



## Weiter im niedrigen Gleitflug

**Die wirtschaftliche Dynamik im Euroraum und in Deutschland bleibt zum Jahresende 2023 schwach. Dabei hat sich das zuvor höhere Wachstumstempo des Währungsgebiets zuletzt auf die deutsche Geschwindigkeit verlangsamt. Jetzt ist in beiden Räumen „Stagnation“ zu konstatieren.**

Inflation und Zinswende haben verzögerte Wirkungen und entfalten weiterhin einen bremsenden Effekt. Wenngleich die Leitzinsen in eine Seitwärtsbewegung eingeschwenkt sind, wird der Grad der Geldpolitik auch jetzt noch immer restriktiver. Das quantitative Abschmelzen der Notenbankbilanzen schreitet langsam fort, und vor allem die inflationsbereinigten Realzinsen bei konstanten Nominalzinsen werden immer höher.

Dabei sind die Fortschritte in der Inflationsbekämpfung inzwischen offenkundig. Insbesondere Energie- und Erzeugerpreise sinken. Aber auch darüber hinaus scheint der grundsätzliche Trend gedreht zu haben.

Derweil wird die Finanzpolitik in Deutschland nach dem Urteil des Bundesverfassungsgerichts zur unzulässigen Umwidmung der Sonderfonds unfreiwillig restriktiv.

**Berlin, 13. Dezember 2023**

**Autor:**

Dr. Holger Schulz

Holger.Schulz@dsgv.de

# Weiter im niedrigen Gleitflug

## Euroraum gleicht sich zuletzt der deutschen Stagnation an

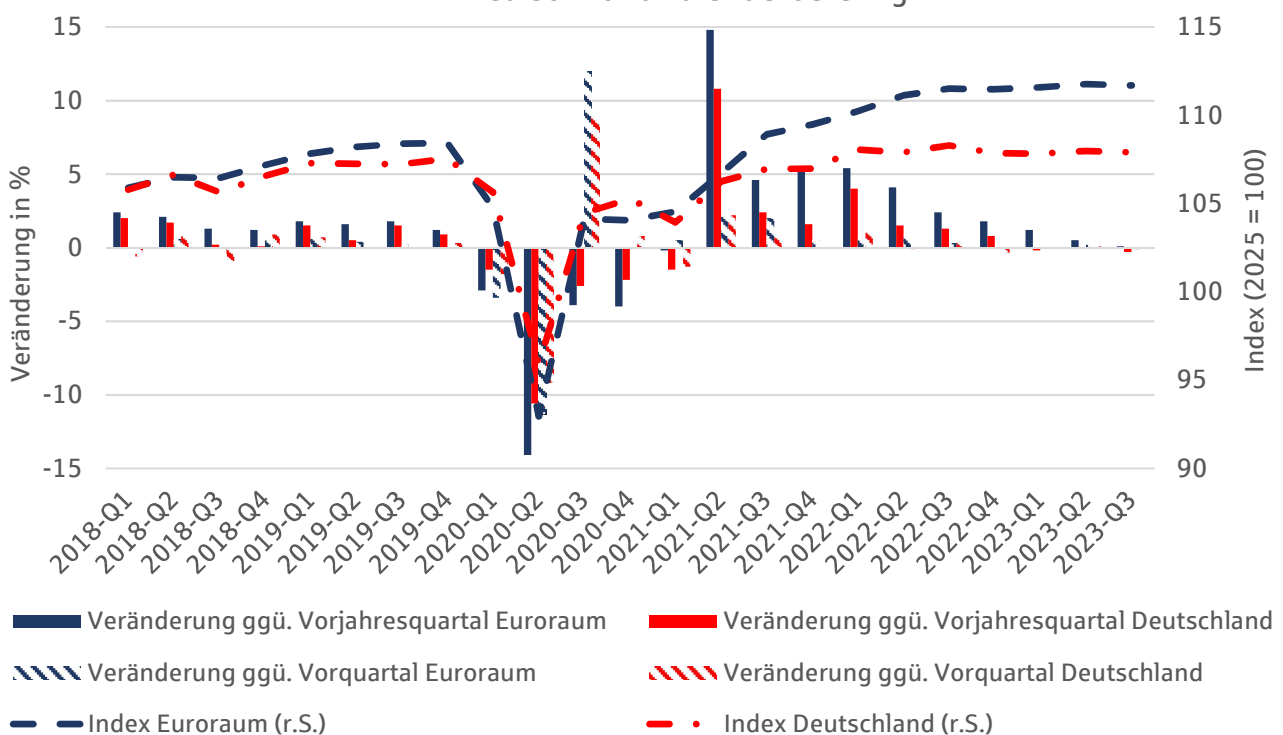
Zum Jahresende 2023 bleibt die wirtschaftliche Dynamik in Deutschland schwach. Das Einsetzen einer durchgreifenden Erholung ist noch nicht auszumachen. Die seit rund zwei Jahren zu beobachtende Seitwärtsbewegung dauert fort. Unter Ausblendung des heftigen Hin und Her in den ersten Phasen der Pandemie sind es mittlerweile sogar vier Jahre des Stillstands. Das Vor-Corona-Niveau beim BIP ist hierzulande gerade einmal eingestellt, wird aber nicht nachhaltig übertroffen.

*Deutschland stagniert auf Vor-Pandemie-Niveau*

In der vorangegangenen Ausgabe der „Informationen zur Wirtschaftslage“ hatten wir die These von „Deutschland als den krankem Mann Europas“ geprüft – mit mittlerem, abwägendem Ergebnis. Es gibt weiterhin auch ausgesprochene Stärken des Standorts Deutschland. Aber augenscheinlich war und ist der Rückstand im internationalen Vergleich mit anderen Industrieländern in der Dynamik der Post-Corona-Erholung.

Diese Einordnung hat sich zuletzt – zumindest im innereuropäischen Vergleich – aber ein wenig relativiert. Leider ist die Angleichung nicht zum stärkeren Trend hin erfolgt, sondern nach unten zusammengeführt. Auch die Wachstumskraft des Euroraums insgesamt ist inzwischen ein gutes Stück erlahmt. Im dritten Quartal 2023 hat der Euroraum im saisonbereinigten Vorquartalsvergleich mit -0,1 Prozent die gleiche leichte Schrumpfungsrage beim BIP aufgewiesen wie die deutsche Volkswirtschaft.

**BIP-Entwicklung Euroraum und Deutschland**  
saison- und kalenderbereinigt



Quelle: Destatis, Eurostat

Aber auch wenn man den Zeithorizont über das jüngste Quartal hinweg rückblickend ein wenig erweitert, zeigt der Euroraum inzwischen über die letzten vier Quartale nur noch Raten um die Nulllinie (genau genommen zwischen -0,1 und +0,2 Prozent). Die Wachstumsbalken in der Abbildung auf der vorangegangenen Seite, die für den Euroraum die Balken für Deutschland 2021 und 2022 noch deutlich überragt hatten, verschwinden zuletzt genauso in einer fast schon unsichtbaren Kleinheit. Der Euroraum ist ebenfalls auf eine Seitwärtsbewegung – einen niedrigen Gleitflug – eingeschwenkt. Während es in Deutschland nunmehr zwei Jahre Stagnation sind, ist es im Euroraum inzwischen immerhin auch schon ein Jahr.

