

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

**Article**

## Euroraum im Frühjahr 2023: Energiekrise klingt ab, Konjunkturaussichten hellen sich auf

Kieler Konjunkturberichte, No. 100

**Provided in Cooperation with:**

Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic  
Challenges

*Suggested Citation:* Boysen-Hogrefe, Jens; Groll, Dominik; Kooths, Stefan; Sonnenberg,  
Nils; Stolzenburg, Ulrich (2023) : Euroraum im Frühjahr 2023: Energiekrise klingt ab,  
Konjunkturaussichten hellen sich auf, Kieler Konjunkturberichte, No. 100, Kiel Institut für  
Weltwirtschaft (IfW Kiel), Kiel

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/271151>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen  
Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle  
Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich  
machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen  
(insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten,  
gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort  
genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your  
personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial  
purposes, to exhibit the documents publicly, to make them  
publicly available on the internet, or to distribute or otherwise  
use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open  
Content Licence (especially Creative Commons Licences), you  
may exercise further usage rights as specified in the indicated  
licence.*

# KIELER KONJUNKTUR- BERICHTE

**Euroraum**  
im Frühjahr 2023

Abgeschlossen am 14. März 2023

© Angel Hüsfield/ ifw Kiel

**Nr. 100 (2023|Q1)**

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

## INHALTSVERZEICHNIS

### Energiekrise klingt ab, Konjunkturaussichten hellen sich auf

Zurück in der Normalauslastung .....	6
Arbeitsmarkt: Unverändert geringe Arbeitslosigkeit .....	8
Monetäre Rahmenbedingungen: Geldpolitik zieht die Zügel an .....	9
Finanzpolitik weniger expansiv .....	14
Ausblick: Allmählich anziehende Expansion .....	15
Literatur .....	19

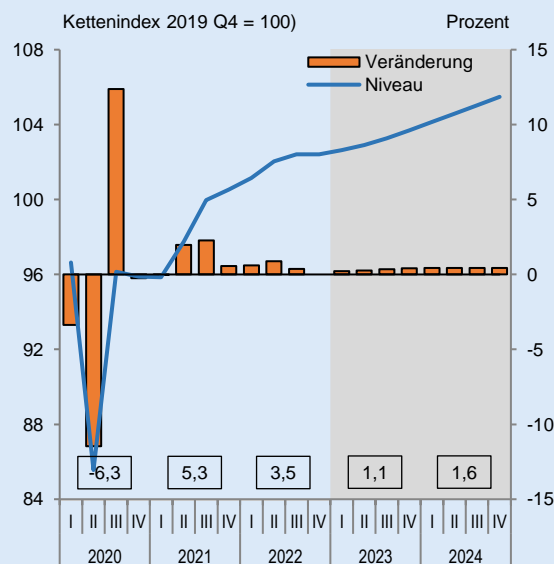
# ENERGIEKRISE KLINGT AB, KONJUNKTURAUSSICHTEN HELLEN SICH AUF

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

Bis zum Schlussquartal 2022 waren die Auftriebskräfte in der Währungsunion offenbar stark genug, um trotz der zwischenzeitlich extrem hohen Energiepreise und des damit verbundenen Kaufkraftentzugs das befürchtete Schrumpfen der Wirtschaftsleistung abzuwenden. Mit den inzwischen auf breiter Front gesunkenen Energiepreisnotierungen – in Verbindung mit nachlassendem Gegenwind aus dem weltwirtschaftlichen Umfeld – dürfte die Konjunktur im Euroraum im laufenden Jahr wieder allmählich Tritt fassen. Dies deuten auch Umfragen zur Zuversicht von Unternehmen und Verbrauchern an, die nun wieder etwas optimistischer in die Zukunft blicken als noch im Herbst. Im Prognosezeitraum dürfte die Konjunktur von einem stärkeren privaten Verbrauch gekennzeichnet sein, die gesamtwirtschaftliche Dynamik dürfte jedoch aufgrund der deutlichen Straffung der Geldpolitik verhalten bleiben. Insgesamt wird das Bruttoinlandsprodukt im laufenden Jahr wohl um 1,1 Prozent zulegen, gefolgt von einem Zuwachs um 1,6 Prozent im kommenden Jahr. Die bis zuletzt hohe Inflation dürfte nach und nach abebben. Die Verbraucherpreise steigen im Durchschnitt des laufenden Jahres um 5,5 Prozent, nachdem die Inflation im Vorjahr mit 8,5 Prozent so hoch war wie nie zuvor seit Bestehen der Währungsunion. Im Folgejahr wird die Teuerungsrate mit 2,6 Prozent wohl wieder vergleichsweise moderat ausfallen. Die Arbeitslosigkeit bleibt niedrig.

**Der Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion ist im Schlussquartal zum Stillstand gekommen.** Nachdem das Bruttoinlandsprodukt im Euroraum im dritten Quartal noch um 0,4 Prozent gestiegen war, hat es im vierten Quartal stagniert (Abbildung 1). Eine über mehrere Quartale rückläufige Wirtschaftsleistung, die vor einigen Monaten angesichts sehr hoher Energiepreise und düsterer Erwartungen bei Unternehmen und insbesondere Verbrauchern unabwendbar erschien (Boysen-Hogrefe et al. 2022), zeichnet sich nun nicht mehr ab. Die Preisnotierungen für Energie sind inzwischen auf moderatere Niveaus zurückgegangen, die Stimmungsindekoren haben sich etwas erholt, und somit haben sich die konjunkturellen Aussichten insgesamt aufgehellt.

**Abbildung 1:**  
Bruttoinlandsprodukt im Euroraum



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

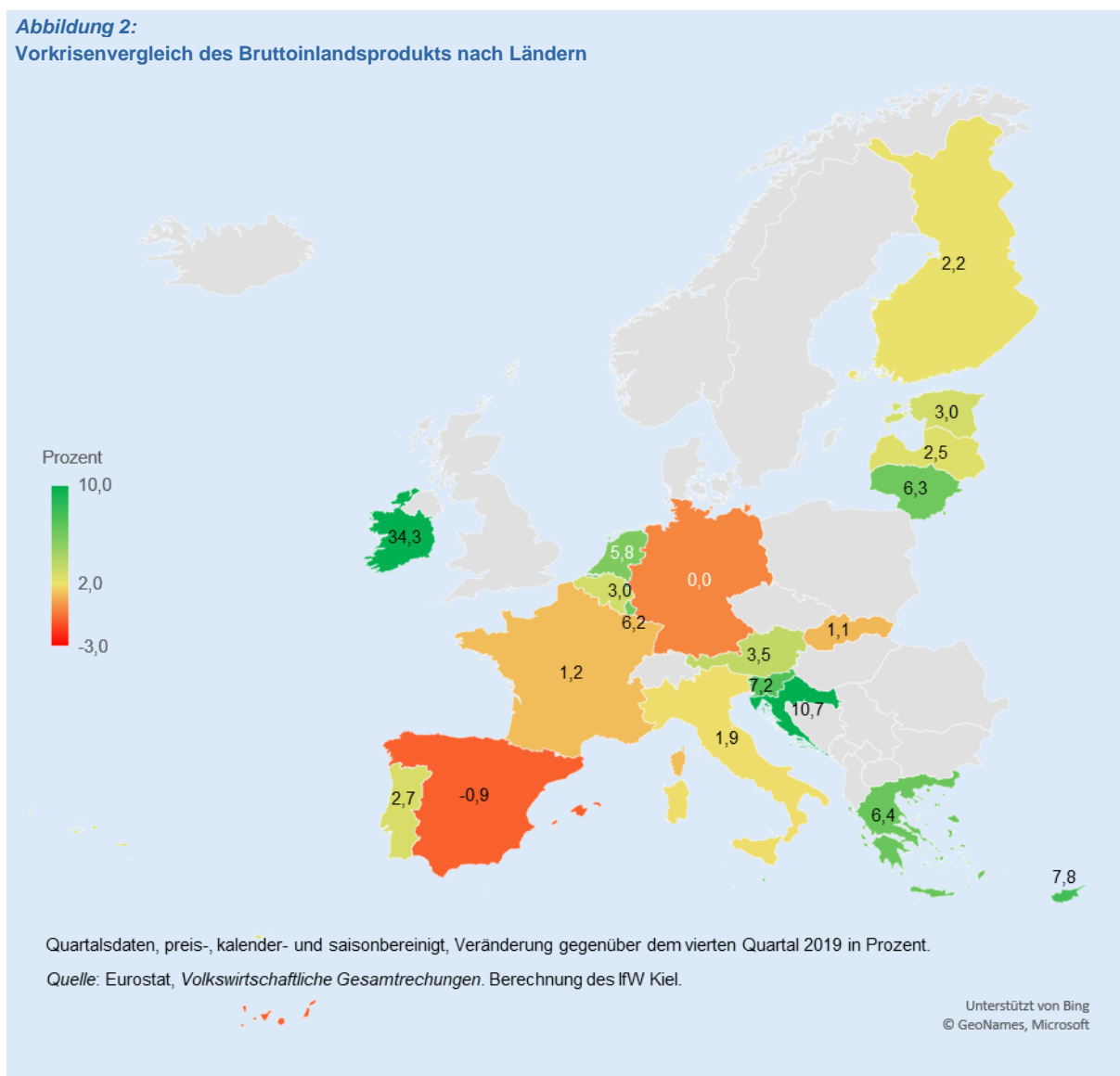
Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen. grau hinterlegt: Prognose des IfW Kiel.

**Die wirtschaftliche Aktivität im Euroraum hat das Niveau aus der Zeit vor der Pandemie inzwischen um 2,4 Prozent überschritten.** Ohne Irland<sup>1</sup> lag die Wirtschaftsleistung in der Währungsunion zuletzt 1,4 Prozent über dem Vorkrisenniveau. Deutschland hat dabei lediglich den Vorkrisenstand erreicht (Abbildung 2). Spanien hat zwar bis zuletzt aufgeholt, lag aber noch knapp ein Prozent dahinter zurück. Frankreich und die Slowakei waren mit Ihrem Bruttoinlandsprodukt jeweils gut ein Prozent über diesem Referenzniveau, Finnland und Italien rund 2 Prozent darüber. In Finnland und den baltischen

Staaten ist die Wirtschaftsleistung zuletzt allerdings geschrumpft, wohl auch aufgrund der wirtschaftlichen Verflechtungen mit Russland. Neben Irland war das Bruttoinlandsprodukt in Griechenland, den Benelux-Staaten, Slowenien und dem neuen Euro-Mitgliedsstaat Kroatien merklich höher als vor der Corona-Krise.

