

# KIELER KONJUNKTUR- BERICHTE

## **Euroraum im Herbst 2022**

Abgeschlossen am 08. September 2022



© Daniel Wolcke / IfW Kiel

**Nr. 94 (2022 | Q3)**

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

Forschungszentrum  
Konjunktur und Wachstum

## INHALTSVERZEICHNIS

### Rezession voraus

Bisher beschränken angebotsseitige Knappheiten die Produktion .....	6
Arbeitsmarkt: Geringe Arbeitslosigkeit, noch verhaltene Lohndynamik .....	7
Die Geldpolitik begibt sich endlich auf einen Straffungspfad .....	8
Energiepreisinflation treibt die öffentlichen Defizite mit Verzögerung .....	9
Ausblick: Preisschock leitet konjunkturelle Schwächephase ein .....	11
Literatur .....	15

# REZSSION VORAUSS

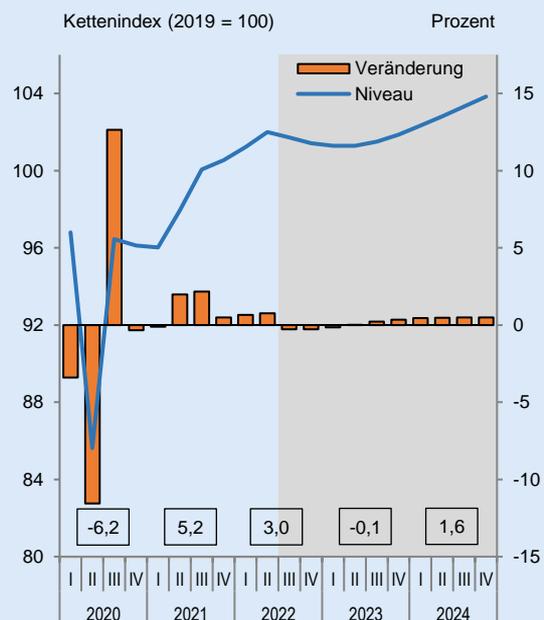
*Jens Boysen-Hogrefe, Dominik Groll, Stefan Kooths, Nils Sonnenberg und Ulrich Stolzenburg*

Der Euroraum steuert auf eine Rezession zu. Zwar konnte die Erholung von den wirtschaftlichen Beeinträchtigungen der Corona-Pandemie bis zur Jahresmitte 2022 trotz des Ukraine-Krieges zunächst fortgesetzt werden. Der anhaltende Energiepreisschock und Gegenwind aus dem weltwirtschaftlichen Umfeld lassen für die bevorstehenden Quartale jedoch eine ausgeprägte konjunkturelle Schwächephase erwarten. Frühindikatoren zur Zuversicht von Unternehmen und insbesondere von Verbrauchern zeigten zuletzt eine markante Verschlechterung der Stimmungslage an. Die Inflation dürfte noch einige Zeit hoch bleiben, so dass Kaufkraft bei Unternehmen und Haushalten gemindert wird und dadurch der reale private Konsum erheblich belastet wird. Somit wird die gesamtwirtschaftliche Produktion wohl für einige Quartale leicht schrumpfen. Im Verlauf des Jahres 2023 dürfte dieser Abwärtstrend allmählich drehen, sofern die Energiepreise ausgehend von ihren aktuell sehr hohen Niveaus wieder etwas sinken. In der Folge dürfte sich der private Verbrauch stabilisieren und nach und nach zu einer wenn auch nur mäßigen Expansion der gesamtwirtschaftlichen Produktion beitragen. Die Erholung dürfte im weiteren Verlauf des Prognosezeitraums – auch gestützt durch eine Belebung der Auslandsnachfrage – noch etwas an Fahrt aufnehmen. Insgesamt dürfte das Bruttoinlandsprodukt im laufenden Jahr wohl um 3 Prozent steigen, im Jahr 2023 nahezu stagnieren und anschließend wieder moderat um 1,6 Prozent zulegen (2024). Die Verbraucherpreise steigen im Durchschnitt des laufenden Jahres voraussichtlich um 8,1 Prozent und damit so stark wie nie zuvor seit Bestehen der Währungsunion. Im Folgejahr wird die Teuerungsrate mit 7,2 Prozent wohl erneut sehr hoch liegen, im Jahr 2024 aber wieder moderater ausfallen.

## Die gesamtwirtschaftliche Produktion legte in der ersten Jahreshälfte noch moderat zu.

In unserer Juni-Prognose (Gern et al. 2022) hatten wir erwartet, dass die stark steigenden Verbraucherpreise und der damit verbundene Verlust an realer Kaufkraft die Erholung von den wirtschaftlichen Verwerfungen der Pandemie vorübergehend zum Stillstand bringen würde. Diese Befürchtung hat sich bislang noch nicht realisiert; die Auftriebskräfte durch den Wegfall pandemiebedingter Einschränkungen waren bis zur Jahresmitte offenbar noch so kräftig, dass die Wirtschaftsleistung im Euroraum im ersten und zweiten Quartal 2023 um 0,7 bzw. 0,8 Prozent gestiegen ist (Abbildung 1).

**Abbildung 1:**  
Bruttoinlandsprodukt im Euroraum



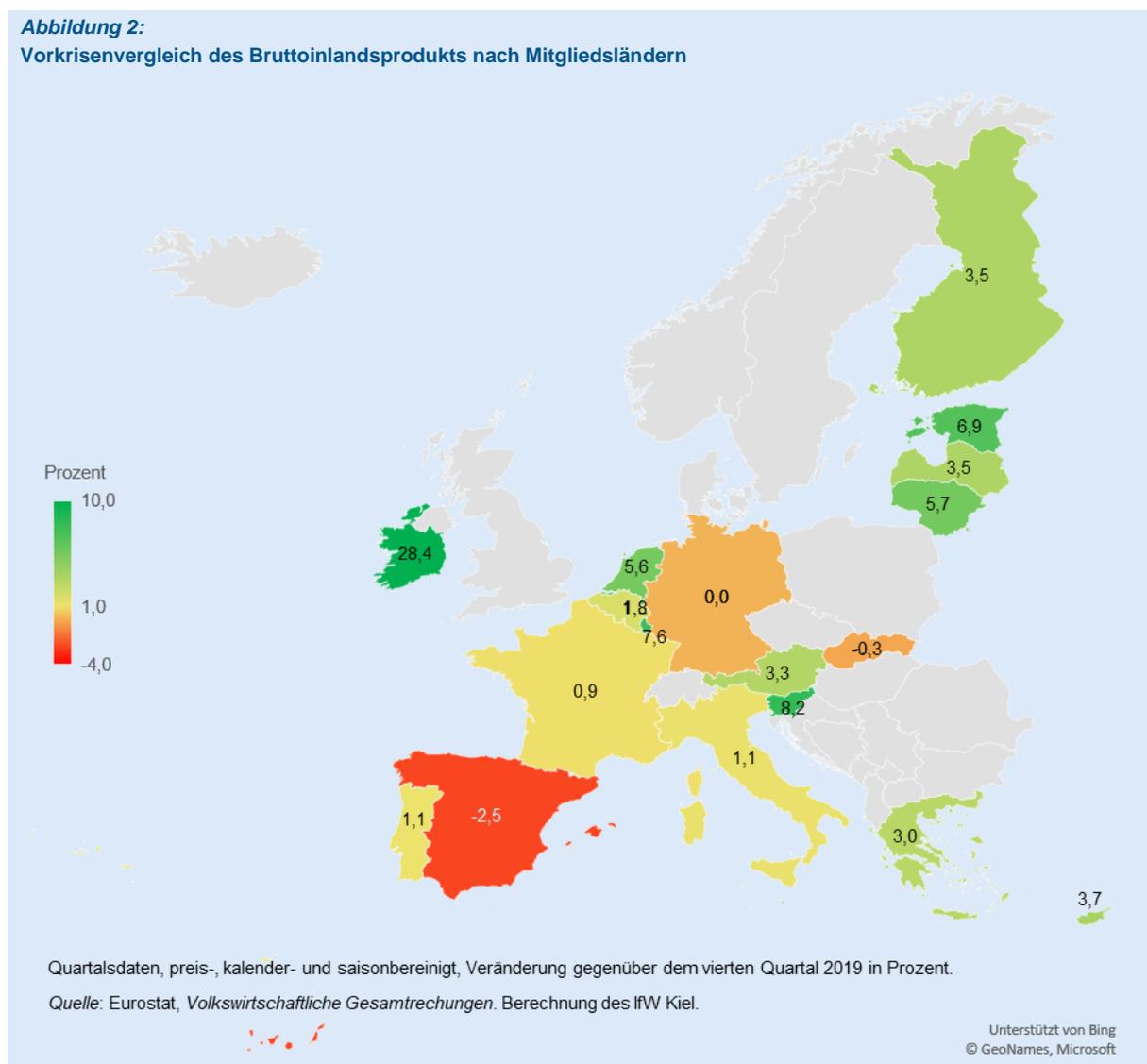
Quartalsdaten, preis-, kalender- und saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal (rechte Skala). Gerahmt: Jahresdaten, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent.