Dass die Wachstumsraten für den Euroraum und für die meisten anderen Mitgliedsländer 2023 im Jahresdurchschnitt noch einmal deutlich besser aussehen werden als für Deutschland, liegt vor allem am Überhang aus 2022. Die Startbasis war im gesamten Währungsgebiet schlicht noch höher angelegt. Der Jahresverlauf innerhalb von 2023 war dagegen in vielen Ländern nicht mehr viel besser als hierzulande.

Das Niveau des erreichten realen BIP erscheint im direkten Vergleich bei einem gemeinsamen indexierten Start zu einem Zeitpunkt vor der Pandemie – wie in der Grafik auf Seite 2 – natürlich für den Euroraum immer noch deutlich höher als für Deutschland. Doch das liegt bei genauerer Betrachtung allein an der deutlich dynamischeren Entwicklung in den Jahren 2021 und 2022, hingegen nicht mehr an dem Verlauf am aktuellen Rand. Ausgenommen sind von dieser Betrachtung einzelne, weiter gut wachsende Länder wie etwa der „Wachstumsstar“ der letzten Jahre unter den großen europäischen Ländern: Spanien. Aber im breiten Feld ist die Entwicklung zuletzt eher dem deutschen Beispiel gefolgt.

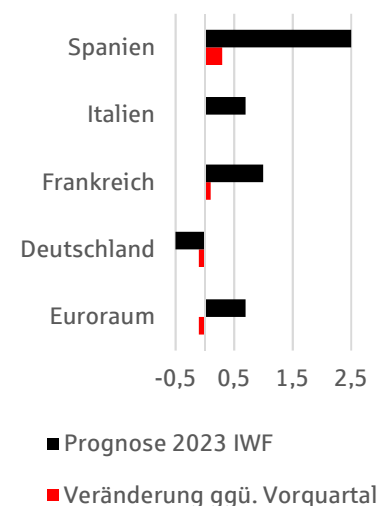
Die Europäische Kommission hat vor diesem Hintergrund in ihrer jüngst erschienenen Herbstprognose die für den Euroraum veranschlagten Wachstumszahlen denn auch konsequenterweise herabgesetzt auf nunmehr 0,6 Prozent 2023 und 1,2 Prozent 2024.

### **Gesamtwirtschaftliche Stagnation erklärbar – deutsche Industrie aber weiterhin strukturell schwächer**

So ernüchternd die Wachstumsperformance derzeit auch ist, muss sie doch vor dem Hintergrund der allgemeinen weltpolitischen Lage eingeordnet werden. Wir erleben derzeit mehrere Kriege und geopolitische Spannungen. Wir kommen aus einer Serie von gleich mehreren großen Schocks. Hervorzuheben sind ferner die großen strukturellen Herausforderungen, die sich aus dem Klimawandel ergeben.

In einer solchen Situation wären leicht auch größere Rezessionen vorstellbar. Insofern erweisen sich die Weltwirtschaft und auch die Ökonomie in Deutschland und Europa bisher mit der Seitwärtsbewegung eigentlich als recht robust. Vor Jahresfrist waren die Sorgen, z. B. die Befürchtungen hinsichtlich eines Gasmangelwinters

**BIP Entwicklung in Europa, drittes Quartal 2023 und Prognose des Gesamtjahres**



Quelle: Destatis, Eurostat, IWF

Hinweis zur Darstellung:  
Die Quartalsveränderung von Italien betrug exakt 0,0 Prozent, deshalb ist dort kein Balken sichtbar.

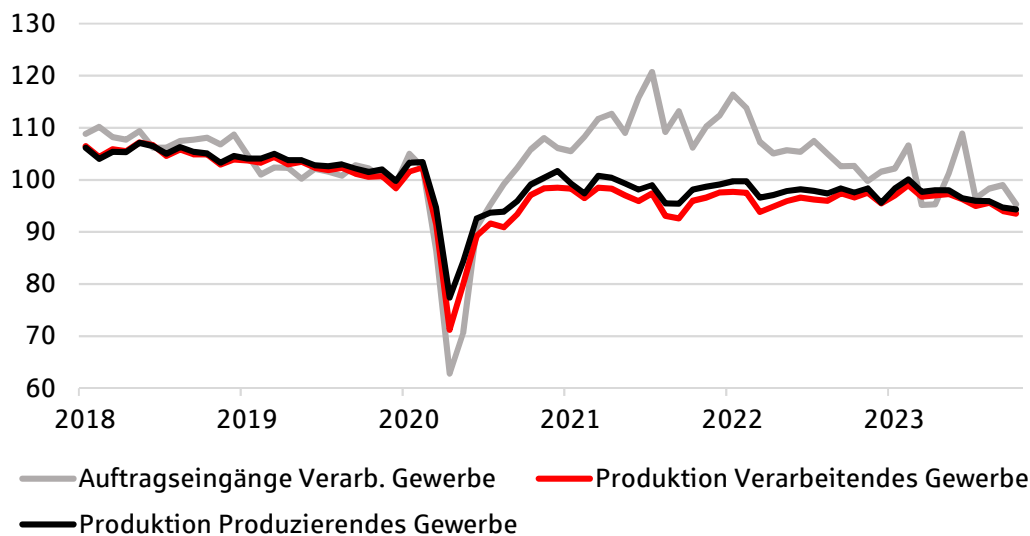
*Krisenserie hätte auch noch größeren negativen Niederschlag entwickeln können*

ungleich größer als jetzt. Und zuletzt haben sich auch die Stimmungsindikatoren ein wenig gebessert, sei es bei den Einkaufsmanagerindizes oder beim ifo-Geschäftsklima, das sich jetzt schon drei Monate hintereinander gebessert hat.

Aber es bleiben auch Schwächen. Ungünstiger als im gesamtwirtschaftlichen Verlauf sieht es im aktuellen Trend, aber auch längerfristig-strukturell, bei der deutschen Industrie aus. Sie liegt deutlich unter ihrem Vor-Corona-Niveau. Und sie holt am aktuellen Rand auch nicht auf, sondern fällt weiter zurück. Waren es 2022 vor allem noch die Lieferengpässe bei Vorprodukten, welche die Produktion zurückhielten, so haben sich inzwischen auch die Auftragseingänge in einen abwärts gerichteten Trend begeben. Hier erfolgte die Anpassung ähnlich wie bei dem obigen Euroraum-Deutschland-BIP-Vergleich zu der schwächeren Entwicklung hin. Im Oktober 2023 lagen die Bestellungen im Verarbeitenden Gewerbe kalenderbereinigt um 7,3 Prozent unter dem Vorjahresmonat. Die Beschränkung für die Industrie ist inzwischen nicht mehr ein reines Angebotsphänomen, sondern hat zunehmend auch nachfrageseitige konjunkturelle Aspekte.