**Kroatien ist seit Jahresbeginn Teil des Euro-Währungsgebietes.** Das Land am Mittelmeer ist stark vom Tourismus geprägt, mehr noch als Griechenland oder Spanien. Mit seinen knapp 4 Millionen Einwohnern trägt es rund 0,4 Prozent

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



<sup>1</sup> Bereits seit einigen Jahren wurden wiederholt hohe Zuwachsraten und starke Fluktuationen in den volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für Irland ausgewiesen. Diese gehen maßgeblich auf

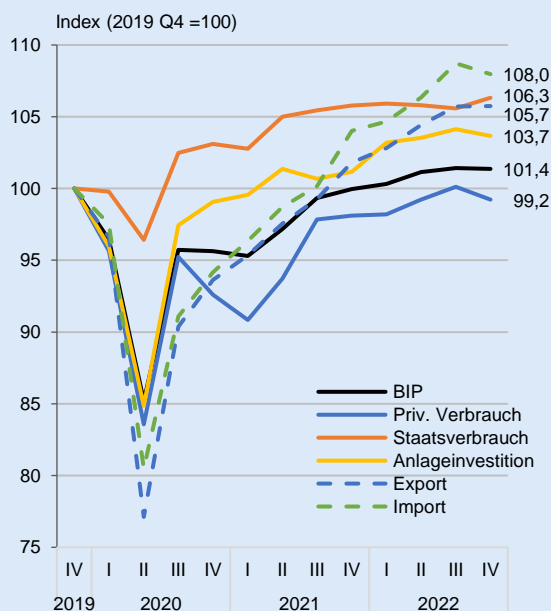
Steuergestaltungsaktivitäten multinationaler Unternehmen zurück und sind für das Konjunkturbild nicht indikativ (Stolzenburg 2016).

zum Bruttoinlandsprodukt des Euroraums bei, eine ähnliche Größenordnung wie Litauen und Slowenien. Das Bruttoinlandsprodukt pro Kopf lag zuletzt bei etwas mehr als 60 Prozent des Durchschnitts der Währungsunion, die Arbeitslosenquote war mit 8,7 Prozent leicht überdurchschnittlich, der Bruttoschuldenstand mit 73 Prozent in Relation zur Wirtschaftsleistung geringer als im Durchschnitt der Währungsunion, doch sie überschritt bereits zum Zeitpunkt des Beitritts die Verschuldungsgrenze aus dem Maastricht-Vertrag. Die Verbraucherpreise legten im Februar mit 11,7 Prozent mehr als drei Prozentpunkte stärker zu als im Euroraum insgesamt, und auch im Jahresdurchschnitt 2022 lag die Inflationsrate in Kroatien bereits gut zwei Prozentpunkte darüber.

**Der private Verbrauch hat sich im Euroraum erneut schwach entwickelt.** Die Corona-Pandemie führte zu einem drastischen Einbruch der wirtschaftlichen Aktivität, und der Aufholprozess zog sich über fast zwei Jahre hin. Die meisten gesamtwirtschaftlichen Aggregate haben ihr Vorkrisenniveau wieder überschritten und liegen inzwischen – hier für den Euroraum ohne Irland – zumeist einige Prozentpunkte darüber (Abbildung 3). Lediglich der private Verbrauch hatte sein Vorkrisenniveau nur knapp erreicht. Zudem ist er im vierten Quartal 2022 unter dem Einfluss der inflationsbedingten realen Kaufkraftverluste erneut zurückgegangen und lag wieder knapp ein Prozent unter dem Niveau des vierten Quartals 2019.

**Die hohe Verbraucherpreisinflation hat zuletzt etwas nachgegeben.** Im Gefolge hoher Rohstoff- und Energiepreisnotierungen war die Verbraucherpreisinflation seit Anfang 2021 kontinuierlich gestiegen und lag zwischenzeitlich im Oktober 2022 bei 10,6 Prozent (Abbildung 4). Zuletzt ist sie – auch aufgrund von Basiseffekten vonseiten der Energiepreise gegenüber dem Vergleichsmonat im Vorjahr – im Februar auf 8,5 Prozent gesunken. Die Kernrate der Inflation, die Preisänderungen von Energie und unverarbeiteten Lebensmitteln ausblendet, ist dagegen weiter geklettert und lag zuletzt bei 7,1 Prozent, dem höchsten Niveau seit Bestehen der Währungsunion.

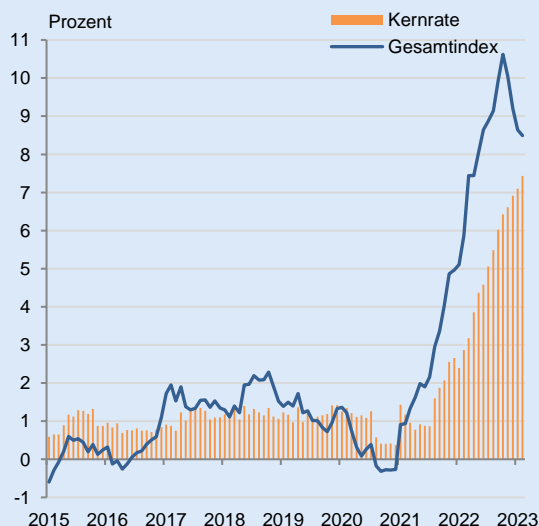
**Abbildung 3:**  
Entwicklung der verwendungsseitigen Aggregate



Quartalsdaten, preis-, kalender- und saisonbereinigt. Euroraum ohne Irland

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

**Abbildung 4:**  
Verbraucherpreise

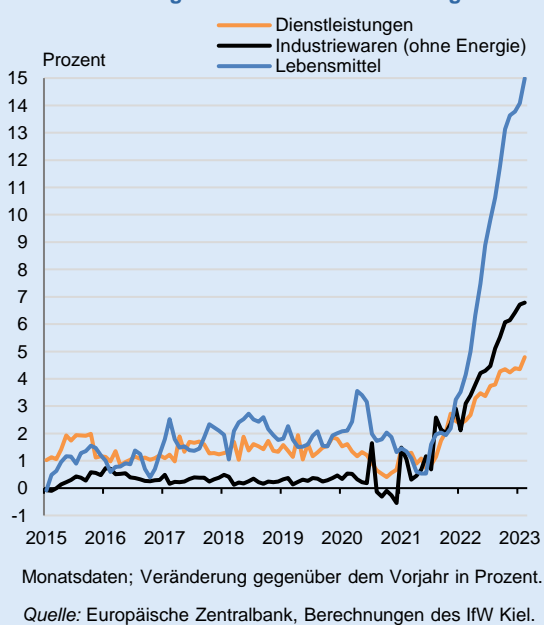


Monatsdaten; Veränderung gegenüber dem Vorjahr. Kernindex: Gesamtindex ohne Energie und unverarbeitete Lebensmittel.

Quelle: Eurostat, Preisstatistik.

**Produkte jenseits von Energie verteuern sich weiterhin kräftig.** Preise von Lebensmitteln stiegen im Februar um 15 Prozent gegenüber dem Vorjahresquartal, Dienstleistungen verteuerten sich um 6,8 Prozent und Industriegüter (ohne Energie) um knapp 5 Prozent (Abbildung 5). Der Inflationstrend dieser Produktkategorien hat sich zuletzt allenfalls leicht abgeflacht, bleibt aber ansonsten ungebrochen. Dies liegt wohl vor allem daran, dass vorherige energiepreisbedingte Kostensteigerungen oft erst mit einiger Verzögerung über die verschiedenen Produktionsstufen an die Endverbraucher weitergegeben werden. Mit dem Rückgang der Energiepreise dürfte sich jedoch in den kommenden Monaten auch bei diesen Produktgruppen der Preisdruck reduzieren.

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



### Zurück in der Normalauslastung

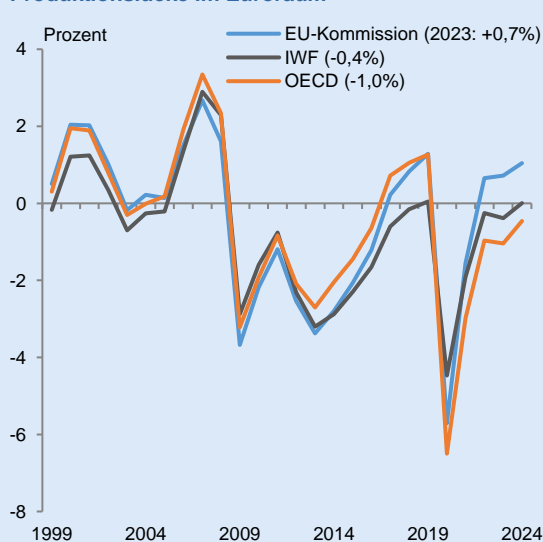
Im laufenden Jahr sind die anhand von **Potenzialschätzungen gemessenen Produktionskapazitäten in etwa normal ausgelastet.** Unter Verwendung der jüngsten Potenzialschätzungen der Europäischen Kommission ergibt sich mit der hier vorgelegten Konjunkturprognose für das laufende Jahr eine

<sup>2</sup> Die Europäische Kommission wird im Mai 2023 eine neue Potenzialschätzung vorlegen. Erfahrungsgemäß wird das Produktionspotenzial dann etwas höher

Produktionslücke von +0,7 Prozent (Abbildung 6). Demgegenüber ermittelte die Europäische Kommission noch im November 2022 für das Jahr 2023 eine leichten Unterauslastung von -0,5 Prozent. Angesichts der letztlich etwas höheren realisierten Zuwächse des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2022 (+3,5 Prozent statt +3,2 Prozent wie im Herbst von der Kommission erwartet) und der aktuell höheren Prognose des Bruttoinlandsprodukts für das Jahr 2023 (+1,1 Prozent statt +0,2 Prozent bei der Kommission) ergibt sich nun eine leicht positive Produktionslücke.<sup>2</sup> In Verbindung mit der jüngsten Potenzialschätzung des Internationalen Währungsfonds (IWF) liegt die entsprechend errechnete Produktionslücke dagegen mit -0,4 Prozent weiter im negativen Bereich, mit Daten der OECD sogar bei -1 Prozent. Unter Berücksichtigung der hier gezeigten Potenzialschätzungen dürften die gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten im Euroraum im laufenden Jahr wohl in etwa normal ausgelastet sein.

