



Nach holprigem Start – Hoffen auf mehr Rückenwind im Jahresverlauf

Der Jahresauftakt 2024 war für die deutsche Wirtschaft erneut mit Belastungen versehen. Witterung, Streiks und globale Konflikte bremsen Verkehr und Produktion. Zuletzt stockte auch die Nachfrage. Über das Winterhalbjahr 2023/2024 dürfte deshalb für Deutschland doch noch eine Rezession zu verbuchen sein.

Die stagnierende bis leicht rezessive Entwicklung der letzten Jahre setzt sich damit fort. Strukturelle Engpässe wie der Arbeitskräftemangel und ein anämisches Produktivitätswachstum bleiben bestehen.

Es gibt allerdings auch positive Trends: Die Dynamik der Preisentwicklung hat sich gedreht. Die zinspolitische Wende der Notenbanken hat gewirkt. Die Inflationsraten sind zwar noch nicht auf Zielniveau der EZB angelangt, aber auf gutem Wege. Deutschland wird besonders durch deutlich korrigierte Energiepreise und andere Importpreise entlastet. Sie sind zwar nicht zurück auf dem Niveau vor dem russischen Angriff auf die Ukraine – es bleibt ein Stufeneffekt, doch die Spitzenstände sind überwunden.

Eine Erholung der Kaufkraft der Haushaltseinkommen sollte 2024 den privaten Konsum in Deutschland beleben. Damit besteht die Chance, dass sich die Konjunktur im weiteren Verlauf des Jahres 2024 festigt.

Berlin, 14. März 2024

Autor:

Dr. Holger Schulz
Holger.Schulz@dsgv.de

Nach holprigem Start – Hoffen auf mehr Rückenwind im Jahresverlauf

Streiks, Winterwetter und gesperrte internationale Schifffahrtsrouten

Die Wirtschaft in Deutschland hatte 2024 erneut einen holprigen Jahresstart. Besonders der Verkehr war im Januar gleich aus mehreren Gründen gestört. Es gab streikbedingte Ausfälle, vor allem auf der Schiene. Und bei allen Verkehrsträgern schlugen einige Tage mit schwieriger Witterungslage ein. Das ist zwar für diese Jahreszeit nicht untypisch, doch scheinen viele Verkehrsteilnehmer und Infrastrukturen nicht (mehr) auf echtes Winterwetter vorbereitet zu sein. Es gab mit Stürmen, Kälteeinbrüchen und Blitzeis dieses Jahr allerdings auch einige tatsächlich außergewöhnliche Umstände. Dazu kamen Blockaden durch die Proteste der Landwirte.

Am ehesten flächendeckend dürfte sich der Lokführerstreik ausgewirkt haben. Fünf bis sechs Tage weitgehender Transportausfall machen sich bei der Wertschöpfung in der Quartalsrechnung durchaus bemerkbar, wenn man sich vergegenwärtigt, dass ein Quartal nur rund 65 volle Arbeitstage umfasst. Und im Gegensatz zu kürzeren, ein- bis zweitägigen Transportausfällen, die in der Regel aus den Lagerbeständen und durch kurzfristige Verschiebungen überbrückt werden können, macht sich ein Stillstand von fast einer Woche überproportional bemerkbar. Sechs Tage hintereinander sind drastischer als dreimal zwei einzelne. In der im Januar erlebten Länge schlugen die Unterbrechungen bis in die Produktionsprozesse der Industrie durch. Bei dem neuen Streikformat im März kommt allerdings der Faktor der kurzfristigeren Ankündigungen erschwerend hinzu.

Ähnliches ist mit größerem Zeitverzug von den Einschränkungen der internationalen Schifffahrtswege im Roten Meer zu erwarten. Zwar engagieren sich die USA und inzwischen immer mehr andere westliche Länder vor Ort mit ihren Marinen, um den Handelsverkehr zu sichern – tatsächlich kommen die meisten Schiffe ungestört und sicher durch. Doch nach einigen Vorfällen mit Treffern durch den Beschuss der Huthi-Milizen haben manche Reedereien sicherheits halber ihre Routen umgeleitet. Die Ausweichroute von Asien um Afrika herum nach Europa ist bekanntlich deutlich länger. Das führt zu zeitlichen Verzögerungen in den Lieferketten und zu höherem Energieaufwand. Zudem bindet ein längerer Weg für die gleiche Transportmenge mehr Schifffahrtskapazitäten. Das dürfte sich als verknappender Marktprozess auch in den Frachtraten preislich zeigen. Eine Verteuerung gilt auch für die Fahrten, die weiterhin das Rote Meer wählen, dort dann als Risikozuschlag.

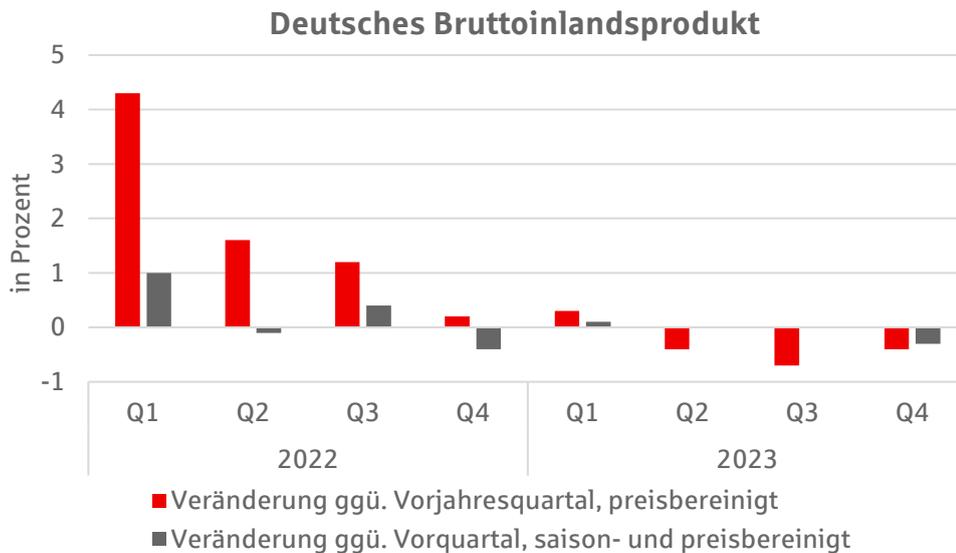
Das Auftaktquartal 2024 ist also mit zahlreichen sich addierenden Belastungen gestartet. Auch die Einzelhandelsumsätze lagen im Januar ernüchternd um 0,4 Prozent niedriger als im Vorjahresmonat. Es ist nicht unwahrscheinlich, dass das BIP im ersten Quartal in Deutschland noch einmal eine Schrumpfung zeigen wird. Es setzt damit die hierzulande ohnehin bereits schwache Entwicklung des Jahres 2023 insgesamt und insbesondere dessen Schussquartals fort.

