s-capital-position-september-2022.pdf>.
- Di Casola, P. (2023). [The role of housing wealth in the transmission of monetary policy](#). ECB Economic Bulletin – Box 7, Issue 5, 2023.
- Drehmann, M., C. Borio and K. Tsatsaronis (2012). Characterising the financial cycle: don’t lose sight of the medium term!. BIS Working Paper 380.
- Europäische Kommission (2021). The EU’s 2021-2027 long-term budget and NextGenerationEU – Facts and Figures. EU Publications. Brüssel.
- Europäische Kommission (2023). Recovery and Resilience Scoreboard. Via Internet: https://ec.europa.eu/economy_finance/recovery-and-resilience-scoreboard/index.html?lang=en
- Eser, F., Lemke, W., Nyholm, K., Radde, S., Vladu, A. (2019): „[Tracing the impact of the ECB’s asset purchase programme on the yield curve](#)“. ECB Working Paper Series. No 2293.
- Gern, K.J., Janssen N., Sonnenberg, N. (2023). [Inflation and the effects of monetary tightening in the euro area](#). Publication for the committee on Economic and Monetary Affairs, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Luxembourg.
- Gern et al. (2021). Weltwirtschaft im Winter 2021: Gebremste Expansion. Kieler Konjunkturberichte, Nr. 85 (2021 | Q4). Via Internet: <https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/weltwirtschaft-im-winter-2021-gebremste-expansion-26416/>
- Gern et al. (2023) Weltwirtschaft im Sommer 2023: Expansion bleibt vorerst schwach. Kieler Konjunkturberichte, Nr. 103 (2023 | Q2). Via Internet: <https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/weltwirtschaft-im-sommer-2023-expansion-bleibt-vorerst-schwach-25954/>
- Schnabel, I. (2021): “[Asset purchases: from crisis to recovery](#)”. Speech by Isabel Schnabel, Member of the Executive Board of the ECB, at the Annual Conference of Latvijas Banka on "Sustainable Economy in Times of Change". 20th September 2021.
- Sonnenberg, N. (2023). [The ECB stepping on the brake\(s\): Monetary tightening in an abundant reserve system](#). Publication for the committee on Economic and Monetary Affairs, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Luxembourg.
- Stolzenburg, U. (2016). Zur Revision des BIP in Irland. Kiel Insight, 2016.10. Via Internet: <https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/zur-revision-des-bip-in-irland-28408/>