*Industrie in den letzten Jahren mit dem schwächsten Trend*

### Produktion und Auftragseingänge im Produzierenden und Verarbeitenden Gewerbe Index 2015 = 100



Quelle: Destatis

Die Produktion im Produzierenden Gewerbe war im Vormonatsvergleich im Oktober einmal mehr rückläufig und lag in der zuletzt amtlich bezifferten Monatszahl um 3,5 Prozent unter dem Vorjahresmonat. Die schwache Entwicklung bei Produktion und Aufträgen des Verarbeitenden Gewerbes bis Oktober bedeutet auch keinen guten Start in das vierte Quartal 2023. Und wenn das vierte Quartal beim BIP erneut schwach ist, hat das wiederum Implikationen für die Ausgangsbasis für 2024. Das neue Jahr geht dann leblos und schwunglos und ohne den üblichen Überhang an den Start.

*Fehlender Überhang belastet rechnerisch den Ausblick*

In der Verwendungsstruktur des deutschen BIP im dritten Quartal 2023 trugen fast alle Komponenten zur Schwäche bei. Nur die Ausrüstungsinvestitionen hielten sich einmal mehr recht gut, was vor dem Hintergrund der hohen Zinsen erstaunlich ist. Die Themen Digitalisierung und Klimawende sorgen bei den Investitionen offenkundig weiter für eine Sonderkonjunktur, während der Konsum belastet ist und Treiber der gesamtwirtschaftlichen Schrumpfung ist.

### **Kaufkraftentzug durch Inflation und Zinsanstieg der letzten anderthalb Jahre sind weiter zu verarbeiten**

Die großen konkreten ökonomischen Belastungsfaktoren, die die gesamtwirtschaftliche Entwicklung weiter ausbremsen sind leicht auszumachen. Sie stehen in einem klaren inhaltlichen Zusammenhang mit den oben genannten politischen und strukturellen Schocks:

Inflation und Zinswende haben wir im letzten Jahr in einem unerwarteten Ausmaß und einer überraschenden Schnelligkeit erlebt. Wir durchschreiten ein historisch einmaliges Experiment. Die Niedrigzinsphase war ungewöhnlich lang und tief. So etwas wie negative Nominalzinsen hat es zuvor noch nie gegeben. Der Ausstieg aus dem extremen Zinumfeld erfolgte dafür dann umso energischer – ja, er musste es angesichts der ausgebrochenen Inflationsdynamik auch.

Ob die geldpolitischen Maßnahmen genügt haben oder ob sie eventuell sogar übergeschossen sind, weiß noch niemand abschließend. Und ebenso wenig lässt sich beurteilen, welche Folgelasten der Schockserie noch aufzuarbeiten sind. Diese mit Unsicherheit behaftete Situation in einer Konstellation aus Wendepunkten bei vielen entscheidenden Variablen ist der Grund dafür, warum die Prognosen für das kommende Jahr eine so große Spanne aufweisen.<sup>1</sup>

Die meisten einschlägigen Prognoseinstitutionen gehen weiter davon aus, dass die schon mehrfach in Aussicht gestellte, aber immer wieder verschobene Erholung nun 2024 tatsächlich kommt. Eine Fortsetzung der Stagnation mit einer sich dahinschleppenden Entwicklung ist allerdings möglich. Davon geht etwa der Deutsche Industrie- und Handelskammertag (DIHK), gestützt auf die Befragungen seiner Unternehmen, aus. Und es gibt auch Stimmen, die davor warnen, dass doch noch eine von dem globalen geldpolitischen Bremsmanöver ausgelöste Rezession auf einige Industrieländer zukommt. Die OECD blieb in ihrer jüngsten Prognose für Deutschland 2024 mit +0,6 Prozent zwar noch positiv. Aber auch die OECD betont die hohen Risiken für den Ausblick.

Die Faktoren Inflation und Zinsanstieg wirken in jedem Fall mit den ihnen inhärenten Zeitverzögerungen weiter nach. Sie sind bei weitem noch nicht final verarbeitet.

*Historisches Experiment mit schneller Zinswende*

*Weites Feld der Prognosen zeigt die hohe Unsicherheit an*

---

<sup>1</sup> Die Chefvolkswirte der Sparkassen-Finanzgruppe werden ihre neue gemeinsame Prognose für 2024 und 2025 voraussichtlich am 30. Januar 2024 veröffentlichen.

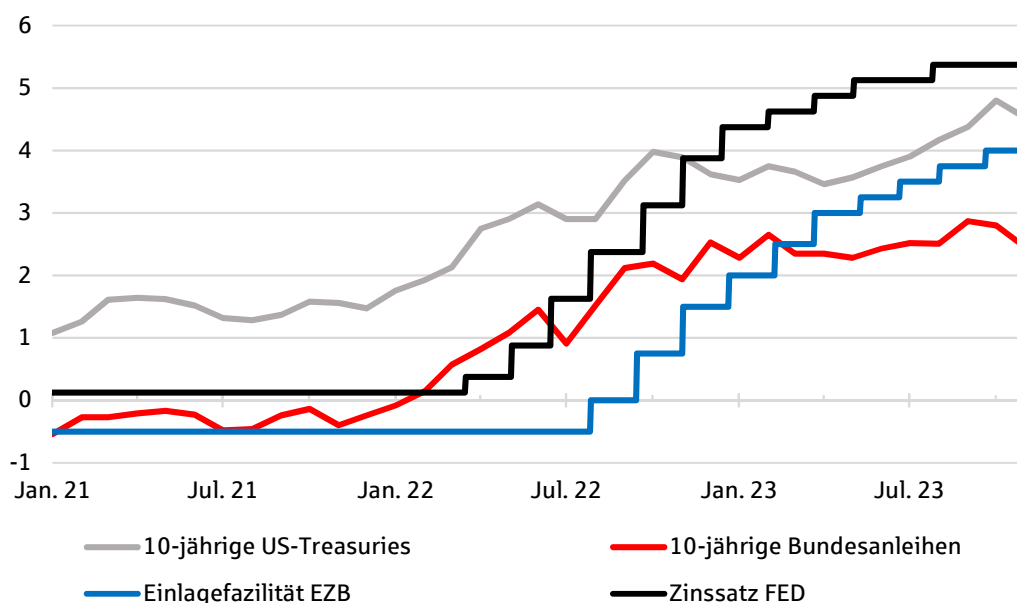
Eine Übersicht über bisherige Prognosen von Dritten für das deutsche BIP 2024 findet sich im Anhang B der vorliegenden Publikation.

Die Nominalzinsen sind in den großen Währungen der wichtigsten Industrieländer zwar im Sommer 2023 in eine Seitwärtsbewegung eingeschwenkt – in den USA etwas früher, im Euroraum etwas später. Aber die Anleihemärkte suchen für die langfristigen Renditen immer noch unter Schwankungen nach dem angemessenen Niveau, nach einem Gleichgewicht, das die Dauer und Höhe des künftigen Leitzinspfades richtig abbildet.