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

**Die wirtschaftliche Aktivität im Euroraum hat das Niveau aus der Zeit vor der Pandemie inzwischen um 1,8 Prozent überschritten.** Das Produktionsniveau im Vergleich zum Schlussquartal 2019 unterschied sich zwischen den Ländern zum Teil erheblich (Abbildung 2). In Irland wurde dieser Stand aufgrund von Sonderfaktoren<sup>1</sup> sogar um 28 Prozent überschritten – ohne Irland lag die Wirtschaftsleistung in der Währungsunion zuletzt 1 Prozent über dem

Vorkrisenniveau. Neben Irland lag das Bruttoinlandsprodukt auch in Finnland, Griechenland, den Benelux-Staaten, Slowenien und den baltischen Staaten deutlich höher als vor der Krise. In Frankreich, Italien und Portugal lag es gut ein Prozent darüber. Deutschland und die Slowakei haben den Vorkrisenstand knapp erreicht. Lediglich Spanien hing mit 2,5 Prozent immer noch merklich dahinter zurück.

**Abbildung 2:**  
Vorkrisenvergleich des Bruttoinlandsprodukts nach Mitgliedsländern



<sup>1</sup> Bereits seit einigen Jahren wurden wiederholt ungewöhnlich hohe Zuwachsraten und starke Fluktuationen in den volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen

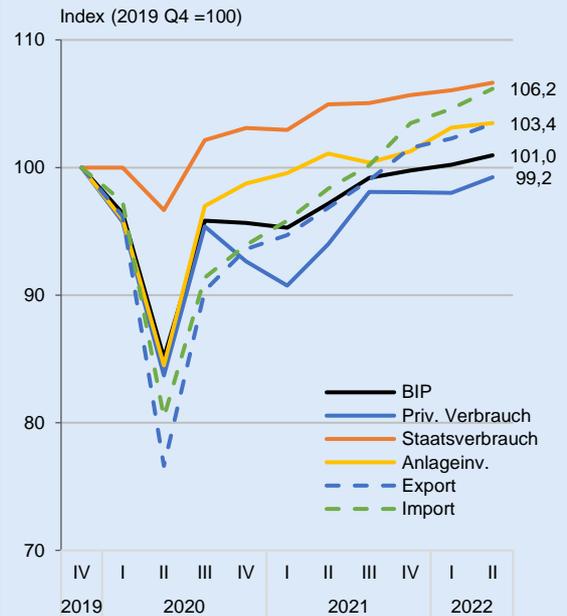
für Irland ausgewiesen. Diese gehen maßgeblich auf Steuergestaltungsaktivitäten multinationaler Unternehmen zurück. Vgl. Stolzenburg (2016).

**Mit Ausnahme des privaten Konsums haben sich die verwendungsseitigen Aggregate wieder weitgehend erholt.** Die Corona-Pandemie führte zu einem scharfen Einbruch der wirtschaftlichen Aktivität, der im zweiten Quartal 2020 seinen Tiefpunkt erreichte (Abbildung 3). Der Erholungsprozess verlief bei vielen der gesamtwirtschaftlichen Aggregate relativ rasch, sie haben ihr Vorkrisenniveau jedoch im Verlauf des Vorjahres wieder überschritten und liegen inzwischen – für den Euroraum ohne Irland – zumeist einige Prozentpunkte darüber. Lediglich der private Verbrauch lag im zweiten Quartal noch knapp ein Prozent darunter. Wohl wegen dieses Nachholpotenzials ist er trotz der Verwerfungen des Ukraine-Krieges und der hohen Inflation im zweiten Quartal um 1,3 Prozent gestiegen.

**Die Verbraucherpreisinflation ist dramatisch gestiegen.** Im Gefolge anziehender Energiepreisnotierungen erhöhte sich die Inflationsrate seit Anfang 2021 kontinuierlich auf 9,1 Prozent im August 2022 (Abbildung 4). Auch die Kernrate der Inflation, die Preisänderungen von Energie und unverarbeiteten Lebensmitteln ausblendet, lag zuletzt mit 5,5 Prozent auf dem höchsten Niveau seit Bestehen der Währungsunion.

**Der Preisauftrieb hat sich auch jenseits von Energie erheblich verstärkt.** Die Preissteigerungen sind keineswegs auf die relativ volatilen Energiepreise beschränkt, auch die übrigen großen Gütergruppen im harmonisierten Verbraucherpreisindex verzeichnen mittlerweile hohe Preissteigerungsraten – Preise von Lebensmitteln stiegen im August um 10,6 Prozent, Dienstleistungen um 3,8 Prozent und Industriegüter (ohne Energie), die in den vergangenen Jahre kaum im Preis gestiegen waren, verteuerten sich um 5 Prozent (Abbildung 5). Der steigende Trend ist bislang ungebrochen. Maßgeblich dürfte die Weitergabe stark gestiegener Kosten – für Vorprodukte, Energie und Rohstoffe – sein, aber auch knappe Produktionskapazitäten dürften eine Rolle spielen.

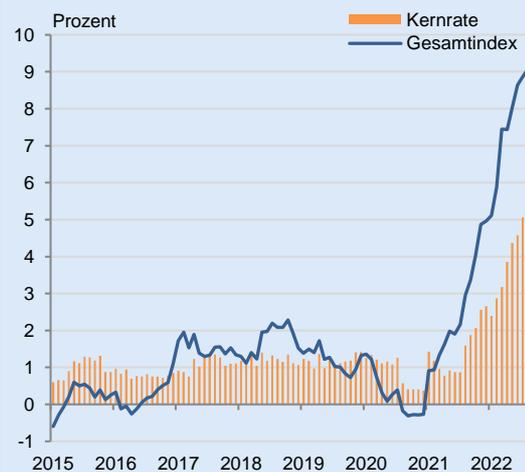
**Abbildung 3:**  
Verwendungsaggregate seit Beginn der Corona-Krise



Quartalsdaten, preis-, kalender- und saisonbereinigt.