Verkehr und Transporte als anfällige Faktoren

Lieferketten erneut auch international angespannt

BIP im ersten Quartal voraussichtlich abermals rückläufig

Unterjähriger Verlauf 2023 flach – mit hängendem Ende



Quelle: Destatis

Vor inzwischen zwei vollen Jahren war das Startviertel 2022 das letzte Quartal mit nennenswertem Wachstum in Deutschland. Dieser Zwischenspurt war damals eine der Hin-und-Her-Bewegungen in der Spätphase der Corona-Pandemie zwischen Lockdowns und Wiedereröffnungen. In den Vorjahresvergleichen liefen die aus diesem letzten Schub gespeisten Zuwächse danach sukzessive aus.

In den laufenden Raten jeweils gegenüber dem direkten Vorquartal fanden im deutschen BIP von Anfang 2022 bis heute nur noch minimale Bewegungen statt. Die Veränderungen pendelten um die Nulllinie. In den beiden Jahren 2022 und 2023 gab es als Verlaufsraten gegenüber dem jeweiligen Vorquartal dreimal ein leichtes Plus, dreimal ein leichtes Minus, und zweimal haben wir die glatte Null getroffen.

Werte um Null könnten in den nächsten Jahren häufiger auftreten und sich sogar als die neue Normalität für Länder wie Deutschland erweisen. Der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung traut dem Land bekanntlich in den anstehenden Jahren nur noch ein Potenzialwachstum von 0,4 Prozent pro Jahr zu. Das ergibt sich insbesondere aus der demographischen Situation des Landes. Dieser ernüchternde Ausblick gilt jedenfalls unter der Annahme, dass keine deutliche Belebung des Kapitaleinsatzes, der Erwerbsspartizipationsquoten oder des technischen Fortschritts gelingt.

Auf diese Einflussgrößen müssen die wirtschaftspolitischen Anstrengungen konzentriert werden – neben der Bewältigung der Energiewende und den dringend notwendigen Investitionen in die Verteidigungsfähigkeit. Das Wachstumschancengesetz enthält dafür einige kleinere, hilfreiche Ansätze. Für einen größeren Schritt, etwa eine große Steuerreform, finden sich in der derzeitigen politischen Konstellation keine Mehrheiten. Aber wenigstens die möglichen kleinen Schritte sollten vollzogen werden.

Kaum über Null liegende Wachstumsraten als die neue deutsche Realität?

Alle Produktionsfaktoren mobilisieren

Wenn beim Potenzialwachstum auf absehbare Zeit realistischerweise keine großen Fortschritte erzielt werden, dann müssen wir uns bei Jahreswachstumsraten in der vom Sachverständigenrat avisierten Höhe darauf einstellen, öfter negative Quartalsraten anzutreffen.

Doch auch eingedenk dieser neuen „normalen“ Kalibrierung ist die Entwicklung der letzten beiden Jahre enttäuschend. Denn in der Post-Corona-Situation hätte man sich eine etwas dynamischere Entwicklung erhoffen können. Im Gegensatz zu anderen europäischen Ländern hat Deutschland die Erholungsprozesse ungenügend gestärkt.

Ausrufung einer „technischen Rezession“ einstweilen vermieden – aber wohl nur aufgeschoben

Das Abschneiden Deutschlands ist jedoch angesichts der Serie von erlittenen Schocks auch plausibel erklärbar. Es waren nicht nur falsche Weichenstellungen verantwortlich, sondern zum Teil auch schlicht strukturelles Pech. Deutschland war mit großem, teils sehr energieintensivem Industriesektor gegenüber dem durch den russischen Angriffskrieg ausgelösten Energiepreisschock besonders exponiert. Und auch die schnellen Zinssteigerungen, die zum Wiedereinfangen der ausgebrochenen Inflationsdynamik notwendig waren, haben Deutschland indirekt überproportional getroffen. Denn Deutschland wird als „Ausrüster der Welt“ mit seinen Exportschwerpunkten auf Maschinen- und Fahrzeugbau natürlich besonders in Mitleidenschaft gezogen, wenn weltweit wegen höherer Zinsen Investitionsprojekte nicht mehr rentabel sind und deshalb Vorhaben gestrichen werden. Wir haben als Land von dieser Aufstellung des Exportsortiments viele Jahre sehr stark profitiert, aber in der aktuellen Situation erhöhte sie die Anfälligkeit.

Zurück zu den Quartalwerten des deutschen BIP in der Nähe der Null:

Eine Besonderheit ist durch eine Revision des Wertes für das dritte Quartal 2023 entstanden. Dessen Verlaufsrate war zunächst vom Statistischen Bundesamt mit –0,1 Prozent beziffert worden. Die frühen amtlichen Bezifferungen haben immer den Charakter von Schätzungen auf noch unvollständiger Datenbasis. Aber sie geben dennoch die beste mögliche Orientierung zu diesem Zeitpunkt. Sie sind deshalb sinnvoll, wenngleich revisionsanfällig. Mit weiteren eingehenden Zahlen hat das Amt in diesem Falle bereits im Zuge der Pressekonferenz zum Jahres-BIP im Januar durchblicken lassen, dass das dritte Quartal 2023 doch die Nulllinie erreicht hat. Das wurde dann später in der jüngsten amtlichen Bezifferung auch bestätigt.

Materiell macht die Differenz um einen Promillepunkt zwischen –0,1 und 0,0 natürlich überhaupt keinen Unterschied. Das ist lediglich eine Mess-Unschärfe. Aber für die Psychologie und die kommunikative Einwertung ist es insofern bedeutsam, als zwei negative Quartale in Folge als gängige Definition einer „technischen Rezession“ herangezogen werden. Diese Bedingung wäre mit einem negativen dritten und dem ohnehin klar negativen vierten Quartal erfüllt gewesen. Das ist uns dank der kleinen Revision nun einstweilen erspart

Andere Länder haben dynamischere Post-Corona-Erholungen erreicht

Deutschland war gegenüber der jüngsten Schock-Serie strukturell anfällig aufgestellt

Kleine Revision mit gewissen formalen Folgen

geblieben. Allerdings verschiebt sich die Ausrufung einer solchen Rezession vermutlich nur. Denn wie oben bereits beschrieben, sind die Erwartungen für das erste Quartal 2024 nicht rosig. Es ist somit sehr wahrscheinlich, dass die entsprechende Einordnung als Rezession für das Winterhalbjahr 2023/2024 doch noch ergeht.

Die Betitelung als Rezession passt inzwischen für die aktuelle Situation zyklisch besser als für die erste Phase der Schwäche 2022. Damals waren es vor allem angebotsseitige und strukturelle Faktoren, die die Wirtschaftsentwicklung zurückhielten. Zuletzt kam aber ein Nachfragemangel hinzu. Dieser zeigte sich beim Bau, beim privaten Konsum, aber zuletzt auch bei den Auftragseingängen im Verarbeitenden Gewerbe. Zu einem gewissen Grad ist diese Nachfrage-drosselung durchaus gewollt, war und ist sie doch Voraussetzung für die Beruhigung an der Inflationsfront.