*Suche der Kapitalmärkte nach den angemessenen langfristigen Renditen*

In Deutschland haben sich die Renditen nach dem Verfassungsurteil zuletzt ein Stück zurückgebildet. Das lässt sich als ein Votum der Märkte interpretieren, dass die fiskalische Glaubwürdigkeit und Nachhaltigkeit des Landes durch strengere Regeln gestärkt wurden. Aber das ist eine vergleichsweise kleine Sonderbewegung im dominanten Gesamtzinstrend. Und dort ist die Frage, wie lange der Zins wie hoch bleibt, noch offen.

### Leitzinsen Fed und EZB, Renditen Bundesanleihen und US-Treasuries



Quelle: Bundesbank, EZB, Fed / Angaben Anleiherenditen im Monatsdurchschnitt

Und auch, wenn die Zinsen selbst jetzt nicht mehr weiter steigen sollten, wirken sie in einer Realzinsbetrachtung doch immer stärker restriktiv. Je größer der Erfolg bei der Rückbildung der Inflationsraten voranschreitet, desto höher wird rechnerisch der Realzins.

Nun müsste vorausblickend methodisch sauber für eine Realzinsbetrachtung eigentlich immer auf die Inflationserwartungen der passenden Laufzeit abgestellt werden, nicht auf die momentane Inflationsrate. Und die langfristigen Inflationserwartungen blieben auch während der akuten Spitzenstände der aktuellen Rate 2022 und 2023 in den großen Währungen einigermaßen verankert. Die Inflationserwartungen oszillierten nicht so stark. Der beginnende Nominalzinsanstieg war deshalb auch real bereits in früheren Phasen dieses Zyklus spürbar.

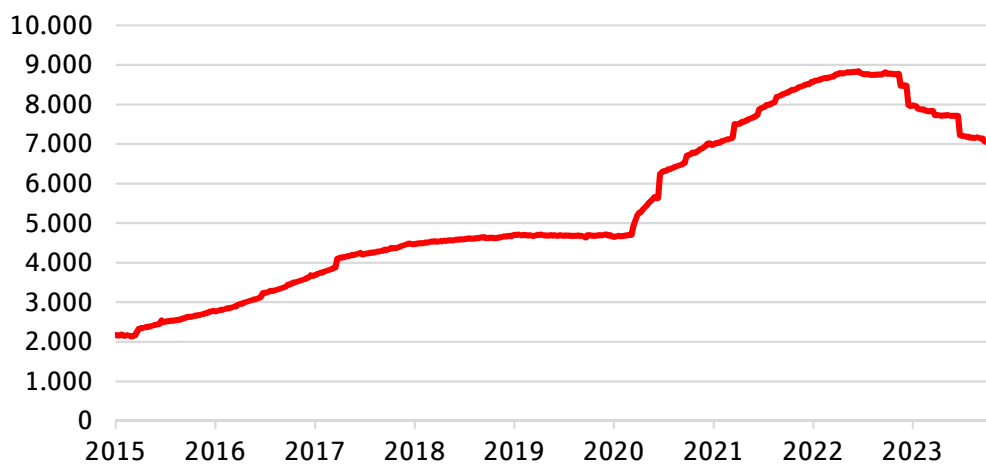
*Der positive Realzins ist zurückgekehrt*

Aber jetzt wird der Realzinsanstieg noch klarer. Nun gilt auch für die kurze Frist und bei Anwendung der aktuellen Inflationsraten und der kurzfristigen Geldmarktsätze, dass der Realzins wieder positiv geworden ist.

Es lässt sich die These formulieren: Die Geldpolitik wird in der aktuellen Phase weiter immer restriktiver. Denn es gibt nun eine Desinflation rückläufiger Preissteigerungsraten bei zunächst konstant hohen Leitzinsen.

Und dazu kommt noch die restriktive quantitative Komponente der Geldpolitik in der Form, dass die großen Notenbanken ihre Bilanzsummen abschmelzen. In den USA und in Großbritannien geht dies bereits schneller voran. Im Euroraum erfolgt der Abbau der Anleihekaufprogramme bisher sehr langsam. Hier gibt es nur in einem Programm (APP) ein Nicht-Ersetzen auslaufender Papiere und auch kein aktives Verkaufen aus dem Bestand. Im Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) wird dagegen noch die volle Ersetzung bei Fälligkeiten praktiziert. Dazu kamen im Bilanzabbau im Euroraum noch die Tilgungen der Langfristtender (TLTRO III). Doch deren größte Tender sind inzwischen getilgt; es stehen nur noch einige kleinere für die Schlussabwicklung aus.

### Konsolidierte Bilanzsumme des Eurosystems in Mrd. Euro



Quelle: EZB

#### **Erfolge bei der Inflationsbekämpfung sind unübersehbar**

Die Rückbildung der Inflationsraten selbst ist natürlich ein sehr großer Erfolg. Dies zu erreichen ist unbedingte Voraussetzung dafür, dass die wirtschaftliche Dynamik mittelfristig wieder besser wird, dass die Kaufkraft sich erholt und allgemein Stabilität und Planungssicherheit wieder einziehen. Die rückläufige Inflation ist die eigentliche positive Nachricht dieser Tage.

Kurzfristig hat die geldpolitische Bremsung, die dafür nötig war, natürlich einen Preis in Form von reduzierter Gütermarktnachfrage wie oben z. B. anhand der Auftragseingänge in der Industrie gezeigt. Das ist aber wirtschaftspolitisch gewollt. Die Güterverwendung wieder mit

*Bremsmanöver hat die Gütermarktnachfrage eingeschränkt*

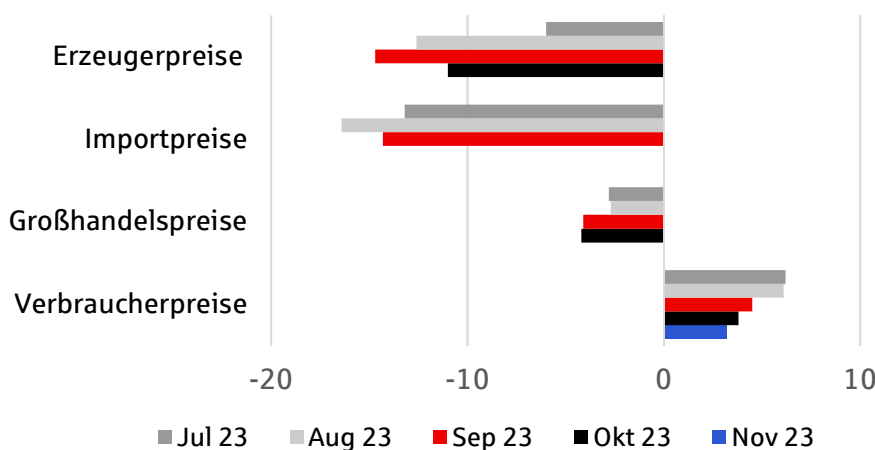
den Produktionsmöglichkeiten in Einklang zu bringen, war und ist Ziel der geldpolitischen Straffung und der erlebten starken Zinserhöhungen. Auch hier gibt es eine Zusammenführung von zwei Trends, die in den letzten Jahren auseinandergelaufenen waren – monetäre Ausstattung und realwirtschaftliche Produktionsmöglichkeiten. Leider müssen auch hier wieder die Entwicklungen nach unten hin zusammenfinden.

