

Mühsame Erholung bei hoher, nur allmählich nachlassender Inflation – Perspektiven der deutschen Wirtschaft bis 2025

Die deutsche Wirtschaft erholt sich im Projektionszeitraum nur mühsam von den Krisen der vergangenen drei Jahre. Sie hat vor allem noch mit den Folgen der hohen Inflation zu kämpfen. Diese lässt immerhin nach. Daher und dank kräftig steigender Löhne sowie eines robusten Arbeitsmarktes erholen sich nach und nach die realen Einkommen der privaten Haushalte und deren Konsumausgaben. Der reale Staatskonsum geht im laufenden Jahr aufgrund auslaufender pandemiebezogener Ausgaben stark zurück und legt dann wieder deutlich zu. Die infolge der strafferen Geldpolitik höheren Finanzierungskosten dämpfen allerdings die privaten Investitionen, insbesondere im Wohnungsbau. Zudem kommt von dem stärkeren Euro und der hohen Lohndynamik Gegenwind für die Exporteure. Dank einer steigenden Auslandsnachfrage legen die Exporte trotzdem moderat zu. Insgesamt fasst die Wirtschaft im laufenden Jahr nur langsam Tritt und wächst im weiteren Projektionszeitraum etwas kräftiger.

Aufgrund des schwachen Einstiegs in das Jahr 2023 sinkt das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) im Jahresmittel kalenderbereinigt um 0,3%. Im Jahr 2024 wächst die deutsche Wirtschaft dann um 1,2% und 2025 um 1,3%. Im Vergleich zur Dezember-Projektion ist die BIP-Rate für 2023 etwas höher, vor allem wegen der Entspannung an den Energiemärkten. Für 2024 und 2025 ist sie hingegen niedriger, insbesondere wegen der höheren Zinsen und geringeren Wettbewerbsfähigkeit.

Die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Inflationsrate geht von 8,7% im Vorjahr auf 6,0% im laufenden Jahr zurück. In den Jahren 2024 und 2025 sinkt sie weiter auf 3,1% und 2,7%. Zunächst ermäßigt sich vor allem die Teuerung von Energie stark. Die hohe Kernrate (ohne Energie und Nahrungsmittel) zeigt sich hingegen hartnäckiger als zuvor erwartet. Sie erreicht ihre Spitze mit 5,2% erst im laufenden Jahr. Denn die Arbeitskosten steigen kräftig, die Gewinnmargen fallen nochmals höher aus, und die gestiegenen Energiekosten schlagen nachlaufend auf die Preise anderer Güter durch. Ab 2024 entfallen letztere Effekte nach und nach, und die Gewinnmargen normalisieren sich etwas. Der hohe Preisdruck von den Arbeitskosten lässt jedoch erst 2025 spürbar nach. Insgesamt sinkt die Kernrate 2024 auf 3,1% und 2025 auf 2,8%. Verglichen mit der Dezember-Projektion wurde die Gesamtrate wegen Energie abwärtsrevidiert, vor allem 2023 und 2024. Die Kernrate fällt durchweg höher aus.

Die gesamtstaatliche Defizitquote sinkt 2023 etwas auf 2,4% und 2024 deutlich auf 1,2%; 2025 bleibt sie praktisch unverändert. Die Corona-Maßnahmen entfallen 2023 weitgehend. Zugleich steigt der Umfang der Hilfen im Zuge der Energiekrise und der hohen Inflation noch etwas an. Er nimmt 2024 stark ab, bevor diese Hilfen 2025 entfallen. Die Schuldenquote fällt auf 62% im Jahr 2025.

Für die Inflation bestehen überwiegend Aufwärtsrisiken. Die hohe Teuerung könnte sich stärker verfestigen, falls Löhne und Gewinne noch kräftiger ansteigen. Eine solche Überwälzung ist in einem Umfeld einer hohen gesamtwirtschaftlichen Nachfrage möglich. Dies verdeutlicht, wie wichtig entschiedenes geldpolitisches Handeln ist, um der dauerhafteren Inflation und den damit verbundenen wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Risiken entgegenzuwirken.

Deutsche Wirtschaft schrumpfte im vergangenen Winterhalbjahr wie in Dezember-Projektion erwartet

Konjunktureller Ausblick¹⁾

Die deutsche Wirtschaft schrumpfte im Winterhalbjahr 2022/23 um beinahe 1 % und damit in dem Umfang, der in der Projektion vom Dezember 2022 erwartet worden war.²⁾ Sie befand sich demnach in einer „technischen Rezession“. Von dieser wird üblicherweise gesprochen, wenn das reale BIP in zwei aufeinander folgenden Quartalen saisonbereinigt zurückgeht.³⁾ Unter dem Einfluss der durch die hohen Energiepreise befeuerten Inflation gingen die privaten Konsumausgaben kräftig zurück. Die gesunkene Auslandsnachfrage drückte derweil die Exporte. Zudem ging der Staatskonsum kräftig

zurück. So entfielen pandemiebedingte Gesundheitsausgaben des Staates, wie für Tests und Impfungen. Der Rückgang sowohl des privaten als auch des staatlichen Konsums fiel sogar noch stärker aus als im Dezember erwartet. Dafür hielten sich die Investitionen besser als angenommen und expandierten trotz der gestiegenen Finanzierungskosten etwas. Im Wohnungsbau stützten die unerwartet milden Witterungsbedingungen. Den Unternehmensinvestitionen kam zugute, dass sich die Energiemärkte rascher entspannten als erwartet und die Lieferengpässe bei Vorprodukten deutlicher nachließen. Davon profitierte auch die Industrie, deren Produktionsergebnis im Winterhalbjahr insgesamt positiv überraschte.

Projektion vom Juni 2023

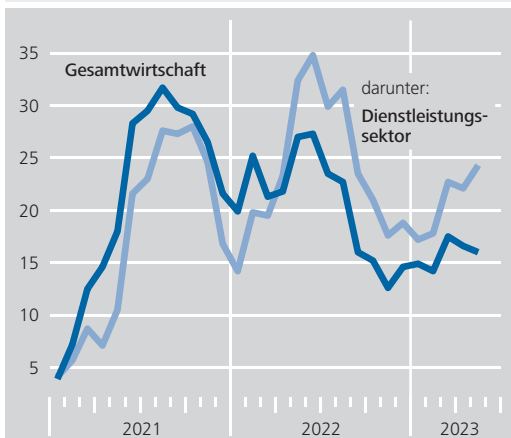
Veränderung gegenüber Vorjahr in %

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

Quelle: Statistisches Bundesamt (bis 1. Vj. 2023). 2023 bis 2025 eigene Projektionen.
 Deutsche Bundesbank

Geschäftslage

Salden, saison- und kalenderbereinigt



Quelle: ifo Institut.
 Deutsche Bundesbank

Im laufenden Quartal dürfte die Wirtschaftsleistung wieder leicht ansteigen. Die Unternehmen stuften laut ifo Institut ihre Geschäftslage besser ein als im Vorquartal, vor allem im Dienstleistungssektor. Auch der wöchentliche Aktivitätsindex (WAI) der Bundesbank zeigt eine ansteigende Tendenz.⁴⁾ Der private Konsum sollte seine Talsohle durchschreiten. Denn dank kräftig steigender Löhne stabilisieren sich die realen verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte trotz der noch sehr hohen Inflation. Dies hilft den Dienstleistern, die ihre Aktivität insgesamt wohl deutlich ausweiten werden. Darauf deuten auch die Ergebnisse der Einkaufsmanagerumfrage von S&P Global hin. Die Industrie dürfte der bis zuletzt weiter rückläufigen Nachfrage weitgehend trotzen. Die gesunkenen Energiepreise entlasten etwas, die Auftrags-

Im laufenden Quartal dürfte Wirtschaftsleistung wieder leicht ansteigen

¹ Die hier vorgestellten Vorausschätzungen für Deutschland wurden am 31. Mai 2023 abgeschlossen. Sie gingen in die am 15. Juni 2023 von der Europäischen Zentralbank (EZB) veröffentlichte Projektion für den Euroraum ein.
² Vgl.: Deutsche Bundesbank (2022a). Zwischenzeitliche Anzeichen dafür, dass sich die Wirtschaftsleistung im Winterhalbjahr deutlich besser gehalten haben könnte, haben sich nach derzeitigem Datenstand nicht bestätigt.
³ Die Saisonbereinigung umfasst hier und im Folgenden auch die Ausschaltung von Kalendereinflüssen, sofern sie nachweisbar und quantifizierbar sind.
⁴ Der WAI beinhaltet bis Anfang Juni vorliegende hochfrequente Indikatoren wie den Mautindex, das Passantenaufkommen oder Kreditkartenzahlungen. Die durch den WAI implizierte BIP-Wachstumsrate für die letzten 13 Wochen liegt derzeit spürbar im positiven Bereich. Vgl.: Deutsche Bundesbank (2023a).

bücher sind noch sehr gut gefüllt, und die Lieferengpässe lassen voraussichtlich weiter nach.⁵⁾ Dies stützt auch die Exporte. In der Bauwirtschaft ist hingegen ein Rückgang der Produktion zu erwarten.

Deutsche Wirtschaft hat insbesondere noch mit der sehr hohen Inflation und ihren Folgen zu kämpfen ...

Im weiteren Projektionszeitraum hat die deutsche Wirtschaft insbesondere noch mit den Folgen der sehr hohen Inflation zu kämpfen. Diese lässt aber immerhin nach – insbesondere aufgrund einer schwächeren Teuerung von Energie. Da die Löhne zugleich dank eines robusten Arbeitsmarktes weiter kräftig steigen, verbessert sich die reale Einkommenssituation der privaten Haushalte, und sie weiten ihre Konsumausgaben wieder spürbar aus. Auch die Energiekostenbelastung der Unternehmen lässt dank der niedrigeren Marktpreise für Gas und Strom nach. Die hohen Lohnzuwächse bedeuten für sie aber stark steigende Arbeitskosten. Zudem wertete der Euro im Zuge der strafferen Geldpolitik im Euroraum auf. Da die Auslandsnachfrage wächst und sich die Lieferengpässe bis Jahresende weitgehend aufgelöst haben dürften, legen die Exporte trotzdem moderat zu. Die höheren Finanzierungskosten belasten weiterhin die privaten Investitionen. Im Wohnungsbau gehen sie noch bis in das kommende Jahr hinein zurück. Die realen staatlichen Investitionen steigen hingegen im gesamten Projektionszeitraum kräftig an, vor allem für militärische Ausrüstungen. Nach dem Rücksetzer im laufenden Jahr legt zudem der reale Staatskonsum in den Folgejahren wieder deutlich zu. Insgesamt dürfte sich die Expansion der Wirtschaftsleistung in der zweiten Jahreshälfte nur allmählich verstärken. Im weiteren Projektionszeitraum wächst die Wirtschaft dann etwas kräftiger.

... und erholt sich nur mühsam von den Krisen der vergangenen drei Jahre

Damit erholt sich die deutsche Wirtschaft nur mühsam von den Krisen der letzten drei Jahre. Aufgrund des schwachen Einstiegs durch den Rückgang im vergangenen Winterhalbjahr schrumpft die Wirtschaftsleistung auch im Mittel des laufenden Jahres. Das reale BIP geht kalenderbereinigt um 0,3 % zurück. Im Jahr 2024 wächst es dann um 1,2 % und 2025 um

Technische Komponenten zur BIP-Wachstumsprojektion

in % bzw. Prozentpunkten

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

Quelle: Statistisches Bundesamt (bis 1. Vj. 2023). 2023 bis 2025 eigene Projektionen. **1** Saison- und kalenderbereinigter Indexstand im vierten Quartal des Vorjahres in Relation zum kalenderbereinigten Quartalsdurchschnitt des Vorjahres. **2** Jahresveränderungsrate im vierten Quartal, saison- und kalenderbereinigt. **3** In % des BIP. **4** Abweichungen in der Summe rundungsbedingt.

Deutsche Bundesbank

Revisionen gegenüber der Projektion vom Dezember 2022

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Position	2023	2024	2025
BIP (real, kalenderbereinigt)			
Projektion vom Juni 2023	-0,3	1,2	1,3
Projektion vom Dezember 2022	-0,5	1,7	1,4
Differenz (in Prozentpunkten)	0,2	-0,5	-0,1
Harmonisierter Verbraucherpreisindex			
Projektion vom Juni 2023	6,0	3,1	2,7
Projektion vom Dezember 2022	7,2	4,1	2,8
Differenz (in Prozentpunkten)	-1,2	-1,0	-0,1

Deutsche Bundesbank

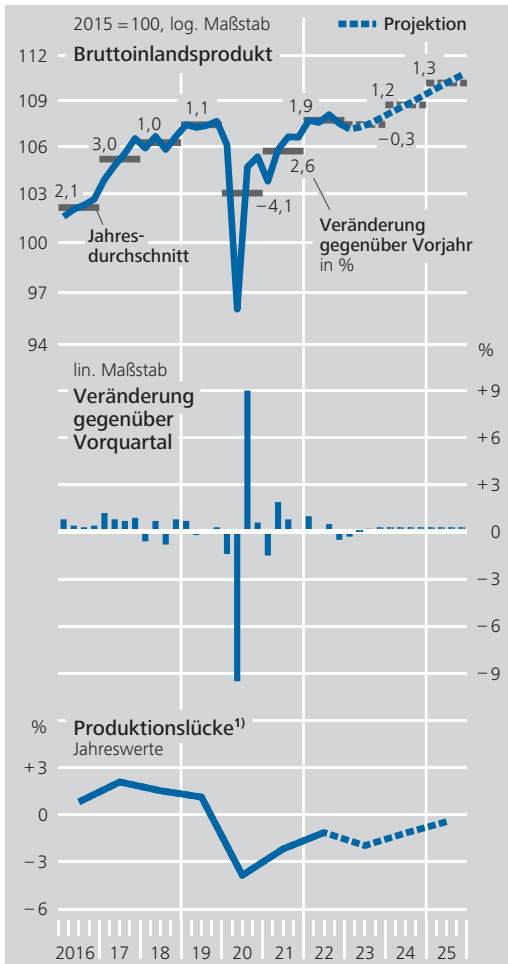
1,3 %. Damit wird die jahresdurchschnittliche BIP-Rate im Vergleich zur Dezember-Projektion für 2023 leicht aufwärtsrevidiert, vor allem, weil sich die Situation auf den Energiemärkten entspannte. Für 2024 wird das BIP-Wachstum hingegen deutlich, und für 2025 leicht schwächer eingeschätzt. Darin schlagen sich vor allem die höheren Zinsen und die ungünstigere preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Exportwirtschaft nieder.

Die Wirtschaftsleistung kommt erst zum Ende des Projektionszeitraums wieder nahe an ihr

⁵ Vgl. die Ausführungen auf S. 23 f.