**Unternehmen berichten weiterhin von angebotsseitigen Knappheiten.** Bei Industrieunternehmen waren die Produktionskapazitäten –

**Abbildung 6:**  
Produktionslücke im Euroraum

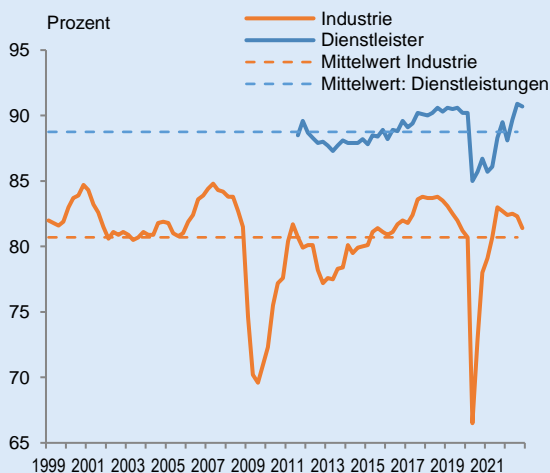


Quellen: Internationaler Währungsfonds, *WEO (Januar 2023)*; OECD, *Economic Outlook (Dezember 2022)*; Europäische Kommission, *Herbstprognose November 2022*.

eingeschätzt werden, sodass die Produktionslücke für das laufende Jahr dann wieder näher an die Normalauslastung heranrückt.

zum Zeitpunkt der jüngsten Befragung im Januar 2023 – in etwa normal ausgelastet, bei den privaten Dienstleistern leicht überdurchschnittlich (Abbildung 7). Der so gemessene Auslastungsgrad war zuletzt allerdings jeweils leicht rückläufig, was mit der Stagnation der gesamtwirtschaftlichen Produktion im Schlussquartal zusammenpasst. Dagegen ist der Anteil der Unternehmen, die einen Mangel an Nachfrage als wesentlichen produktionslimitierenden Faktor angeben, sowohl bei Industrieunternehmen als auch bei Dienstleistern zuletzt wieder gestiegen, wenngleich er noch unter dem historischen Durchschnitt blieb (Abbildung 8). Die weiteren Befragungen zeigen, dass insbesondere in der Industrie weiterhin ein massiver – wenn auch nachlassender – Mangel an Ausrüstung und Material besteht – dies gab mehr als ein Drittel der Industrieunternehmen als produktionslimitierendem Faktor an. 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 weiter auf extrem hohen Niveaus. Insgesamt zeigen die Unternehmensbefragungen, dass in der Währungsunion bis zuletzt erhebliche angebotsseitige Knappheiten bestanden haben.

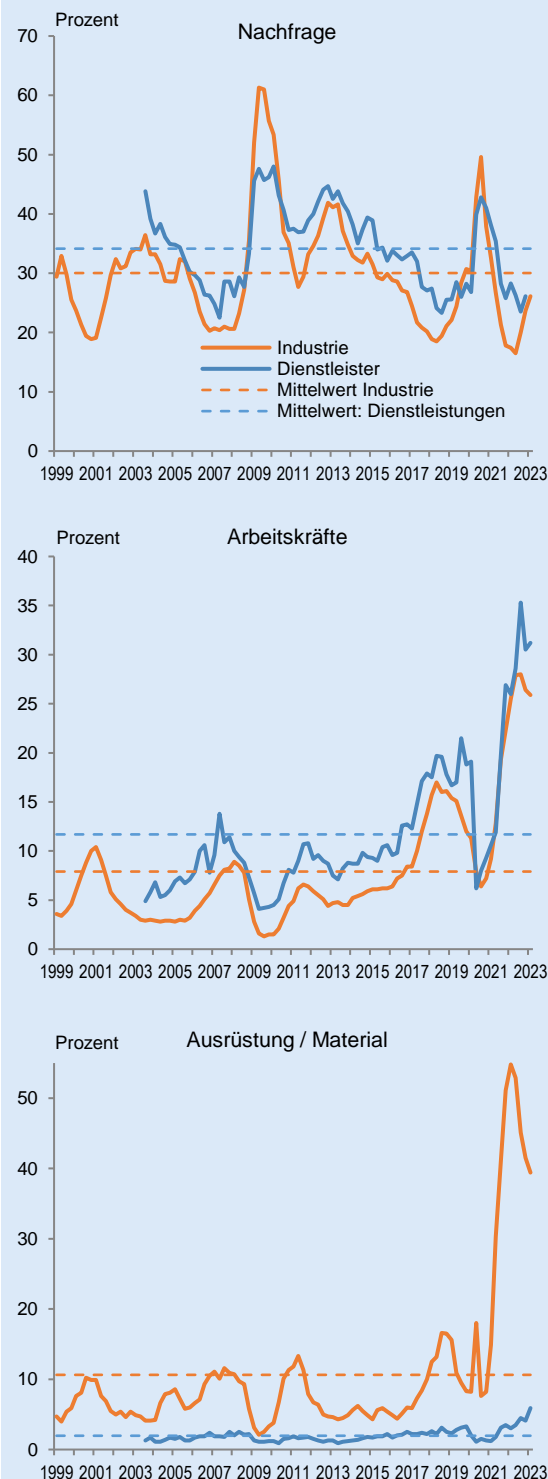
**Abbildung 7:**  
Kapazitätsauslastung



Quartalsdaten, saisonbereinigt. Mittelwerte seit 1999.

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

**Abbildung 8:**  
Produktionslimitierende Faktoren



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

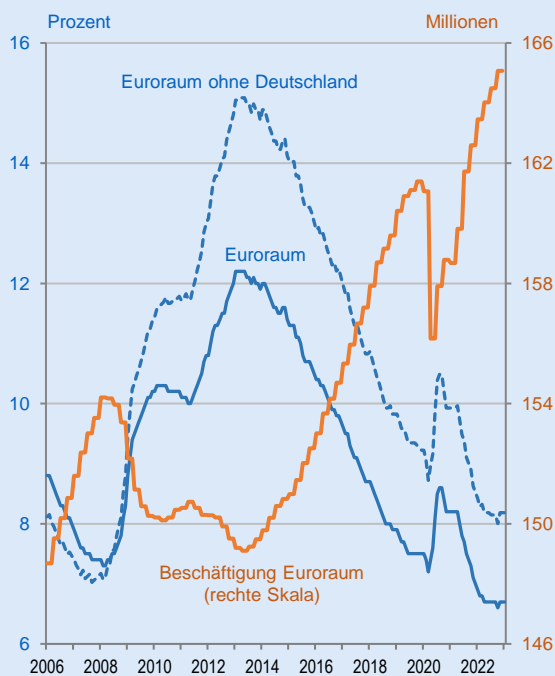
Quelle: Europäische Kommission, *Industry Survey* und *Services Survey*; Berechnungen des IfW Kiel.



## Arbeitsmarkt: Unverändert geringe Arbeitslosigkeit

Die Arbeitslosigkeit hat sich auf historisch niedrigem Niveau stabilisiert. Die Erwerbslosenquote im Euroraum ist nach einem zwischenzeitlich leichten Anstieg während der Corona-Krise wieder zurückgegangen und hat sich zuletzt nur wenig verändert. Sie lag im Januar des laufenden Jahres bei 6,7 Prozent, in der Nähe des jüngst erreichten historischen Tiefstandes (Abbildung 9). Die Beschäftigtenzahl in der Währungsunion ist bis zum vierten Quartal des Vorjahres stetig gestiegen.

**Abbildung 9:**  
Arbeitslosenquote und Beschäftigung



Monatsdaten, saisonbereinigt.

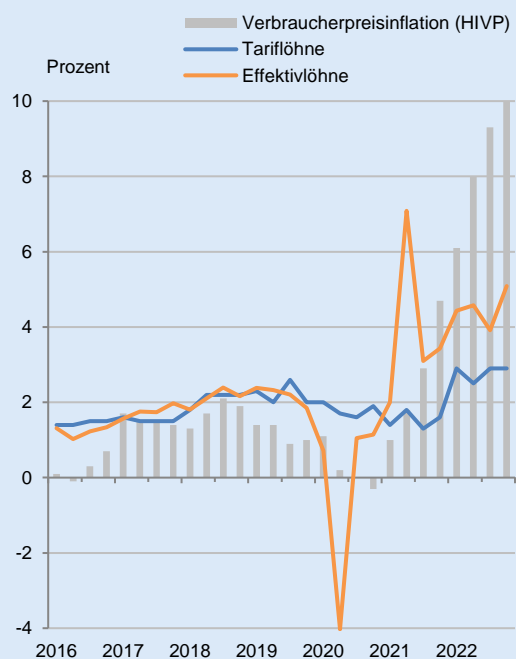
Quelle: Eurostat, *Arbeitsmarktstatistik*; eigene Berechnungen.

Die Lohnentwicklung im Euroraum hat sich inzwischen belebt. Im vierten Quartal 2022 lagen die Tarifverdienste um 2,9 Prozent über dem

<sup>3</sup>Die sprunghaften Ausschläge der effektiven Lohnzuwächse im Gefolge der Corona-Pandemie sind maßgeblich auf den verstärkten Einsatz von Kurzarbeit zurückzuführen – im zweiten Quartal 2020 sind die von Unternehmen gezahlten Löhne deutlich gesunken, ohne dass die Beschäftigtenzahl im selben Ausmaß zurückgegangen ist, weil viele Menschen auf

Vorjahresquartal, die effektiv gezahlten Arbeitnehmerentgelte je Beschäftigten<sup>3</sup> stiegen im selben Zeitraum um 5,1 Prozent (Abbildung 10). Somit hat sich die Lohnentwicklung gegenüber den Vorjahren erkennbar belebt, wenngleich die Zuwächse der Nominallohne vor dem Hintergrund der hohen Inflation bislang noch moderat ausfielen. Für eine weiterhin kräftige Lohnentwicklung spricht, dass der Arbeitsmarkt im Euroraum eine im historischen Vergleich sehr geringe Arbeitslosenquote und eine laut Unternehmensbefragungen spürbare Knappheit an Arbeitskräften aufweist. Darüber hinaus hat die hohe Verbraucherpreis-inflation im Vorjahr bereits eine deutliche reale Entwertung der Arbeitnehmerinkommen bewirkt, die in den Tarifverhandlungen auch zukünftig berücksichtigt werden wird.

**Abbildung 10:**  
Lohnentwicklung gegenüber dem Vorjahr



Quartalsdaten; Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal.

Quelle: Europäische Zentralbank; eigene Berechnungen.