Aber die geldpolitische Stabilisierung ist ohne Alternative. Die Inflation länger und höher zu dulden, würde auf Dauer nur noch größere Schmerzen erzeugen und am Ende eine noch größere Bremsung erforderlich machen, falls es zu einer Entankerung der Inflationserwartungen kommen würde. Letztere haben in den großen Währungen einigermaßen gehalten, trotz der Größe der Erschütterungen mit in der Spitze zweistelligen Inflationsraten im Jahr 2022. Zeitweise galoppierten die Einfuhr- und Erzeugerpreise sogar mit Raten jenseits der 40 Prozent.

Genau bei diesen Preisindizes für die vorgelagerten Wertschöpfungsstufen ist die Entspannung jetzt am größten. Diese Indizes profitieren derzeit vom Basiseffekt des Vergleichs mit den im Herbst 2022 besonders aufgeblähten Preisständen. Die in den letzten Monaten ausgewiesenen Jahresraten sind bei diesen Indizes deshalb zum Teil sogar negativ geworden. Das ist aber noch kein Beweis dafür, dass die geldpolitische Bremsung übergeschossen hat und nun plötzlich deflationäre Tendenzen bestünden. Diese Indexkategorien sind per se volatil, gerade in dem aktuellen extremen Zyklus.

*Nicht mehr Preisdruck, sondern Entlastung in der Pipeline*

### Preise in Deutschland auf verschiedenen Wertschöpfungsebenen gegenüber dem Vorjahresmonat Prozent



Quelle: Destatis

Vor Jahresfrist hatten diese vorgelagerten Preiskategorien noch angezeigt, welcher großer Aufwärtsdruck in der Pipeline der Preiskette steckt. Jetzt zeigen sie umgekehrt an, welche Entspannungswellen in der Preisbildung unterwegs sind. Mit gewissen Vorbehalten hinsichtlich der Entwicklung der Löhne, die erst verzögert reagiert haben und bei denen 2024 noch einmal teils schon beschlossene, teils noch in

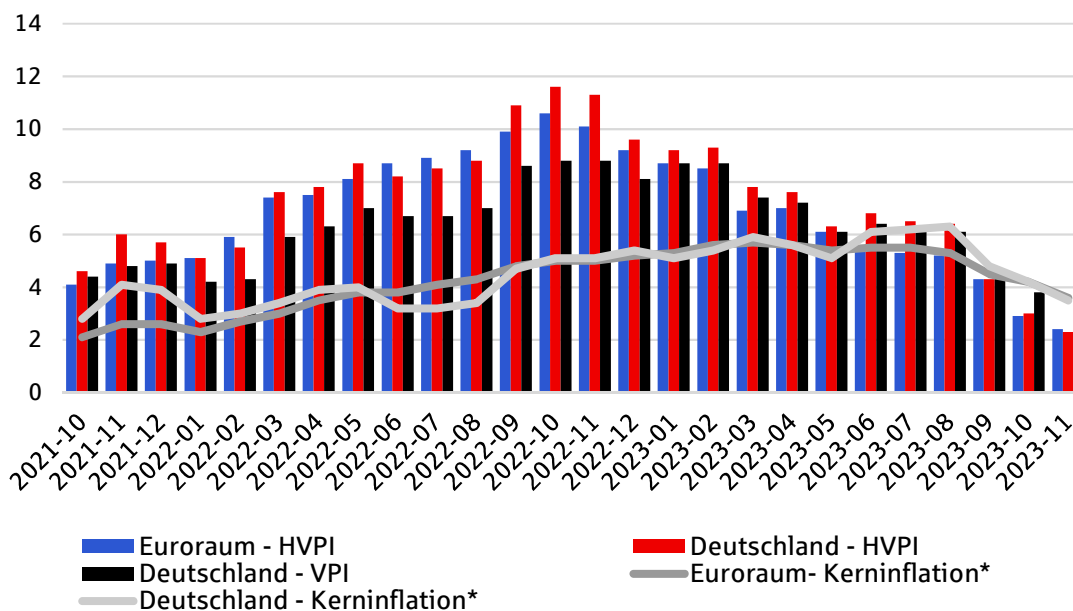
*Entlastung kommt auch schon bei den Verbraucherpreisen an*



Verhandlung befindliche Lohnerhöhungsstufen ausstehen, gibt die Vorproduktebene jetzt einen stark dämpfenden Impuls ab.

Noch zeigen sich die Kernraten der Verbraucherpreise etwas hartnäckiger. Aber auch sie bilden sich bereits allmählich zurück. Bei der „Headline“-Inflation für den gesamten Warenkorb sind die Fortschritte bereits offenkundiger. Gerade die Schnellschätzung für den November hat hier noch einmal eine Entspannung angezeigt. In der Abgrenzung des HVPI sind die Jahresraten zuletzt auf 2,4 Prozent im Euroraum und auf 2,3 Prozent in Deutschland gefallen. Nach dem national definierten Verbraucherpreisindex war es mit 3,2 Prozent in Deutschland noch etwas mehr. Aber auch bei dieser Kennzahl stimmt der Trend.

### Verbraucherpreise Euroraum und Deutschland in Prozent



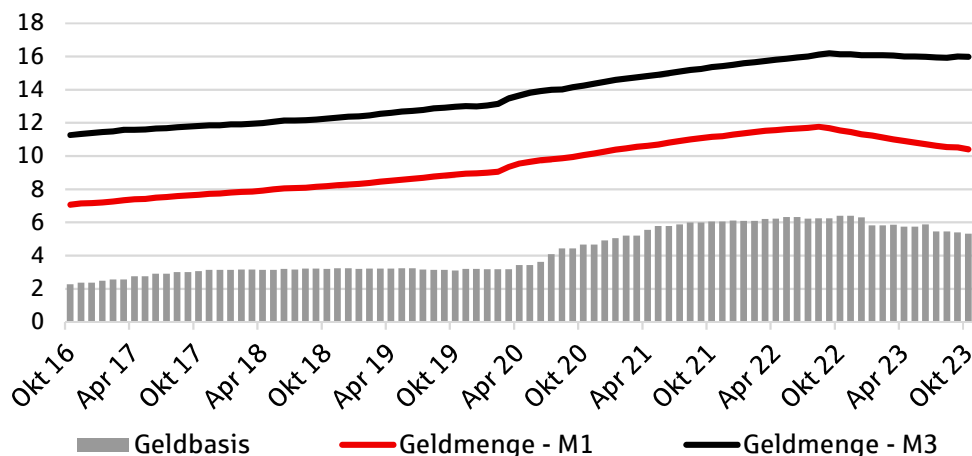
Quelle: Eurostat, Destatis

\*ohne Energie, Lebensmittel, Alkohol und Tabak

Parallel zur Entwicklung der Preise und nicht ganz ohne Ursache dafür haben auch die Geldmengenaggregate in den Rückwärtsgang geschaltet. Die engere, die „Transaktionskasse“ der Haushalte und Unternehmen erfassende Abgrenzung M1 schrumpfte schon seit geraumer Zeit. Seit einigen Monaten ist aber auch die Jahresrate des Aggregats M3, das „Wertaufbewahrungs“-Geld mit beinhaltet, negativ geworden. Hier spiegeln sich auch Umwandlungen von Einlagen in längerfristige Anlagen aufgrund der erfolgten Zinswende wider.