Gesamtwirtschaftliche Produktion und Produktionslücke

preis-, saison- und kalenderbereinigt



Quelle: Statistisches Bundesamt und eigene Berechnungen. 2023 bis 2025 eigene Projektionen. ¹ Abweichung des BIP vom geschätzten Produktionspotenzial, auf Basis der jährlich geschätzten Produktionslücke.
 Deutsche Bundesbank

Wirtschaft nähert sich erst zum Ende des Projektionszeitraums ihrem Produktionspotenzial

Potenzial. Dass sich im gesamten Projektionszeitraum eine negative Produktionslücke ergibt, liegt jedoch nicht an einem Nachfragemangel. Denn die heftigen Angebotsstörungen der jüngeren Vergangenheit belasten für einen längeren Zeitraum die Realwirtschaft – auch über den Preis- und Lohnkostenkanal. Sie werden allerdings nur zu einem Teil als dauerhaft angesehen. Daher schlagen sich auch ihre Auswirkungen auf das BIP nur teilweise in einem niedrigeren Produktionspotenzial nieder – denn das Potenzialkonzept der Bundesbank orientiert sich an der nachhaltigen angebotsseitigen Leistungsfähigkeit der Volkswirtschaft. Nichtsdestotrotz war die Schätzung für das Produktions-

potenzial der deutschen Wirtschaft im Projektionszeitraum bereits abwärtsrevidiert worden – zunächst moderat im Dezember 2021 aufgrund der Pandemiewirkungen und zuletzt kräftig im Dezember 2022 wegen des russischen Angriffs auf die Ukraine.⁶⁾ Infolgedessen verschlechterte sich die Energieversorgung hierzulande nachhaltig und Energie bleibt dadurch perspektivisch teurer. Im Vergleich zur Dezember-Projektion hat sich die gesamtwirtschaftliche Angebotsseite aus struktureller Sicht nicht weiter wesentlich verändert.⁷⁾ In der aktuellen Projektion wurde die geschätzte Zuwachsrates des Produktionspotenzials daher kaum angepasst. Sie beträgt + 0,6 % im laufenden Jahr, + 0,4 % im Jahr 2024 und + 0,6 % im Jahr 2025.

Konjunktur im Detail

Der private Konsum litt im vergangenen Winterhalbjahr unter der hohen Teuerung. Die realen verfügbaren Einkommen gingen kräftig zurück, und die privaten Haushalte reduzierten ihre preisbereinigten Konsumausgaben noch stärker als in der Dezember-Projektion erwartet. Zugleich pufferten sie den Teuerungsschub nur leicht durch weniger Sparen ab. Im laufenden Quartal wird der private Konsum wohl wieder ein wenig zulegen. Denn trotz weiterhin hoher Teuerung sollte sich die reale Einkommenssituation der privaten Haushalte stabilisieren. Dies ist kräftig steigenden Löhnen und einer robusten Arbeitsmarktlage zu verdanken (vgl. das Schaubild auf S. 21). Dazu passt, dass sich laut GfK-Umfrage die zuvor sehr schlechte Konsumentenstimmung bereits spürbar verbesserte und die Sparneigung etwas zurückging. Die Sparquote dürfte daher weiterhin etwas sinken. Dies wird auch im weiteren Projektionszeitraum unterstellt, denn Vorsichtsmotive verlieren bei nachlassender Teuerung und geringerer Unsicherheit wohl an Bedeutung. Starke Nachhol-

Privater Konsum durchschreitet Talsohle und weitet sich ab dem Winterhalbjahr 2023/24 spürbar aus

⁶ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2021, 2022b).

⁷ Inwieweit die seit Dezember gesunkenen Marktpreise für Energie auch dauerhaft niedrigere Energiekosten in Deutschland bedeuten als seinerzeit angenommen, ist derzeit noch nicht absehbar.

Rahmenbedingungen für die gesamtwirtschaftlichen Vorausschätzungen

Die Projektion basiert auf Annahmen über die Weltwirtschaft, die Wechselkurse, die Rohstoffpreise und die Zinssätze, die von Fachleuten des Eurosystems festgelegt wurden. Ihnen liegen Informationen zugrunde, die am 23. Mai 2023 verfügbar waren. Die Annahmen über die wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum ergeben sich aus den Projektionen der nationalen Zentralbanken der Euro-Länder.¹⁾ Diese beziehen finanzpolitische Maßnahmen ein, sobald sie hinreichend spezifiziert sind und ihre Umsetzung als wahrscheinlich angesehen wird.

Leicht anziehendes globales Wirtschaftswachstum

Das globale Wirtschaftswachstum schwächte sich im Schlussquartal des vergangenen Jahres zwar weniger deutlich ab als in der Dezember-Projektion erwartet und startete solide in das laufende Jahr. Nach wie vor belasten aber die in vielen Ländern anhaltend hohe Inflation sowie die gestraffte Geldpolitik die Konjunktur. Dies gilt insbesondere für die Industrieländer, für die der Ausblick etwas nach unten angepasst wurde. Straffere Kreditangebotsbedingungen in den USA, auch im Zusammenhang mit den jüngsten Bankenturbulenzen, dürften sich dämpfend auf das dortige Wirtschaftswachstum auswirken. In China stärkt hingegen das Ende der Null-Covid-Politik die Nachfrage. Insgesamt wird über den Verlauf des Projektionszeitraums für die globale Wirtschaftsaktivität eine ähnliche Dynamik wie in der Dezember-Projektion veranschlagt. Im Jahresdurchschnitt wird für die Weltwirtschaft ohne den Euroraum für dieses und das kommende Jahr mit einem Wachstum von jeweils 3,1% gerechnet. Für 2025 wird ein etwas höherer Zuwachs von 3,3% erwartet. Der internationale Handel (ohne den Euroraum) schrumpfte im vierten Quartal des vergangenen Jahres. Dies

dämpft dessen für 2023 veranschlagte jahresdurchschnittliche Wachstumsrate, die mit 1,3% deutlich schwächer ausfällt als in der Dezember-Projektion erwartet. Die Dynamik 2024 und 2025 wird mit Raten von jeweils 3,4% aber wieder höher angesetzt und liegt weitgehend im Einklang mit der Dezember-Projektion.

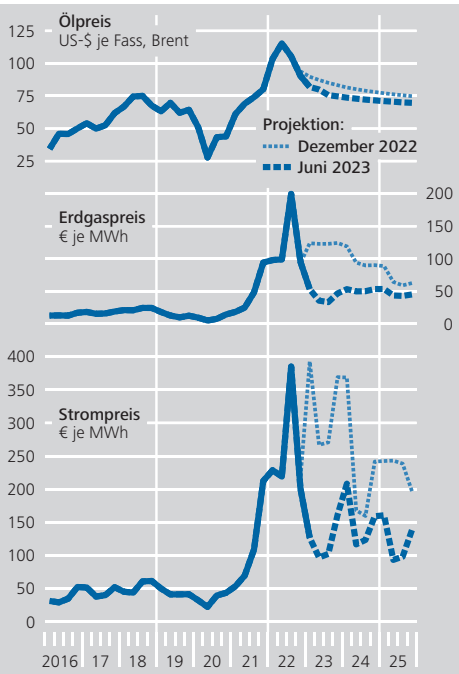
Hohe Inflationsraten im Euroraum dämpfen weiterhin die Kaufkraft

Die Wirtschaftsaktivität im Euroraum ging sowohl im vierten Quartal des vergangenen Jahres als auch im ersten Quartal 2023 ganz leicht zurück.²⁾ Zwar bildete sich die Unsicherheit hinsichtlich der Energieversorgung und anderer Lieferengpässe zurück, die insbesondere das Verarbeitende Gewerbe und den Bau beeinträchtigt hatte. Trotz inzwischen deutlich gesunkener Energiepreise belastet aber die anhaltend hohe Inflation weiterhin die Kaufkraft der privaten Haushalte. Die Ausgabenbelastung für Energie wird zwar teilweise durch staatliche Maßnahmen gedämpft, aber inzwischen ist die Teuerung breit angelegt und damit auch für die anderen Güter sehr hoch. Gleichzeitig stiegen die Kosten für kreditfinanzierte Ausgaben der Unternehmen und Haushalte angesichts der voranschreitenden geldpoli-

¹ Die Projektionen der nationalen Zentralbanken der Euro-Länder wurden am 31. Mai 2023 abgeschlossen.
² Gegenüber der Schnellschätzung für das erste Quartal 2023 setzte Eurostat die Rate des preis- und saisonbereinigten BIP für den Euroraum im Vorquartalsvergleich um 0,2 Prozentpunkte auf – 0,1% herunter. Ohne die starke Abwärtsrevision der irischen BIP-Rate um 1,9 Prozentpunkte auf – 4,6% gerechnet hätte das Euroraum-BIP hingegen leicht zugelegt, um 0,1%. Auch die Entwicklung des deutschen BIP war bei der Veröffentlichung der Detailergebnisse durch das Statistische Bundesamt am 25. Mai 2023 mit einer Rate von – 0,3% schwächer angesetzt worden als noch in der Schnellmeldung. Dort war man von einer Stagnation im ersten Quartal ausgegangen.

Öl-, Erdgas- und Strompreise

Quartalsdurchschnitte



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

tischen Straffung.³⁾ Der weiterhin robuste Arbeitsmarkt stützt den gesamtwirtschaftlichen Ausblick. Mit einem Rückgang der Inflationsraten, abnehmender Unsicherheit hinsichtlich der Energieversorgung und ihrer Kosten sowie einer robusten Absatzmarktentwicklung der Exporteure legt die Wirtschaft des Euroraums über den Projektionszeitraum trotz der höheren Zinsen wieder deutlicher zu. Für den Euroraum (ohne Deutschland) wird für das laufende Jahr mit einem Wirtschaftswachstum von 1,4% gerechnet, welches deutlich über der Dezember-Projektion liegt. In den Jahren 2024 und 2025 steigt die Wirtschaftsaktivität mit 1,7% und 1,8% dann etwas weniger als in der Dezember-Projektion veranschlagt.

Die Absatzmärkte deutscher Exporteure dürften im Projektionszeitraum leicht schwächer expandieren als der Welthandel. Dies liegt daran, dass das Importwachstum der Industrieländer, in denen ein hoher Anteil der deutschen Exportmärkte liegt, etwas

hinter der Dynamik des Welthandels insgesamt zurückbleibt.

Technische Annahmen der Projektion

Die Energierohstoffpreise waren in den vergangenen Monaten rückläufig und blieben damit unter den Annahmen der Dezember-Projektion. Der seinerzeit in den Terminnotierungen für das erste Vierteljahr 2023 angezeigte Anstieg der Erdgaspreise blieb aus. Die Sparanstrengungen der europäischen Gasverbraucher, milde Wintertemperaturen und hohe Flüssiggasimporte trugen zu gut gefüllten Gasspeichern bei und sorgten für eine Entspannung der Gaspreise im europäischen Großhandel. Vor diesem Hintergrund fielen auch die eng mit den Gaspreisen zusammenhängenden europäischen Strompreise seit dem Winter deutlich. Die Terminnotierungen weisen auf ein wieder etwas höheres Niveau der europäischen Gaspreise ab dem Winter 2023/24 gegenüber ihrem derzeitigen Stand hin, bevor sie nach dem Winter 2024/25 erneut leicht zurückgehen. Für die europäischen Strommärkte zeigen die Futures bis zum Ende des Projektionszeitraums jeweils für die Wintermonate höhere Preise an.

Unsichere Nachfrageaussichten sowie anhaltend hohe russische Rohölexporten in nicht-sanktionierende Länder trugen zum Preisrückgang auf den globalen Rohölmärkten bei. Gleichzeitig wirkte die Ankündigung der OPEC, ihre Produktion ab Mai deutlich zu senken, preisstützend. Die Marktnotierungen lassen für die kommenden beiden Jahre weiter rückläufige Rohölpreise erwarten. Die Annahmen der Energierohstoffpreise bleiben damit insgesamt deutlich unter den Annahmen der Dezember-Projektion. Auch für die sonstigen Rohstoffe wird

³ Es wird davon ausgegangen, dass straffere Kreditangebotsbedingungen, die über das im Zuge steigender Zinsen zu erwartende Maß hinausgehen, für sich genommen nur einen begrenzten Effekt auf das Wirtschaftswachstum im Euroraum haben und den Ausblick für die Inflationsrate kaum beeinflussen.

zunächst mit einem weiteren Rückgang der Preise gerechnet, bevor sie im Jahresdurchschnitt 2025 wieder leicht steigen.

Die landwirtschaftlichen Erzeugerpreise im Euroraum ließen von dem im letzten Winter erreichten Höchststand in den vergangenen Monaten etwas nach. Hierfür dürften auch die rückläufigen Energiepreise eine Rolle gespielt haben, die sich unter anderem auf die Düngemittelpreise auswirkten. Die Terminotierungen lassen erwarten, dass die Erzeugerpreise für Nahrungsmittel zunächst weiter leicht sinken, bevor sie dann 2024 und 2025 auf dem erreichten Niveau – etwas unter den Annahmen der Dezember-Projektion – bleiben.

Der EZB-Rat beschloss im Dezember 2022, im Februar und im März 2023 weitere Erhöhungen der Leitzinssätze um jeweils 50 Basispunkte. Denn die Inflation ist deutlich zu hoch und gemäß der Dezember-Projektion und auch der im März von der EZB erstellten Projektion bleibt sie zu lange über dem Zielwert von 2 % für den Euroraum. In seiner Sitzung im Mai 2023 hob der EZB-Rat die Leitzinssätze erneut an, wenn auch nur um 25 Basispunkte. Seit Anfang März 2023 werden zudem die Bestände aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme, APP) graduell reduziert. Die Leitzinsen sollen mit zukünftigen Beschlüssen des EZB-Rats auf ein ausreichend restriktives Niveau steigen, damit die Inflationsrate zeitnah wieder auf ihr mittelfristiges Ziel sinkt. Dabei werden Leitzinsbeschlüsse weiterhin von der Datenlage abhängen. Am Geldmarkt stiegen die Zinssätze in den vergangenen Monaten deutlich. Die Terminotierungen für den EURIBOR sind auch für die kommenden Monate noch leicht aufwärtsgerichtet, bevor sie einen graduellen Rückgang ab Herbst dieses Jahres anzeigen. Auch die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen legten gegenüber dem zum Abschluss der Dezember-Projektion erreichten Stand noch einmal zu. Aus Terminotierungen leitet sich eine über den

Wichtige Annahmen der Projektion

Position	2022	2023	2024	2025
Wechselkurse für den Euro				
US-Dollar je Euro Effektiv ¹⁾	1,05	1,08	1,09	1,09
	116,8	121,2	121,5	121,5
Zinssätze				
EURIBOR-Dreimonatsgeld	0,3	3,4	3,4	2,9
Umlaufrendite öffentlicher Anleihen ²⁾	1,2	2,4	2,4	2,4
Preise				
Rohöl ³⁾	103,7	78,0	72,6	70,4
Erdgas ⁴⁾	123,1	42,4	51,9	46,5
Strom ⁴⁾⁵⁾	258,4	122,0	152,0	122,7
Sonstige Rohstoffe ⁶⁾⁷⁾	6,6	-11,5	-2,0	1,3
Nahrungsmittel ⁷⁾⁸⁾	40,6	-1,4	-2,7	-0,3
Absatzmärkte der deutschen Exporteure ⁷⁾⁹⁾	6,5	1,1	3,1	3,2

1 Gegenüber 42 Währungen wichtiger Handelspartner des Euroraums (EWK-42-Gruppe), 1. Vj. 1999 = 100. **2** Rendite der jeweils jüngsten Bundesanleihe mit einer vereinbarten Laufzeit von zehn Jahren. **3** US-Dollar je Fass der Sorte Brent. **4** Euro je Megawattstunde. **5** Großhandelspreise im Euroraum basierend auf Daten der Europäischen Zentralbank. **6** In US-Dollar. **7** Veränderung gegenüber Vorjahr in %. **8** Erzeugerpreise für Nahrungsmittel im Euroraum basierend auf Daten der Europäischen Kommission. In Euro. **9** Kalenderbereinigt.