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

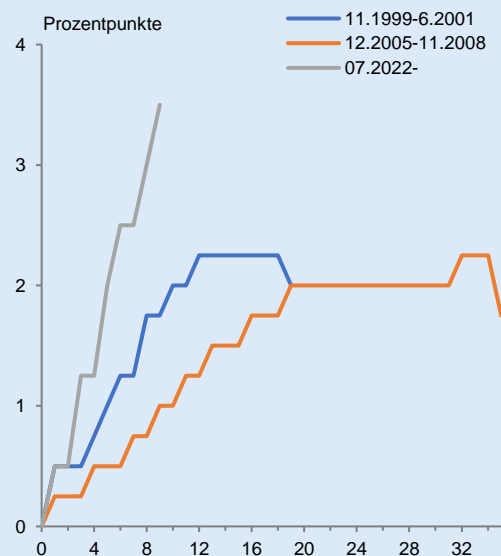
## Monetäre Rahmenbedingungen: Geldpolitik zieht die Zügel an

**Der steile Zinsanstieg und absehbare weitere Zinsschritte sorgen für restriktivere monetäre Rahmenbedingungen.** Die EZB hat im Angesicht der historischen Inflationswelle innerhalb von 8 Monaten in bisher 5 Zinsschritten den Hauptrefinanzierungssatz auf ein Niveau von 3 Prozent angehoben. Für die Sitzung des Zentralbankrates im März hat sie einen weiteren Schritt von 0,5 Prozentpunkten angekündigt. Im Vergleich zu bisherigen Zinsanhebungszyklen verläuft der Pfad sehr viel steiler, wobei der Inflationsdruck zurzeit auch ausgeprägter ist (Abbildung 11). Für die kommenden Sitzungen gehen wir von insgesamt zwei kleineren Zinsschritten von 0,25 Prozentpunkten aus. Demnach würde der Leitzins im Sommer dieses Jahres ein Niveau von 4 Prozent erreichen. Auf diesem Niveau wird der Leitzins zunächst verharren. Erst gegen Mitte nächsten Jahres dürften Zinssenkungen als Reaktion auf eine sinkende Inflations-tendenz erfolgen.

**Ab März wird der Bestand an Anleihen langsam zurückgeführt; der dämpfende Effekt auf die Terminprämien baut sich nur teilweise ab.** Die EZB wird im März mit der Verringerung des Anleihebestandes (quantitative Straffung) beginnen. Zunächst wird der Bestand zwischen März und Ende Juni um monatlich 15 Mrd. Euro zurückgeführt. Der jeweilige Betrag für die Mitgliedsländer wird sich am Kapitalschlüssel orientieren. Der Abbau folgt einem passiven Ansatz, indem Teile der fällig werdenden Anleihen nicht reinvestiert werden. Bisher betrifft dies nur rund die Hälfte der auslaufenden Anleihen des regulären Anleihekaufprogrammes (APP). Wir erwarten, dass die EZB den Rhythmus auf 30 Mrd. Euro ab Juli erhöhen wird. Es ist daher davon auszugehen, dass die EZB die quantitative Straffung zunächst auf das reguläre Ankaufprogramm begrenzt, denn die Reinvestitionen im Rahmen des pandemischen Anleihekaufprogrammes

<sup>4</sup> Als „zweite Verteidigungslinie“ gilt das im Juli 2022 eingeführte Transmissionsschutzprogramm (TPI), was wohl eine prophylaktische stabilisierende Wirkung auf die Staatsanleihemärkte einiger Mitgliedsländer erzielt und den Zinsanhebungszyklus erst in diesem Maße möglich gemacht hat, ohne Finanzmarkt-turbulenzen zu riskieren.

Abbildung 11:  
Zinsanstiege im historischen Vergleich



Zinsanhebungszyklen seit Beginn der Währungsunion. Gezeigt ist der Hauptrefinanzierungssatz (MRO). Der angekündigte Zinsschritt für März 2023 wurde schon berücksichtigt.

Quelle: EZB, Berechnungen des IfW Kiel.

können flexibel neu angelegt werden und gelten als „erste Verteidigungslinie“<sup>4</sup> für etwaige Verwerfungen an den Staatsanleihemärkten. Wenn die Verdoppelung des Tempos der quantitativen Straffung ohne große Turbulenzen an den Staatsanleihemärkten aufgenommen wird, dürfte Ende des Jahres die quantitative Straffung auf das pandemische Aufkaufprogramm ausgeweitet werden. Die Anleihekäufe haben die Terminprämie von 10-jährigen Anleihen der größten vier Volkswirtschaften des Euroraums um etwa 1,8 Prozentpunkte gedrückt (Schnabel 2021).<sup>5</sup> Mit den Käufen übernahm die Zentralbank das Zinsänderungsrisiko<sup>6</sup>. Mit einem schrittweisen Abbau des Bestandes kann somit der Effekt auf die Terminprämien nicht vollständig zurückgefahren werden. Entsprechend dem erwarteten Pfad und der erfolgten Anpassung dürfte sich der Effekt auf die Terminprämie aber zumindest schon etwas verringert haben. Wird der aktuelle Pfad

<sup>5</sup> Dieser Effekt bezieht sich auf eine synthetische Staatsanleihe bestehend aus einem Mix von deutschen, französischen, italienischen und spanischen Staatsanleihen (Schnabel 2021, Eser et al 2019).

<sup>6</sup> Das Zinsänderungsrisiko ist eine wesentliche Determinante der Terminprämie.

beibehalten, kommt es zu einer weiteren langsamen Rückführung des expansiven Effektes. Alles in allem sind also Zinsanhebungen das Hauptinstrument der EZB, um der historischen Inflationswelle Herr zu werden, die quantitative Straffung unterstützt dies eher passiv und in einem langsameren Prozess. Da die EZB keine Erfahrungen mit quantitativer Straffung und den Folgen für Staatsanleihemärkte hat, erwarten wir, dass sie sich Schritt für Schritt vorantasten wird.

**Die Bilanzsumme und die Überschussliquidität wurden durch Rückzahlungen der TLTRO-III Geschäfte geringfügig gesenkt.** Um die gezielten langfristigen Refinanzierungsgeschäfte (TLTROs) mit ihrem geldpolitischen Straffungskurs in Einklang zu bringen, passte der EZB-Rat im Oktober 2022 die Bedingungen der TLTRO-III an. Das Anreizsystem, das auf den Zinserträgen aus den Refinanzierungsgeschäften basierte, wurde eingeschränkt. Dies führte zu freiwilligen Rückzahlungen durch die Banken. Vergleicht man den ausstehenden Betrag im März 2023 mit dem ursprünglichen Fälligkeitsprofil der TLTRO-III-Tender, zeigen sich freiwillige Rückzahlungen in der Größenordnung von 800 Mrd. Euro. Für das Eurosystem insgesamt sind die ausstehenden Beträge seit Oktober letzten Jahres um rund 40 Prozent gefallen. Es fällt auf, dass sich die relativen Rückzahlungen zwischen den Mitgliedsländern im Euroraum unterscheiden. Während in Estland und Irland fast vollständige Rückzahlungen erfolgten, sind die ausstehenden TLTROs in Italien nur um rund 20 Prozent gefallen. Mit den ausstehenden Beträgen der TLTROs sind auch die Überschussreserven und somit die Bilanzsumme entsprechend zurückgegangen. Künftig ergibt sich aus diesen Programmen für die Banken kein Anreiz mehr zur Kreditvergabe. Dies steht im Einklang mit dem geldpolitischen Kurs der EZB.

**Dem Eurosystem stehen in den nächsten Jahren hohe Verluste bevor.** Mit der Rückführung des Anleihebestandes sinken auch die Überschussreserven. Da der Bestand jedoch über viele Jahre akkumuliert wurde, wird auch der Abbau viele Jahre dauern.<sup>7</sup> Der institutionelle

Wandel von einem System knapper Reserven zu einem System hoher Überschussreserven bleibt somit bestehen. In diesem sogenannten „Floor“-System bildet der Zins der Einlagenfazilität den entscheidenden Leitzins, an dem sich die Geldmarktzinsen und alle weiteren Zinsen orientieren. Die EZB setzt diese Zinsuntergrenze („Floor“), indem sie die Reserven verzinst. Dies kann bei sehr hohen Reservebeständen zu erheblichen Zinsaufwendungen führen. Der Anleihebestand, abgesehen von inflations-indexierten Anleihen, wurde aber während einer Phase von sehr niedrigen und teils negativen Kapitalmarktzinsen angehäuft.<sup>8</sup> Die entsprechenden Zinseinkommen sind also im Vergleich zu den Zinsaufwendungen, welche den steilen Anstieg der Leitzinsen nachvollziehen, nicht ausreichend, um Verluste zu vermeiden. Die Deutsche Bundesbank hat im Jahr 2022 einen Verlust nur abwenden können, indem Rückstellungen aufgelöst wurden (Deutsche Bundesbank 2023). Als erste Zentralbank hatte die Niederländische Zentralbank im September 2022 einen Brief an das Finanzministerium geschrieben, indem sie vor hohen Verlusten für die nächsten Jahre warnt. Daraufhin hatte auch die belgische Zentralbank in einer Pressemitteilung vor Verlusten gewarnt. Die Deutsche Bundesbank gibt an, dass in den kommenden Jahren die Verluste die Rückstellungen und das Eigenkapital übersteigen könnten. Für diesen Fall plant die Bundesbank einen Aktivposten zu deklarieren, der den Umfang des negativen Eigenkapitals abbildet (Verlustvortrag). Die niederländische Zentralbank wird ähnlich verfahren, gab jedoch in ihrem Brief an das Finanzministerium auch an, dass im schlechtesten Fall und einer nachhaltigen Schwächung der Ertragsbasis eine Rekapitalisierung anstehen könnte. Während bei einer Buchung von einem Verlustvortrag lediglich indirekte fiskalische Kosten entstehen, da dieser Posten zunächst durch zukünftige Gewinne abgebaut werden muss und keine Gewinnausschüttungen in den nationalen Haushalt möglich sind, würden bei einer Rekapitalisierung direkte fiskalische Kosten anfallen.

<sup>7</sup> Der aktuelle Bestand des regulären Kaufprogrammes (PSPP) beläuft sich derzeit auf rund 3250 Mrd. Euro. Mit einem monatlichen Rhythmus von 30 Mrd.

Euro würde sich der Bestand an Anleihen in 9 Jahren zurückbilden.

<sup>8</sup> Negative Anleiherenditen traten vor allem für Deutschland und die Niederlande auf.