*Zuletzt ist auch
Nachfragemangel
Teil der zyklischen Situation*

Robuster Arbeitsmarkt mit ambivalenter Wirkung auf die Produktivität

Ein Markt, an dem sich die Lage weiterhin überhaupt nicht wie eine Rezession anfühlt, ist der Arbeitsmarkt. Zwar sind die Arbeitslosenquoten in den letzten Monaten ein kleines Stück heraufgedriftet, doch ist das undramatisch, und der Umfang ist für die so lange Stagnation der Produktion ausgesprochen moderat. Die Zahl der Erwerbstätigen stieg dagegen sogar bis an den aktuellen Rand weiter. Und bei dem unverändert herrschenden (Fach-)Kräftemangel als dem dominanten strukturellen Faktor am Arbeitsmarkt bleibt es ohnehin nach wie vor.

Dass sich der deutsche Arbeitsmarkt auch in wirtschaftlichen Stagnationsphasen oder leichten Rezessionen als so robust erweist, ist ambivalent zu bewerten. Zum einen ist es natürlich positiv, wenn die Beschäftigung gesichert bleibt und dadurch die Masseneinkommen stabilisiert werden. Auf diese Weise werden abwärtsgerichtete, sich selbst verstärkende rezessive Spiralen vermieden. Zum anderen hat die stabile Erwerbstätigkeit allerdings negative Implikationen für die Produktivität.

*Stabile Beschäftigung als
Schutz vor sich selbst
verstärkendem Absturz ...*

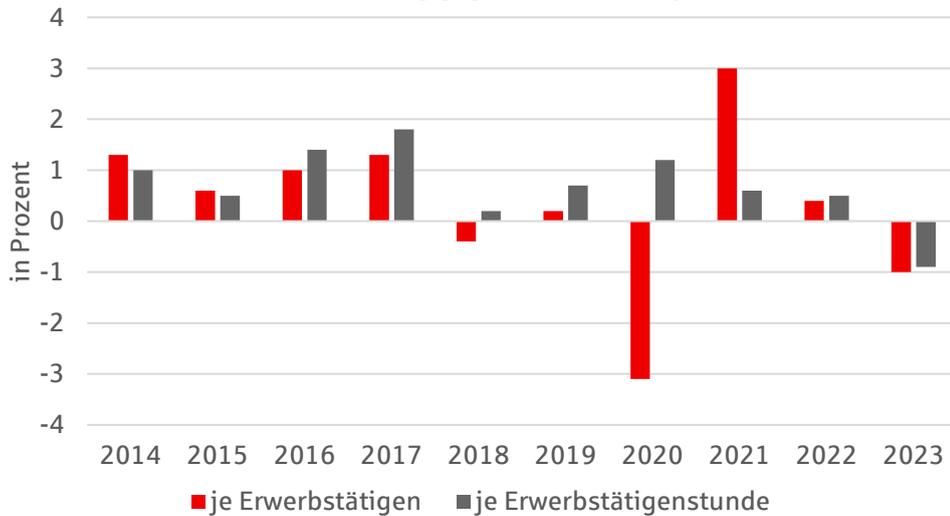
Wenn der Zähler der Messgröße in Form der Produktion oder Wertschöpfung stagniert oder gar rückläufig ist und zugleich der Nenner in Form der Beschäftigung konstant gehalten wird, dann sinkt die Produktivität rechnerisch unweigerlich. Das hat entsprechende Folgen für den Wohlstand und für die Verteilungsspielräume. Eigentlich sollte die Produktivität im Zeitablauf mit dem technischen Fortschritt steigen. Die schwache Produktivitätsentwicklung ist ein weiterer Grund für den bereits angesprochenen flachen Pfad des Produktionspotenzials Deutschlands.

Wenn die Unternehmen angesichts des Fachkräftemangels und der demographischen Perspektiven ihre Belegschaften auch in wirtschaftlichen Schwächephase „horten“, dann wandern die Arbeitskräfte nicht mehr zu den ergiebigsten Arbeitsplätzen und Verwendungen. Das mindert die gesamtwirtschaftliche Effizienz, hemmt den Strukturwandel und verfestigt den Stillstand im Land.

*... aber zum Preis sinkender
Produktivität*

Arbeitsproduktivität in Deutschland

Preisbereinigtes Bruttoinlandsprodukt / Arbeitseinsatz,
Veränderung gegenüber dem Vorjahr



Quelle: Destatis

Etwas anders als auf Grundlage der Erwerbstätigenzahl sehen die Volumentwicklungen und die Produktivität bezogen auf die tatsächlich geleisteten Arbeitsstunden aus. Denn diese sind seit geraumer Zeit rückläufig. Zum Teil findet die Anpassung an die konjunkturelle Situation in einer von den Unternehmen heruntergefahrenen Intensität der Beschäftigung statt, beispielsweise in Form des Abbaus von Überstunden. Der Hauptfaktor für die im Schnitt sinkende Stundenzahl dürfte aber auf Seiten des Arbeitsangebotes liegen: Die hohe und steigende Partizipationsrate ist nur möglich, wenn der zahlenmäßige Aufwuchs eben auch mit verstärktem Einsatz von flexiblen Teilzeitmodellen stattfindet. Generell dürfte die Neugewichtung der durchschnittlichen Arbeitszeit auch Ausdruck einer veränderten Präferenzstruktur der heutigen Arbeitnehmerschaft sein.

Säkularer Trend einer anderen Gewichtung der Arbeitswelt

Mit Blick auf das in Stunden gerechnet niedrigere Arbeitsvolumen präsentiert sich das deutsche „Arbeitsmarktwunder“ in den letzten Jahren nicht mehr in einem ganz so hellen Licht wie nur mit Blick auf die Zahl der Köpfe. Allerdings ist – bemessen an der Stundenzahl – die Produktivitätsentwicklung in Deutschland auch nicht so dramatisch schlecht wie es bezogen auf die Kopfzahl aussieht.