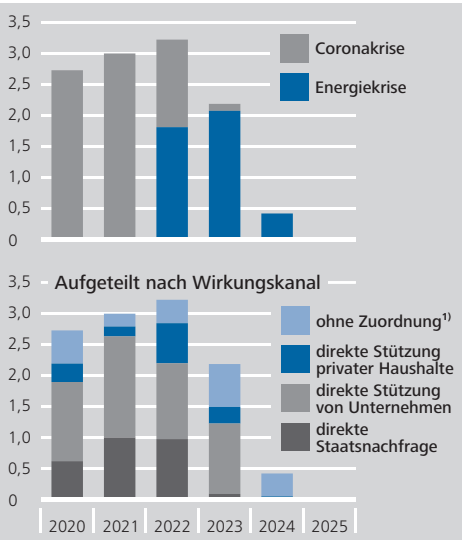
Deutsche Bundesbank

Projektionszeitraum weitgehend konstante Rendite ab. Ähnlich wie der EURIBOR bleibt auch das Renditeniveau im Projektionszeitraum deutlich über der Dezember-Projektion. Für Bankkredite wird ebenfalls mit höheren Finanzierungskosten als in der Dezember-Projektion gerechnet.

Seit Abschluss der Dezember-Projektion wurde auf den Devisenmärkten der geldpolitische Kurs sowie dessen Ausblick für den Euroraum relativ zu denjenigen der US-amerikanischen Notenbank als straffer eingeschätzt. Dies ließ den Wert des Euro steigen, der in dem für die Ableitung der Wechselkursannahmen relevanten Zeitraum bei 1,09 US-\$ notierte und damit knapp 6 % über der Annahme aus dem Dezember lag. In Bezug auf 41 für den Außenhandel wichtige Währungen betrug die Aufwertung des Euro gut 3 %.

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

in % des BIP



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

Krisenbezogene Fiskalmaßnahmen prägen Finanzpolitik

Mit einem Umfang von gut 2 % des BIP erhöhen temporäre krisenbezogene Stützungsmaßnahmen das Staatsdefizit auch 2023 erheblich. Im Vorjahresvergleich gehen diese Belastungen allerdings deutlich zurück, weil Corona-Maßnahmen weitestgehend entfallen. Unter den Hilfen im Zuge der Energiekrise sind 2023 die breit angelegten Strom- und Gaspreisbremsen am bedeutsamsten. Abzüglich der Abschöpfung von Erlösen am Strommarkt beläuft sich der Defiziteffekt 2023 hier auf gut 1 % des BIP. Zudem zahlt der Wirtschaftsstabilisierungsfonds-Energie ergänzende Hilfen aus. Dass Arbeitgeber vielfach Entgeltteile als abgabenbefreite Inflationsausgleichsprämien zahlen, dämpft die staatlichen Einnahmen. Darüber hinaus bleibt die Umsatzsteuer für Erdgas und Fernwärme bis Ende des ersten Quartals 2024 reduziert. Die Defiziteffekte der Krisenmaßnahmen lassen sich weiterhin

nur mit hoher Unsicherheit projizieren. Aufgrund der niedrigeren Gas- und Strompreise liegt die Schätzung für die fiskalischen Kosten der Energiepreisbremsen nun deutlich niedriger als in der Projektion vom Dezember 2022. Zudem sind keine weiteren Hilfen für Gashandelsunternehmen mehr eingestellt.

Im Jahr 2024 sinken die Transfers der Strom- und Gaspreisbremse auf Jahressicht stark. In dieser Projektion laufen sie (wie in den Planungen der Bundesregierung) zwar noch bis Ende April 2024.⁴⁾ Aufgrund niedrigerer Energiepreise sind die Kosten aber nur gering. Höhere Einnahmefälle resultieren noch aus den abgabenfreien Lohnprämien.

Die Projektion enthält darüber hinaus finanzpolitische Maßnahmen, die den Staatshaushalt per saldo längerfristig belasten. Auf der Einnahmenseite kommen Senkungen der Einkommensteuer zum Tragen. Insbesondere verschiebt sich der Steuertarif Jahr für Jahr, um die kalte Progression des Vorjahres zu kompensieren.⁵⁾ Die Beitragssätze der Sozialversicherungen steigen deutlich: Der allgemeine Beitragssatz zur Pflegeversicherung nimmt zum 1. Juli 2023 im Zuge der Pflegereform um 0,35 Prozentpunkte zu. Die Zusatzbeitragssätze der Krankenversicherung werden vor allem ab 2024 deutlich angehoben. Bei den Ausgaben steigen die militärischen Ausrüstungsinvestitionen und die Aufwendungen für Klimaschutz stark. Grundlage dafür sind Vorhaben, die aus dem Bundeswehr-Sondervermögen und dem Klima- und Transformationsfonds finanziert werden. Darüber hinaus erhöhen die jüngsten Tarifvereinbarungen für Bund und Kommunen die Personalausgaben deutlich.

⁴ Die Preisbremsen gelten bislang bis Ende 2023. Das Gesetz ermöglicht aber, sie über Verordnungen bis Ende April 2024 zu verlängern.

⁵ Bis zum Jahr 2024 sind die Verschiebungen bereits beschlossen. In der Projektion wird angenommen, dass der Gesetzgeber diese Praxis auch für 2025 fortsetzt.

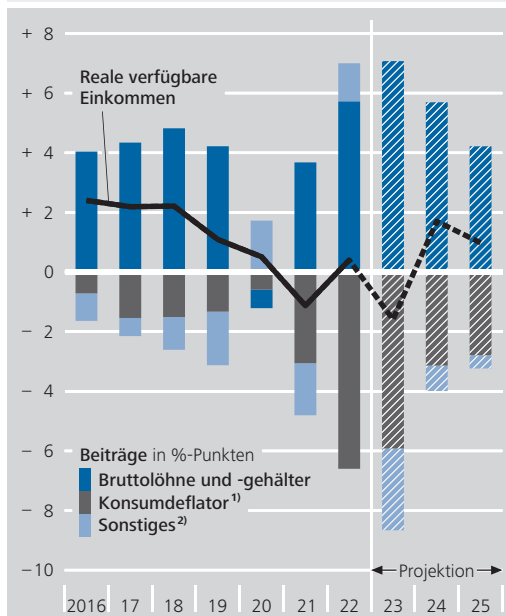
effekte beim Konsum, die aus den unfreiwillig während der Pandemie gebildeten Ersparnissen finanziert werden könnten, werden dabei allerdings nicht mehr unterstellt.⁸⁾ Ab dem dritten Quartal führen kräftig steigende Löhne bei nachlassender Inflation zu spürbaren Kaufkraftgewinnen. Daher erholt sich der private Konsum dann merklich. Dies zeigt sich vor allem 2024. Im Jahr 2025 verliert er allerdings an Schwung. Denn die Löhne steigen nicht mehr ganz so kräftig, und die Beschäftigung weitet sich demografisch bedingt nicht mehr aus.

Exporte profitieren von nachlassenden Lieferengpässen und steigender Auslandsnachfrage, werden aber durch sinkende Wettbewerbsfähigkeit gebremst

Die Exporte gingen im vierten Quartal 2022 unter dem Einfluss einer rückläufigen Auslandsnachfrage und hoher Energiepreise noch etwas stärker zurück als in der Dezember-Projektion erwartet. Sie zeigten sich im ersten Quartal aber deutlich robuster. Die gesunkenen Energiepreise stützten nach dem Jahreswechsel die Produktion in der energieintensiven Industrie, und nachlassende Lieferengpässe dürften den Unternehmen geholfen haben, ihre teils beträchtlichen Auftragsbestände abzuarbeiten. Trotz einer weiter sinkenden Auslandsnachfrage machten sie daher einen Teil des vorangegangenen Exportrückgangs wett. Die niedrigeren Energiepreise und nachlassende Lieferengpässe dürften die Unternehmen auch im weiteren Verlauf dieses Jahres entlasten. Darauf deuten Ergebnisse der Bundesbank-Unternehmensumfrage hin.⁹⁾ Dies sollte auch den Exporten zugutekommen. Sie dürften daher im laufenden Quartal etwas weiter wachsen, obwohl die Auslandsaufträge in der Industrie bis zuletzt in der Tendenz rückläufig waren. Dies zeigen auch die leicht positiven ifo Exporterwartungen an. In der zweiten Jahreshälfte gewinnen die Exporte im Einklang mit der annahmegemäß steigenden Auslandsnachfrage ein wenig an Schwung.¹⁰⁾ Die wachsenden Absatzmärkte sorgen auch im weiteren Projektionszeitraum für entsprechende Impulse. Allerdings schlagen diese nicht voll durch. Dauerhaft erhöhte Energiepreise, ein im Rahmen der geldpolitischen Straffung aufgewerteter Euro und der kräftige inländische Lohndruck belasten die Wettbewerbsfähigkeit deutscher Exporteure nachhaltig. Daher expan-

Reale verfügbare Einkommen der privaten Haushalte

Veränderung gegenüber Vorjahr in %



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

dieren die Exporte spürbar schwächer als die Absatzmärkte.¹¹⁾

8 Die hohe Inflation dürfte die realen privaten Vermögen gedrückt und damit einen Teil der Corona-Ersparnisse eliminiert haben. Auch daher sind sie bei den Haushalten mit einem niedrigeren Einkommen wohl mittlerweile aufgebraucht; spätestens, wenn damit im laufenden Jahr Energierechnungen beglichen werden. Darauf deuten die Angaben aus der verteilungsbasierten Vermögensbilanz der deutschen Bundesbank hin, vgl.: Deutsche Bundesbank (2022c). Daten der Finanzierungsrechnung zeigen zudem, dass die privaten Haushalte seit geraumer Zeit wieder in einem größeren Umfang Anleihen erwerben, vgl.: Deutsche Bundesbank (2023b). Dahinter dürften wohl auch Umschichtungen von sehr liquiden Anlagen hin zu weniger liquiden, aber höher verzinsten Anlagen stehen. Damit wird es unwahrscheinlicher, dass die privaten Haushalte ihre Corona-Ersparnisse noch in größerem Umfang für Konsumzwecke ausgeben, wie sie es noch vor einem Jahr zum Teil geplant hatten, vgl.: Deutsche Bundesbank (2022d).

9 Vgl. die Ausführungen auf S. 23 f. In der Projektion wird angenommen, dass die Verfügbarkeit von Vorprodukten bis Ende des Jahres 2023 wieder auf ihr betriebsübliches Niveau zurückkehrt. Die stabilisierende Wirkung nachlassender Lieferengpässe läuft daher zum Jahreswechsel 2023/24 aus.

10 Vgl. die Ausführungen auf S. 17 ff.

11 Ein Teil der energieintensiven Produktion in Deutschland (und ihre Ausfuhren) könnte sogar dauerhaft verloren gegangen sein. Vgl. die Ausführungen auf S. 24.

Verwendungskomponenten

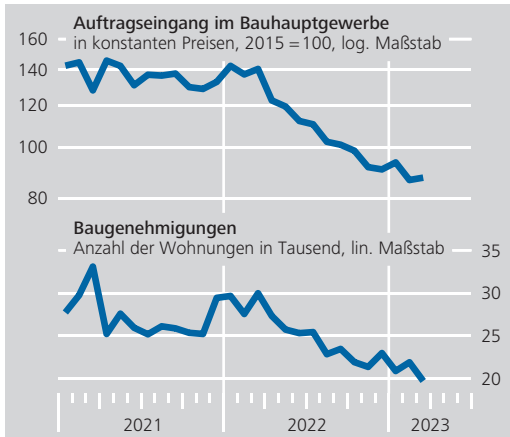
4. Vj. 2019 = 100, log. Maßstab,
 preis-, saison- und kalenderbereinigt



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

Nachfrageindikatoren im Wohnungsbau

saison- und kalenderbereinigt



Quelle: Statistisches Bundesamt.
 Deutsche Bundesbank

Die Unternehmensinvestitionen hielten sich im vergangenen Winterhalbjahr besser als erwartet. Trotz der höheren Finanzierungskosten und der zunächst noch hohen Unsicherheit bezüglich der Energieversorgung erhöhten die Unternehmen ihre Investitionen spürbar. Die Investitionstätigkeit dürfte gleichfalls von der Entspannung an den Energiemärkten profitiert haben. Zudem verbesserte sich auch die Verfügbarkeit mancher Kapitalgüter im Zuge nachlassender Lieferengpässe. Für das laufende Quartal deuten Umfrageergebnisse des ifo Instituts auf einen weiteren, aber wohl merklich kleineren Anstieg der Unternehmensinvestitionen hin. So stabilisierte sich nach Angaben des ifo Instituts das Geschäftsklima der Hersteller von Investitionsgütern auf erhöhtem Niveau, und ihre Produktionserwartungen stiegen zuletzt wieder etwas an. Im weiteren Projektionszeitraum sprechen die robuste Exportdynamik, auslaufende Lieferengpässe und das noch vorhandene Aufholpotenzial für weiter steigende Unternehmensinvestitionen.¹²⁾ Investitionsimpulse dürften zudem von der Transformation der deutschen Wirtschaft hin zu einer klima- und umweltverträglicheren Produktionsweise ausgehen. Die im Zuge der geldpolitischen Straffung deutlich verschlechterten Finanzierungsbedingungen wirken zugleich jedoch spürbar dämpfend. Insgesamt expandieren die Unternehmensinvestitionen daher nur sehr verhalten.