*Inflation / Disinflation  
als monetäre Phänomene  
bestätigen sich*

## Geldmenge im Euroraum in Billionen Euro



Quelle: EZB

Haupttriebfeder für die eingeleitete monetäre Konsolidierung ist allerdings eine schwache Kreditvergabe. Hier ist darauf zu achten, dass sie nicht zu kontraktiv überschießt – bleiben doch für viele Transformationsprojekte auch Investitionen und Kreditfinanzierungen nötig. Eine gewisse Bremsung ist allerdings auch bei der Kreditvergabe zur Inflationseindämmung gewollt und gehört zu der Normalisierung der monetären Verhältnisse durch die Zinswende.

### Geldpolitik schwenkt beim Zins auf Wartemodus ein – quantitativer Abbau schreitet fort

Noch größer als bei den breiten Geldmengen in der Hand der Haushalte und Unternehmen ist der Normalisierungsbedarf bei der Zentralbankgeldmenge und den Notenbankbilanzen. Das gilt international für alle Notenbanken, die in der Niedrigzinsphase ein Quantitative Easing betrieben haben und ihre Bilanzsummen damit aufgebläht haben. Auch das Eurosystem hat inzwischen – allerdings später als die Federal Reserve und die Bank of England – mit einem Abschmelzen ihrer Bilanzsumme begonnen.

Ein weiterer Bilanzabbau muss dann über die Rückführung der Anleihekaufprogramme erfolgen. Beim allgemeinen Ankaufprogramm (APP) ist das auch bereits eingeleitet. Beim Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) wird bei Fälligkeiten allerdings immer noch voll ersetzt. Und Ersatzkäufe sind als mindestens bis Ende 2024 fortgesetzt angekündigt. Wenn die EZB es ernst meint mit der Normalisierung ihrer Geldpolitik bei allen Instrumenten, dann sollte sie bald eine entsprechende Änderung auch beim PEPP signalisieren.

Womöglich schließt sich das Zeitfenster dafür bald. Denn wenn die Inflationsraten sich weiter planmäßig zurückbilden, Ende 2024 die Zielmarken in Reichweite kommen und der Realzins bis dahin automatisch weiter steigt, dann könnte und müsste die Geldpolitik ihren Restriktionsgrad allmählich wieder lockern. Dann würde eine Weichenstellung Richtung Abbau beim PEPP nicht mehr in den generellen Kurs passen. Die Abwicklung würde zwar noch strukturell

*Normalisierung der Mengen erst begonnen*

*Entscheidung / Ankündigung zum PEPP ist fällig*

viele Jahre – über den Zyklus hinaus – erfolgen. Aber aufgesetzt und beschlossen sollte der Trend bei diesem Instrument rechtzeitig sein.

In einem ganz ähnlichen Sinne würde eine Änderung bei der Mindestreserve, wie sie im Sommer und Herbst noch diskutiert wurde, ab jetzt nicht mehr in den preis- und zinspolitischen Zyklus passen. Richtig ist zwar, dass sich mit einer Erhöhung der Mindestreserve ein Teil der Überschussliquidität im Bankensystem des Euroraums stilllegen ließe. Das wäre aber ein unvollständiges Substitut zu einem echten Bilanzabbau der Notenbanken. Als geldpolitisches Instrument wäre eine Mindestreserveerhöhung in jedem Fall immer noch eine restriktive Maßnahme, die 2024 nicht mehr recht in den Bedarf von Seiten der Inflation passen dürfte. Gut ist daher, dass EZB-Vizepräsident de Guindos sich klar und deutlich gegen Erhöhungen des Mindestreservesolls ausgesprochen hat.

### **Umfangreiche finanzpolitische Weichenstellungen nach dem Verfassungsgerichtsurteil erforderlich**

Unfreiwillig restriktiv dürfte in Deutschland die Finanzpolitik nach der Untersagung der Umwidmung des Sondervermögens von der Pandemiefolgenbekämpfung hin zur klimapolitischen Förderung durch das Bundesverfassungsgericht werden. Zunächst ist eine weitgehende Haushaltssperre in Kraft. Sie soll stufenweise bei gefundenen Teillösungen wieder gelockert werden.

Doch das wird schwierig. Die Politik sucht jetzt händeringend nach Ersatzlösungen. Angesichts des enormen Umfangs von 60 Mrd. Euro der erst einmal aus den Planungen fallenden Beträge dürften sich nicht alle der bisher vorgesehenen Maßnahmen verwirklichen lassen. 60 Mrd. Euro entsprechen immerhin rund 1,5 Prozent eines deutschen Jahres-BIP, wobei nicht alles in einem Kalenderjahr angefallen wäre. Rund ein gutes Viertel des Gesamtumfangs wäre in der Planung vor dem Gerichtsurteil sonst wohl 2024 budgetwirksam geworden.

In der bestehenden politischen Konstellation dürften kaum Mehrheiten für mehr Staatseinnahmen oder für mehr Verschuldung zu finden sein. Und das wären stabilitäts- und wachstumspolitisch auch keine guten Ersatzlösungen. Solide Staatsfinanzen bleiben angesichts der demografischen Perspektiven geboten, und eine vertretbare Abgabenlast ist im internationalen Standortwettbewerb zu wahren.

Dazu zählt auch, dass auf europäischer Ebene ein aktualisiertes Rahmenwerk vereinbart wird, das solide Finanzen in den Mitgliedstaaten zur Wahrung eines stabilen Euro sichert.

Die deutsche Schuldenbremse ist bereits flexibel und lässt über die Feststellung von Notlagen Ausnahmen zu. Für 2023 lassen sich in Folge der Energiekrise aus dem vergangenen Jahr und dem Angriffskrieg Russlands auf die Ukraine nochmal Begründungen anführen. Für 2024 könnten diese Notlagen ggf. noch um mögliche Eskalationen des Krieges im Nahen Osten ergänzt werden. Zugleich wären aber auch Entspannungen bei Inflation und Energiepreisen zu bedenken.

*Die 60-Milliarden-Frage*

*Lösungen, Neu-Budgets und etwaige Regelreformen mit Bedacht und Vorsicht angehen*

Bei jedweder Reform der Schuldenregeln wäre darauf zu achten, dass etwa freizustellende Investitionen nur dann kreditfinanziert infrage kämen, wenn sie wirklich in allerstrengstem Sinne künftig fiskalische entlastende produktive Wirkungen entfalten.