**Die Zinsaufwendungen für das Eurosystem könnten sich im Jahr 2023 und 2024 auf 110 bzw. 90 Mrd. Euro belaufen.**

Die Überschussreserven dürften zwar durch die ausstehenden Rückzahlungen der TLTROs und den schrittweisen Abbau des Anleihebestandes sinken, aber der Prozess wird nur langsam voranschreiten. Unter Berücksichtigung beider Effekte und bei einem Leitzinsniveau von 3,5 Prozent lassen sich Zinsaufwendungen von rund 110 Mrd. Euro im Jahr 2023 für das Eurosystem insgesamt ableiten (Sonnenberg 2023). Auf Deutschland und Frankreich dürften mit rund 34 und 26 Mrd. Euro die größten Beträge entfallen. In den Niederlanden, Spanien und Italien dürften die Zinsaufwendungen in der Höhe von rund 10, 7 bzw. 3 Mrd. Euro liegen. Neben den Reserven kommt es im Umfeld positiver Zinsen auch zu einer erneuten Verzinsung der TARGET2-Salden. Hier dürften für Italien und Spanien Zinsaufwendungen in der Größenordnung von 16 bzw. 23 Mrd. Euro anstehen. Deutschland und die Niederlande dürften Zinseinnahmen von 42 und 5 Mrd. Euro realisieren. Unter Berücksichtigung der Zinseinkommen aus dem Anleihebestand dürften im Jahr 2023 die höchsten Verluste in einer Größenordnung von 30 Mrd. Euro in Frankreich und rund 20 Mrd. Euro in Italien und Spanien anfallen.<sup>9</sup>

**Die Finanzierungsbedingungen werden zunehmend restriktiver.**

Die Renditen für 10-jährige Staatsanleihen sind über das vergangene Jahr im Angesicht der geldpolitischen Straffung stark angestiegen. Ein wesentlicher Treiber der Staatsanleiherenditen ist der Anstieg des erwarteten Leitzinsniveaus in den nächsten 10 Jahren.<sup>10</sup> Bei spanischen, französischen, deutschen und niederländischen Staatsanleihen bewegt sich die Rendite nahezu parallel zum erwarteten Leitzinsniveau. Für italienische Staatsanleihen zeigt sich seit Ende 2021 ein Aufschlag gegenüber der erwarteten Leitzinskomponente. Dies deutet auf einen Anstieg der Risikoprämie hin. Der Spread ist bis Mitte letzten Jahres auf ein Niveau von 1,5 Prozentpunkten gestiegen. Die Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen liegen im März bei 2,7 Prozent für Deutschland, 3,2 Prozent für Frankreich, 4,5 Prozent für Italien, 3,7 Prozent für Spanien und 3 Prozent für die Niederlande. Ähnlich wie die nominalen Renditen sind auch die

erwarteten Realzinsen angestiegen. Aus inflations-indexierten Anleihen ergaben sich für Frankreich, Deutschland und Italien Anfang 2022 noch negative Realzinsen auf einem Niveau zwischen -2 und -1 Prozent. Heute liegen sie im positiven Bereich. Die Kreditzinsen des privaten Sektors sind ebenfalls stark angestiegen. Für Haushalte lagen die Kreditzinsen Anfang 2022 noch bei 1,3 Prozent, während sie Anfang 2023 bei 3,6 Prozent lagen (Abbildung 12). Etwas weniger sind die Zinsen für Unternehmen angestiegen, von 1,4 Prozent Anfang 2022 auf 3,6 Prozent Anfang 2023.

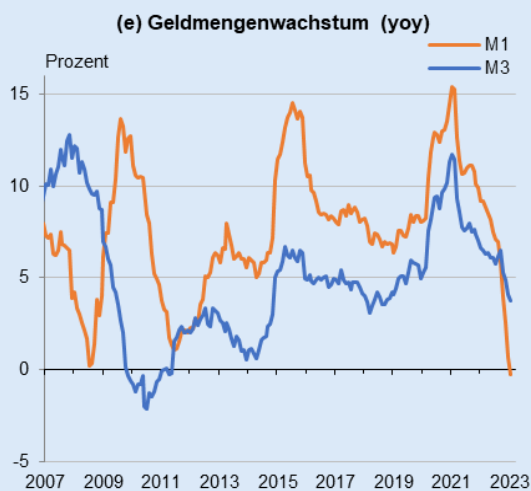
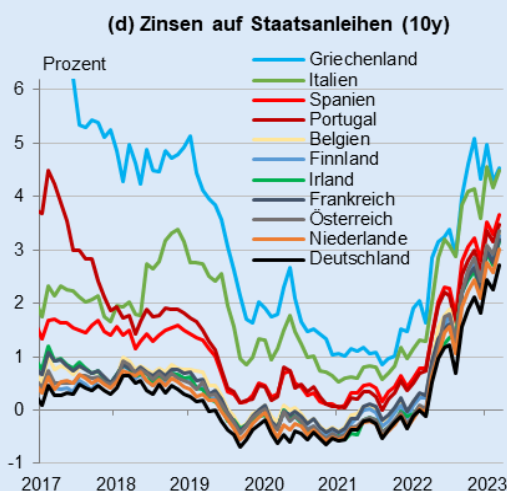
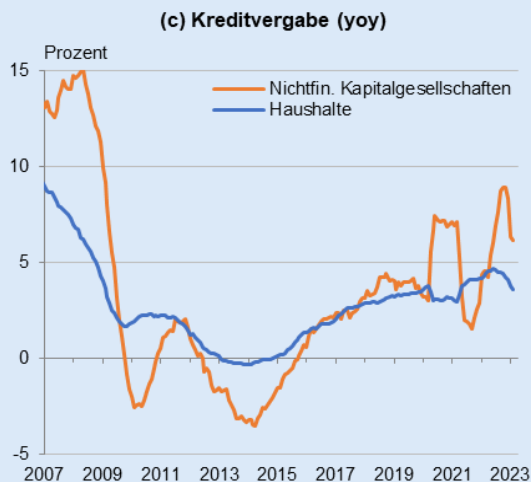
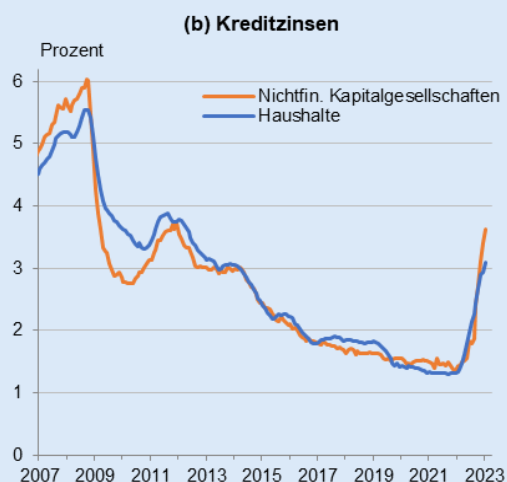
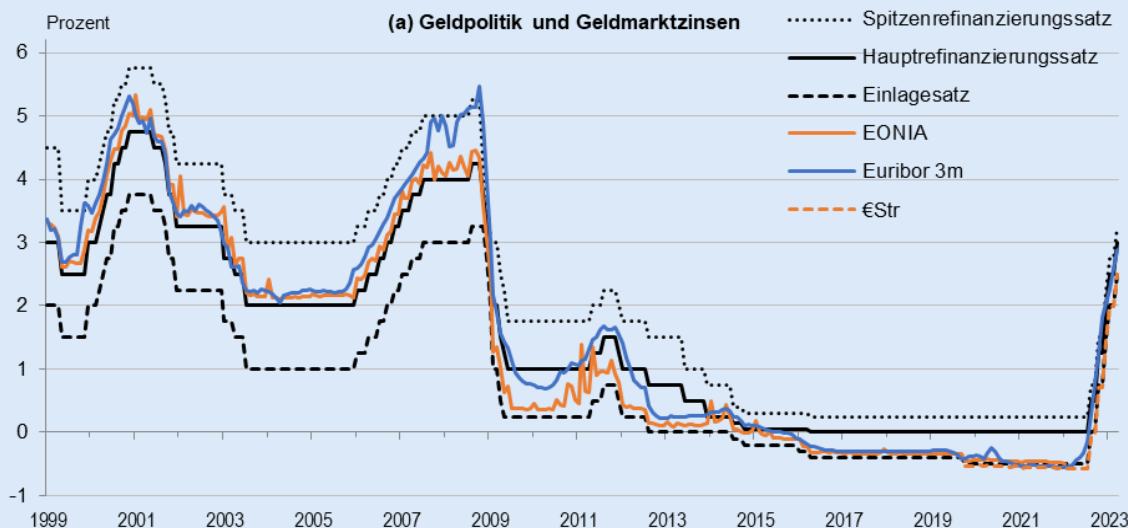
**In der Kreditvergabe hinterlassen die Zinsanstiege bereits Bremsspur.**

Zwar sind die Vorjahresraten für die Kreditvergabe an den Privatsektor noch positiv, jedoch verringern sie sich zunehmend. Die Unternehmenskredite expandierten in der zweiten Jahreshälfte 2022 relativ stark und nahmen mit einer durchschnittlichen Vorjahresrate von rund 8 Prozent zu. Im Januar sank die Vorjahresrate auf 6 Prozent. Ein geglätteter Verlauf der Bestandszahlen (3-monatiger rollierender Durchschnitt) deutet sogar schon auf negative Veränderungsrate hin, d.h. am aktuellen Rand sinkt der Bestand schon. Dies deutet auf ein schwaches Neugeschäft hin, da auslaufende Kredite nicht in ausreichendem Maße ersetzt werden. Ähnlich verhielten sich die Haushaltskredite: während sie im zweiten Halbjahr 2022 noch mit rund 4,3 Prozent expandierten, sank die Vorjahresrate im Januar auf 3,6 Prozent. Die Haushaltskredite werden hauptsächlich durch die Wohnungsbaukredite geprägt. Das Neugeschäft in diesem Sektor ist in einigen Ländern (Deutschland, Niederlande) regelrecht eingebrochen. Da in diesem Sektor oft sehr große und langlaufende Kredite vorherrschen, reagiert dieser Sektor auf das veränderte Zinsniveau sehr sensitiv. Die Bremsspur der Geldpolitik dürfte aber auch in anderen Sektoren bereits wirken bzw. sich in den nächsten Monaten noch verstärken. Die Geldmengenaggregate zeigen ebenfalls starke Anpassungen an das neue Zinsniveau. Das kleinste Geldmengenaggregat (M1: Bargeld und Einlagen) reagiert am stärksten auf die Zinswende. Hier wirken zwei Kräfte. Zum einen sinkt die Kreditvergabe und somit die Geldschöpfung und zum anderen schichtet der

<sup>9</sup> Diese Schätzungen leiten sich unter verschiedenen Annahmen ab.

<sup>10</sup> Die Erwartungen an das Leitzinsniveau können durch Overnight-Index Swaps abgeleitet werden.

**Abbildung 12:**  
Monetäre Rahmenbedingungen



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

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

private Sektor zunehmend in illiquidere Geldformen um. Spiegelbildlich sind die Vorjahresraten bei dem größeren Geldmengenaggregat M3, welches ebenfalls Festgelder, Tagesgelder, kurzfristige Geldmarkttitel und Anleihen beinhaltet, weniger stark. Eine Abwärtstendenz lässt sich aber auch hier beobachten, was letztendlich auf eine geringere Giralgeldschöpfung hinweist. Insgesamt lässt sich festhalten, dass das Kreditgeschäft der Geschäftsbanken ein Hebel für die Geldpolitik ist, um die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu steuern und der historischen Inflationswelle Herr zu werden.