Unternehmensinvestitionen von höheren Finanzierungskosten gebremst

Die Wohnungsbauinvestitionen stiegen zu Beginn des Jahres 2023 kräftig an, nachdem sie zuvor drei Quartale in Folge teilweise deutlich geschrumpft waren. Dieses im Vergleich zur Dezember-Projektion überraschende Plus ist jedoch zu einem großen Teil auf die im Januar und Februar vergleichsweise milde Witterung zurückzuführen. Der Abwärtstrend bei den Wohnungsbauinvestitionen dürfte daher nur kurzzeitig unterbrochen worden sein. Denn die

Abwärtstrend bei Wohnungsbauinvestitionen nur kurzzeitig unterbrochen

¹² Die gewerblichen Investitionen haben sich bislang von den Rückgängen seit Beginn der Pandemie noch nicht erholt. Selbst nach dem jüngsten Anstieg lagen sie im ersten Quartal 2023 noch etwa 1% unter dem Stand des vierten Quartals 2019.

Zu den Auswirkungen angebotsseitiger Belastungsfaktoren auf die Geschäftstätigkeit deutscher Unternehmen

Seit einiger Zeit beeinflussen verschiedene angebotsseitige Faktoren die deutsche Wirtschaft. Bereits vor der Coronavirus-Pandemie setzte mit dem Mangel an Fachkräften ein signifikantes Hemmnis ein.¹⁾ Der Arbeitsmarkt ist nämlich seit geraumer Zeit von Knappheiten geprägt, die vor allem durch den demografischen Wandel verursacht werden.²⁾ Seit Beginn des Jahres 2021 beeinträchtigten auch Engpässe bei wichtigen Vorprodukten und Vorleistungen die Geschäftstätigkeit deutscher Unternehmen.³⁾ Der Ukrainekrieg und die in dessen Folge angespannte Situation auf den Energiemärkten führte schließlich noch zu einem beispiellosen Anstieg der Energiepreise. Zwar entspannte sich die Lage zuletzt, und die Energiepreise gaben deutlich nach. Im historischen Vergleich blieben sie dennoch auf einem erhöhten Niveau.

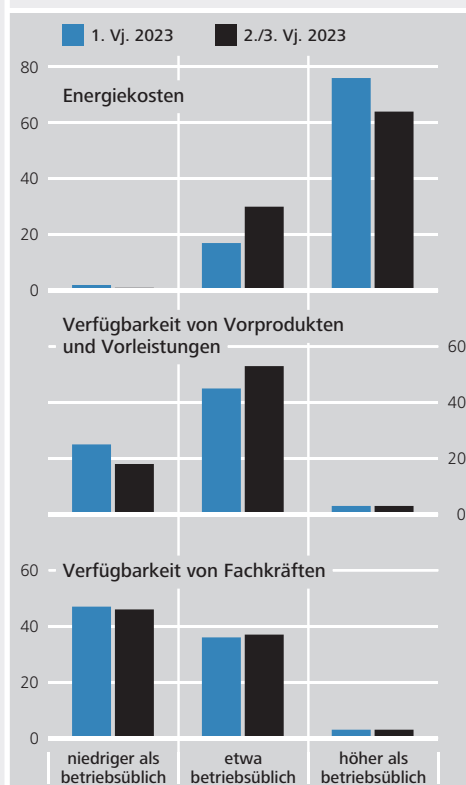
Um mit Blick auf die nähere Zukunft einzuschätzen, wie sich diese drei angebotsseitigen Belastungsfaktoren – Fachkräftemangel, Lieferkettenstörungen und Energiekostenanstieg – auf die Bereitstellung von Waren und Dienstleistungen deutscher

Unternehmen auswirken werden, befragte die Bundesbank im Rahmen des Bundesbank Online Panels – Firmen (BOP-F) im April 2023 insgesamt 2 590 Unternehmen.⁴⁾

Für das erste Quartal 2023 meldeten etwas mehr als drei Viertel der Unternehmen höher als betriebsübliche Energiekosten. Für das Sommerhalbjahr rechneten hingegen weniger als zwei Drittel mit weiterhin erhöhten Kosten.

Niveau ausgewählter angebotsseitiger Faktoren in deutschen Unternehmen¹⁾

Anteil Firmen in %



Quelle: Bundesbank-Online-Panel-Firmen, April 2023. * Basierend auf den Antworten von 2.590 Unternehmen auf die Frage: „Verglichen mit einem betriebsüblichen Niveau, auf welchem Niveau waren die folgenden Faktoren in Ihrem Unternehmen im 1. Quartal 2023 (Januar bis März 2023)? Und auf welchem Niveau werden diese Faktoren voraussichtlich im Zeitraum vom 2. bis 3. Quartal 2023 (April bis September 2023) sein?“ Differenzen zwischen der Summe der Anteile und 100% entfallen auf die Antwortmöglichkeiten „trifft auf mein Unternehmen nicht zu“ und „weiß nicht“.

Deutsche Bundesbank

1 Im Jahr 2017 gab bspw. knapp die Hälfte der in einer Unternehmensbefragung des Instituts der deutschen Wirtschaft befragten Firmen an, dass der Fachkräftemangel ihre Investitionen dämpft, vgl.: Bardt und Grömling (2017).

2 Vgl.: Fitzenberger (2023) sowie Bundesagentur für Arbeit (2023). Die Arbeitsmarktengpässe spielen in den makroökonomischen Projektionen der Bundesbank mindestens seit sechs Jahren eine prominente Rolle, vgl. etwa: Deutsche Bundesbank (2017).

3 Dies gilt insbesondere für Firmen im Verarbeitenden Gewerbe. Im Frühjahr 2022 war angesichts des Ukrainekriegs abzusehen, dass die Industrieproduktion länger durch Lieferengpässe belastet sein wird als zuvor erwartet, vgl.: Deutsche Bundesbank (2022e).

4 Der gesamte Fragebogen ist ab dem 23. Juni 2023 verfügbar, vgl.: Deutsche Bundesbank (2023c). Die entsprechenden Fragen wurden nur im April 2023 (Welle 27) gestellt. Die Antworten gingen zwischen dem 3. und 25. April 2023 ein.

Die Lieferengpässe spielten im vergangenen Quartal für gut ein Viertel aller Unternehmen (etwa ein Drittel im Verarbeitenden Gewerbe) immer noch eine wichtige Rolle. Im Sommerhalbjahr dürften die Lieferengpässe weiter nachlassen; weniger als jedes fünfte Unternehmen erwartet dann noch eine geringere Verfügbarkeit von Vorprodukten und Vorleistungen als betriebsüblich (gut ein Viertel im Verarbeitenden Gewerbe). Gewichtet man die Ergebnisse anhand der Unternehmensumsätze, beträgt der Anteil sogar nur noch 2 % (9 % im Verarbeitenden Gewerbe).⁵⁾

Der Fachkräftemangel dürfte auch im Jahr 2023 ein verbreitetes Hemmnis bleiben. So war der Zugang zu Fachkräften für fast die Hälfte der befragten Unternehmen im vergangenen Quartal erschwert und in kaum einem Unternehmen höher als betriebsüblich. Für das Sommerhalbjahr gehen die Unternehmen nicht davon aus, dass sich die Situation maßgeblich verändert.

Die drei angebotsseitigen Faktoren können ihre Wirkung nicht nur über die Anzahl betroffener Firmen, sondern auch über ihre Intensität bei diesen Unternehmen entfalten. Diejenigen Unternehmen, die bei einem Belastungsfaktor eine Abweichung vom betriebsüblichen Niveau meldeten, gaben überwiegend negative Auswirkungen auf ihre Geschäftstätigkeit an.⁶⁾ Gegenüber dem ersten Quartal 2023 bleibt die Intensität der Auswirkungen im laufenden Sommerhalbjahr nahezu unverändert.⁷⁾ Für die Projektion leiten sich aus den Umfrageergebnissen insgesamt vonseiten der Energiekosten eine leichte und vonseiten der Lieferengpässe eine spürbare Entlastung im laufenden Sommerhalbjahr ab. Hinsichtlich der Lieferengpässe wird angenommen, dass sie sich bis Ende des Jahres gänzlich auflösen.

Die höher als betriebsüblichen Energiekosten dämpfen die Geschäftstätigkeit deutscher

Unternehmen gegenwärtig spürbar. Eine wichtige Frage ist, ob sich die Geschäftstätigkeit selbst dann nicht wieder erholen würde, wenn die Energiekosten auf ihr betriebsübliches Niveau (etwa dasjenige des Jahres 2021) zurückkehrten. Umsatzgewichtet erwartet etwas mehr als die Hälfte derjenigen Firmen, bei denen sich die erhöhten Energiepreise im ersten Quartal 2023 negativ auswirkten, dass sich ihre Geschäftstätigkeit dann vollständig erholt. Allerdings rechnen 40 % der Firmen nur mit einer teilweisen und 6 % mit gar keiner Erholung.⁸⁾ Dass derart viele Unternehmen selbst bei einer Normalisierung der Energiekosten mit keiner vollständigen Erholung der Geschäftstätigkeit rechnen, deutet darauf hin, dass weitere Belastungsfaktoren wirken, von denen die Unternehmen nicht erwarten, dass sie mit niedrigeren Energiekosten wieder verschwänden. Zudem ist es möglich, dass ein Teil der Produktionsrückgänge, die die energieintensive Industrie im vergangenen Jahr verzeichnete, auf Dauer angelegt ist.

⁵⁾ Damit wird berücksichtigt, dass Lieferengpässe bei einem großen Unternehmen stärkere gesamtwirtschaftliche Auswirkungen haben dürften als bei einem kleinen Unternehmen. Die Gewichte ergeben sich für jede Antwortmöglichkeit aus der Summe der Umsätze der entsprechenden Unternehmen geteilt durch die Summe der Umsätze aller Unternehmen, die die Frage erhielten. Im 1. Vierteljahr lag der gewichtete Anteil bei 15 % (23 % im Verarbeitenden Gewerbe).

⁶⁾ In dieser Auswertung wurden nur die Antworten derjenigen Firmen betrachtet, die eine bestimmte Abweichung in beiden abgefragten Zeiträumen meldeten. Umsatzgewichtet haben die Abweichungen bei allen Faktoren für 10 % bis 15 % der Unternehmen „sehr negative“ Auswirkungen. Bei den Lieferengpässen und dem Fachkräftemangel haben sie bei etwa 85 % „etwas negative“ Auswirkungen. Es gibt kaum Firmen, die hier keine Effekte sehen. Bei den höheren Energiekosten wiederum meldeten etwa zwei Drittel der Firmen einen „etwas negativen“ Einfluss. Auf etwa jedes fünfte Unternehmen haben sie hingegen keinen Effekt.

⁷⁾ Allenfalls bei den Energiekosten gibt es Hinweise auf eine nachlassende Intensität. Denn einige wenige Firmen erwarten weiterhin erhöhte Energiekosten, die dann aber keinen Effekt mehr haben, obwohl sie ihnen zuvor noch etwas zusetzten.

⁸⁾ Im Verarbeitenden Gewerbe sind die Ergebnisse noch deutlicher: Nur 43 % der Industriefirmen erwarten, dass sich ihre Geschäftstätigkeit vollständig erholt, wohingegen 55 % allenfalls eine teilweise Erholung erwarten.

Nachfrage im Wohnungsbau ist mittlerweile stark gedrückt. Die Neuaufträge und die Baugenehmigungen gingen angesichts gestiegener Finanzierungs- und Baukosten weiter deutlich zurück.¹³⁾ Zudem sind die Wohnimmobilienpreise seit Mitte 2022 rückläufig. In der Projektion wird davon ausgegangen, dass sich diese im Laufe des Jahres stabilisieren und im weiteren Projektionszeitraum verhalten ansteigen.¹⁴⁾ In diesem Umfeld gehen die Wohnungsbauinvestitionen ab dem zweiten Quartal 2023 bis in das kommende Jahr hinein nochmals spürbar zurück. Ab der zweiten Jahreshälfte 2024 beginnen sie aber, sich langsam zu erholen. Denn die fundamentale Nachfrage nach Wohnraum bleibt intakt – auch wegen der hohen Zuwanderung. Zudem dürften Investitionen im Wohnungsbestand im Zusammenhang mit der Energiewende zunehmen. Der Expansionspfad, auf den die Wohnungsbauinvestitionen in der zweiten Hälfte des Projektionszeitraums einschwenken, fällt gleichwohl sehr flach aus.

Staatskonsum sinkt 2023, weil pandemiebezogene Gesundheitsausgaben wegfallen

Der reale Staatskonsum geht im laufenden Jahr kräftig zurück und dämpft für sich genommen die Wirtschaftsaktivität.¹⁵⁾ Ausschlaggebend ist, dass pandemiebezogene Gesundheitsausgaben der Vorjahre, wie vor allem für Tests und Impfungen, nahezu vollständig entfallen. Höhere Ausgaben etwa für zusätzliches Personal und Flüchtlinge gleichen dies nicht aus. Ab 2024

13 Im Einklang damit melden Bauunternehmen gemäß ifo Institut zunehmend einen Mangel an Aufträgen.

14 Sie legen dabei jedoch weniger zu als es durch Fundamentalfaktoren angelegt wäre. Die Überbewertungen bei Wohnimmobilien gehen im Projektionszeitraum daher graduell zurück. Zu den Überbewertungen im vergangenen Jahr vgl.: Deutsche Bundesbank (2023d).

15 In den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) ist avisiert, die öffentlichen Verkehrsunternehmen ab dem 2. Quartal 2023 in den Staatssektor zu übernehmen, vgl. hierzu: Eurostat (2022). Dies ist in der Projektion nicht berücksichtigt, da die genaue Umsetzung noch nicht feststeht. Grund für die Reklassifikation ist, dass mit dem Deutschlandticket der staatliche Zuschussbedarf deutlich steigt. Somit finanzieren die Verkehrsunternehmen sich nicht mehr in dem Umfang durch Markterlöse, der für die Zuordnung zum Unternehmenssektor nötig ist. Die Reklassifikation dürfte u. a. den realen Staatskonsum erhöhen, weil zuvor privat verbuchte Verkehrsleistungen damit dem Staat zugerechnet werden. Für das BIP insgesamt sollte die Reklassifikation hingegen keine wesentliche Rolle spielen.