Privater Konsum als die bestimmende Komponente dieses Zyklus

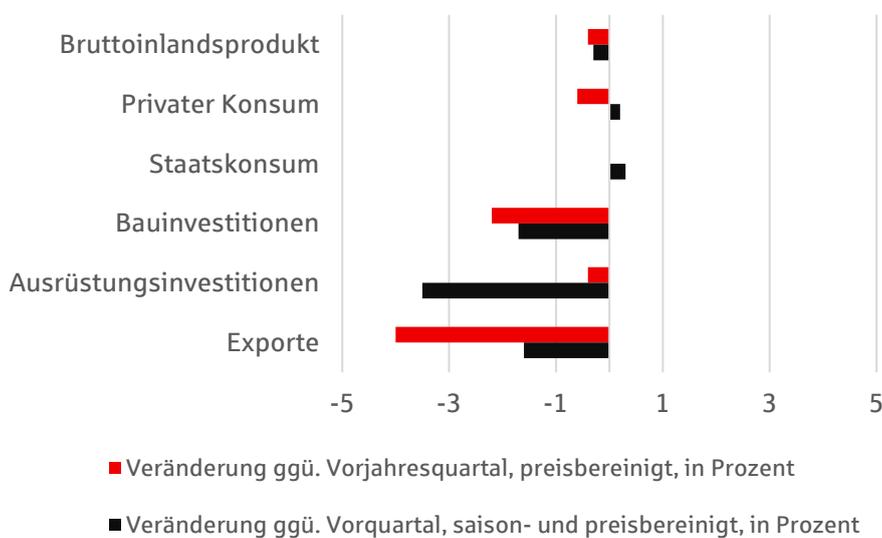
Für die Beurteilung der zyklischen Trends liegt inzwischen die Untergliederung des deutschen Bruttoinlandsproduktes im vierten Quartal 2023 vor. Im Gesamtjahr 2023 war vor allem der private Konsum für die Schrumpfung des BIP verantwortlich. Das ist mit dem Kaufkraftverlust der Einkommen durch die sich 2023 immer noch auf erhöhtem Niveau bewegende Inflation schnell erklärt. Zudem warten die Konsumenten in einer weltpolitisch, aber auch im Innern wirtschaftspolitisch als unsicher wahrgenommenen Situation mit größeren Anschaffungen weiter ab. Auch im Schlussquartal des Jahres 2023 war der private Verbrauch im Vergleich zum entsprechenden Vorjahresquartal noch rückläufig. Aber in der

Privater Konsum 2023 noch von Inflation und Unsicherheit gebremst

laufenden Quartalsrate war das nicht mehr der Fall, und es deutet sich eine Trendwende an.

Beim Staatskonsum sind die Besonderheiten der Pandemieausgaben (Masken, Impfstoffe, erhöhte Gesundheitskosten, Unterstützungszahlungen etc.) inzwischen aus den Zeitreihen weitgehend herausgewachsen. Hier fiel der Vorjahresquartalsvergleich bereits mit Konstanz aus. Und die laufende Rate drehte sich ebenso wie schon die beim privaten Verbrauch ins Plus.

Verwendungskomponenten des deutschen BIP im vierten Quartal 2023



Quelle: Destatis

Im Schlussquartal 2023 prägten die Investitionen und die Exporte die gesamtwirtschaftliche Schrumpfung. Beim Außenhandel und beim Bau war das schon das ganze Jahr nicht anders. Selbst wenn die Zinsen jetzt seit einem halben Jahr nicht mehr weiter stiegen, kommt die volle Wucht der erlebten Zinserhöhung in einem von langfristigen Dispositionen geprägten Sektor wie dem Bau jetzt erst voll an. Der Absturz scheint sich aber nicht mehr weiter zu beschleunigen.

Bei den Ausrüstungsinvestitionen ist das Momentum dagegen unerfreulicher. Hier wurde der Einschlag der Zinserhöhungen überhaupt erst im Schlussquartal 2023 sichtbar. Die Ausrüstungsinvestitionen hatten sich im Gesamtjahr 2023 noch bemerkenswert gut geschlagen. Hier trug die Sonderkonjunktur für Investitionen in den Bereichen Klimawandel und Digitalisierung lange Zeit noch unabhängig von den Zinskosten ein höheres Aktivitätsniveau. Im Gesamtjahr 2023 stellten die Ausrüstungsinvestitionen sogar die einzige Verwendungskomponente dar, die im Plus lag. Im vierten Quartal ist dann aber doch eine deutliche Schwäche aufgekommen. Wenn es nun noch zu einer kleinen Rezession kommt, dann erfüllen die Ausrüstungsinvestitionen im Winterhalbjahr 2023/2024 offenbar ihre klassische, die Ausschläge verstärkende zyklische Rolle als Akzelerator.

Ausrüstungsinvestitionen hatten der Zinswende lange getrotzt

Dazu dürfte – sowohl bei den staatlichen als auch bei den privaten Investitionen – auch die wirtschaftspolitische Unsicherheit beitragen, die nach dem Bundesverfassungsgerichtsurteil vom November 2023 zur nicht zulässigen Umwidmung der Sondervermögen entstanden ist. Manche Projekte und Förderungen wurden abgebrochen. Gängige Vorhersagen, so auch die im Januar vorgestellte Gemeinsame Prognose der Chefvolkswirte der Sparkassen-Finanzgruppe, gehen davon aus, dass dieser finanzpolitisch verursachte Effekt 2024 rund 0,3 Prozentpunkte der Wachstumsmöglichkeiten kosten wird.

*Notwendig gewordene
finanzpolitische
Neuaufstellung dürfte 2024
rund 0,3 Prozentpunkte
Wachstum kosten*

Preis- und Mengenrelationen im Außenhandel weitgehend normalisiert

2023 stagnierte der Welthandel nach Schätzungen des Internationalen Währungsfonds nahezu. Diese Schwäche spiegelte sich auch in den deutschen Exporten und Importen als Teilen der BIP-Rechnung wider. 2024 sollte der Außenhandel Deutschlands nach den Erschütterungen der letzten Jahre allmählich wieder Fuß fassen, obwohl die Lage aufgrund spezifischer Schwierigkeiten, etwa bei dem wichtigen Handelspartner China, weiter belastet bleibt.

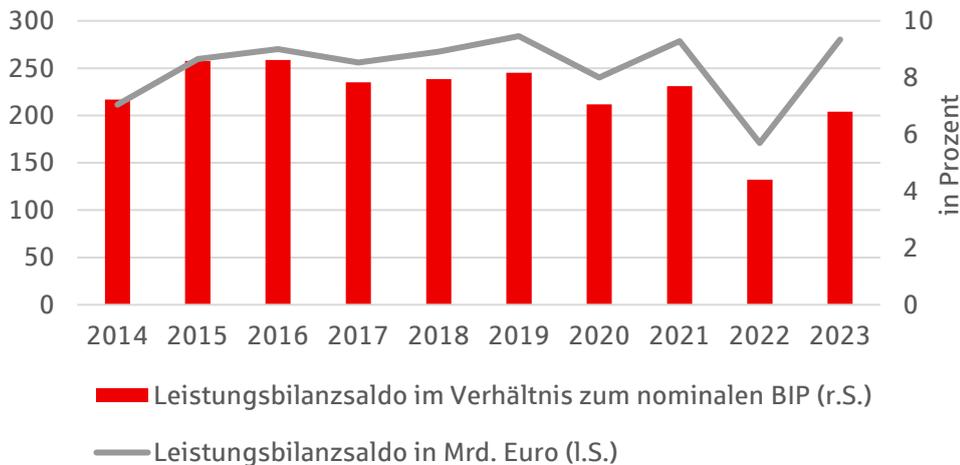
Noch viel größer als bei den Gütermengen ist allerdings der Umschwung in den Außenhandelspreisen. Dort ist eine Kehrtwende – aus deutscher Sicht zum Besseren – bereits vollzogen. Die sehr starken Anstiege bei den Energiepreisen, aber auch bei anderen Importpreisen Deutschlands im Jahr 2022 haben sich inzwischen weitgehend korrigiert. Es verbleibt zwar ein nicht unerheblicher Niveaueffekt, aber die höchsten Preisspitzen sind inzwischen überwunden.