**Der Finanzzyklus dreht sich und gefährdet die Finanzstabilität.** Die Aufwärtstendenz der Immobilienpreise im Euroraum hat sich laut Daten von Eurostat auch im dritten Quartal 2022 gezeigt, jedoch sind die Quartalsraten und Vorjahresraten mittlerweile rückläufig. Es ist anzunehmen, dass die Preise im vierten Quartal 2022 und zu Jahresbeginn 2023 zunehmend auf den Zinsanstieg reagiert haben und langsam nachgeben. In einigen Mitgliedsländern kann dies schon beobachtet werden (Verweis auf aktuellen KKB DE). Zuvor waren die Immobilienpreise seit dem Jahr 2015 in einem Umfeld besonders günstiger Finanzierungsbedingungen kontinuierlich gestiegen. Insgesamt belief sich der Anstieg zwischen 2015 und 2022 auf rund 50 Prozent. Laut Daten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich ist der Verschuldungsgrad der privaten Haushalte im Euroraum im dritten Quartal 2022 mit rund 60 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt zwar im Vergleich zu anderen Ländern relativ gering. Die Verschuldungssituation ist im Euroraum aber sehr heterogen. In den Niederlanden liegt der Verschuldungsgrad bei rund 100 Prozent, in Italien und Spanien bei rund 50 Prozent, in Frankreich bei 67 Prozent und in Deutschland bei 56 Prozent. In der Finanzkrise 2008 lag die Verschuldung der amerikanischen und spanischen Haushalte z.B. bei rund 100 bzw. 85 Prozent. Risiken für die Finanzstabilität offenbaren sich typischerweise, wenn der Finanzzyklus umschwenkt.<sup>11</sup> Sofern sich dadurch schwere Verwerfungen an den Finanz- und Immobilienmärkten ergeben, ist dies

typischerweise mit langanhaltenden wirtschaftlichen Schwächephasen verbunden.<sup>12</sup> Zurzeit generiert das Bankensystem im Euroraum hohe Zinseinnahmen durch die nun stark gestiegene Verzinsung der Zentralbankreserven. In diesem Sinne stellen die aktuell hohen Zinseinnahmen durch die Reservehaltung auch ein Merkmal des Überschussreservesystem dar, welches den Aufbau von Rückstellungen seitens der Banken begünstigen kann und die Finanzstabilität nach einer langen Phase monetärer Expansion erhöhen dürfte (Sonnenberg 2023). Durch den steilen Zinsanstieg in Folge der geldpolitischen Straffung könnten jedoch die Bankbilanzen vor allem durch Bewertungskorrekturen und Kreditausfälle belastet werden.<sup>13</sup> Auf Seiten der Finanzierung dürften die europäischen Banken mit einem starken Einlagegeschäft und relativ breit diversifizierten Quellen weniger stark mit dem steilen Zinsanstieg zu kämpfen haben. Beim Kollaps der SVB Bank in den Vereinigten Staaten zeigte sich, dass eine hohe Konzentration des Einlagegeschäftes und eine weniger starke Bindung von Kundeneinlagen zunächst die Gewinn- und Verlustrechnung belastete. Im Zusammenspiel mit Bewertungsverlusten auf der Aktivseite wurde jedoch zunehmend die Solvenz in Frage gestellt, was letztendlich zum Kollaps der Bank führte. Im Finanzstabilitätsbericht der EZB aus dem November 2022 werden für den Euroraum mögliche Schwachstellen im Finanzsystem vor allem außerhalb des Bankensystem identifiziert ([EZB 2022](#)). Es bleibt abzuwarten, inwieweit die geldpolitische Wende zunehmend in einen Konflikt zwischen Inflationsbekämpfung und Finanzstabilität gerät. Der Verschuldungsgrad des gesamten Privatsektors liegt mit 170 Prozent relativ zum Bruttoinlandsprodukt im Euroraum auch erheblich höher als der Verschuldungsgrad der Haushalte. Ein Zinsanstieg um einen Prozentpunkt hat, abhängig von der Zinsbindung der Kreditverträge, bei diesem Verschuldungsgrad auf Dauer einen Effekt auf den Zinsdienst von 1,7 Prozentpunkten des Bruttoinlandsproduktes (227 Mrd. Euro).

<sup>11</sup> Borio (2014), Drehmann et al. (2012).

<sup>12</sup> Boysen-Hogrefe et al. (2016), Jorda et al. (2013).

<sup>13</sup> Nachdem die Silicon Valley Bank (SVB) einen Teil ihres Anleiheportfolios verkaufte, berichtete sie am 8.

März einen Verlust von 1,8 Mrd. USD und kündigte eine Kapitalerhöhung an ([SVB 2023](#)). Am 10. März wurde die Bank endgültig geschlossen und die Einlagenversicherung eingeschaltet ([FDIC 2023](#)).

## Finanzpolitik weniger expansiv

Die Defizite dürften angesichts gesunkener Weltmarktpreise für Energierohstoffe wegen geringerer Transfers und Subventionen auf breiter Front sinken. Für viele Länder ist allerdings weiterhin mit Werten jenseits des Maastricht-Kriteriums von 3 Prozent in Relation vom Bruttoinlandsprodukt zu rechnen. Eine sehr deutliche Reduktion des Defizits ist für Italien zu erwarten. Das italienische Budgetdefizit der Jahre 2020 bis 2022 wurde jüngst nach einer Intervention von Eurostat deutlich höher ausgewiesen. Maßgeblich war hier die Frage, wie das Sonderabschreibungsprogramm im Baubereich zu buchen ist. Das Programm, dass die Bautätigkeit in Italien spürbar angeregt hat, wird nun deutlich zurückgefahren. Dies und angesichts gesunkener Weltmarktpreise für Energierohstoffe geringere Ausgaben zur Abfederung der Energiekrise dürften dazu führen, dass das Budgetdefizit trotz der stockenden Konjunktur im laufenden Jahr merklich geringer ausfallen wird als im Vorjahr (Tabelle 1).

**Tabelle 1:**

**Budgetsaldo des Staates im Euroraum 2020–2023**

	2021	2022	2023	2024
Deutschland	-3,7	-2,6	-2,1	-1,4
Frankreich	-6,5	-4,9	-4,4	-4,5
Italien	-9,0	-8,0	-5,5	-4,7
Spanien	-6,9	-4,3	-3,9	-3,7
Niederlande	-2,6	-0,1	0,2	0,3
Euroraum	-5,4	-4,1	-3,3	-2,9
Euroraum ohne Deutschland	-6,1	-4,6	-3,8	-3,5

Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

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

Insgesamt ist mit einer Reduktion des Expansionsgrades der Finanzpolitik zu rechnen, was allerdings im Jahr 2023 nicht im gleichen Maße die Konjunktur dämpfen wird. In dem Maße, wie die öffentlichen Budgets dadurch entlastet werden, dass sich günstigere Energiepreise einstellen, führt die Reduktion der fiskalischen Expansion überwiegend nicht zu

geringeren Impulsen für das Inland, sondern wird durch eine Besserung der Terms-of-Trade ausgeglichen.

Ein moderat höherer Bruttoschuldenstand als vor den Krisen wird von höheren Zinsen begleitet. Mit den jüngsten Krisen (Corona, Energie) ist der Bruttoschuldenstand relativ zum Bruttoinlandsprodukt im Euroraum insgesamt nur vergleichsweise wenig gestiegen. In Griechenland ist der Wert sogar deutlich gesunken, was allerdings auch damit zusammenhängt, dass die Regierung ihre immer noch hohen Liquiditätsbestände reduziert hat. Maßgeblich für die vergleichsweise günstige Entwicklung der Schuldenquote nach der Corona-Krise ist in Griechenland und den anderen Ländern allerdings die starke Dynamik des nominalen Bruttoinlandsprodukts. Dies sollte nicht darüber hinwegtäuschen, dass sich die Schuldensituation deutlich verschlechtert hat. Schließlich ist das Zinsniveau rasant gestiegen und dürfte wahrscheinlich auch nach einer Entschleunigung des nominalen Bruttoinlandsprodukts im Zuge einer Disinflation höher bleiben als in den Jahren vor den Krisen. Zudem liegen insbesondere in Spanien, Italien und Frankreich die Werte des Bruttoschuldenstands relativ zum Bruttoinlandsprodukt merklich höher als im Jahr 2019.

Eine vorsichtige Finanzpolitik scheint daher auch für das Jahr 2024 angemessen. Der aktuellen Inflation auch von Seiten der Finanzpolitik entschlossen zu begegnen, dürfte es der Geldpolitik ermöglichen, die Realzinsen perspektivisch niedriger zu halten. Diese Politik ist wichtig, um letztlich insbesondere die hoch verschuldeten Mitgliedsländer vor zukünftigen Überlastungen abzusichern.

Die Ausrichtung der Finanzpolitik ist allerdings mit erheblicher Unsicherheit behaftet. Im Nachgang der Krisen, mit Blick auf die Herausforderungen der Dekarbonisierung und angesichts der aktuellen sicherheitspolitischen Lage wird vielerorts eine stärkere Kreditfinanzierung staatlicher Ausgaben gefordert. Inwieweit einzelne Mitgliedsländer dem nachgehen werden, dürfte auch von der Ausrichtung der europäischen Rahmenbedingungen für die Geld- und Finanzpolitik abhängen. Von Bedeutung ist hier die von der Europäischen Kommission angestoßene Diskussion über die Reform der finanzpolitischen

Überwachung. Dies gilt insbesondere im Zusammenhang mit dem von der EZB initiierten TPI-Programm, da die Europäische Zentralbank dieses Programm, das insbesondere höher verschuldete Mitgliedstaaten vor einer unvorteilhaften plötzlichen Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen bewahren soll, nur anwenden kann, wenn der jeweilige Mitgliedstaat die Europäischen Fiskalregeln einhält.

**Mehr Diskretion und weniger Regelbasierung bringen mehr Flexibilität, aber erhöhen zugleich die Gefahr unkooperativen Verhaltens.**

Die Pläne der Europäischen Kommission sollen im Kern die Flexibilität der Überwachung erhöhen und setzen somit an der Kritik von Kennzahlensystemen, die typischerweise nicht die Gesamtsituation erfassen können, an. Höhere Flexibilität bedeutet jedoch mehr Verhandlungen und somit auch mehr Verhandlungsmacht der Mitgliedsländer. Angesichts angespannter öffentlicher Haushalte könnte dies dazu führen, dass einzelne Länder diese Situation versuchen auszureizen, um kurzfristig zu Lasten der langfristigen Perspektive und der geldpolitischen Situation im gesamten Euroraum mehr Ausgaben zu ermöglichen.