Eckwerte der gesamtwirtschaftlichen Projektion

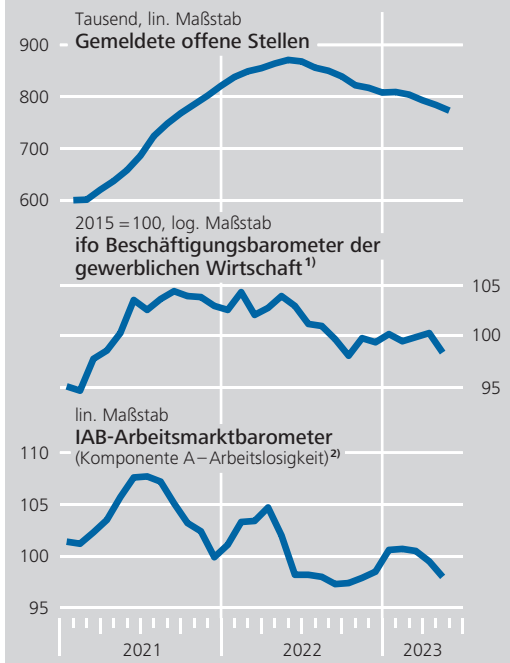
Veränderung gegenüber Vorjahr in %, kalenderbereinigt ¹⁾

Position	2022	2023	2024	2025
BIP (real)	1,9	-0,3	1,2	1,3
desgl. unbereinigt	1,8	-0,5	1,2	1,2
Verwendung des realen BIP				
Private Konsumausgaben	4,9	-1,4	2,1	1,3
nachrichtlich: Sparquote	11,3	11,1	10,8	10,5
Konsumausgaben des Staates	1,2	-2,6	1,3	2,1
Bruttoanlageinvestitionen	0,5	1,6	0,8	1,8
Unternehmensinvestitionen ²⁾	2,4	3,4	1,0	1,1
Private Wohnungsbauinvestitionen	-2,0	-3,8	-2,0	0,8
Exporte	3,5	1,2	2,5	2,3
Importe	7,0	0,3	3,3	2,8
nachrichtlich: Leistungsbilanzsaldo ³⁾	4,3	6,4	6,4	6,2
Beiträge zum BIP-Wachstum ⁴⁾				
Inländische Endnachfrage	2,8	-0,9	1,5	1,5
Vorratsveränderungen	0,4	0,2	-0,1	0,0
Exporte	1,6	0,6	1,2	1,1
Importe	-2,9	-0,2	-1,5	-1,3
Arbeitsmarkt				
Arbeitsvolumen ⁵⁾	1,5	1,1	1,0	0,1
Erwerbstätige ⁵⁾	1,3	0,8	0,4	0,0
Arbeitslose ⁶⁾	2,4	2,6	2,5	2,4
Arbeitslosenquote ⁷⁾	5,3	5,6	5,3	5,1
nachrichtlich: Erwerbslosenquote ⁸⁾	3,1	2,9	2,8	2,8
Löhne und Lohnkosten				
Tarifverdienste ⁹⁾	2,6	4,7	4,5	3,3
Bruttolöhne und -gehälter je Arbeitnehmer	4,1	6,0	5,2	4,1
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	3,7	5,7	5,3	4,3
Reales BIP je Erwerbstätigen	0,6	-1,1	0,8	1,3
Lohnstückkosten ¹⁰⁾	3,2	6,9	4,4	2,9
nachrichtlich: BIP-Deflator	5,6	6,0	3,7	2,8
Verbraucherpreise ¹¹⁾	8,7	6,0	3,1	2,7
ohne Energie	5,2	6,4	3,1	2,8
Energiekomponente	34,7	4,7	3,4	1,8
ohne Energie und Nahrungsmittel	3,9	5,2	3,1	2,8
Nahrungsmittelkomponente	10,6	11,5	2,8	2,6

Quellen: Statistisches Bundesamt (bis 1. Vj. 2023); Bundesagentur für Arbeit; Eurostat. 2023 bis 2025 eigene Projektionen. **1** Falls Kalendereinfluss vorhanden. Angaben in Ursprungswerten befinden sich in der Tabelle auf S. 34. **2** Private Anlageinvestitionen ohne Wohnungsbau. **3** In % des nominalen BIP. **4** Rechnerisch, in Prozentpunkten. Abweichungen in der Summe rundungsbedingt. **5** Inlandskonzept. **6** In Millionen Personen (Definition der Bundesagentur für Arbeit). **7** In % der zivilen Erwerbspersonen. **8** International standardisiert gemäß ILO-Definition, Eurostat-Abgrenzung. **9** Ursprungswerte auf Monatsbasis; gemäß Tarifverdienstindex der Bundesbank. **10** Quotient aus dem im Inland entstandenen Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und dem realen BIP je Erwerbstätigen. **11** Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI), Ursprungswerte.

Frühindikatoren des Arbeitsmarktes

saisonbereinigt



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, ifo Institut und Institut für Arbeitsmarkt und Berufsforschung (IAB). **1** Qualitative Beschäftigungspläne von 9000 befragten Unternehmen für die nächsten drei Monate. **2** Werte kleiner 100 entsprechen steigender Arbeitslosigkeit.

Deutsche Bundesbank

legt der reale Staatskonsum dann wieder zu und wächst etwas stärker als das reale BIP.

Staatliche Investitionen wachsen wegen steigender Militärausgaben stark

Die nominalen staatlichen Investitionen wachsen im Projektionszeitraum stark. Hier sind aber weiterhin hohe Preisanstiege zu verzeichnen. Diese dämpfen die realen Zuwächse. Ungeachtet dessen steigen auch die realen staatlichen Investitionen erheblich. Dies liegt insbesondere an steigenden militärischen Ausrüstungsinvestitionen. Aber auch die staatlichen Bauinvestitionen nehmen zu.

Importe expandieren im Projektionszeitraum recht kräftig

Die realen Importe gingen im vergangenen Winterhalbjahr kräftig zurück. Hier haben auch die gesunkenen Energieimporte eine Rolle gespielt. Im weiteren Jahresverlauf belebt sich die Importnachfrage dann aber wieder nach und nach. Vor allem die steigenden Exporte und der sich erholende private Konsum gehen mit einem vermehrten Importbedarf einher. Im Zuge der Entspannung an den Energiemärkten und aufgrund der gefallen Preise sollte auch

wieder mehr Energie importiert werden. Insgesamt ergibt sich im Jahresmittel 2023 wegen des Rückgangs im vergangenen Winterhalbjahr aber nur ein geringer Anstieg der Importe. Im übrigen Projektionszeitraum expandieren die Importe im Einklang mit der Gesamtnachfrage recht kräftig.

Der Überschuss in der deutschen Leistungsbilanz steigt im laufenden Jahr gemäß der Projektion auf 6,4% des BIP, nach nur 4,3% im Jahr 2022. Maßgeblich ist der erhebliche Anstieg des Saldos der Handelsbilanz. Hier schlagen sich die Terms of Trade nieder, die sich im Zuge der Entspannung bei den Preisen für Energie und andere importierte Rohstoffe wieder merklich zugunsten der deutschen Wirtschaft verbessern. Diese Tendenz setzt sich im Projektionszeitraum angesichts annahmegemäß leicht sinkender Rohstoffpreise und zugleich kräftig steigender Exportpreise fort, wenn auch stark nachlassend. Die realen Handelsströme von Waren und Diensten wirken im Projektionszeitraum hingegen tendenziell dämpfend. Denn die im Vergleich zu Wettbewerbern höheren Energie- und stärker steigenden Lohnkosten der deutschen Exporteure belasten ihre Wettbewerbsfähigkeit.¹⁶⁾ Dies dämpft die Exporte, während die aus der inländischen Verwendung gespeiste Importnachfrage vergleichsweise kräftig zulegt. Insgesamt ist für den Saldo der Handelsbilanz für 2024 und 2025 keine größere Veränderung angelegt. Auch der Leistungsbilanzüberschuss bewegt sich im Projektionszeitraum kaum und liegt durchgängig bei etwas über 6%.

Leistungsbilanzsaldo 2023 etwas über 6% des BIP

Arbeitsmarkt

Trotz der rückläufigen Wirtschaftsleistung im Winterhalbjahr 2022/23 erhöhte sich die Beschäftigung in diesem Zeitraum spürbar. In der

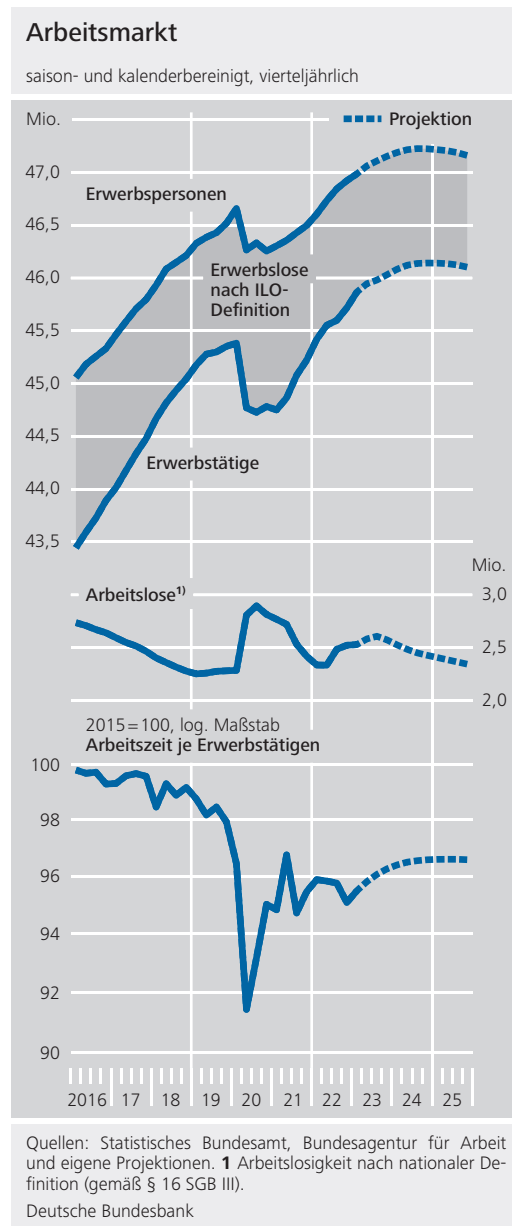
¹⁶ Dies gilt nicht nur innerhalb des Euroraums. In der Projektion wird – wie im Rahmen der gemeinsamen makroökonomischen Projektionen des Eurosystems üblich – ein konstanter Wechselkurs unterstellt, sodass über diesen Kanal keine Entlastung für die Exporteure erfolgen kann.

Arbeitsmarkt weniger durch schwache Konjunktur belastet als erwartet

Dezember-Projektion war lediglich eine Stagnation erwartet worden. Das gesamte Arbeitsvolumen wuchs jedoch weniger stark. Das hatte zum einen damit zu tun, dass die geringfügige Beschäftigung besonders kräftig stieg, welche mit einem geringen zusätzlichen Arbeitsvolumen einhergeht. Zudem sank die Arbeitszeit je Erwerbstätigen im vierten Quartal 2022 auf einen sehr niedrigen Stand und erholte sich im ersten Quartal 2023 nur teilweise. Dafür war ein außerordentlich hoher Krankenstand verantwortlich.¹⁷⁾ Aufgrund der schwachen Konjunktur erhöhte sich zwar die registrierte Arbeitslosigkeit, allerdings nur leicht und weniger als im Dezember erwartet. Die Arbeitsnachfrage ermäßigte sich ein wenig. So sank die hohe Zahl der offenen Stellen im letzten halben Jahr leicht. Die ausgeprägte Arbeitsmarktanspannung, gemessen am Verhältnis von offenen Stellen zu Arbeitslosen, verringerte sich nur moderat, und der Fachkräftemangel war weiterhin ein verbreitetes Problem (vgl. die Ausführungen auf S. 23 f.).

Sehr hohe Zuwanderung stützt Arbeitsangebot

Die Zuwanderung erreichte 2022 mit 1,45 Millionen Personen im Saldo einen neuen Höchststand. Bei der großen Mehrheit handelte es sich um Personen, die nach Deutschland flohen. Zuwanderung kann zwar prinzipiell helfen, die aus demografischen Gründen sinkende Erwerbspersonenzahl zu stabilisieren. Bei Fluchtmigration wie aus der Ukraine ist die Arbeitsmarktintegration aber aufwendig und braucht Zeit. Für diese Projektion wird unterstellt, dass sich das hohe Ausmaß der Zuwanderung des vergangenen Jahres aus der Ukraine nicht wiederholt, aber auch keine massive Rückwanderung eintritt. Die Annahme zur gesamten Nettozuwanderung für das laufende Jahr wird gegenüber der Projektion vom Dezember 2022 um 100 000 Personen auf 450 000 Personen heraufgesetzt. In den Folgejahren nimmt die Zuwanderung zwar etwas ab, sie bleibt aber hoch.¹⁸⁾ Gleichwohl und trotz steigender individueller Erwerbsneigung wird das Arbeitsangebot im Laufe des Jahres 2025 beginnen zu sinken. Denn die dämpfenden Auswirkungen der Demografie



können dann auch durch die Nettozuwanderung nicht mehr ausgeglichen werden.

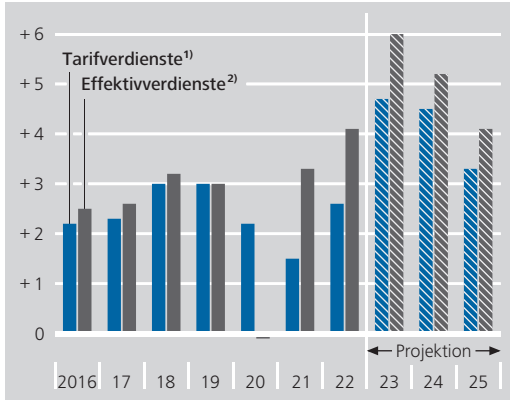
Angesichts der nur schleppenden wirtschaftlichen Erholung dürfte das Tempo des Beschäftigungsanstiegs im laufenden Sommerhalbjahr merklich nachlassen. Darauf deuten auch die weniger expansiven Einstellungsabsichten der Unternehmen hin. Dagegen sollte sich die ge-

Kurzfristig nachlassendes Beschäftigungswachstum erwartet, ...

¹⁷ Die Kurzarbeit spielte hingegen keine größere Rolle. Zu den einzelnen Bestandteilen der Arbeitszeitrechnung vgl.: Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung (2023).
¹⁸ Unterstellt wird ein Wanderungssaldo von 350 000 Personen im Jahr 2024 – 50 000 höher als in der Dezember-Projektion – und 300 000 Personen im Jahr 2025.

Tarif- und Effektivverdienste

Veränderung gegenüber Vorjahr in %, auf Monatsbasis



Quelle: Statistisches Bundesamt und eigene Projektionen.
 1 Gemäß Tarifverdienstindex der Bundesbank. 2 Bruttolöhne und -gehälter je Arbeitnehmer.
 Deutsche Bundesbank

Arbeitskosten und Preise

Die jüngsten Tarifabschlüsse übertrafen die kräftigen Lohnsteigerungen, die im vergangenen Jahr vereinbart worden waren. Sie lagen auch deutlich über den Erwartungen der Dezember-Projektion. Beispielsweise betrug der auf Jahresbasis umgerechnete Lohnzuwachs im Öffentlichen Dienst (Bund und Kommunen) 6,3 %, bei der Deutschen Post 6,1 % und in der Textil- und Bekleidungsindustrie 5,1 %.²⁰⁾ In einigen Branchen fiel die Durchsetzungsquote der Gewerkschaften deutlich höher aus als im Durchschnitt der vergangenen Jahre. Dies dürfte der Konstellation aus hoher Inflation, einem robusten und strukturell engen Arbeitsmarkt sowie abnehmenden konjunkturellen Risiken geschuldet sein. Ähnliche Rahmenbedingungen dürften auch noch in den kommenden Monaten vorherrschen. Im weiteren Projektionszeitraum nehmen zwar die Inflationsraten deutlich ab. Zugleich steigt aber die Arbeitsmarktanspannung. Dies begünstigt die Verhandlungsposition der Arbeitnehmerseite und deren Bestreben nach einem größeren Ausgleich für zuvor erlittene Reallohnverluste.