Deutschland hatte 2022 einen regelrechten Terms-of-Trade-Schock erlitten. Er sorgte seinerzeit dafür, dass die Wohlstandeinbußen und die Einengungen im Verteilungsspielraum ungleich größer waren, als es in der linearen, nur die Produktionsmengen erfassenden BIP-Rechnung zum Ausdruck kam. Was nach dem 2022 ungünstigeren Gütertausch – nach Ausgang der Exporte und Eingang der Importe – für das Inland zum Verbrauch zur Verfügung stand, war erheblich eingeschränkt. Wir sind zwar nicht ganz zurück bei den Vorkriegsverhältnissen, aber es kann an dieser Stelle inzwischen weitgehend Entwarnung gegeben werden.

*Terms-of-Trade-Schock
von 2022 inzwischen
weitgehend korrigiert*

Die zuletzt wieder günstigeren Außenhandelspreise für Deutschland zeigen sich auch in der nominalen Zahlungsbilanz. Vor allem die deutlich verbilligte Importrechnung schlägt sich hier deutlich nieder. Dadurch ist der nominale Leistungsbilanzsaldo bereits 2023 zu seiner altbekannten Situation hoher Überschüsse zurückgekehrt, egal, ob man das an dem in Mrd. Euro ausgedrückten Saldo selbst oder an seiner Relation zum BIP ausmacht.

Leistungsbilanzsaldo Deutschland



Quelle: Deutsche Bundesbank, Destatis

In obiger Abbildung zeigt sich deutlich, dass der Einschlag des Terms-of-Trade-Schocks für die Leistungsbilanz nach dem Kriegsausbruch 2022 gemessen am Saldo viel stärker war als die Erschütterungen während der ersten Phase der Corona-Pandemie 2020. Beim BIP war es umgekehrt.

Beim Leistungsbilanzsaldo ging die Erholung 2023 mit dem Rückenwind der Normalisierung der Importpreise deutlich schneller und leichter vonstatten als das Wiederanwerfen des generellen Wachstumsmotors beim BIP, der bis heute stottert.

Die Erholung der Terms of Trade ist eine gute Nachricht für den in Deutschland zur Verfügung stehenden Wohlstand. Aber die Rückkehr der Leistungsbilanzüberschüsse auf ihre alten Rekordniveaus ist ein wenig vergiftet. Hier ist die Interpretation ähnlich ambivalent wie bereits weiter oben die Einordnung des robusten Arbeitsmarkts.

Die wieder sehr hohen Leistungsbilanzüberschüsse Deutschlands könnten zu Spannungen im Welthandel führen oder gar Krisen in den korrespondierenden Defizitländern auslösen, falls diese die Zuflüsse konsumtiv verwenden, statt sie nachhaltig zu investieren. Solches hatten wir in früheren Krisen erlebt. Die hohen Überschüsse könnten sich für Deutschland auch als Anfälligkeit im Falle eines neuen Aufkommens von Protektionismus im internationalen politischen Gefüge erweisen. Vor allem aber ist der Leistungsbilanzüberschuss in der Zahlungsbilanz das saldenmechanische Spiegelbild von Kapitalabflüssen. Deutschland exportiert in entsprechendem Umfang mehr Kapital, als ihm aus dem Ausland zufließt. Vor allem in der Unterrubrik des Kapitalverkehrs, den Direktinvestitionen, ist der Saldo verheerend. Dort beträgt das Verhältnis in den letzten Jahren rund Drei zu Eins, d. h., für jeden in Deutschland aus dem Ausland direkt investierten Euro fließen gleichzeitig drei Euro von deutschen Unternehmen in Auslandsprojekte ab. Das stellt kein gutes Zeugnis für den Produktions- und Investitionsstandort Deutschland aus.

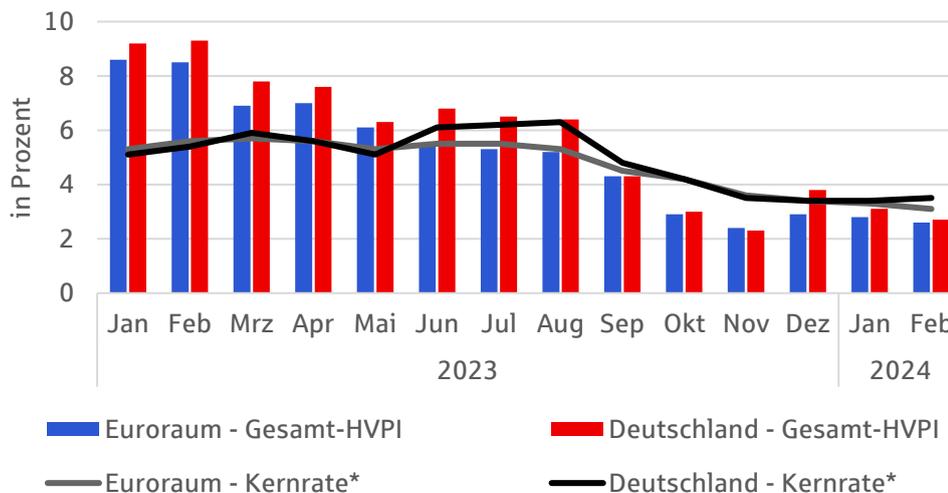
Leistungsbilanzüberschuss spiegelt hohe Kapitalabflüsse wider

Fortschritte bei der Inflationsbekämpfung

Eine weitere gute Nachricht für die Entwicklung in Deutschland ist neben der Normalisierung der Terms of Trade – und inhaltlich damit durchaus verwandt – die generelle Beruhigung der Inflationsentwicklung. Nicht nur an den Importpreisen, sondern auch an der inländischen Wertschöpfung erkennt man den nachlassenden Preisdruck. Sehr deutlich wird das an den Erzeugerpreisen und an den Großhandelspreisen. Die Entwicklung ist aber auch schon auf der Ebene der Verbraucherpreise angekommen.