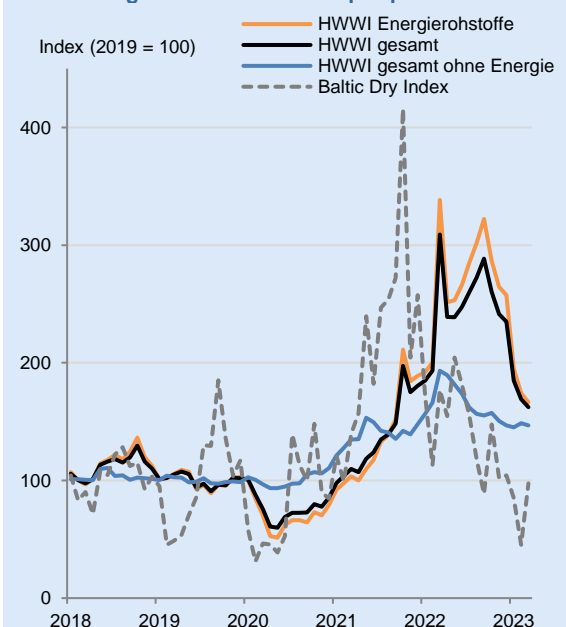
**Ausblick: Allmählich anziehende Expansion**

**Die konjunkturellen Aussichten in der Währungsunion haben sich etwas aufgehellt, die Expansionsdynamik bleibt aber verhalten.**

Positiv wirkt, dass sich die Energiepreise nach der Achterbahnfahrt und den zeitweilig erreichten Höchstwerten aus dem Vorjahr wieder deutlich ermäßigt haben, allerdings liegen sie immer noch erheblich über den Vorkrisenniveaus (Abbildung 13). Die Energiepreise dürften über den gesamten Prognosezeitraum nun merklich niedriger liegen als noch vor einigen Monaten erwartet (Boysen-Hogrefe et al. 2022), und dies hat Auswirkungen auf die Importrechnung, Verbraucherpreise, real verfügbare Einkommen, sowie die Produktionsbedingungen und -kosten der Unternehmen. Auch Nicht-Energie-Rohstoffe haben sich seit dem letzten Frühjahr spürbar verbilligt, und die Transportkosten im internationalen Seeverkehr – in der Abbildung gezeigt anhand

des „Baltic Dry Index“ für Schüttguttransporte – sind inzwischen sogar auf das Vorkrisenniveau zurück gegangen. Bremsend wirkt allerdings in zunehmendem Maße die Geldpolitik, so dass für den Prognosezeitraum nur mit einer allmählichen Belebung der Konjunktur zu rechnen ist. Dabei dürfte insbesondere der private Verbrauch wieder maßgeblich zur Expansion des Bruttoinlandsprodukts beitragen, statt anhaltend die Konjunktur zu dämpfen.

**Abbildung 13:**  
**Entwicklung Rohstoff- und Transportpreise**



Monatsdaten. HWWI: Rohstoffindex des Hamburgischen WeltWirtschaftsinstituts.

Quelle: Refinitiv; Berechnungen des IfW Kiel.

**Viele Frühindikatoren zeigen am aktuellen Rand wieder nach oben.**

Der S&P GLOBAL Einkaufsmanagerindex (PMI, früher Markt), der im Jahresverlauf 2022 bis zum Oktober auf 47,3 Punkte gefallen war, hat sich seither erholt und lag im Februar mit 52 Punkten wieder klar über der Expansionsschwelle. Auch der Economic Sentiment Indicator (ESI) der Europäischen Kommission war von den sehr hohen Werten seit Jahresbeginn 2022 stark, auf knapp 94 Punkten im Oktober, zurückgegangen und hat sich in den vergangenen Monaten wieder erholt. Im Februar 2023 lag er mit fast 100 Punkten wieder auf seinem langjährigen Mittelwert. Sowohl bei Industrieunternehmen als auch bei Dienstleistern

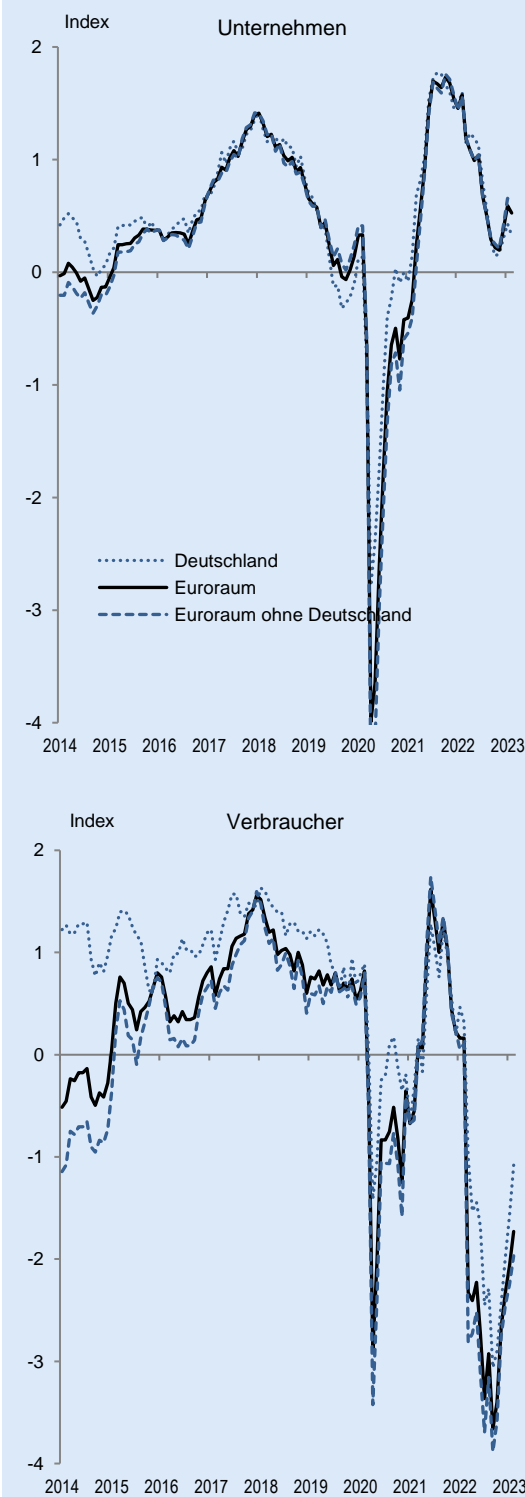


verbesserte sich die Stimmungslage, und das Verbrauchervertrauen erholte sich nach dem markanten Absturz im Vorjahr, lag allerdings bis zuletzt auf geringem Niveau (Abbildung 14). Der Sentix-Indikator, der auf einer Befragung von Finanzinvestoren im Euroraum beruht und bis zum März vorliegt, deutet auf leicht verbesserte, wenn auch keinesfalls euphorische Aussichten für die Konjunktur hin. Aktivitätsindikatoren wie die Industrieproduktion oder die Bauproduktion, die mit größerer zeitlicher Verzögerung veröffentlicht werden, verzeichneten für den Monat Dezember zwar Ausschläge nach unten, diese wurden jedoch maßgeblich von Daten aus Deutschland getrieben, die inzwischen stark revidiert wurden und denen ein kräftiger Zuwachs im Januar folgte. Insgesamt erwarten wir für das erste Quartal einen Zuwachs der gesamtwirtschaftlichen Produktion im Euroraum um 0,2 Prozent.

**Der private Verbrauch dürfte im Prognosezeitraum merklich zulegen.** Aufgrund der wieder moderateren Energiepreise verringert sich der Druck auf die real verfügbaren Einkommen der Haushalte, was den privaten Verbrauch stützt (Tabelle 2). Gerade beim privaten Verbrauch gibt es im Nachgang der Corona-Pandemie weiterhin Aufholpotenzial, denn dieses wichtige makroökonomische Aggregat liegt (preiseinigt) immer noch um etwa einen Prozentpunkt unter dem Niveau des vierten Quartals 2019, während die Wirtschaftsleistung der Währungsunion bereits deutlich darüber liegt (vgl. Abbildung 3). Die Entwicklung der Sparquoten in den großen Mitgliedsländern zeigt zudem an, dass bei vielen Haushalten noch Überschussersparnisse aus der Corona-Pandemie bestehen dürften, die zur Finanzierung des privaten Verbrauchs genutzt werden können. Vom Staatskonsum sind dagegen nur wenig konjunkturelle Impulse zu erwarten. Die Bautätigkeit wird durch steigende Zinsen ausgebremst, und Bauinvestitionen machen rund die Hälfte des Investitionsaggregats aus, daher bleibt die Investitionsdynamik zunächst schwach. Im weiteren Verlauf des Prognosezeitraums sind aus dem weltwirtschaftlichen Umfeld allerdings wieder vermehrt positive Impulse zu erwarten.

**Für das Jahr 2023 haben wir unsere Prognose auf 1,1 Prozent nach oben revidiert.** Der Anstieg der Wirtschaftsleistung im laufenden

**Abbildung 14:**  
Stimmungsindikatoren



Monatsdaten; saisonbereinigt; standardisiert. Nulllinie: Langjähriges Mittel.

Quelle: Europäische Kommission, *Business and Consumer Survey*; eigene Berechnungen.