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

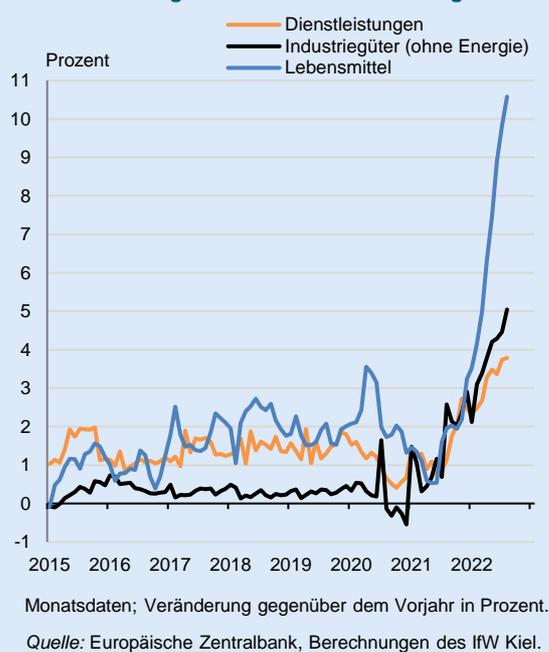
**Abbildung 4:**  
Verbraucherpreise



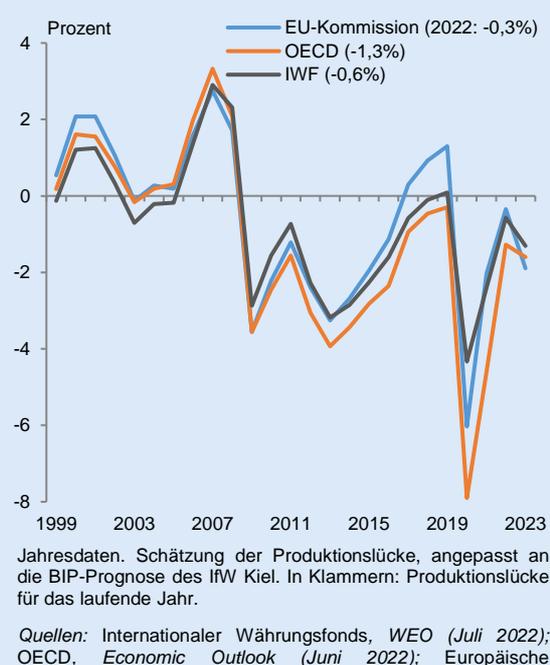
Monatsdaten; Veränderung gegenüber dem Vorjahr. Kernndex: Gesamtindex ohne Energie und unverarbeitete Lebensmittel.

Quelle: Eurostat, Preisstatistik.

**Abbildung 5:**  
Preisentwicklung bei Produkten außer Energie



**Abbildung 6:**  
Produktionslücke im Euroraum



### Bisher beschränken angebotsseitige Knappheiten die Produktion

Im laufenden Jahr sind die anhand von Potenzialschätzungen gemessenen Produktionskapazitäten unterausgelastet. Werden die jüngsten Schätzungen der Europäischen Kommission zur Produktionslücke im Euroraum mit der hier vorgelegten Konjunkturprognose – d.h. mit den Zuwachsraten der Jahre 2022 und 2023 – kombiniert, so liegt die Produktionslücke im laufenden Jahr bei -0,5 Prozent (Abbildung 6). In Verbindung mit der jüngsten Potenzialschätzung des Internationalen Währungsfonds (IWF) liegt die entsprechend angepasste Produktionslücke 2022 bei -0,8 Prozent, mit Daten der OECD liegt sie bei -1,5 Prozent. Die gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten in der Währungsunion sind demnach im laufenden Jahr – und aufgrund der erwarteten relativ schwachen Konjunkturentwicklung auch in den Jahren 2023 und 2024 – unterausgelastet.

Unternehmensbefragungen berichten dagegen noch von angebotsseitigen Knappheiten, welche die Produktion behindern. Sowohl bei Industrieunternehmen als auch bei den privaten Dienstleistern waren die Produktionskapazitäten

– zum Zeitpunkt der jüngsten Befragung im Juli 2022 – leicht überdurchschnittlich ausgelastet (Abbildung 7). Der Anteil der Unternehmen, die einen Mangel an Nachfrage als wesentlichen produktionslimitierenden Faktor angeben, liegt sowohl bei Industrie als auch bei Dienstleistern deutlich unter dem historischen Durchschnitt (Abbildung 8 oben). Unterdessen zeigen die Befragungen, dass in der Industrie bis zuletzt ein massiver Mangel an Ausrüstung und Material bestanden hat – dies gaben fast die Hälfte der Industrieunternehmen als produktionslimitierendem Faktor an (Abbildung 8 unten). Darüber hinaus wird vielerorts die Knappheit an Fach- und Arbeitskräften beklagt. Der Anteil der Unternehmen, deren Produktion durch einen Mangel an geeigneten Arbeitskräften beschränkt wird, ist bei Industrieunternehmen und insbesondere bei Dienstleistern erneut auf Rekordstände geklettert (Abbildung 8 Mitte). Insgesamt zeigen die Unternehmensbefragungen, dass in der Währungsunion bis zuletzt erhebliche angebotsseitige Knappheiten bestanden haben. So deutet vieles darauf hin, dass das mithilfe einer makroökonomischen Produktionsfunktion ermittelte Produktionspotenzial die tatsächlichen Produktionsmöglichkeiten derzeit überschätzt.

**Abbildung 7:**  
Kapazitätsauslastung

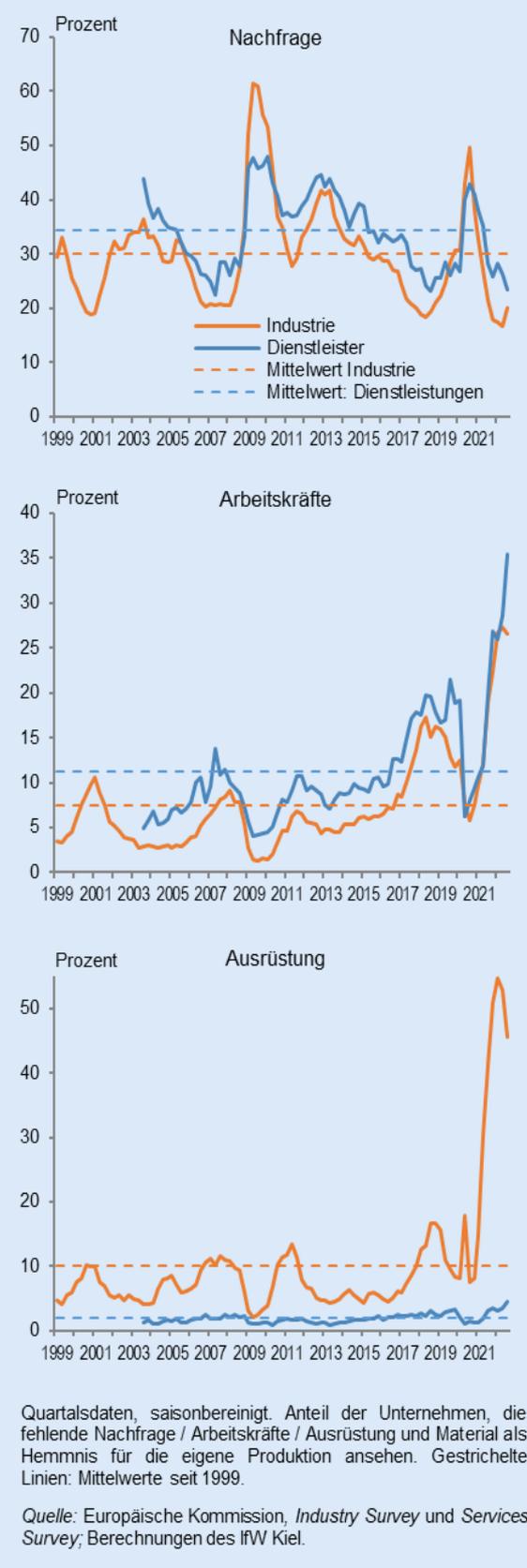


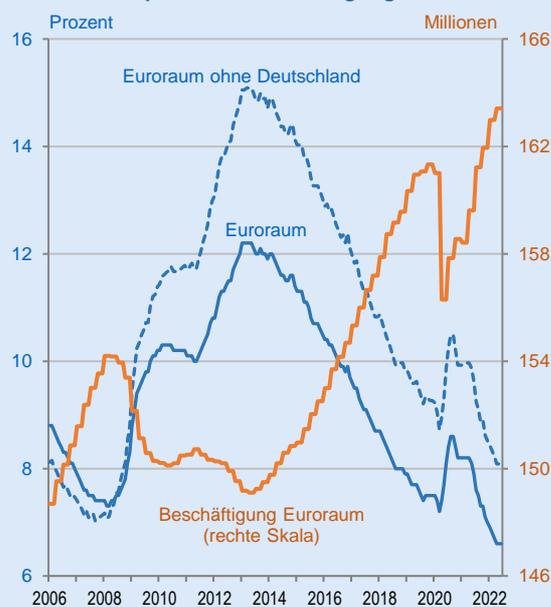
**Arbeitsmarkt: Geringe Arbeitslosigkeit, noch verhaltene Lohndynamik**