*Importpreise,
Erzeugerpreise,
Großhandelspreise ...
... allesamt deutlich
rückläufig*

Inflationsraten Deutschland und Euroraum



Quelle: Destatis, Eurostat *ohne Energie, Lebensmittel, Alkohol und Tabak

Seit Sommer 2023 sind hier die Inflationsraten im jeweiligen Vorjahresmonatsvergleich rückläufig. Das liegt auch, aber nicht nur, an Basiseffekten. Bei manchen Preisen gab es sogar absolute Senkungen, bei vielen zumindest eine Verringerung der laufenden Dynamik. Im Dezember und im Januar gab es nochmal nennenswerte Sonderentwicklungen, im ersten Fall in Form der Heizkostenzuschüsse als Basiseffekt im vorangegangenen Jahr, im zweiten Fall aufgrund von diversen Steueränderungen (MwSt und CO₂-Preis) zum Jahresbeginn. Aber die inzwischen vorliegenden Erstschätzungen für die Februar-Raten bestätigen das Einpendeln auf niedrigerem Inflationstempo bei um die 2,5 Prozent. Die Raten bewegen sich im Euroraum und in Deutschland auf sehr ähnlichem Niveau. Inzwischen sind aber die Headline-Raten niedriger als die Kernraten, die sich noch je nach Abgrenzung bei gut 3,0 bis 3,5 Prozent bewegen. Das zeigt, dass es nicht mehr die Sonderentwicklungen sind, die den Inflationstrend prägen, sondern eine sehr breit angelegte Entwicklung in großen Teilen des Warenkorbes.

Das bedeutet allerdings auch, dass die letzten Meter der notwendigen weiteren Disinflation hin zur Zielmarke der EZB bei 2 Prozent steiniger werden. Auf zwei Teilindizes des Preisindexes, bei denen sich noch Schwierigkeiten zeigen könnten, sei in diesem Zusammenhang hingewiesen:

- Die Dienstleistungspreise steigen am aktuellen Rand noch mit einer Jahresrate von rund 3,5 Prozent. Nicht nur sind die Dienstleistungen ein recht großer Sub-Index (rund die Hälfte des Gesamtkorbes), an ihnen spiegelt sich auch wegen des hohen Anteils von Arbeit im Faktoreinsatz die Rolle der Löhne wider. Hier muss sich noch final zeigen, ob die diesjährigen Abschlüsse das noch notwendige Aufholen erreichen und zugleich moderat genug bleiben, um selbstverstärkende Spiralen zu vermeiden.
- Die Lebensmittelpreise als die (neben Energie) zweite große bei der Kernratenberechnung ausgekoppelte Komponente stiegen bis vor kurzem noch mit Raten von über 5 Prozent. Die Preise für Lebensmittel spielen psychologisch bei der Inflationswahrnehmung eine besondere Rolle. Denn es sind die Preise, denen die meisten Konsumenten am regelmäßigsten begegnen. Damit die Verbraucher die erreichte Beruhigung der Inflation wirklich glauben und fühlen, wäre eine langsamere Gangart an dieser Stelle sicher hilfreich. Außerdem haben überproportionale Steigerungen der Preise für Lebensmittel eine Verteilungswirkung zulasten von geringen Einkommen, bei denen ein höherer Anteil auf Lebensmittelkäufe entfällt. Hier ist es mit der am 29.2. vorgelegten Schnellschätzung des Statistischen Bundesamtes ein deutlicher Lichtblick, dass im Februar die Lebensmittelpreise im Vergleich zum Vorjahresmonat fast nicht mehr gestiegen sind. Auf der Ebene des Euro-raums ist der entsprechende Trend bei verarbeiteten Lebensmitteln allerdings noch nicht ganz so günstig ausgeprägt.

Dienstleistungspreise

*noch kritisch/
stark lohnabhängig*

Lebensmittelpreise

*zuletzt deutlich
stabilisiert*

Mit diesen und anderen Besonderheiten der aktuellen Preistrends wird sich auch der nächste „Standpunkt der Chefvolkswirte“, die Schwester-Publikationsreihe der „Informationen zur Wirtschaftslage“ des DSV, befassen. Diese Publikation der Chefvolkswirte wird spätestens Anfang April erscheinen. Der Standpunkt geht dann auch auf die weiteren Ausblicke der Geldpolitik ein.

*Kommender „Standpunkt
der Chefvolkswirte“ zu
Inflation und Geldpolitik*

Sollte sich die weitere Beruhigung des Inflationstrends bestätigen, dann dürften im Euroraum noch im Jahresverlauf 2024 erste Leitzinssenkungen möglich und nötig werden. Die Kapitalmärkte scheinen jedenfalls davon überzeugt zu sein.

Entsprechende Zinsverläufe sind seit geraumer Zeit an den Geld- und Kapitalmärkten eingepreist. Zum Jahreswechsel 2023/2024 sind diese Erwartungen sogar übergeschossen. Zu diesem Zeitpunkt war die Rendite von umlaufenden Bundesanleihen mit zehnjähriger (Rest-)Laufzeit auf rund 2 Prozent zurückgefallen. Seither hat sich die Entwicklung wieder ein Stück weit korrigiert. So schnell und so stark wie von den Märkten zu Jahresbeginn unterstellt werden Leitzinssenkungen im Euroraum wohl nicht kommen. Aber auch mit Umlaufrenditen von gut 2,3 Prozent wie zuletzt bleiben Leitzinsanpassungen in der zweiten Jahreshälfte 2024 eingepreist.

Hoffnung auf Wachstumsbeschleunigung im Jahresverlauf

Diese Erwartungen einer graduellen Rücknahme der großen Zinswende speisen auch die Hoffnung auf eine Belebung der Konjunktur im Jahresverlauf. Der zweite Faktor dafür ist die Steigerung der Kaufkraft der Verbraucher durch die weiter fallenden Inflationsraten bei weiteren Erhöhungsstufen der nominalen Einkommen. Schließlich kommt als dritter Faktor eine unterstellte Belebung der Weltkonjunktur dazu, die auch den deutschen Güterexport stimulieren dürfte.

Weltkonjunktur und sich erholende Kaufkraft der Einkommen

Auf diese Säulen gestützt liegen die meisten aktuellen Prognosen für das reale deutsche BIP im Gesamtjahr 2024 leicht im Plus. Ein Beispiel dafür wäre die bereits genannte Gemeinsame Prognose der Chefvolkswirte der Sparkassen-Finanzgruppe mit ihren 0,3 Prozent oder auch der jüngst vorgelegte Jahreswirtschaftsbericht der Bundesregierung mit 0,2 Prozent. Die Bundesbank hat signalisiert, dass sie ihre im Dezember 2023 mit 0,4 Prozent veröffentlichte Prognose inzwischen eher mit einer glatten Null ansetzen würde.¹ Aber diese Unterschiede liegen im Bereich der Unschärferelation und machen materiell keinen Unterschied, bilden letztlich ähnliche Wachstumsszenarien ab.

Werte von nur knapp über null sehen auf den ersten Blick sehr bescheiden aus. 2024 würde auf Jahresbasis beim realen BIP gerade einmal das aufholen, was 2023 verloren gegangen ist. Ist das also eine unterstellte weiter andauernde Stagnation?

Selbst BIP-Gesamtjahresraten von nur knapp über null ...