Tarifverdienste steigen kräftig, ...

drückte Arbeitszeit der Erwerbstätigen weiter nach und nach erholen. In den kommenden Monaten ist zudem mit einer moderat erhöhten Arbeitslosigkeit zu rechnen. Dabei spielt jedoch insbesondere eine Rolle, dass die Menschen, die im vergangenen Jahr in Deutschland Schutz suchten, dann verstärkt dem Arbeitsmarkt zur Verfügung stehen.¹⁹⁾

... Arbeitsmarkt bleibt jedoch in guter Verfassung und die Anspannung nimmt 2024 und 2025 wieder zu

Der Arbeitsmarkt behält im weiteren Projektionszeitraum jedoch seine in der Grundtendenz gute Verfassung bei. Die Arbeitsnachfrage bleibt hoch, und das Arbeitsangebot nimmt im weiteren Zeitverlauf ohne den Sondereffekt von zusätzlichen Flüchtlingen aus der Ukraine nur noch wenig zu. Damit beginnt gegen Ende des laufenden Jahres auch die registrierte Arbeitslosigkeit wieder zu sinken, zumal die wirtschaftliche Erholung zunehmend Tritt fasst. Im Zuge dessen erhöht sich die Arbeitsmarktanspannung wieder, und die Stellenbesetzung dürfte abermals schwieriger werden. Die Beschäftigung steigt 2024 nur noch wenig, während die Arbeitslosenquote wieder den Stand des Jahres 2022 erreicht. Im Jahresdurchschnitt 2025 geht die Beschäftigung im Vergleich zum Vorjahr trotz rückläufiger Erwerbspersonenzahl noch nicht zurück. Denn die Arbeitslosigkeit sinkt noch etwas weiter ab. Die Quote liegt dann fast wieder auf ihrem bisherigen Tiefstand aus dem Jahr 2019.

Die meisten der zuletzt getroffenen Tarifvereinbarungen sehen eine Mischung aus dauerhaften Erhöhungen der tabellenwirksamen Leistungen und steuer- und sozialabgabenfreien Inflationsausgleichsprämien vor. Die dauerhaften Lohnanhebungen entfalten in einigen Branchen erst mit deutlicher Zeitverzögerung ihre Wirkung, während die Prämien vor allem im laufenden Jahr gezahlt werden. Insgesamt steigen die

... wobei 2023 und 2024 Inflationsausgleichsprämien eine wichtige Rolle spielen

19 Der Zustrom von Flüchtlingen hatte im letzten halben Jahr keinen großen Effekt auf die Arbeitslosenstatistik. Während diese Personen an Sprach- und Integrationsmaßnahmen teilnehmen, gehen sie wegen fehlender Arbeitsmarktverfügbarkeit nicht in die Arbeitslosenstatistik ein, selbst wenn sie als arbeitssuchend erfasst sind. In den kommenden Monaten dürften einige dieser Personen die Maßnahmen verlassen und in der Arbeitslosenstatistik sichtbar werden.

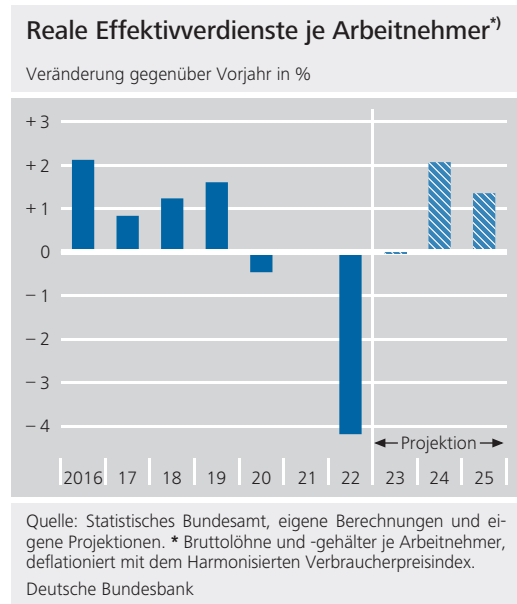
20 Diese Berechnungen beziehen sich stets auf den Eckentgeltempfänger. Aufgrund der Fixbeträge in den Inflationsausgleichsprämien fallen die Lohnsteigerungen in niedrigeren Entgeltgruppen höher und in höheren Entgeltgruppen niedriger aus. Ähnliches gilt in den Fällen, in denen Sockelbeträge vereinbart wurden.

Tarifverdienste 2023 mit einer Rate von 4,7%, und 2024 mit 4,5% nur etwas weniger. Im Jahr 2025 gibt es keine abgabenfreien Inflationausgleichsprämien mehr. Es ist zwar davon auszugehen, dass sie dann teilweise durch dauerhafte Lohnsteigerungen ersetzt werden. Dennoch fällt der Tarifverdienstzuwachs spürbar niedriger aus als in den beiden Jahren zuvor.²¹⁾

Effektivverdienste erreichen höchste Zuwachsraten seit 1992

Die Effektivverdienste legen im Projektionszeitraum durchgängig noch stärker zu als die Tarifverdienste. Im laufenden Jahr spielen hierfür weit verbreitete Inflationausgleichsprämien im nicht tariflichen Bereich, verzögerte Lohnanpassungen an den kräftigen Mindestlohnanstieg im Oktober 2022 und höhere Erfolgsprämien eine Rolle. In den Folgejahren fällt die Lohndrift zwar etwas niedriger aus, sie bleibt aber deutlich positiv. Denn in einem Umfeld verstärkter Arbeitsmarktknappheiten und einer sich erholenden Konjunktur fallen vermehrt bezahlte Überstunden und außertarifliche Leistungen an. Mit 6% im laufenden Jahr und 5,2% im kommenden Jahr steigen die Effektivverdienste mit den höchsten Raten seit 1992. Im Jahr 2025 geht der Lohnanstieg deutlich zurück, er bleibt aber weit überdurchschnittlich. Das starke Lohnwachstum kompensiert zwar einen großen Teil der vorangegangenen Kaufkraftverluste. Die realen Effektivverdienste liegen 2025 jedoch immer noch spürbar unterhalb des Wertes aus dem Jahr 2019. Die seither erlittenen Reallohnverluste werden also nicht vollständig kompensiert.²²⁾ Aus Sicht der Unternehmen verursachen die kräftig steigenden Löhne zugleich einen erheblichen Anstieg der Arbeitskosten. Gemessen an den Arbeitnehmerentgelten je Arbeitnehmer erhöhen sie sich 2023 nur etwas weniger als die Effektivverdienste; 2024 und 2025 sogar noch etwas stärker als diese. Dies liegt an den unterstellten Anhebungen der Beitragssätze für die gesetzliche Kranken- und Pflegeversicherung.

Die Kombination aus stark steigenden Arbeitskosten, einem robusten Arbeitsmarkt und einer rückläufigen Wirtschaftsleistung führt im laufenden Jahr zu einem überaus kräftigen Anstieg der Lohnstückkosten. Dieser trägt zur erheb-



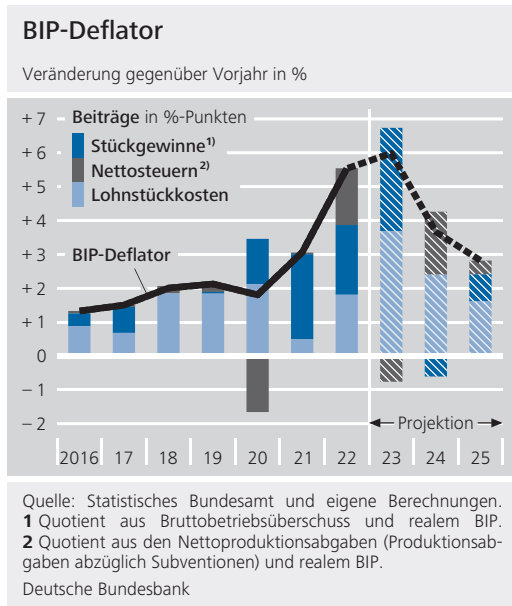
lichen Binnenteuerung bei, für die – gemessen am BIP-Deflator – eine Rate von 6% erwartet wird. Dabei spielt auch eine Rolle, dass die Unternehmen ihre bereits zuvor kräftig ausgeweiteten Gewinnmargen zunächst nochmals etwas anheben dürften. Dies sorgt für stark steigende Gewinne und zusätzlichen Preisdruck.²³⁾ Denn die Nachfrage ist hoch, wie es sich etwa in den hohen Auftragsbeständen der Industrie zeigt. Und zugleich bestehen angebotsseitig zunächst noch gewisse Liefereng-

Erhebliche Binneninflation im laufenden Jahr, da Lohnstückkosten kräftig steigen und Gewinnmargen ausgeweitet werden

21 In den Vorausschätzungen der Tarifverdienststeigerungen werden sämtliche in der Tarifverdienststatistik der Bundesbank erfassten Abschlüsse der Vergangenheit (etwa 500 Tarifverträge und Besoldungsregelungen) berücksichtigt. Am Ende ihrer vertraglichen Laufzeit werden sie unter Beachtung gesamtwirtschaftlicher Rahmenbedingungen und branchenspezifischer Besonderheiten fortgeschrieben.

22 Die realen Effektivverdienste ergeben sich aus den mit dem HVPI deflationierten nominalen Effektivverdiensten auf Monatsbasis.

23 Die gesamtwirtschaftlichen Gewinnmargen werden hier als Quotient aus Deflator der Bruttowertschöpfung und der Lohnstückkosten definiert und sind auf Basis von Angaben der VGR berechnet. Sie stiegen 2021 und 2022 mit 2,1% bzw. 2,4% kräftig an, nachdem sie 2020 noch um 1,1% gesunken waren. Sie sind mit den Stückgewinnen (definiert als Quotient aus Brutto-Betriebsüberschuss und realem BIP und gleichsam auf Basis von Angaben der VGR berechnet) über die Lohnstückkosten – und die Lohnquote – verknüpft. Je mehr der Anstieg der Stückgewinne jenen der Lohnstückkosten übersteigt, umso kräftiger erhöhen sich die Gewinnmargen. Spiegelbildlich sinken die Gewinnmargen, wenn die Lohnstückkosten stärker zulegen als die Stückgewinne. Es ist demnach sogar möglich, dass die Stückgewinne steigen, während die Gewinnmargen stagnieren. Dies geschieht, wenn Stückgewinne und Lohnstückkosten mit gleicher Rate zulegen.



pässe bei Vorprodukten. Dies begünstigt weiterhin, Kosten stärker als sonst in die Absatzpreise weiterzugeben.²⁴ Dazu trägt auch bei, dass es das immer noch herrschende Hochinflationsumfeld den Verbraucherinnen und Verbrauchern erschwert, Preissignale richtig zu beurteilen und Preiserhöhungen auszuweichen.

Auch wenn die Gewinnmargen im Jahresdurchschnitt 2023 erneut leicht ansteigen dürften, sollten sie im Verlauf dieses Jahres beginnen, sich zu normalisieren. Schließlich lösen sich die Lieferengpässe nach und nach auf, und die aufgestaute Nachfrage schwächt sich ab. Entsprechend geht die Preissetzungsmacht der Firmen wieder zurück. Dies dürfte sich im weiteren Projektionszeitraum fortsetzen. Zugleich erhöhen sich die Lohnstückkosten weiter kräftig. Ihr Zuwachs fällt jedoch 2024 und 2025 jeweils geringer aus als zuvor, da die Produktivität spürbar anzieht und das Lohnwachstum nachlässt. Die Stückgewinne ermäßigen sich damit etwas und tragen deutlich weniger zur Binneninflation bei.²⁵ Insgesamt geht die Rate des BIP-Deflators sukzessive zurück, bis auf 2,8% im Jahr 2025. Dies ist für Deutschland im historischen Vergleich immer noch eine ungewöhnlich hohe Binnenteuerung.

Die am HVPI gemessene Inflationsrate ging im Winterhalbjahr insgesamt deutlich stärker zu-

rück als erwartet. Nach zweistelligen Rekordwerten von über 11% im Herbst 2022 sank sie bis auf 6,3% im Mai 2023. In der Dezember-Projektion war für Mai lediglich ein Rückgang auf 7,4% veranschlagt worden. Der niedrigere Wert ist vor allem der Entspannung an den Energiemärkten zu verdanken.²⁶ Es war zwar damit zu rechnen, dass die Teuerung von Energie vor allem aufgrund staatlicher Entlastungsmaßnahmen kräftig abnehmen würde. Dies ist auch so eingetreten. Allerdings gingen darüber hinaus die Energierohstoffpreise deutlicher zurück als angenommen, insbesondere bei den Marktnotierungen für Gas und Strom. Die niedrigeren Preise wurden zudem wohl etwas schneller an die Endkunden weitergereicht als sonst üblich. Bei Nahrungsmitteln nahm die Teuerung dagegen noch weiter zu. Der kräftige und breit gefächerte Preisanstieg, der hier seit dem vergangenen Jahr zu beobachten ist, setzte sich länger fort als erwartet. Ungünstige Witterungsbedingungen in einigen Erzeugerländern verstärkten Anfang des laufenden Jahres den Aufwärtsdruck. Schließlich blieb die Kernrate (in der Abgrenzung ohne Energie und Nahrungsmittel) seit Abschluss der letzten Projektion überraschend hoch. Dies betraf sowohl die Teuerung von Waren als auch von Dienstleistungen. Damit zeigte sich ein stärkerer Preistrend der zugrunde liegenden Inflation als im Dezember erwartet.

Gemäß der Projektion nimmt die jährliche Teuerungsrate bei Energie im laufenden Jahr weiter ab und fällt im Herbst vorübergehend negativ aus. So gehen die Ölpreise annahmegemäß noch etwas weiter zurück. Zudem geben die Endkundertarife für Gas und Strom im Jahresverlauf wohl leicht nach. Auch bei Nahrungsmitteln gibt es Anzeichen dafür, dass der Preis-

Inflationsrate dank Energie niedriger als erwartet, Rate ohne Energie hingegen überraschend persistent

Kernrate erreicht wohl erst im laufenden Jahr ihren Höhepunkt, während Gesamtrate schon deutlich sinkt

²⁴ Vgl. bspw.: Gödl-Hanisch und Menkhoff (2022).