Die Arbeitslosigkeit ist trotz der drastischen Produktionseinbrüche der Corona-Krise auf ein neues Rekordniveau gefallen. Die Erwerbslosenquote im Euroraum ist nach einem zwischenzeitlichen leichten Anstieg während der Corona-Krise wieder rückläufig und im Juli des laufenden Jahres auf 6,6 Prozent gefallen, den niedrigsten Stand seit Bestehen der Währungsunion (Abbildung 9). Im Euroraum ohne Deutschland (8,1 Prozent) ist sie allerdings noch rund einen Prozentpunkt vom historischen Tiefstand im Vorfeld der Globalen Finanzkrise entfernt. Die Beschäftigtenzahl ist weiter gestiegen und lag im zweiten Quartal 1,3 Prozent über dem Niveau des vierten Quartals 2019.

Die Lohnentwicklung im Euroraum dürfte sich spürbar verstärken. Im zweiten Quartal 2022 lagen die Tarifverdienste um 2,4 Prozent über dem Vorjahresquartal, die Lohndynamik bis zur Jahresmitte war demnach noch verhalten. Dies dürfte sich jedoch alsbald ändern. Angesichts der im historischen Vergleich sehr geringen Arbeitslosenquote und der spürbaren Knappheit an Arbeitskräften dürfte es der Arbeit-

**Abbildung 8:**  
Produktionslimitierende Faktoren



**Abbildung 9:**
**Arbeitslosenquote und Beschäftigung**


Monatsdaten, saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat, Arbeitsmarktstatistik; eigene Berechnungen.

nehmerseite zunehmend gelingen, höhere Lohnzuwächse durchzusetzen. Die schwächere Konjunktur wird in den kommenden Quartalen zwar die Verhandlungsposition der Arbeitnehmerseite belasten, gleichwohl werden die realen Kaufkraftverluste in den bevorstehenden Tarifentscheidungen Berücksichtigung finden. Somit dürften sich der Nominallohnzuwachs auch dann spürbar beschleunigen, wenn die erlittenen Reallohnrückgänge nicht vollständig kompensiert werden dürften.

### Die Geldpolitik begibt sich endlich auf einen Straffungspfad

**Die hohe Inflation erfordert eine entschlossene geldpolitische Reaktion.** Der Preisauftrieb dürfte sich in den nächsten Monaten durch die steigenden Strom- und Gaspreise noch weiter erhöhen. Die hohen Energiepreise erklären zwar einen erheblichen Teil der Verbraucherpreis-inflation, aber auch die für die Europäische Zentralbank maßgebliche Kernrate der Inflation (ohne Energie und Lebensmittel) lag zuletzt mit 4,3 Prozent sehr deutlich über dem Zielwert von zwei Prozent. Die Diskrepanz zwischen den Inflationsraten und den Leitzinsen ist mit der Zeit

immer größer geworden. Die Teuerungsraten sind so hoch wie nie zuvor seit Bestehen der Währungsunion, während die Leitzinsen erst im Juli von ihrem Tiefpunkt von 0 Prozent auf 0,5 Prozent angehoben wurden. Die wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum trübt sich durch die Verwerfungen des Krieges an den Energiemärkten zwar ein, aber ohne eine entschlossene geldpolitische Reaktion droht eine Entankerung der Inflationserwartungen und damit eine Verfestigung erhöhter Inflationsraten.

**Die Europäische Zentralbank hat spät begonnen zu straffen und wird im September einen zweiten Leitzinsschritt vornehmen.** Verschiedene Aussagen aus dem Zentralbankrat legen einen zweiten Zinsschritt in der Größenordnung von 0,5 Prozentpunkten nahe, während einige Mitglieder auch einen größeren Zinsschritt von 0,75 Prozentpunkten ins Spiel bringen. Die EZB kommt langsam unter Zugzwang, da der Euro zuletzt stark unter Druck stand und die amerikanische Notenbank ihren Straffungszyklus früher startete und mit großen Zinsschritten vorangeht. Bereits im Juli überraschte die EZB mit einem Zinsschritt von 0,5 Prozentpunkten, da sie in vorherigen Aussagen auf einen kleineren Zinsschritt hingedeutet hatte. Der höhere Zinsschritt dürfte sicherlich auch mit der Konkretisierung des Transmissionsschutzprogrammes (Transmission Protection Instrument, kurz: TPI) zusammenhängen. Insgesamt gehen wir davon aus, dass auf dem Normalisierungspfad in diesem Jahr noch drei weitere Zinsschritte erfolgen. Der Hauptrefinanzierungssatz würde demnach am Ende des Jahres 2022 bei 2 Prozent liegen. Im Jahr 2023 dürften die Zinsen dann weiter auf 2,75 Prozent steigen.

**Die Zinsschritte werden durch das neue TPI-Programm zur Absicherung der Anleihemärkte begleitet.** Mithilfe des neuen Programms soll eine gleichmäßige geldpolitische Transmission im gesamten Euroraum erreicht werden. Falls sich in den Anleihemärkten aus Sicht der EZB übermäßige Renditeaufschläge zeigen, darf das Eurosystem dem durch gezielte Anleihekäufe begegnen. Die Aktivierung des Programms, die Definition und das Feststellen von „ungerechtfertigten“ Anstiegen und Fehlentwicklungen im Anleihemarkt unterliegt der Discretion des Zentralbankrates, ist aber an bestimmte Konditionen geknüpft. Die Länder

dürfen sich weder in einem Defizitverfahren noch in einem makroökonomischem Ungleichgewichtsverfahren befinden und müssen nachhaltige Staatsfinanzen aufweisen. Zusätzlich sollen politische Maßnahmen nicht dem Resilienz- und Aufbauplan zuwiderlaufen. Auch wenn unklar ist, wie sich „ungerechtfertigte“ Anstiege der Renditeaufschläge identifizieren lassen, hat sich der Zentralbankrat durch das Programm Freiheiten zum Kauf bestimmter Anleihen verschafft. Dies dürfte freilich schon ex ante die Renditeaufschläge einhegen. Eine gewisse Abkehr vom Kauf nach Kapitalschlüssel zeigt sich auch bereits in der Entwicklung der Reinvestitionen im Zuge des pandemischen Ankaufprogrammes, welche flexibel über Länder und Assetklassen wiederveranlagt werden können und als „erste Verteidigungslinie“ gegen Fragmentierungstendenzen verstanden werden. Im Juni und Juli 2022 wurden z.B. für rund 10 Mrd. Euro italienische und für 6 Mrd. Euro spanische Staatsanleihen netto neu gekauft, während der Bestand an deutschen und niederländischen Papieren deutlich sank, weil fällig gewordene Staatsanleihen im Umfang von 15 Mrd. Euro bzw. 3,4 Mrd. Euro nicht wieder angelegt wurden. Die Größe der Bilanz ändert sich dadurch nicht, aber die Struktur dürfte sich bei ähnlichem Verhalten über die Zeit zugunsten einiger hoch verschuldeter Länder ändern. Im Gegensatz zur amerikanischen Notenbank wird zurzeit auch keine Bilanzverkürzung (quantitative Straffung) beabsichtigt.