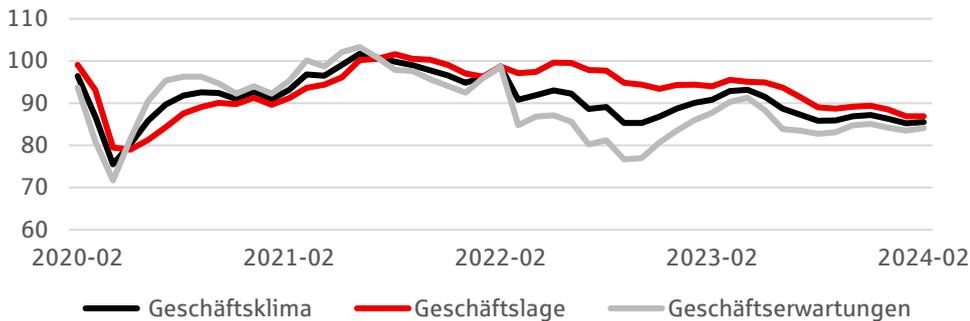
Die Antwort darauf lautet bei genauerem Hinsehen: Nein! Hinter diesen Prognosen verbirgt sich eine unterstellte deutliche Belebung im Jahresverlauf. Denn 2024 ist mit einem statistischen Unterhang von rund –0,2 Prozent gestartet. Dazu kommt für das Auftaktquartal wohl noch einmal eine Schrumpfung. Das für das Gesamtjahr noch ins Plus zu drehen, erfordert schon rein rechnerisch recht dynamische Wachstumsraten im weiteren Jahresverlauf ab dem Frühjahr.

... implizieren eine deutliche Belebung im Jahresverlauf

Es gibt aber auch deutlich pessimistischere Prognosen, die tatsächlich negative Werte für das Gesamtjahr anführen. Diese kommen etwa von realwirtschaftlichen Verbänden oder vom Deutschen Industrie- und Handelskammertag (DIHK). Diese Prognosen sind oft auf Umfragen der Mitgliedsunternehmen gestützt. Und dort ist die Stimmung immer noch erheblich eingetrübt.

¹ Für eine Übersicht über diverse aktuelle BIP-Prognosen siehe auch Teil B des Anhangs der vorliegenden Publikation.

ifo Geschäftsklima und seine Komponenten Indexwerte (2015 = 100)



Das ifo-Geschäftsklima bewegt sich tatsächlich auf historisch schlechtem Niveau, das nur während des ersten Corona-Lockdowns unterschritten worden ist. Allerdings wurde die stetige Verschlechterung über die letzten Monate mit dem jüngsten Wert vom Februar erstmals unterbrochen. Zwar stagniert die Lageeinschätzung der befragten Unternehmen immer noch, doch die Erwartungskomponente des Geschäftsklimas ist erstmalig wieder leicht gestiegen.

Damit bleibt die Chance erhalten, dass sich die deutlich optimistischeren Erwartungen der Finanzmarktakteure doch verwirklichen und die in der Gesamtjahreszahl leicht positiven Wachstumsraten erreicht werden.

Diese erhoffte Beschleunigung im Jahresverlauf 2024 steht natürlich unter dem Vorbehalt des Ausbleibens neuer großer Erschütterungen. Die Risiken aus geostrategischen und militärischen Konflikten sowie aus politischen Verschiebungen sind allgegenwärtig. Hier sind weitere Eskalationen vorstellbar. Auch wirtschaftlich ist noch nicht überall klar, inwieweit die Inflations- und Zinserschütterungen der letzten Jahre tatsächlich abgeschlossen sind.

Stimmung ist sehr schlecht, trübt sich zuletzt aber nicht mehr weiter ein

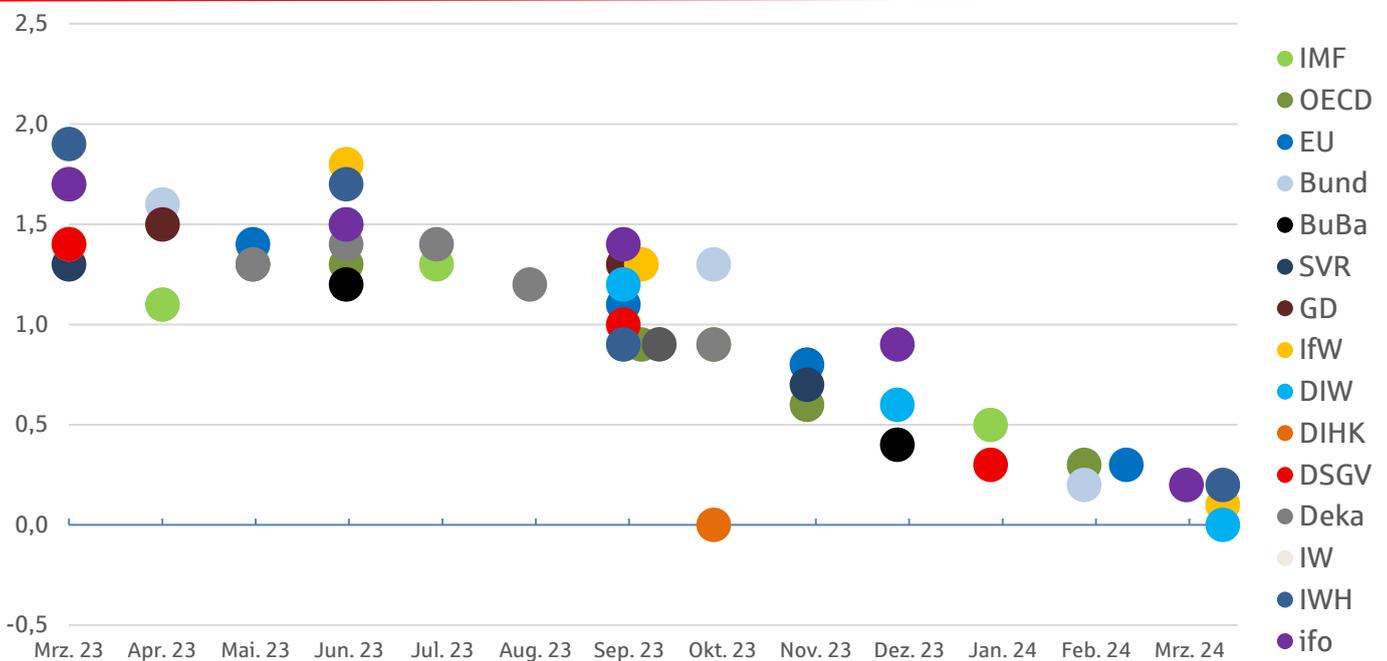
Alles weiter unter dem Vorbehalt der großen geopolitischen Risiken