**Tabelle 2:**  
Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum

	2022				2023				2024				Jahresraten		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	2021	2022	2023
Bruttoinlandsprodukt	0,6	0,9	0,4	0,0	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	3,5	1,1	1,6
Inländische Verwendung	-0,4	0,9	1,6	-1,1	0,2	0,2	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	3,8	0,9	1,7
Privater Verbrauch	0,1	1,1	0,9	-0,9	0,2	0,4	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	4,3	1,0	2,5
Staatsverbrauch	0,1	-0,1	-0,2	0,7	0,0	0,3	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	1,1	0,8	0,9
Anlageinvestitionen	-0,7	0,9	3,9	-3,6	0,5	-0,1	-0,2	-0,1	0,3	0,4	0,6	0,7	3,8	-0,2	1,0
Vorratsänderungen	-0,3	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0
Außenbeitrag	1,0	0,0	-1,2	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,3	-0,1
Exporte	1,4	1,7	1,7	0,1	0,0	0,6	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	7,2	2,5	3,7
Importe	-0,6	1,9	4,2	-1,9	-0,1	0,6	0,8	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	8,0	2,1	4,1

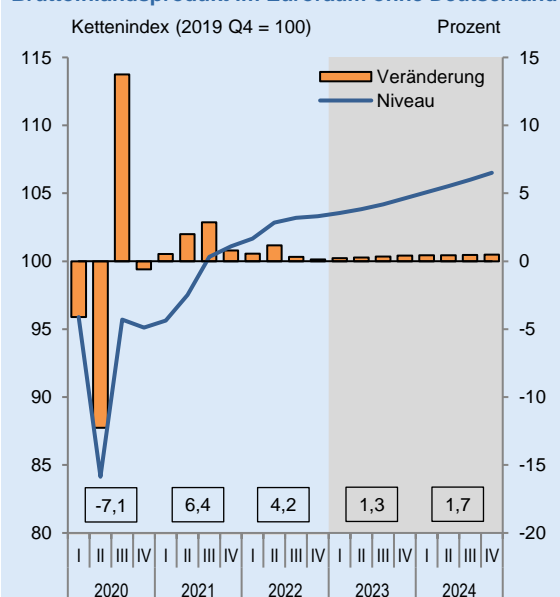
Bruttoinlandsprodukt: kalender-, preis- und saisonbereinigt; Quartalswerte: Veränderung gegenüber dem Vorquartal (Prozent); Jahreswerte: preis- und kalenderbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — Vorratsveränderung, Außenbeitrag: Beitrag zur Veränderungsrate des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts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

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

Jahr dürfte dabei im übrigen Euroraum etwas höher liegen als in Deutschland, was vor allem an der schwächeren Entwicklung im Schlussquartal 2022 liegt (Abbildung 15). Damit haben wir unsere Einschätzung aus der Winterprognose (Gern et al. 2022) für den Anstieg des Bruttoinlandsprodukts des Euroraums im Jahr 2023 um einen halben Prozentpunkt hochgesetzt. Die Konjunktur wird im Prognosezeitraum wohl nach und nach wieder in Schwung kommen; die Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts dürften zunehmend kräftiger werden (Tabelle 3). Für das kommende Jahr erwarten wir einen Zuwachs der Wirtschaftsleistung um 1,6 Prozent (Abbildung 1).

**Die Inflation wird im Jahresverlauf erkennbar abebben.** Für die Prognose ist unterstellt, dass die Energiepreise im Einklang mit den Terminmarktnotierungen ausgehend von den gegenwärtigen Niveaus noch ein wenig nachgeben. In Jahresverlauf wird die Energiekomponente mit jedem weiteren Monat weniger zur Inflationsrate beitragen und alsbald sogar preisdämpfend wirken, da die Energiepreise im Vergleichsmonat des Vorjahres schon sehr hoch lagen (Basiseffekt). Zudem dürften die gefallen Energiepreise sich über die Produktionsstufen auch auf die Preise anderer Nicht-Energie-Endprodukte durchwirken, sodass auch in den übrigen Produktkategorien der Preisdruck nachlassen wird und die Kerninflation zurückgeht. Insgesamt werden die Verbraucherpreise im Jahresdurchschnitt 2023 wohl um 5,5 Prozent und im

**Abbildung 15:**  
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.

kommenden Jahr um 2,6 Prozent steigen.

**Die Arbeitslosigkeit bleibt niedrig.** Die Erwerbslosenquote im Euroraum wird im Durchschnitt der Jahre 2023 und 2024 wohl stabil bei 6,8 Prozent liegen. Im Euroraum ohne Deutschland dürfte sie von 8,1 Prozent im laufenden Jahr geringfügig auf 8,2 Prozent im Jahr 2024 steigen.

**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 *	29,6	2,6	1,9	0,7	1,5	3,2	8,6	5,4	2,1	3,6	3,1	2,9	2,7
Frankreich	20,1	6,8	2,6	0,9	1,6	2,1	5,9	4,4	2,6	7,9	7,3	7,2	7,2
Italien	14,4	7,0	3,8	0,6	0,8	2,0	8,7	6,7	2,8	9,6	8,1	8,3	8,6
Spanien	9,7	5,5	5,5	1,6	2,1	3,0	8,3	5,0	2,8	14,8	12,9	13,0	13,0
Niederlande	6,9	4,9	4,5	1,9	1,7	2,8	11,6	5,4	2,9	4,2	3,5	3,6	3,6
Belgien	4,0	6,1	3,1	1,0	1,5	3,2	10,3	4,7	2,3	6,3	5,6	5,8	5,8
Österreich	3,3	4,7	5,0	0,9	1,4	2,8	8,6	6,4	3,4	6,2	4,8	5,0	5,0
Irland	3,2	13,4	12,2	4,6	4,0	2,4	8,1	4,7	2,5	6,3	4,5	4,4	4,4
Finnland	2,1	3,0	2,0	0,1	1,3	2,1	7,2	5,1	2,7	7,7	6,8	7,4	7,7
Portugal	1,7	5,5	6,7	1,4	1,6	0,9	8,1	5,3	3,1	6,6	6,0	6,8	6,8
Griechenland	1,4	8,1	6,1	2,9	2,4	0,6	9,3	5,6	3,1	14,8	12,5	11,5	11,5
Slowakei	0,8	3,0	1,7	1,7	3,1	2,8	12,1	10,6	5,3	6,8	6,1	6,1	5,8
Luxemburg	0,6	5,1	2,3	2,1	2,4	3,5	8,2	3,5	2,3	5,4	4,5	4,8	4,6
Kroatien	0,4	12,7	6,4	2,3	3,4	2,7	10,7	8,9	3,3	7,6	6,5	6,8	6,5
Slowenien	0,4	8,3	5,7	1,5	2,8	2,1	9,3	6,4	3,7	4,8	4,0	3,6	3,4
Litauen	0,4	5,9	1,9	1,1	2,5	4,6	18,9	11,5	5,2	7,1	5,9	6,4	6,5
Lettland	0,3	3,8	2,0	0,4	2,9	3,2	17,2	9,6	4,4	7,6	6,9	7,4	7,6
Estland	0,2	8,0	-1,1	-1,8	2,9	4,5	19,5	10,5	5,0	6,2	5,6	5,8	6,5
Zypern	0,2	6,6	5,6	3,4	2,5	2,3	8,1	3,5	2,2	7,5	6,8	7,4	7,4
Malta	0,1	11,7	6,9	3,9	3,1	0,7	6,1	6,4	3,5	3,4	2,9	3,0	3,0
Euroraum	100,0	5,3	3,5	1,1	1,6	2,6	8,4	5,5	2,6	7,8	6,7	6,8	6,8
Euroraum ohne Deutschland	70,4	6,5	4,2	1,3	1,7	2,3	8,3	5,5	2,8	9,2	8,0	8,1	8,2

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

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

## Literatur

- Boysen-Hogrefe, J., N. Jannsen and C.-P. Meier (2016). A Note on Banking and Housing Crises and the Strength of Recoveries. *Macroeconomic Dynamics* 20: 1924–1933.
- Boysen-Hogrefe et al (2022). Euroraum im Herbst 2022: Rezession voraus. *Kieler Konjunkturberichte* Nr. 94 (2022|Q3). Institut für Weltwirtschaft, Kiel. Via Internet (15.03.2023) <<https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/kieler-konjunkturberichte/2022/euroraum-im-herbst-2022-rezession-voraus-17605/>>
- Boysen-Hogrefe et al. (2023). Deutsche Wirtschaft im Frühjahr 2023: Konjunktur fängt sich, Auftriebskräfte eher gering. *Kieler Konjunkturberichte* Nr. 101 (2023|Q1). Institut für Weltwirtschaft, Kiel. Via Internet (15.03.2023) <Link folgt>
- Borio, C. (2014). The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt? *Journal of Banking and Finance* 45 (August): 182–98.
- Deutsche Bundesbank (2023): “Bundesbank taps its risk provisions for 2022”. Press Release. March 2023. <https://www.bundesbank.de/en/press/press-releases/bundesbank-taps-its-risk-provisions-for-2022-905566>
- De Nederlandsche Bank (2022): “DNB foresees deterioration of capital position”. General News. <https://www.dnb.nl/en/general-news/nieuwsberichten-2022/dnb-foresees-deterioration-of-capital-position/>; Link to letter send to Ministry of Finance: <https://www.dnb.nl/media/p4igu5fc/letter-regarding-dnb-s-capital-position-september-2022.pdf>.
- Drehmann, M., C. Borio and K. Tsatsaronis (2012). Characterising the financial cycle: don’t lose sight of the medium term!. *BIS Working Paper* 380.
- Eser, F., Lemke, W., Nyholm, K., Radde, S., Vladu, A. (2019): „Tracing the impact of the ECB’s asset purchase programme on the yield curve“. *ECB Working Paper Series*. No 2293. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2293-41f7613883.en.pdf>
- EZB (2022): *Financial Stability Review*, November 2022. <https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211-6383d08c21.en.html>
- FDIC (2023). “FDIC Creates a Deposit Insurance National Bank of Santa Clara to Protect Insured Depositors of Silicon Valley Bank, Santa Clara, California”. Press Release. <https://www.fdic.gov/news/press-releases/2023/pr23016.html>
- Gern, K.-J. et al (2022). *Weltwirtschaft im Winter 2022: Wenig Auftrieb, viel Gegenwind*. *Kieler Konjunkturberichte* Nr. 97 (2022|Q4). Institut für Weltwirtschaft, Kiel. Via Internet (15.03.2023) <<https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/kieler-konjunkturberichte/2022/weltwirtschaft-im-winter-2022-wenig-auftrieb-viel-gegenwind-17875/>>
- Jorda, O., M. Schularick, and A.M. Taylor (2013). When Credit Bites Back. *Journal of Money, Credit and Banking*, Supplement to Vol. 45 (2): 3-28.
- Schnabel, I. (2021): “Asset purchases: from crisis to recovery”. Speech by Isabel Schnabel, Member of the Executive Board of the ECB, at the Annual Conference of Latvijas Banka on “Sustainable Economy in Times of Change”. 20th September 2021. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210920-ae2c7412dc.en.html>
- Sonnenberg, N. (2023): “ECB stepping on the brake(s) – Monetary tightening in an abundant reserve system”. (Forthcoming). Publication for the committee on Economic and Monetary Affairs, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Luxembourg.
- Stolzenburg, U. (2016). Zur Revision des BIP in Irland. *IfW Box* 2016.10. Via Internet (15.03.2023) <<https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/ifw-box/2016/zur-revision-des-bip-in-irland-8810/>>
- SVB (2023). Message to stakeholders regarding recent strategic actions taken by SVB. Investor Letter. [https://s201.q4cdn.com/589201576/files/doc\\_downloads/2023/03/r/Q1-2023-Investor-Letter.FINAL-030823.pdf](https://s201.q4cdn.com/589201576/files/doc_downloads/2023/03/r/Q1-2023-Investor-Letter.FINAL-030823.pdf)