**Die Kreditbedingungen für den Privatsektor haben sich etwas verschlechtert.** Die Zinsen für nichtfinanzielle Unternehmen haben im Juni laut Kreditkostenindikator der EZB 1,8 Prozent erreicht, die für Wohnungsbaukredite bei 1,9 Prozent (Abbildung 10b). Während die Kreditaufnahme der nichtfinanziellen Unternehmen zuletzt weiter auf 7,6 Prozent im Vergleich zum Vorjahresmonat anstieg, fiel der Zuwachs bei Krediten an private Haushalte leicht auf 4,5 Prozent, was aber immer noch ein hohes Niveau darstellt (Abbildung 10c). Die Kombination aus fiskalischen Stabilisierungsmaßnahmen im Zuge der Pandemie und der geldpolitischen Lockerung durch Anleihekäufe hatte das Geldmengenwachstum in den Jahren 2020 und 2021 stark beschleunigt. Diese hohen Zuwachsraten haben sich nun in etwa auf das Niveau von vor der Pandemie reduziert. Die Geldmengen M1 (mit

7,4 Prozent im Vorjahresvergleich) und M3 (mit 6,0 Prozent) legten damit aber immer noch recht kräftig zu (Abbildung 10e).

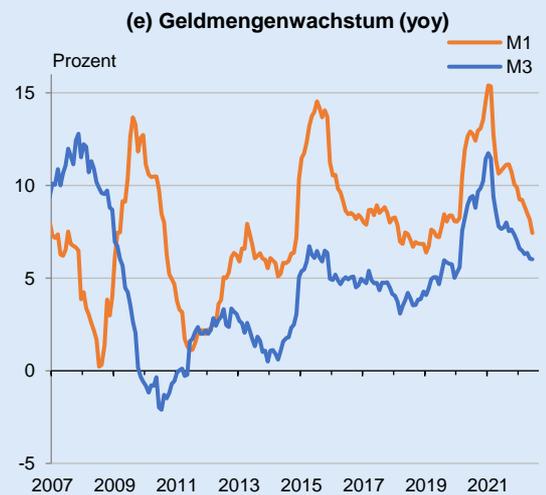
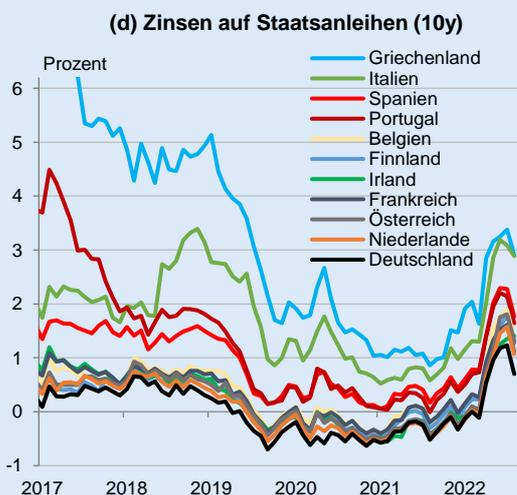
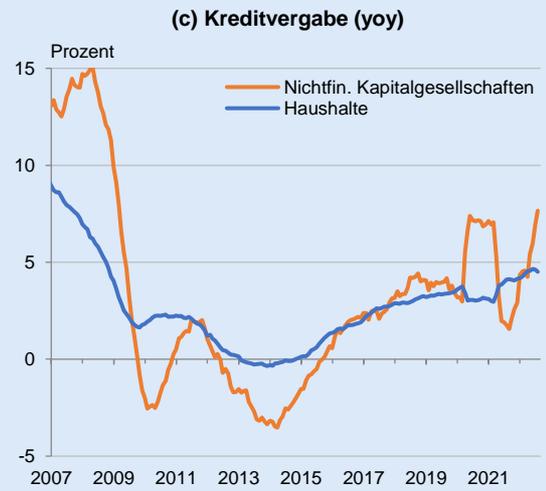
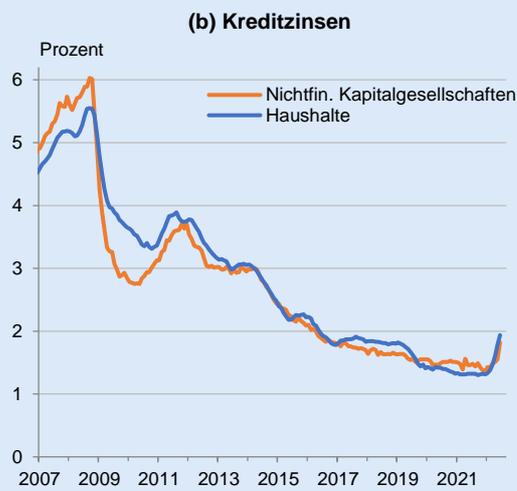
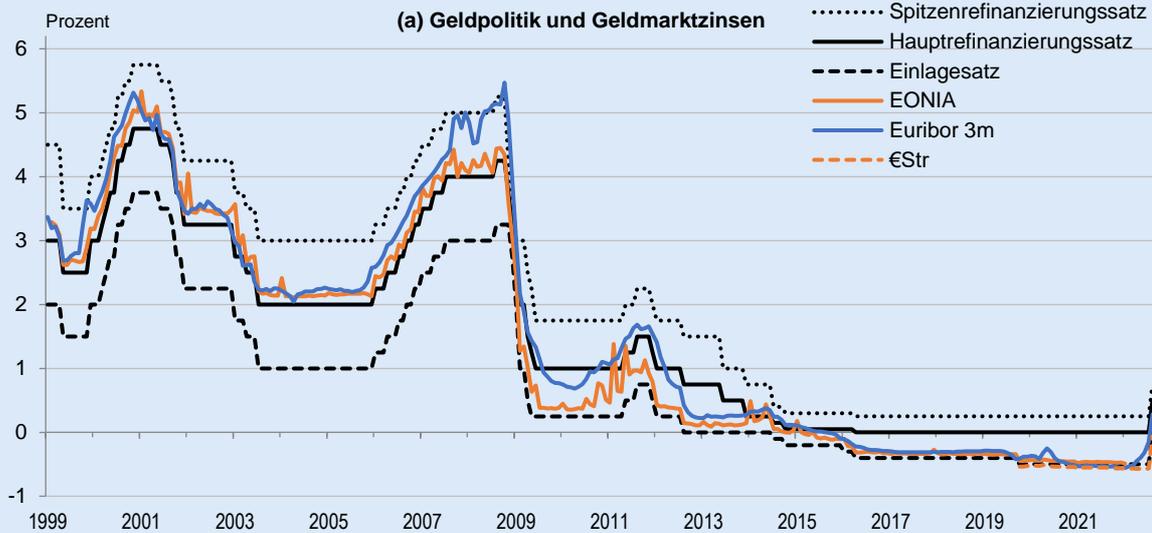
**Die Zinsen auf Staatsanleihen hatten sich bis in den Juli erhöht, waren zuletzt aber wieder rückläufig.** Nach der Ankündigung des geldpolitischen Normalisierungskurses haben sich die Renditen von Staatsanleihen im Euroraum seit Jahresbeginn erhöht. Ihre vorläufigen Höhepunkte erreichten die Zinsen im Juni und Juli (Abbildung 10d). Gleichzeitig stieg der Renditeaufschlag zwischen italienischer gegenüber deutschen Anleihen bis in den Juli auf rund 2 Prozent. Dies dürfte mit dem Ende der Nettokäufe von Anleihen durch das Eurosystem im Juni zusammenhängen und mit dem geldpolitischen Kurswechsel, der die Finanzierungsbedingungen der zum Teil hoch verschuldeten Mitgliedsländer verschlechtert. Mit der sich eintrübenden wirtschaftlichen Lage sind die Zinsen zuletzt wieder gesunken. Die Konkretisierung des TPIs seitens der EZB im Juni hat auch dazu geführt, dass der Renditeaufschlag zwischen Deutschland und Italien zuletzt nicht weiter gestiegen ist.