A. Wachstum der Weltwirtschaftsregionen, Veränderung zum Vorjahr

	2022	2023	2024*	2025*
Welthandelsvolumen	5,2%	0,4%	3,3%	3,6%
BIP – Welt	3,5%	3,1%	3,1%	3,2%
USA	2,1%	2,5%	2,1%	1,7%
Japan	1,0%	1,9%	0,9%	0,8%
China	3,0%	5,2%	4,6%	4,1%
Euroraum	3,3%	0,5%	0,9%	0,8%
Deutschland	1,8%	-0,3%	0,5%	1,6%

* Prognosen des Internationalen Währungsfonds vom Januar 2024

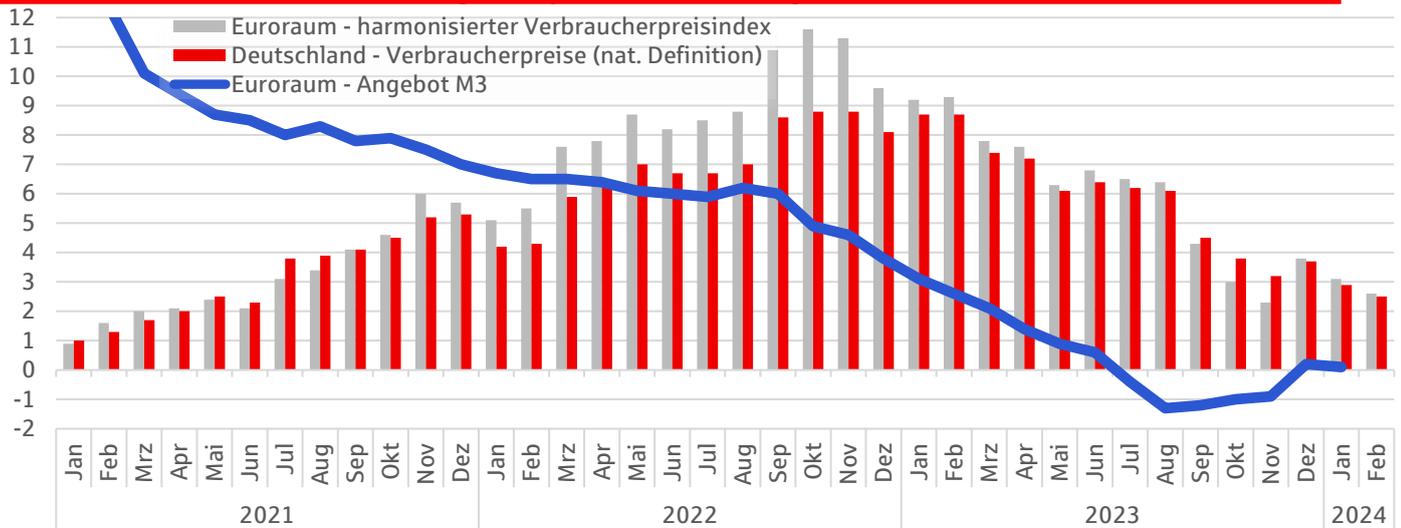
B. Prognosen für das Wirtschaftswachstum in Deutschland für 2024, in %



C. BIP im Euroraum und in Deutschland

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

D. Verbraucherpreise und Geldmenge M3, jährliche Änderungsraten in %



E. Monatliche Konjunkturindikatoren Deutschland

	Oktober	November	Dezember	Januar	Februar
Preise (nationale Definition)					
	Veränderung zum Vorjahresmonat				
Verbraucherpreise	3,8%	3,2%	3,7%	2,9%	2,5%
– ohne Nahrungsmittel und Energie (Kerninflation)	4,3%	3,8%	3,5%	3,4%	3,5%
Erzeugerpreis gewerblicher Produkte	-11,0%	-7,9%	-8,6%	–	–
Einfuhrpreise	-13,0%	-9,0%	-8,5%	–	–
Stimmungsindikatoren					
ifo Geschäftsklimaindex	86,9	87,2	86,3	85,2	85,5
ZEW-Konjunkturerwartung	-1,1	9,8	12,8	15,2	19,9
Auftragseingang					
	Veränderung zum Vorjahresmonat				
Verarbeitendes Gewerbe	-4,6%	-4,5%	2,7%	-5,0%	–
aus dem Inland	-4,2%	-6,7%	-5,3%	-7,2%	–
aus dem Ausland	-4,8%	-2,8%	8,1%	-3,5%	–
Investitionsgüterproduzenten	-6,7%	-3,4%	10,5%	-4,9%	–
Produktion					
	arbeitstäglich bereinigte Veränderung zum Vorjahresmonat				
Produzierendes Gewerbe insgesamt	-3,9%	-4,4%	-3,5%	-5,4%	–
davon Bau	-3,6%	-3,1%	0,2%	-4,6%	–
davon Industrie	-3,2%	-4,5%	-4,3%	-5,5%	–
Außenhandel					
	Veränderung zum Vorjahresmonat				
Export	-6,4%	-3,2%	-2,9%	+0,3%	–
Import	-15,4%	-11,4%	-11,3%	-8,3%	–
Arbeitsmarkt					
	Stand der Quote bzw. Veränderung zum Vorjahresmonat in 1000				
Arbeitslosenquote (saisonbereinigt)	5,7%	5,6%	5,7%	6,1%	6,1%
Arbeitslose	+165	+172	+183	+189	+194
Erwerbstätige (mit Arbeitsort im Inland)	+219	+220	+207	+235	–
Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte	+227	+217	+214	–	–

F. Rohstoff-, Devisen- und Finanzmärkte

	November	Dezember	Januar	Februar	13. März
Ölpreis Brent in US-Dollar	82,94	77,63	80,12	82,06	86,58 (4.3.)
Wechselkurse					
US-Dollar / EUR	1,0808	1,0903	1,0905	1,0811	1,0939
Japanische Yen / EUR	161,84	157,21	159,46	162,54	161,83
Aktienmärkte					
Deutscher Aktienindex DAX, Monatsende	16.215	15.751	16.903	17.601	17.961
Veränderung zum Vorjahresmonat	12,63%	13,13%	11,17%	14,55%	–
Geld- und Kapitalmarktzinsen					
Tagesgeld (€STR)	3,902%	3,902%	3,904%	3,907%	3,905%(12.)
Umlaufrendite von Bundesanleihen:					
– mit einer Restlaufzeit von einem Jahr	3,26%	2,97%	3,12%	3,40%	3,34%
– mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren	2,45%	2,06%	2,24%	2,51%	2,33%
Zinsen der Kreditinstitute, im Neugeschäft					
Täglich fällige Einlagen priv. Haushalte in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	0,59% 0,36%	0,60% 0,37%	0,62% 0,38%	– –	– –
Einlagen privater Haushalte bis 1 Jahr in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	3,46% 3,33%	3,37% 3,29%	3,27% 3,21%	– –	– –
Unternehmenskredite bis 1 Mio. € über 5 J in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	4,50% 4,58%	4,33% 4,53%	4,21% 4,52%	– –	– –

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

14.03.2024

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>