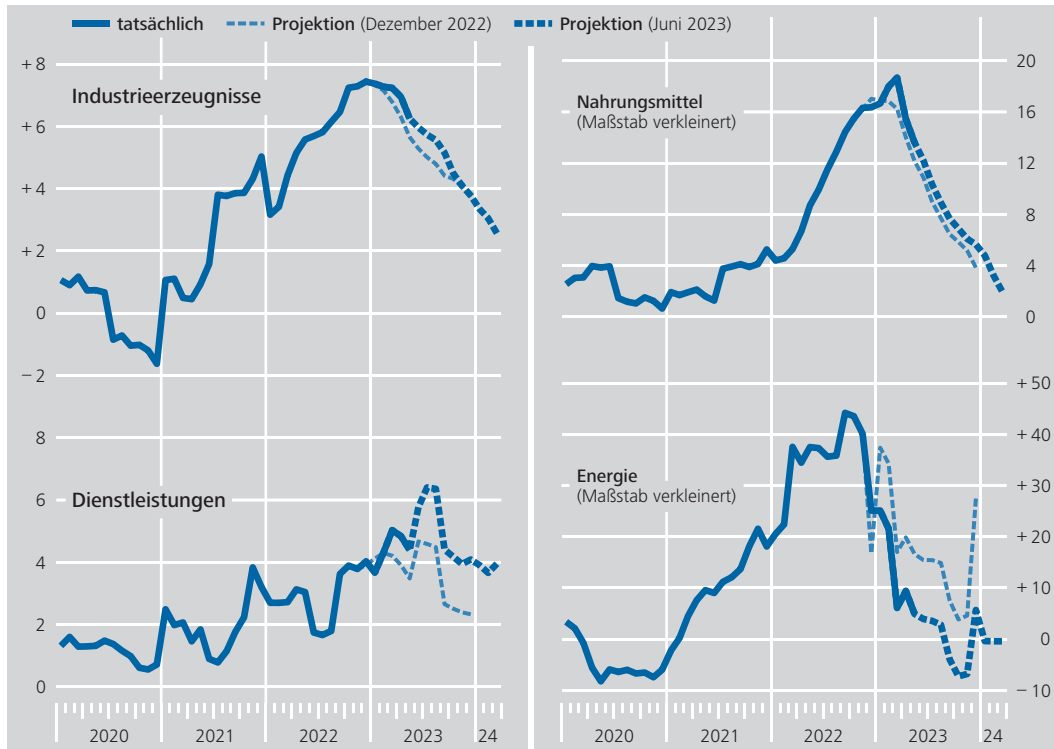
²⁵ Der Anstieg des BIP-Deflators lässt sich auf Basis der definitorischen Zusammenhänge auf der Verteilungsseite des BIP in den VGR in die Beiträge der Lohnstückkosten, der Nettosteuern – hier definiert als Netto-Produktionsabgaben (Produktionsabgaben abzüglich Subventionen) je realem BIP – und der Stückgewinne zerlegen.

²⁶ Zudem spielte eine Rolle, dass das Gewicht von Energie im HVPI im Zuge der jährlichen Aktualisierung deutlich reduziert wurde. Vgl. dazu: Deutsche Bundesbank (2023e).

In den Folgejahren steigen Lohnstückkosten mit abnehmenden Raten und Gewinnmargen normalisieren sich; Binneninflation geht daher bis 2025 auf 2,8% zurück

Jüngste Revisionen der Projektionen der HVPI-Komponenten in Deutschland

Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quelle: Statistisches Bundesamt und eigene Projektionen.
 Deutsche Bundesbank

anstieg nicht mehr so breit gefächert ist wie zuvor. So haben sich zuletzt beispielsweise Molkereiprodukte verbilligt. Auch die Preise für unverarbeitetes Obst und Gemüse gaben wieder nach. Durch den kräftigen Preisanstieg Anfang 2023 bleibt die Teuerung bei Nahrungsmitteln im Jahresdurchschnitt aber insgesamt zweifelhaft. Bei den Waren (ohne Energie und Nahrungsmitteln) sowie den Dienstleistungen dürften die nochmals etwas steigenden Gewinnmargen der Unternehmen den Preisauftrieb hochhalten. Gleichzeitig nimmt der bereits kräftige Preisdruck von den Lohnkosten weiter zu. Zusammengenommen führt dies dazu, dass die Kernrate von 3,9 % im vergangenen Jahr auf 5,2 % im laufenden Jahr ansteigt.²⁷⁾ Die HVPI-Gesamtrate ermäßigt sich hingegen von 8,7 % auf 6,0 %.

Im Jahr 2024 fällt die Teuerung von Energie zunächst nur etwas niedriger aus als im laufenden Jahr. Dafür sorgt zum einen die Erhöhung des seit dem Jahr 2021 auf Mineralölprodukte und

Gas erhobenen CO₂-Preises.²⁸⁾ Im zweiten Quartal des Jahres entfallen zudem staatliche Entlastungsmaßnahmen, wie die vorübergehende Senkung des Umsatzsteuersatzes auf Erdgas und Fernwärme sowie die Strom- und Gaspreisbremsen. Die ungedeckelten Endkundentarife für Strom und Gas liegen gemäß Projektion nur in geringem Umfang über den Werten der Bremsen. Die Verbraucherpreise steigen durch deren Auslaufen daher nur wenig. Dieser Rückpralleffekt ist damit deutlich kleiner als im letzten Dezember erwartet. Bei Nahrungsmitteln ist zu erwarten, dass die Teuerung sehr deutlich nachlässt. So sinken die Erzeugerpreise für Nahrungsmittel annahmegemäß. Zudem wird der witterungsbedingte Preisdruck wieder abgebaut worden sein, und die niedrigeren

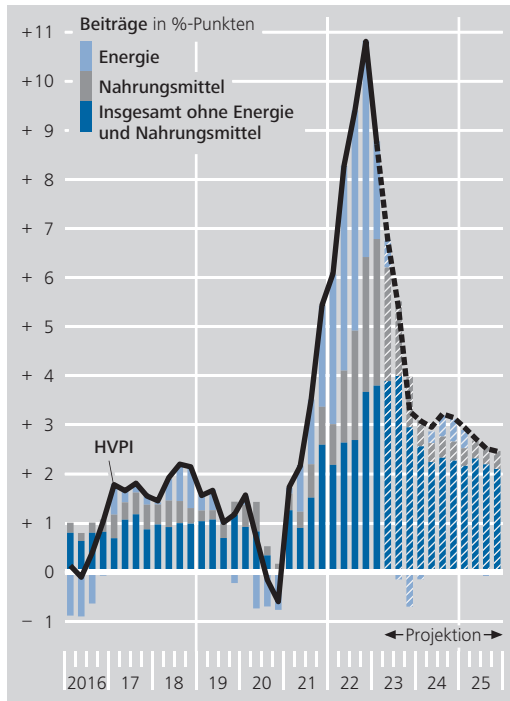
Teuerung von Energie und Nahrung lässt 2024 nach und Gewinnmargen sinken, aber Lohnkosten sorgen weiter für Preisdruck

²⁷⁾ Die Einführung des Deutschlandtickets im Mai dürfte die Rate ohne Energie und Nahrungsmittel im Jahresdurchschnitt nach eigener Abschätzung um 0,25 Prozentpunkte dämpfen.

²⁸⁾ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019). Die ursprünglich für das Jahr 2023 geplante Anhebung des CO₂-Preises wurde aufgrund der Energiekrise um ein Jahr verschoben.

Beiträge der Komponenten zur HVPI-Gesamtrate

Veränderung gegenüber Vorjahr in %



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

Energiepreise wirken indirekt entlastend. Ähnliches gilt für die Kernrate. Dort lässt zudem der Aufwärtsdruck von den Gewinnmargen nach, da diese etwas abschmelzen. Gleichzeitig geht von den kräftig steigenden Lohnkosten weiterhin ein beträchtlicher Preisdruck aus. Die Kernrate sinkt unter dem Strich auf 3,1% und liegt damit gleichauf mit der Gesamtrate.

Im letzten Projektionsjahr geht die Inflationsrate noch etwas weiter zurück, bleibt aber immer noch hoch. Zwar lässt die Teuerung bei Energie aufgrund von verzögerten Anpassungen an die niedrigeren Marktnotierungen bei Strom und Gas weiter nach. Auch der für die Rate ohne Energie bedeutsame Preisdruck von den Lohnkosten ist nicht mehr so überaus kräftig wie in den Jahren zuvor. Er ist aber immer noch beträchtlich, unter anderem, weil die steigenden Lohnkosten teilweise mit deutlichen zeitlichen Verzögerungen an die Verbraucher weitergeleitet werden. Auch von den Importpreisen kommt noch ein gewisser Preisdruck. Schließ-

2025 sinkt Gesamtrate auf 2,7% und Kernrate auf 2,8%

lich spielen weitere Kostenfaktoren eine stärkere Rolle als in der Vergangenheit, etwa in Bezug auf die Grüne Transformation. Alles in allem sinkt die Gesamtrate 2025 auf 2,7% und die Kernrate auf 2,8%.

Öffentliche Finanzen

Im laufenden Jahr liegt die gesamtstaatliche Defizitquote in dieser Projektion bei 2,4%. Sie sinkt gegenüber dem Vorjahr etwas (2022: 2,7% des BIP). Dies liegt daran, dass temporäre Krisenmaßnahmen per saldo das Budget weniger belasten (vgl. zu den Maßnahmen S. 20). Das Defizit sinkt aber deutlich weniger, als es der Rückgang der temporären Krisenmaßnahmen nahelegt. Denn erstens schieben die hohe Inflation und ihre Folgen zunehmend die Ausgaben an: Insbesondere die Zinsausgaben sowie der laufende Sachaufwand legen deutlich zu. Zweitens erhöht der Staat seine Ausgaben für Verteidigung und für Klimapolitik kräftig. Und drittens entwickeln sich die Steuern verhalten, was auch die gedämpfte Kassenentwicklung im bisherigen Jahresverlauf nahelegt.

Defizitquote sinkt 2023 etwas, weil Krisenlasten abnehmen

Im Jahr 2024 sinkt die Defizitquote gegenüber dem Vorjahr deutlich auf 1,2%. Im Jahr 2025 ist sie mit 1,1% mehr oder weniger unverändert. Dabei entfallen die temporären Krisenmaßnahmen 2024 weitgehend und 2025 vollständig. Dem stehen allerdings steigende Fehlbeträge in den Extrahaushalten des Bundes für Klimaschutz und Bundeswehr gegenüber. Zudem wirkt sich die Inflation zunehmend auf gewichtige lohnabhängige Ausgaben aus. So wachsen die Arbeitnehmerentgelte und die Rentenausgaben als Folge dynamischer Lohnsteigerungen deutlich.

Defizitquote sinkt 2024 deutlich, weil temporäre Krisenmaßnahmen entfallen

Die strukturelle Haushaltslage verschlechtert sich im Projektionszeitraum.²⁹⁾ Dies liegt an deutlich zunehmenden Ausgaben. Vor allem die

Deutliche Mehrausgaben führen zu strukturellem Defizit

²⁹⁾ Die strukturelle Haushaltslage wird hier ermittelt, indem um konjunkturelle Einflüsse und vorübergehende Effekte (wie die temporären Krisenmaßnahmen) bereinigt wird.

Aufwendungen für Renten, Klimaschutz sowie Verteidigung wachsen bis 2025 erheblich. Das strukturelle Defizit liegt 2025 schließlich in einer Größenordnung von 1 % des BIP.

Schuldenquote sinkt Richtung 60 %

Die Schuldenquote sinkt deutlich und erreicht gemäß dieser Projektion Ende 2025 eine Größenordnung von 62 % (2022: 66,2 %). Der Rückgang geht im Wesentlichen auf das stark wachsende nominale BIP im Nenner der Quote zurück. Zudem finanziert der Bund sein Defizit 2023 zum Teil nicht über neue Schulden, sondern durch Kassenreserven, die er in der Corona-Pandemie ansammelte. Darüber hinaus führt er Schulden im Zusammenhang mit Corona-Hilfskrediten und Bad-Bank-Portfolios aus den Zeiten der Finanzkrise zurück. Andere Faktoren erhöhen die Schulden 2023 für sich genommen etwas. Als finanzielle Transaktionen schlagen sie nicht im Defizit zu Buche. Dazu zählen eine Darlehensvergabe des Bundes zum Kapitalaufbau bei der gesetzlichen Rentenversicherung sowie Zuführungen an den IWF-Treuhandfonds für Pandemien und Klimaschutz in einkommensschwachen Ländern. Des Weiteren ist zu beachten, dass vor allem die Bundesagentur für Arbeit und die Pflegeversicherung mit ihren Überschüssen nicht Schulden tilgen, sondern Rücklagen aufstocken.

■ Risikobeurteilung

Risiken für das Wirtschaftswachstum abwärts-, für die Inflationsrate aufwärtsgerichtet

Dank eines deutlich reduzierten Gasverbrauchs und erhöhter Lieferungen aus anderen Ländern ging die Unsicherheit hinsichtlich der Gas- und Stromversorgung in Deutschland seit Dezember deutlich zurück. Eine erneute Verschärfung der Spannungen an den Energiemärkten kann aber nicht ausgeschlossen werden. Auch deswegen unterliegen die hier beschriebenen Projektionen einer Unsicherheit, die zwar seit Dezember gesunken, aber immer noch erhöht ist. Weitere Unwägbarkeiten bestehen insbesondere in Bezug auf die Persistenz der hohen Inflation. Aus heutiger Sicht erscheinen die Risiken für die Inflation überwiegend aufwärts- und für das Wirt-

schaftswachstum überwiegend abwärtsgerichtet.

Angesichts der hohen Inflationsraten begann das Eurosystem im Dezember 2021, seine sehr expansive Geldpolitik zu beenden.³⁰⁾ Die Auswirkungen des damit eingeschlagenen geldpolitischen Normalisierungs- und Straffungskurses sind mittlerweile breitflächig sichtbar. Sie dämpfen in dieser Projektion etwa die Unternehmens- und Wohnungsbauinvestitionen und über eine schwächere Gesamtnachfrage auch den Preisauftrieb. Bislang gibt es für Deutschland keine Hinweise darauf, dass die geldpolitische Straffung wesentlich stärker wirkt, als es empirisch geschätzte historische Zusammenhänge erwarten ließen. Nichtsdestotrotz könnte die straffere Geldpolitik auch kräftigere oder unbeabsichtigte Auswirkungen mit sich bringen. So ist nicht auszuschließen, dass es aufgrund der Zinsanhebungen zu Turbulenzen im europäischen Bankensektor kommt.³¹⁾ Verstärkte Auswirkungen der strafferen Geldpolitik über das Finanzsystem könnten auch im Falle deutlicher sinkender Immobilienpreise auftreten. Bei künftigen Kreditausfällen könnten höhere Verluste bei den Kreditgebern entstehen, weil die Besicherungen von Immobilienkrediten an Wert verlören. Im ungünstigsten Fall könnten diese Risiken über eine reduzierte Kreditvergabe auf die Realwirtschaft zurückwirken.³²⁾ Stärkere Auswirkungen der strafferen Geldpolitik stellen somit insgesamt ein Abwärtsrisiko für das Wirtschaftswachstum und den Preisanstieg dar.