Ohne Zweifel dürften durch das Gerichtsurteil erst einmal sonst unmittelbar nachfragewirksam werdende Staatsausgaben wegfallen. Der konjunkturelle Impuls der neuen rechtlich-politischen Lage ist klar negativ, macht für 2024 geschätzt einen halben Prozentpunkt für das Wachstum aus. Dieser negative Impuls dürfte im Ergebnis die derzeitige Stagnation verlängern. Es werden auch von den gestrichenen Fördermaßnahmen potenziell angeregte private Investitionen unterbleiben. Vielleicht sogar der größte negative Effekt ist die Erschütterung der Planungssicherheit. Unklare Rahmenbedingungen sind bekanntlich das größte Gift für private Investitionen – im Moment als Bremsfaktor noch zusätzlich zu der erfolgten Zinswende.

Die Planungssicherheit wiederherzustellen und zielgerichtet die Verwirklichung und Förderung der ergiebigsten Maßnahmen sicherzustellen, muss jetzt politische Priorität haben.

Eine qualitative Chance besteht allerdings darin, dass nun wohl oder übel dem Instrument des CO<sub>2</sub>-Preises eine noch größere Bedeutung in der Klimapolitik zukommt. Ein über alle Sektoren einheitlicher, hinreichend hoher CO<sub>2</sub>-Preis ist ohnehin das effiziente, marktwirtschaftliche Instrument. Der CO<sub>2</sub>-Preis bewirkt Anreize für Konsumenten und Produzenten und fördert die kreative Suche nach innovativen Ideen, ohne die öffentlichen Budgets zu belasten, was aktuell ein nicht zu unterschätzender politisch-pragmatischer Vorteil ist.

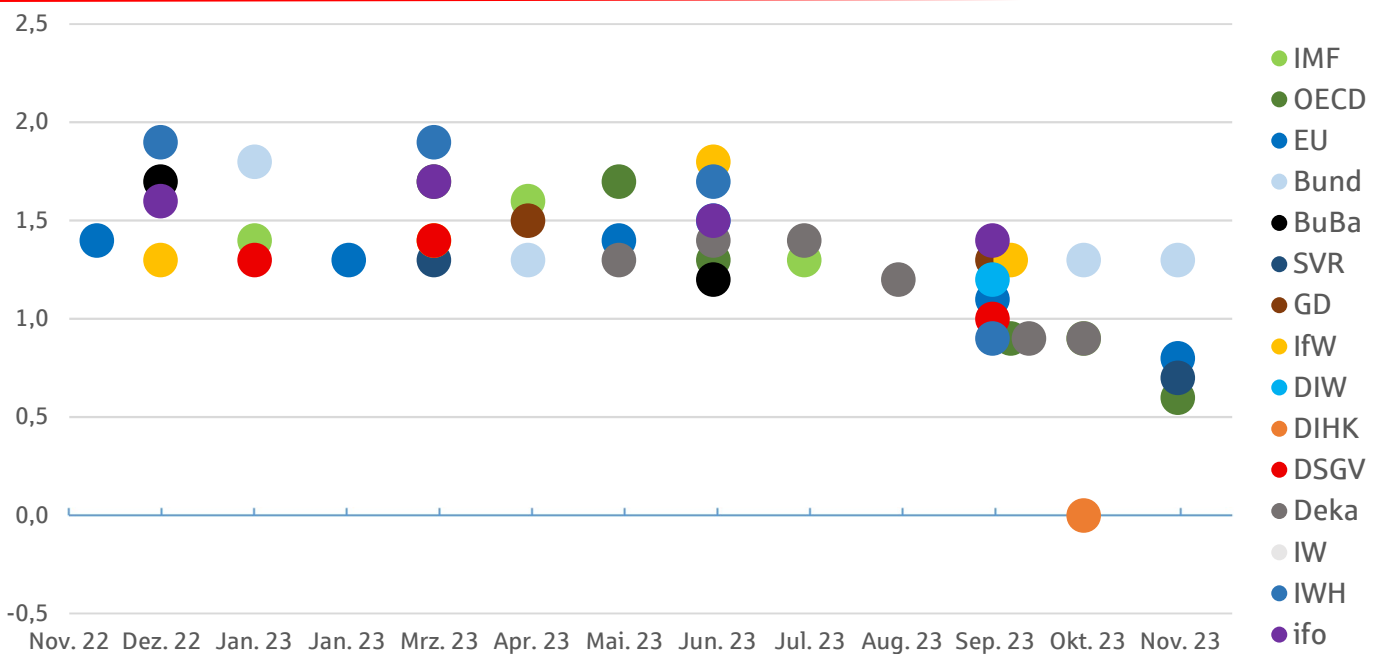
*Chance für stärkere Rolle  
des CO<sub>2</sub>-Preises*

### A. Wachstum der Weltwirtschaftsregionen, Veränderung zum Vorjahr

	2021	2022	2023*	2024*
Welthandelsvolumen	10,9%	5,1%	0,9%	3,5%
BIP – Welt	6,3%	3,5%	3,0%	2,9%
USA	5,9%	2,1%	2,1%	1,5%
Japan	2,2%	1,0%	2,0%	1,0%
China	8,5%	3,0%	5,0%	4,2%
Euroraum	5,6%	3,3%	0,7%	1,2%
Deutschland	3,2%	1,8%	-0,5%	0,9%

\* Prognosen des Internationalen Währungsfonds vom Oktober 2023

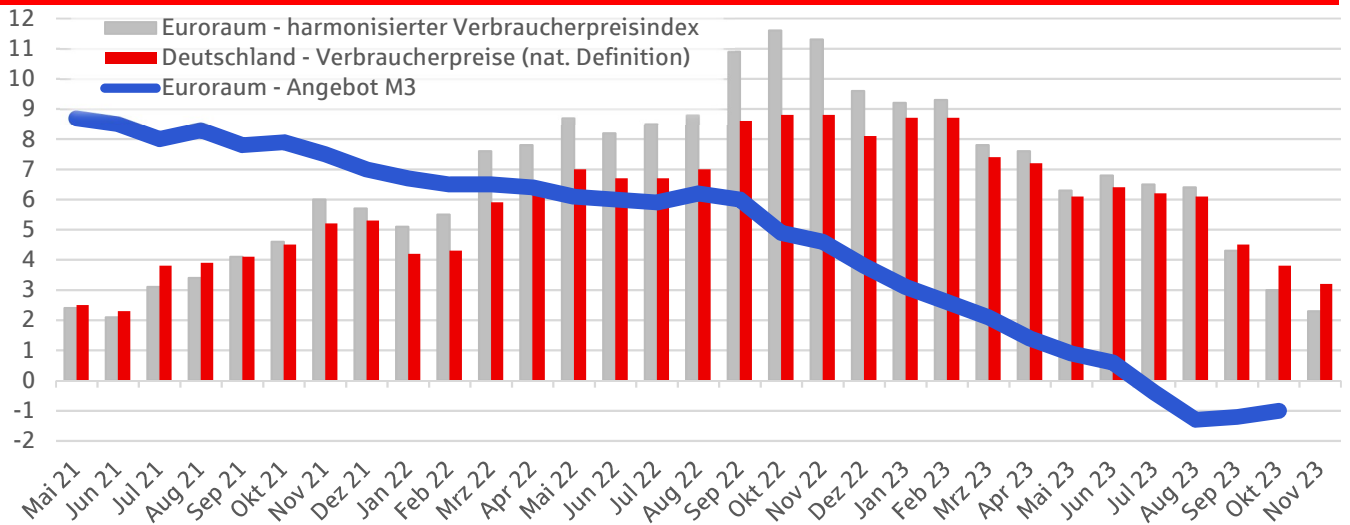
### B. Prognosen für das Wirtschaftswachstum in Deutschland für 2024, in %