### **Energiepreisinflation treibt die öffentlichen Defizite mit Verzögerung**

**Im Zuge der Energiepreisturbulenzen steigen die Ausgaben der öffentlichen Hand deutlich.** Zwar ist der Staatskonsum in der Regel weniger energieintensiv als der private Verbrauch, doch entstehen im Zuge der Vorleistungskäufe und der Finanzierung sozialer Sachleistungen auch für den Staat inflationsbedingt Mehrausgaben. Von größerer Bedeutung sind aber diverse finanzpolitische Maßnahmen zur Entlastung von Bürgerinnen und Bürgern. So hat z.B. Frankreich einen Preisdeckel für Strom eingeführt, wobei die Preisdifferenzen vom Staat ausgeglichen werden. Zeitgleich laufen freilich Ausgaben aus, die im Zuge der Corona-Krise aufgegleist wurden, was den Anstieg mindert.

**Das Abflauen der Pandemiefolgen und der Inflationsschub sorgen für Dynamik bei öffentlichen Einnahmen.** Zwar bleibt der Anstieg der Einkommen und damit der entsprechenden Einkommensteuern vielerorts hinter der Inflation zu-

**Abbildung 10:**  
**Monetäre Rahmenbedingungen**



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

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

rück, doch sinkt die Sparquote, wovon die öffentlichen Haushalte profitieren, zumal die Mehrwertsteuersätze im Euroraum im internationalen Vergleich hoch sind. Steigt der Konsumanteil, steigt durch die Mehrwertsteuer die gesamtwirtschaftliche Steuerquote. Der Rückgang der Sparquote dürfte auf zwei Effekte zurückzuführen sein. Zum einen haben sich die Konsummöglichkeiten durch den Wegfall von Infektionsschutzmaßnahmen wieder vergrößert, und zum anderen dürfte der Anstieg der Energiepreise viele Haushalte dazu bringen, zur Glättung des Konsums die Ersparnisbildung anzupassen. Darüber hinaus dürften die öffentlichen Einnahmen mitunter auch deshalb steigen, da in einigen Ländern „Übergewinnsteuern“ eingeführt worden sind.

**Das Defizit im laufenden Jahr dürfte trotz diverser expansiver Maßnahmen nochmal sinken.** Die finanzpolitischen Maßnahmen, um die Auswirkungen des Anstiegs der Inflation für viele Verbraucher abzufedern, dürften zunächst für weniger Mehrausgaben sorgen, als durch die oben beschriebenen Effekte auf die Sparquote die Einnahmen zulegen. Eine Ausnahme könnte Italien bilden, wo finanzpolitische Maßnahmen in sehr großem Umfang ergriffen wurden und die Kassenzahlen im Sommer sogar ein größeres Defizit als im Vorjahr auswiesen. Im kommenden Jahr dürften die Defizite im gesamten Euroraum bedingt durch die konjunkturelle Abschwächung wieder zulegen. Erst für das Jahr 2024 rechnen wir mit sinkenden Fehlbeträgen, da zugleich die konjunkturelle Erholung einsetzt und viele finanzpolitische Maßnahmen entfallen dürften (Tabelle 1).

**Tabelle 1:**  
**Budgetsaldo des Staates im Euroraum**

	2021	2022	2023	2024
Deutschland	-3,7	-1,7	-2,2	-2,1
Frankreich	-8,9	-4,8	-5,1	-4,5
Italien	-9,6	-6,2	-5,9	-4,9
Spanien	-10,3	-4,6	-4,7	-4,1
Niederlande	-3,7	-1,4	-1,6	-1,3
Euroraum	-5,1	-3,6	-3,8	-3,4
Euroraum ohne Deutschland	-5,9	-4,4	-4,4	-3,8

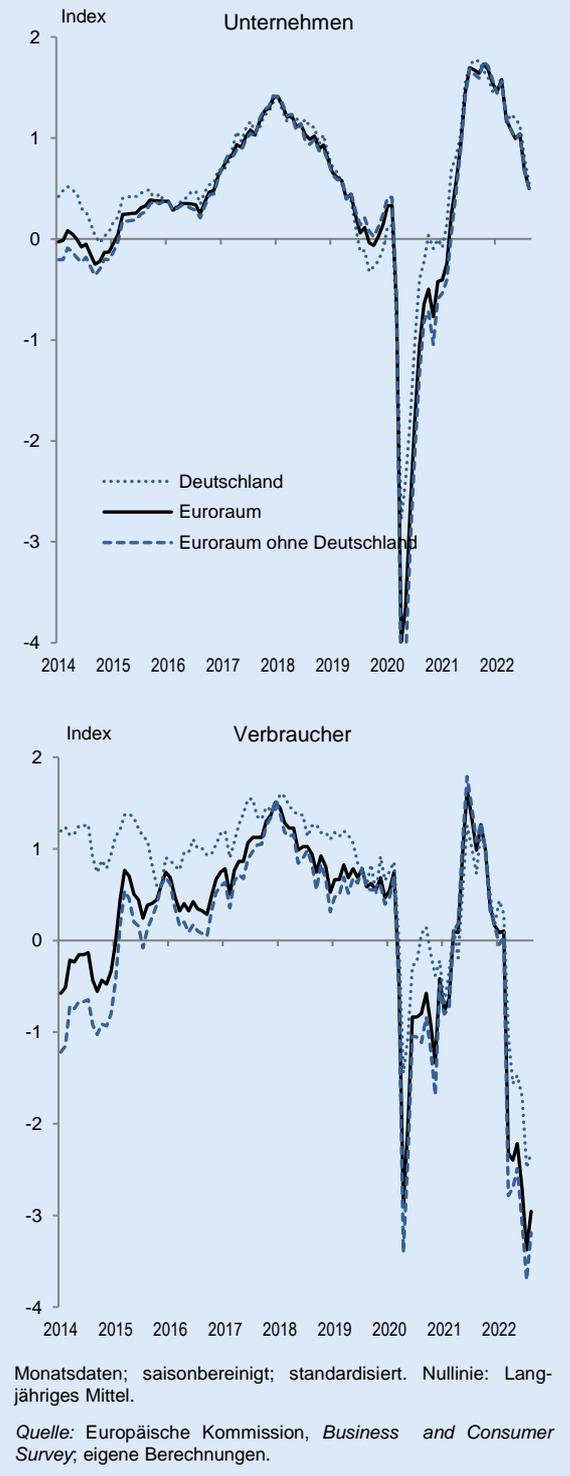
Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.  
Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognosen des IfW Kiel.

### **Ausblick: Preisschock leitet konjunkturelle Schwächephase ein**

**Der anhaltende Energiepreisschock und eine schwächelnde Weltkonjunktur lassen einen deutlichen Abschwung der konjunkturellen Dynamik erwarten.** Die extremen Energiepreisschöcknotierungen – auch auf Terminmärkten – lassen erwarten, dass die Verbraucherpreis-inflation zunächst weiter sehr hoch bleiben wird, zumal die Preise am Spot-Markt etwa für Gas und Strom erst mit Verzögerung bei den Endkunden ankommen (Boysen-Hogrefe et al. 2022, Kasten zu Gas- und Strommärkten). Außerdem werden Dienstleister und übrige Produzenten (jenseits von Energieprodukten) die stark gestiegenen Kosten allmählich weitergeben. Die Inflation dürfte daher zunächst hoch bleiben, wodurch Kaufkraft bei Unternehmen und Haushalten erheblich gemindert wird. Im Ergebnis wird die eigentlich noch nicht vollständige Erholung des privaten Verbrauchs erneut ausgebremst. Gegenwind aus dem weltwirtschaftlichen Umfeld tritt hinzu, denn sowohl in China als auch in den Vereinigten Staaten haben sich die konjunkturellen Aussichten zuletzt verschlechtert.