Auswirkungen der geldpolitischen Straffung könnten vor allem über Banken- oder Finanzmarktkanal stärker ausfallen als unterstellt

Die Entspannung am Gasmarkt führte dazu, dass die Gasspeicher gegenwärtig deutlich bes-

³⁰ Seinerzeit wurde zum einen ein Ende der Nettoankäufe von Wertpapieren beschlossen; sowohl im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (Pandemic Emergency Purchase Programme), als auch – in schneller als zunächst vorgesehener Form – im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme). Zum anderen wurden die Leitzinsen kräftig angehoben. Vgl. auch die Ausführungen auf S. 19.

³¹ Ein Beispiel – wenn auch nur bedingt mit der hiesigen Situation vergleichbar – sind die Geschehnisse rund um die Silicon Valley Bank, die im März 2023 auch aufgrund der strafferen Geldpolitik in den USA in Schieflage geriet.

³² Vgl.: Deutsche Bundesbank (2022f).

Eckwerte der gesamtwirtschaftlichen Projektion – ohne Kalenderbereinigung

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Position	2022	2023	2024	2025
BIP (real)	1,8	-0,5	1,2	1,2
desgl. kalenderbereinigt	1,9	-0,3	1,2	1,3
Verwendung des realen BIP				
Private Konsumausgaben	4,9	-1,5	2,2	1,1
nachrichtlich: Sparquote	11,3	11,1	10,7	10,4
Konsumausgaben des Staates	1,2	-2,6	1,3	2,1
Bruttoanlageinvestitionen	0,4	1,1	0,6	1,6
Unternehmensinvestitionen ¹⁾	2,2	2,9	0,8	0,9
Private Wohnungsbauinvestitionen	-2,1	-4,3	-2,2	0,6
Exporte	3,4	0,7	2,3	2,1
Importe	6,9	-0,1	3,1	2,7
nachrichtlich: Leistungsbilanzsaldo ²⁾	4,2	6,4	6,4	6,2
Beiträge zum BIP-Wachstum ³⁾				
Inländische Endnachfrage	2,8	-1,1	1,5	1,4
Vorratsveränderungen	0,4	0,2	-0,1	0,0
Exporte	1,6	0,3	1,1	1,1
Importe	-2,9	0,0	-1,4	-1,2
Arbeitsmarkt				
Arbeitsvolumen ⁴⁾	1,3	0,8	1,0	0,0
Erwerbstätige ⁴⁾	1,3	0,8	0,4	0,0
Arbeitslose ⁵⁾	2,4	2,6	2,5	2,4
Arbeitslosenquote ⁶⁾	5,3	5,6	5,3	5,1
nachrichtlich: Erwerbslosenquote ⁷⁾	3,1	2,9	2,8	2,8
Löhne und Lohnkosten				
Tarifverdienste ⁸⁾	2,6	4,7	4,5	3,3
Bruttolöhne und -gehälter je Arbeitnehmer	4,1	6,0	5,2	4,1
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	3,7	5,7	5,3	4,3
Reales BIP je Erwerbstätigen	0,5	-1,3	0,8	1,2
Lohnstückkosten ⁹⁾	3,2	7,1	4,5	3,0
nachrichtlich: BIP-Deflator	5,5	6,0	3,7	2,8
Verbraucherpreise ¹⁰⁾	8,7	6,0	3,1	2,7
ohne Energie	5,2	6,4	3,1	2,8
Energiekomponente	34,7	4,7	3,4	1,8
ohne Energie und Nahrungsmittel	3,9	5,2	3,1	2,8
Nahrungsmittelkomponente	10,6	11,5	2,8	2,6

Quellen: Statistisches Bundesamt (bis 1. Vj. 2023); Bundesagentur für Arbeit; Eurostat. 2023 bis 2025 eigene Projektionen. **1** Private Anlageinvestitionen ohne Wohnungsbau. **2** In % des nominalen BIP. **3** Rechnerisch, in Prozentpunkten. Abweichungen in der Summe rundungsbedingt. **4** Inlandskonzept. **5** In Millionen Personen (Definition der Bundesagentur für Arbeit). **6** In % der zivilen Erwerbspersonen. **7** International standardisiert gemäß ILO-Definition, Eurostat-Abgrenzung. **8** Auf Monatsbasis; gemäß Tarifverdienstindex der Bundesbank. **9** Quotient aus dem im Inland entstandenen Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und dem realen BIP je Erwerbstätigen. **10** Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI).

Deutsche Bundesbank

ser gefüllt sind, als sie es in der Vergangenheit zu diesem Zeitpunkt waren. Die Wahrscheinlichkeit, dass es in den kommenden Wintern zu einer Gasmangellage kommt, ist unter anderem daher deutlich geringer als noch in der Dezember-Projektion. Gleichwohl ist nicht auszuschließen, dass noch einmal Schwierigkeiten bei der Energieversorgung auftreten. Die Gaslieferungen könnten geringer ausfallen als hier unterstellt oder der Gasverbrauch höher – etwa wegen eines ungewöhnlich kalten Winters. Dies würde mit zusätzlichen Preissteigerungen einhergehen. Sollte es dann sogar zu Rationierungen von Gas kommen, könnte die Wirtschaftsleistung erheblich geringer ausfallen.³³⁾ Ein Risiko liegt auch in zunehmenden oder weiteren geopolitischen Spannungen, insbesondere im Zusammenhang mit dem Ukrainekrieg, aber etwa auch im asiatischen Raum. Sie könnten sich auf die globalen Rohstoffpreise auswirken oder Sanktionen nach sich ziehen, in deren Sog Lieferketten gestört werden könnten. Solche angebotsseitigen Hemmnisse dürften die globale und deutsche Konjunktur belasten und den Preisdruck erhöhen.

Die diesen Projektionen zugrunde liegenden Terminotierungen für Rohöl zeigen einen gewissen Preisrückgang an. Der Ölpreis könnte aber auch anziehen. So erwartet die Internationale Energieagentur, dass die globalen Ölmärkte im weiteren Jahresverlauf unter anderem infolge einer anziehenden chinesischen Nachfrage merklich unterversorgt sein dürften.³⁴⁾ Andere Rohstoffpreise, etwa für Nahrungsmittel, könnten hingegen schneller sinken als in der Projektion angenommen. Bei den Endkundenpreisen für Nahrungsmittel ist zusätzlich eine schnellere Weitergabe der Kostenrückgänge möglich, falls der Wettbewerb im Einzelhandel stärker zum Tragen kommt als erwartet. Auch bei Energie könnten die gesunkenen Marktnotierungen für Erdgas und Strom noch zeitnäher an die Verbraucherinnen und

Weiterhin realwirtschaftliche Abwärtsrisiken aufgrund geopolitischer Spannungen und im Hinblick auf die Energieversorgung – wenn auch in geringerer Maße als zuvor

Unwägbarkeiten bezüglich der Entwicklung von Rohstoff- und Nahrungsmittelpreisen

³³ Vgl. die Berechnungen vom Dezember zu den Auswirkungen eines adversen Risikoszenarios in: Deutsche Bundesbank (2022g).

³⁴ Vgl.: Internationale Energieagentur (2023).

Verbraucher weitergereicht werden als unterstellt. In beiden Fällen würde sich die Inflationsrate rascher ermäßigen, und die Konjunktur würde gestützt.³⁵⁾

Aufwärtsrisiken für Wirtschaftsaktivität und Inflation in Form von expansiverer Fiskalpolitik oder stärkerem Abbau von Corona-Ersparnissen

Aufwärtsrisiken bestehen hinsichtlich der inländischen Nachfrage, etwa mit Blick auf die Fiskalpolitik. So diskutiert die Bundesregierung derzeit über neue Ausgaben, beispielsweise höhere Verteidigungsausgaben oder Subventionen für billigeren Industriestrom. Würde die Fiskalpolitik in der Folge expansiver ausfallen als unterstellt, dürfte dies das reale BIP-Wachstum stützen, aber gleichzeitig die Inflation zusätzlich erhöhen.³⁶⁾ Ähnliche Folgen hätte es, wenn die bei den privaten Haushalten verbliebenen unfreiwillig gebildeten Corona-Ersparnisse der Jahre 2020 und 2021 doch stärker für Konsumzwecke genutzt würden als in der Projektion unterstellt. Die Sparquote könnte ihren Vorpandemiestand dann deutlich unterschreiten. Der private Konsum – und die Wirtschaftsaktivität – würde sich kräftiger erholen. Zugleich würde allerdings auch der Preisdruck steigen.

Risiko einer größeren Persistenz der Kerninflation bei höheren Löhnen und Gewinnmargen

Die zugrunde liegende Inflation erwies sich zuletzt als überraschend hartnäckig. Es besteht das Risiko, dass die Persistenz der Kernrate auch im Projektionszeitraum höher ausfällt als unterstellt. So könnten die Löhne noch stärker wachsen, etwa, falls es den Arbeitnehmern gelingt, die erlittenen Reallohnverluste gänzlich wettzumachen. Stärker steigende Löhne wären auch zu erwarten, falls die Situation am Arbeits-

markt noch angespannter würde als angenommen. Beides hätte kräftigere Zweitrundeneffekte auf die Preise zur Folge, die zu einer Verfestigung der hohen Inflation beitragen würden. Falls die Nachfrage stärker ausfällt, könnten die Unternehmen außerdem für eine längere Zeit in der Lage sein, erhöhte Gewinnmargen aufrechtzuerhalten oder diese noch auszuweiten. In einem solchen Szenario mit stärker steigenden Löhnen, stärker ausgeweiteten Gewinnmargen oder beidem dürfte die Inflation aber für eine längere Zeit deutlicher erhöht bleiben als in der Projektion erwartet. Mittelfristig stiege dadurch die Gefahr, dass sich die bereits sehr hohe Inflation noch weiter verfestigt. Dies verdeutlicht, wie wichtig entschiedenes geldpolitisches Handeln ist, um der dauerhaft hohen Inflation und den damit verbundenen wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Risiken entgegenzuwirken.

³⁵ Allerdings würden sich dann möglicherweise auch wieder mehr politische Spielräume ergeben, um klimapolitische Maßnahmen auszuweiten. Die Bundesregierung hatte etwa aufgrund der hohen Energiepreise die Anhebung des CO₂-Preises Anfang 2023 verschoben. Sollte er bei niedrigeren Energiepreisen doch wieder rascher angehoben werden, würde dies für sich genommen den Inflationsdruck erhöhen.

³⁶ Unsicherheit besteht auch weiterhin bezüglich der fiskalischen Kosten für die Maßnahmen des Wirtschaftsstabilisierungsfonds-Energie. Dies gilt insbesondere für die Energiepreisminderungen. Die fiskalischen Kosten sind in diesem Fall aber für die gesamtwirtschaftliche Projektion weniger relevant: Falls sie niedriger (höher) ausfallen, reflektiert das geringere (höhere) Energiekosten für die inländischen Endverbraucherinnen und -verbraucher. Die Preisbremsen schirmen mithin die Kaufkraft der Privathaushalte und die Gewinnsituation der Unternehmen zu einem guten Teil von möglichen Schwankungen der Energiekosten ab.

■ Literaturverzeichnis

Bardt, H. und M. Grömling (2017), Hausgemachte Investitionshemmnisse, IW-Kurzberichte 78.

Bundesagentur für Arbeit (2023), Statistik/Arbeitsmarktberichterstattung, Berichte: Blickpunkt Arbeitsmarkt – Fachkräfteengpassanalyse 2022, Mai 2023.

Deutsche Bundesbank (2023a), Wöchentlicher Aktivitätsindex für die deutsche Wirtschaft, abrufbar unter: <https://www.bundesbank.de/de/statistiken/konjunktur-und-preise/woechentlicher-aktivitaetsindex>.

Deutsche Bundesbank (2023b), Geldvermögensbildung und Außenfinanzierung in Deutschland im vierten Quartal 2022 – sektorale Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung, Pressenotiz vom 21. April 2023.

Deutsche Bundesbank (2023c), Fragebögen – Studie zu Erwartungen von Unternehmen in Deutschland, abrufbar unter: <https://www.bundesbank.de/de/bundesbank/forschung/unternehmensstudie/frageboegen-846450>.

Deutsche Bundesbank (2023d), Die Preise für Wohnimmobilien in Deutschland im Jahr 2022, Monatsbericht, Februar 2023, S. 59–61.

Deutsche Bundesbank (2023e), Einfluss der neuen (H)VPI-Gewichte auf die Inflationsentwicklung in Deutschland, Monatsbericht, März 2023, S. 8–11.

Deutsche Bundesbank (2022a), Perspektiven der deutschen Wirtschaft für die Jahre 2023 bis 2025, Monatsbericht, Dezember 2022, S. 17–45.

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

Deutsche Bundesbank (2022c), Eine verteilungsbasierte Vermögensbilanz der privaten Haushalte in Deutschland – Ergebnisse und Anwendungen, Monatsbericht, Juli 2022, S. 15–40.

Deutsche Bundesbank (2022d), Wofür verwenden die privaten Haushalte die während der Corona-virus-Pandemie zusätzlich gebildeten Ersparnisse?, Monatsbericht, Juni 2022, S. 25 f.

Deutsche Bundesbank (2022e), Lieferengpässe dürften Industrieproduktion noch längere Zeit beeinträchtigen, Monatsbericht, Mai 2022, S. 60–61.

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

Deutsche Bundesbank (2022g), Ein adverses Risikoszenario für die deutsche Wirtschaft, Monatsbericht, Dezember 2022, S. 39–41.

Deutsche Bundesbank (2021), Pandemiebedingte Schäden am deutschen Produktionspotenzial bislang moderat, Monatsbericht, Dezember 2021, S. 30–32.

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

Deutsche Bundesbank (2017), Perspektiven der deutschen Wirtschaft – Gesamtwirtschaftliche Vorausschätzungen für die Jahre 2018 und 2019 mit einem Ausblick auf das Jahr 2020, Monatsbericht, Dezember 2017, S. 15–34.

Eurostat (2022), The statistical treatment of certain types of public funding in the German short-distance public passenger transport market, 24. November 2022, abrufbar unter: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/government-finance-statistics/methodology/advice-to-member-states>.

Fitzenberger, B. (2023), Fach- und Arbeitskräftemangel ... und es gibt ihn doch!, IAB-Debattenbeitrag vom 28. März 2023, abrufbar unter: <https://www.iab-forum.de/fach-und-arbeitskraeftemangel-und-es-gibt-ihn-doch/>.

Gödl-Hanisch, I. und M. Menkhoff (2022), Inwieweit geben Unternehmen die gestiegenen Einkaufspreise an ihre Kunden weiter?, in: ifo Institut, ifo Schnelldienst, 2022, 75. Jahrgang, Nr. 12, S. 32–34.

Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung (2023), IAB-Arbeitszeitrechnung, abrufbar unter: <https://iab.de/daten/iab-arbeitszeitrechnung/>.

Internationale Energieagentur (2023), Oil Market Report, Mai 2023.