### C. BIP im Euroraum und in Deutschland

	Jahr 2022	Q IV - 2022	Q I - 2023	Q II - 2023	Q III - 2023
	real ggü. Vorjahr	reale Veränderung zum Vorjahresquartal und saisonbereinigte reale Veränderung zum Vorquartal			
Euroraum BIP	+3,4%	+1,8%	+1,2%	+0,5%	+0,1%
Deutschland BIP	+1,8%	+0,8%	-0,2%	+0,1%	-0,4%
Privater Konsum	+4,6%	+0,2%	-0,2%	-0,8%	-2,0%
Bruttoanlageinvestitionen	+0,2%	-0,8%	+0,2%	+0,4%	-0,2%
Exporte	+3,2%	-0,2%	+1,1%	-2,0%	-3,8%
		-1,1%	-0,2%	-0,9%	-0,8%
		Niveau, nicht Veränderungsrate; Quartalszahlen saisonbereinigt			
Sparquote	11,1%	11,0%	10,7%	12,0%	11,7%

### D. Verbraucherpreise und Geldmenge M3, jährliche Änderungsraten in %



### E. Monatliche Konjunkturindikatoren Deutschland

	Juli	August	September	Oktober	November
<b>Preise (nationale Definition)</b>					
	Veränderung zum Vorjahresmonat				
Verbraucherpreise	6,2%	6,1%	4,5%	3,8%	3,2%
– ohne Nahrungsmittel und Energie (Kerninflation)	5,5%	5,5%	4,6%	4,3%	3,8%
Erzeugerpreis gewerblicher Produkte	-6,0%	-12,6%	-14,7%	-11,0%	%
Einfuhrpreise	-13,2%	-16,4%	-14,3%	-13,0%	%
<b>Stimmungsindikatoren</b>					
ifo-Geschäftsklimaindex	87,3	85,8	85,9	86,9	87,3
ZEW-Konjunkturerwartung	-14,7	-12,3	-11,4	-1,1	9,8
<b>Auftragseingang</b>					
	Veränderung zum Vorjahresmonat				
Verarbeitendes Gewerbe	-10,2%	-6,2%	-7,1%	-7,3%	-
aus dem Inland	-9,4%	-4,8%	-14,0%	+2,4%	-
aus dem Ausland	-10,6%	-7,2%	-2,2%	-7,6%	-
Investitionsgüterproduzenten	-9,3%	-6,3%	-5,5%	-6,0%	-
<b>Produktion</b>					
	arbeitstäglich bereinigte Veränderung zum Vorjahresmonat				
Produzierendes Gewerbe insgesamt	-1,8%	-1,9%	-3,6%	-3,5%	-
davon Bau	1,3%	-0,3%	-0,3%	-2,2%	-
davon Industrie	-1,1%	-0,8%	-3,3%	-3,4%	-
<b>Außenhandel</b>					
	Veränderung zum Vorjahresmonat				
Export	-2,6%	-5,3%	-10,4%	-	-
Import	-12,9%	-17,0%	-18,6%	-	-
<b>Arbeitsmarkt</b>					
	Stand der Quote bzw. Veränderung zum Vorjahresmonat in 1000				
Arbeitslosenquote (saisonbereinigt)	5,7%	5,8%	5,7%	5,7%	5,6%
Arbeitslose	+147	+148	+141	+165	+172
Erwerbstätige (mit Arbeitsort im Inland)	+384	+330	+297	-	-
Sozialversicherungspflichtige Beschäftigte	+239	+218	-	-	-

## F. Rohstoff-, Devisen- und Finanzmärkte

	August	September	Oktober	November	12.12.
<b>Ölpreis Brent in US-Dollar</b>	86,15	93,72	90,60	82,64	78,16 (4.)
<b>Wechselkurse</b>					
US-Dollar / EUR	1,0909	1,0684	1,0563	1,0808	1,0804
Japanische Yen / EUR	157,96	157,80	158,04	161,84	156,84
<b>Aktienmärkte</b>					
Deutscher Aktienindex DAX, Monatsende	15.947	15.387	14.810	15.966	16.809
Veränderung zum Vorjahresmonat	24,3%	27,0%	11,7%	10,9%	-
<b>Geld- und Kapitalmarktzinsen</b>					
Tagesgeld (€STR)	3,642%	3,747%	3,901%	3,902%	3,902% (11.)
Umlaufrendite von Bundesanleihen:					
– mit einer Restlaufzeit von einem Jahr	3,34%	3,58%	3,47%	3,26%	3,19%
– mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren	2,51%	2,87%	2,80%	2,45%	2,26%
<b>Zinsen der Kreditinstitute, im Neugeschäft</b>					
Täglich fällige Einlagen priv. Haushalte in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	0,51% 0,31%	0,55% 0,33%	0,56% 0,35%	- -	- -
Einlagen privater Haushalte bis 1 Jahr in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	3,12% 3,05%	3,22% 3,09%	3,40% 3,28%	- -	- -
Unternehmenskredite bis 1 Mio. € über 5J in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	4,46% 4,37%	4,35% 4,42%	4,61% 4,53%	- -	- -

## Impressum

### Herausgeber

Deutscher Sparkassen- und Giroverband e.V.

Charlottenstraße 47  
10117 Berlin  
Telefon: 030 20225-5303  
dsgv-Volkswirtschaft@dsgv.de  
www.dsgv.de

### Redaktionsschluss dieser Ausgabe

13. Dezember 2023

### Gestaltung

Franz Metz, Berlin

### Bildnachweis

Titelseite: Plainpicture/Westend61

### ISSN

2509-3835

### Verantwortlich

Dr. Thomas Keidel  
Direktor  
Leitung der Abteilung Financial Markets & Economics  
thomas.keidel@dsgv.de

Dr. Reinhold Rickes  
Chefvolkswirt  
Stellv. Abteilungsleiter  
Abteilung Financial Markets & Economics  
Reinhold.Rickes@dsgv.de

### Autor

Dr. Holger Schulz  
Holger.Schulz@dsgv.de

### Hinweis

Alle Publikationen dieser Reihe finden Sie unter  
<https://www.dsgv.de/positionen.html#wirtschaftslage>