**Frühindikatoren haben sich am aktuellen Rand merklich eingetrübt.** Der Markt-Einkaufsmanagerindex (PMI) sank im Laufe der vergangenen Monate deutlich und lag im August mit 49,2 Punkten unter der Expansionsschwelle. Auch der Economic Sentiment Indicator (ESI) der Europäischen Kommission ging ausgehend von sehr hohen Werten seit Jahresbeginn stark zurück und lag zuletzt nur noch bei 97,6 Punkten. Insbesondere das Verbrauchervertrauen, das mit 20 Prozent Gewicht in den ESI einfließt, verzeichnete einen Absturz (Abbildung 11). Auch der Sentix-Indikator, der auf einer Befragung von Finanzinvestoren im Euroraum beruht, spiegelt einen ausgeprägten Konjunkturpessimismus wider. Aktivitätsindikatoren wie die Industrieproduktion oder die Bauproduktion zeigen zwar noch keinen empfindlichen Einbruch, sie liegen allerdings auch nur bis zum Monat Juni vor. Die realen Einzelhandelsumsätze waren bis zum Juli zwar auf einem recht hohen Niveau, allerdings bereits mit leicht fallender Tendenz. Insgesamt erwarten wir für das dritte Quartal einen Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion um 0,3 Prozent.

**Abbildung 11:**  
Stimmungsindikatoren im Euroraum



**Die anhaltend hohe Inflation verringert die real verfügbaren Einkommen und lastet in den kommenden Quartalen auf dem privaten Verbrauch.** Erheblich höhere Importpreise, denen keine signifikant steigenden Nominaleinkommen gegenüberstehen, schöpfen Kaufkraft

von den privaten Haushalten und Unternehmen ab und belasten erneut den privaten Konsum, der sich noch nicht vollständig von den Verwerfungen der Corona-Pandemie erholt hat. Ein Teil der verlorenen Kaufkraft dürfte zwar durch einen weiteren Rückgang der Sparquote aufgefangen werden, doch wird der reale private Verbrauchs in den kommenden Quartalen wohl zurückgehen, bevor im weiteren Verlauf eine zaghafte Erholung einsetzen wird (Tabelle 2). Die Bruttoanlageinvestitionen werden ebenfalls an Dynamik einbüßen. Zum einen werden die Bauinvestitionen, die etwa die Hälfte der gesamten Bruttoanlageinvestitionen ausmachen, aufgrund sich verschlechternder Finanzierungsbedingungen für Bauprojekte nur noch mäßig zulegen. Zum anderen werden die üblicherweise zyklischen Ausrüstungsinvestitionen bei der bevorstehenden konjunkturellen Schwäche wohl einen Dämpfer erhalten. Der Export wird angesichts der trüben Aussichten für das weltwirtschaftliche Umfeld zunächst nur mäßig zulegen, und die realen Einfuhren dürften unter der Schwäche des heimischen privaten Verbrauchs leiden. Vom Staat sind insgesamt nur wenig konjunkturelle Impulse zu erwarten, wenngleich einige Länder versuchen werden, Entlastungspakete zur Abfederung der hohen Energiepreise zu schnüren.

**Die Wirtschaft im Euroraum rutscht zunächst in die Rezession, bevor im Jahresverlauf 2023 eine verhaltene Erholung einsetzt.** Im Jahr 2022 wird der Produktionsanstieg wohl noch bei 3 Prozent liegen. Allerdings basiert diese kräftige Zuwachsrate auf der bereits erfolgten recht positiven konjunkturellen Entwicklung bis zur Jahresmitte. Wir rechnen nun aufgrund der beschriebenen Probleme, dass die Wirtschaftsleistung der Währungsunion für nunmehr drei Quartale leicht zurückgehen wird. Im Verlauf des Jahres 2023 dürfte dieser Abwärtstrend allmählich gestoppt werden im Gefolge von Energiepreisen, die von ihren sehr hohen Niveaus wieder allmählich zurückgehen dürften. Im Ergebnis rechnen wir mit einer Stabilisierung des privaten Verbrauchs und einer wieder mäßig expandierenden gesamtwirtschaftlichen Produktion. Insgesamt erwarten wir für das Jahr 2023 in etwa eine Stagnation des Bruttoinlandsprodukts. Für das Jahr 2024 dürfte wieder ein moderater Zuwachs um 1,6 Prozent verzeichnet werden, wenn sich der Rückgang der

**Tabelle 2:**  
Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2022–2024

	2022				2023				2024				Jahresraten		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	2022	2023	2024
Bruttoinlandsprodukt	0,7	0,8	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	3,0	-0,1	1,6
Inländische Verwendung	-0,1	1,0	-0,4	-0,4	-0,3	0,0	0,2	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	3,1	-0,3	1,7
Privater Verbrauch	0,0	1,3	-0,4	-0,7	-0,7	-0,3	0,1	0,3	0,5	0,6	0,6	0,6	3,6	-1,2	1,6
Staatsverbrauch	0,2	0,6	-0,4	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	1,5	0,4	0,9
Anlageinvestitionen	-0,8	0,9	-0,1	0,1	0,3	0,5	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	2,7	1,4	2,9
Vorratsänderungen	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,0	-0,0
Außenbeitrag	0,7	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,0	0,2	-0,1
Exporte	1,2	1,3	0,3	0,3	0,5	0,7	0,7	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	6,1	2,4	3,9
Importe	-0,2	1,8	0,2	0,2	0,3	0,7	0,8	1,0	1,1	1,2	1,2	1,2	6,7	2,2	4,3

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

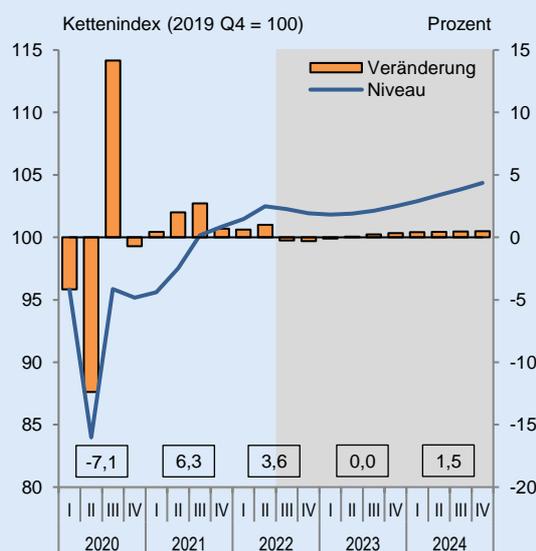
Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des Ifw Kiel.

Energiepreise wie erwartet fortsetzt, die Inflation moderater ausfällt und die wirtschaftliche Erholung – auch gestützt durch eine Belebung der Auslandsnachfrage – im Verlauf kräftiger wird (Abbildung 1). Damit haben wir unsere Einschätzung aus der Sommerprognose für den Anstieg des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2022 um 2 Zehntel reduziert und im kommenden Jahr eine Abwärtsrevision um gut zweieinhalb Prozentpunkte vorgenommen. Der Anstieg der Wirtschaftsleistung im laufenden Jahr wird im übrigen Euroraum etwas höher sein als in Deutschland, das stärker von der Lieferketten-Problemen betroffen war, und auch im kommenden Jahr wird sich die deutsche Wirtschaft angesichts der starken Gas-Abhängigkeit wohl etwas schwächer entwickeln als der Rest der Währungsunion (Abbildung 12). Unter den übrigen Ländern des Euroraums erscheint die Lage insbesondere in Italien fragil, da die hoch verschuldete, wachstumsschwache Volkswirtschaft in den zurückliegenden Quartalen stark auf finanzpolitische Impulse gesetzt hat. Nach der bevorstehenden Parlamentswahl Ende September 2022 droht hier erneut eine Phase mit erheblicher politischer Unsicherheit, die begleitet wird von einer schrumpfenden Wirtschaftsleistung in einem geldpolitischen Umfeld hoher Inflation und steigender Zinsen (Tabelle 3).

**Die Inflation dürfte zunächst hoch bleiben.** Für die Prognose ist unterstellt, dass die Energiepreise sich gemäß der Terminmarktnotierungen länger auf sehr hohen Niveaus bewegen. Das gesamte Ausmaß der Energiepreissteigerungen ist noch gar nicht vollständig bei den Konsumenten angekommen, zudem werden auch

Produkte jenseits von Energie aufgrund von Kostensteigerungen nach und nach verteuert. Für die kommenden Monate bis zum Frühjahr ist ein zusätzlicher Anstieg der Energiepreise gerade bei Gas und Strom für die Endverbraucher angelegt. Die Verbraucherpreis-inflation dürfte über das Winterhalbjahr auf den extrem hohen Niveaus von nahezu 10 Prozent verbleiben. Im Verlauf des kommenden Jahres wird der preissteigernde Effekt der Energiekomponente geringer, weil die Notierungen annahmegemäß etwas nachgeben und der Vorjahresvergleich dann ohnehin weniger drastisch ausfällt (Basiseffekt).

**Abbildung 12:**  
Bruttoinlandsprodukt im Euroraum ohne Deutschland



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

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

Insgesamt werden die Verbraucherpreise im Jahresdurchschnitt 2022 wohl um 8,1 Prozent, im kommenden Jahr um 7,2 Prozent und im Jahr 2024 um 3,3 Prozent steigen. Die von uns vorgenommene Prognose der Verbraucherpreise ist freilich stark von den Notierungen an den Terminmärkten abhängig, aus denen Annahmen über die zukünftigen Energiepreise abgeleitet wurden. Für den Ölpreis der Sorte Brent nehmen wir an, dass dieser im Jahr 2024 bei rund 85 US-Dollar liegen wird. Für den europäischen Gaspreis (TTF, Niederlande) nehmen wir an, dass eine Megawattstunde Erdgas im Jahr 2023 durchschnittlich 210 Euro kostet und dieser Preis

im Durchschnitt des Jahres 2024 auf 140 Euro zurückgeht. Zudem unterstellen wir eine Konstanz des Wechselkurses.

**Nach Jahren rückläufiger Arbeitslosigkeit dürfte die entsprechende Quote im Prognosezeitraum wieder leicht zulegen.** Die Erwerbslosenquote im Euroraum wird im Durchschnitt des Jahres 2022 wohl bei 6,8 Prozent liegen und damit auf einem historisch sehr niedrigen Niveau. Bis 2024 wird sie wohl wieder auf 7,7 Prozent steigen. Im Euroraum ohne Deutschland steigt sie von 8,1 Prozent im laufenden Jahr auf 9,3 Prozent im Jahr 2024.

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

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise				Arbeitslosenquote			
		2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Deutschland *	29,7	2,6	1,5	-0,3	1,7	3,2	8,0	8,7	3,2	3,6	3,0	3,3	3,4
Frankreich	20,2	6,8	2,3	-0,2	1,3	2,1	6,0	6,1	3,5	7,9	7,5	8,1	8,3
Italien	14,5	6,6	3,2	-0,5	0,8	2,0	7,8	6,5	2,5	9,6	8,1	8,6	9,2
Spanien	9,8	5,1	4,2	0,1	1,9	3,0	9,4	7,4	4,0	14,8	12,8	13,9	15,0
Niederlande	7,0	4,9	4,5	0,4	1,4	2,8	11,1	6,9	3,8	4,2	3,5	4,0	4,3
Belgien	4,0	6,2	2,3	-0,1	1,5	3,2	10,0	6,4	3,4	6,3	5,7	6,2	6,4
Österreich	3,3	4,8	5,1	0,2	1,4	2,8	8,1	6,7	4,3	6,2	4,6	4,9	5,3
Irland	3,3	13,4	8,4	2,0	4,1	2,4	8,2	6,9	3,8	6,3	4,4	4,9	5,4
Finnland	2,1	3,0	2,6	0,4	1,4	2,1	6,7	5,4	3,5	7,7	6,8	7,4	7,7
Portugal	1,7	4,9	6,1	0,0	1,5	0,9	7,9	6,6	3,3	6,6	5,9	6,6	7,1
Griechenland	1,4	8,0	4,4	-0,1	1,6	0,6	10,2	7,7	3,0	14,8	12,9	13,6	14,1
Slowakei	0,8	3,0	1,7	1,1	3,3	2,8	11,2	8,7	4,2	6,8	6,3	6,9	7,5
Luxemburg	0,6	6,9	2,9	0,6	1,8	3,5	8,5	6,0	3,4	5,4	4,3	4,6	4,9
Slowenien	0,4	8,1	6,5	0,9	2,4	2,1	8,9	6,8	3,7	4,8	4,2	4,7	5,0
Litauen	0,4	4,9	2,2	0,3	2,2	4,6	17,0	12,8	4,8	7,1	5,5	6,2	7,3
Lettland	0,3	4,2	3,3	0,2	2,7	3,2	15,0	10,8	4,0	7,6	6,6	7,2	7,7
Estland	0,2	8,1	0,4	0,4	2,9	4,5	18,3	10,2	4,1	6,2	5,9	7,0	7,6
Zypern	0,2	5,5	4,3	1,1	2,5	2,3	8,7	8,0	4,2	7,5	6,9	7,5	8,0
Malta	0,1	10,2	5,9	1,3	3,0	0,7	6,5	8,0	4,2	3,4	3,0	3,2	3,6
Euroraum	100,0	5,2	3,0	-0,1	1,6	2,6	8,1	7,2	3,3	7,8	6,8	7,3	7,7
Euroraum ohne Deutschland	70,3	6,3	3,6	0,0	1,5	2,3	8,1	6,7	3,4	9,2	8,1	8,7	9,3

Gewicht: auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2020 (Prozent). — Bruttoinlandsprodukt: preis- und kalenderbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — Verbraucherpreise: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent), harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — Arbeitslosenquote: standardisiert nach dem ILO-Konzept (Prozent), Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2020. \* Zahlen weichen von denen im Deutschland-Konjunkturbericht ab, in dem die Zuwachsraten für das Bruttoinlandsprodukt in der Regel nicht kalenderbereinigt, Verbraucherpreise gemäß VPI-Abgrenzung (statt HVPI) ausgewiesen werden; zudem bezieht sich die hier ausgewiesene ILO-Erwerbslosenquote auf die Erwerbspersonen gemäß Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (statt auf die Erwerbspersonen gemäß Mikrozensus).

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

## Literatur

- Boysen-Hogrefe et al. (2022). Deutsche Wirtschaft im Herbst 2022: Konjunktur auf Entzug, Kieler Konjunkturberichte Nr. 95 (2022|Q3). Kasten zu Gas und Strommärkten. Via Internet (08.09.2022) < <https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/kieler-konjunkturberichte/2022/deutsche-wirtschaft-im-herbst-2022-konjunktur-auf-entzug-0/>>
- Gern, K.-J., S. Kooths, J. Reents, und U. Stolzenburg (2022). Weltwirtschaft im Sommer 2022: Inflationsschub bremst die Expansion. Kieler Konjunkturberichte Nr. 91 (2022|Q2). Institut für Weltwirtschaft, Kiel. Via Internet (05.09.2022) < <https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/kieler-konjunkturberichte/2022/weltwirtschaft-im-sommer-2022-inflationsschub-bremst-die-expansion-0/>>.
- Stolzenburg, U. (2016). Zur Revision des BIP in Irland. IfW Box 2016.10. Via Internet (05.09.2022) <<https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/ifw-box/2016/zur-revision-des-bip-in-irland-8810/>>