

## Zyklische Zuversicht kehrt zurück

**Das erste Quartal 2024 hat mit einem leichten BIP-Anstieg in Deutschland positiv überrascht. Die Prognosen für das Gesamtjahr 2024 liegen dennoch weiter nahe an der Nulllinie. Dahinter verbirgt sich aber doch eine prognostizierte Belebung im Jahresverlauf. Eine gewisse zyklische Zuversicht ist zurückgekehrt.**

Noch ist allerdings nicht ganz klar, welche Struktur der erhoffte neue Aufschwung haben wird. Zweifel daran, dass es – wie in der Vergangenheit für Deutschland typisch – eine Belebung über den Export wird, die zuerst die Industrie erfasst, sind angesichts des weiterhin vorhandenen Sandes im Getriebe der Weltwirtschaft angebracht. Die strukturelle Schwäche der Industrie ist noch nicht überwunden.

Aber auch ein binnenwirtschaftlich getragener Aufschwung ist bislang nicht sicher. Heimische Investitionen und der Konsum sind im ersten Quartal 2024 noch nicht recht aus den Startlöchern gekommen. Dennoch richten sich auf den Konsum die Hoffnungen der meisten Prognoseszenarien. Die Argumentation lautet, dass die Lohneinkommen im Laufe des Jahres an realer Kaufkraft aufholen. Eine besondere Rolle dürfte der Dienstleistungssektor spielen, dessen anhaltend hohe Preisdynamik jedoch derzeit einer schnelleren Zinswende im Wege steht.

Berlin, 27. Juni 2024

**Autor:**

Dr. Holger Schulz  
[Holger.Schulz@dsgv.de](mailto:Holger.Schulz@dsgv.de)

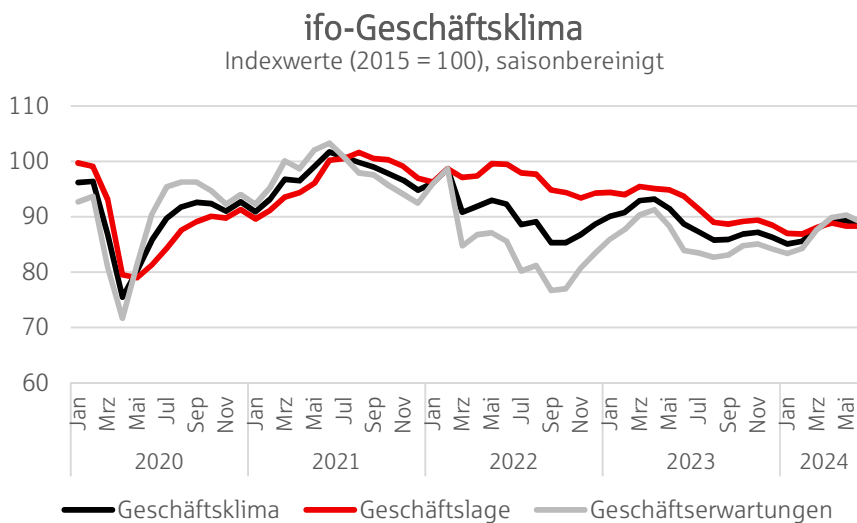
# Zyklische Zuversicht kehrt zurück

## Auftaktquartal 2024 hat positiv überrascht

Die Stimmung in der deutschen Volkswirtschaft hat sich im Frühjahr etwas zum Besseren gewendet. Die lang ersehnte Erholung scheint tatsächlich eingesetzt zu haben. Die Belebung zieht sich zwar noch nicht durch alle härteren Kennzahlen, doch geht der Umschwung inzwischen weit über die reinen Stimmungsindikatoren hinaus.

Letztere hatten ihre Wende bereits zum Jahresbeginn vollzogen – egal ob man das ifo-Geschäftsklima, den Deka/DSGV-Finanzklimaindex, den ZEW-Index oder die Einkaufsmanagerindizes betrachtet. Die jüngsten Werte des ifo-Klimas sind zwar ein wenig zurückgefallen, aber unter dem Strich bleibt doch ein Anstieg gegenüber dem Winter. Begleitet wird die deutliche Verbesserung der Stimmungswerte auch von gestiegenen Aktienkursen, die man ebenfalls mit in diese Indikatorkategorie einordnen kann.

*Stimmung hat sich schon zu Jahresbeginn zum Besseren gedreht*



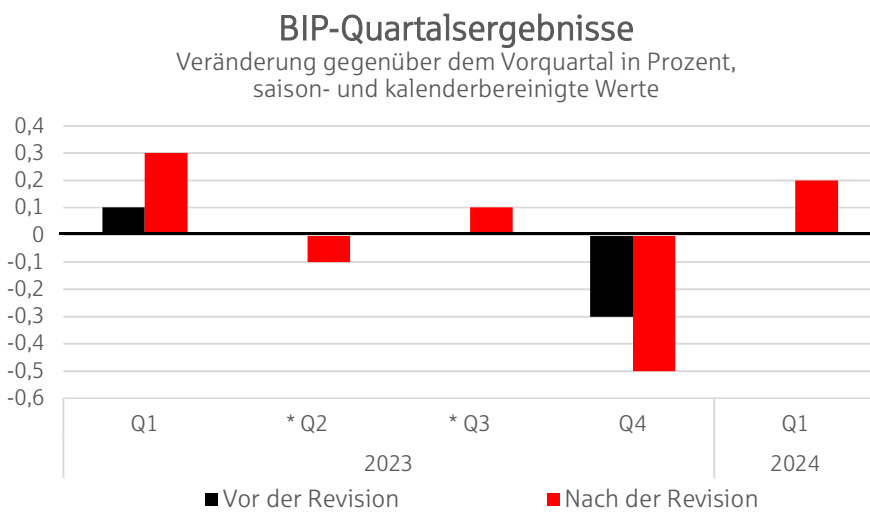
Quelle: ifo Institut

Besonders erfreulich ist, dass sich die Erholung nun aber auch in handfesteren Daten zeigt. Eine wichtige Bestätigung lieferte die Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung für das erste Quartal 2024. Sie wies ein leicht gestiegenes Bruttoinlandsprodukt aus – im saisonbereinigten Vorquartalsvergleich einen Anstieg um 0,2 Prozent. Das ist zwar kein überragender, wirkliche Wachstumsdynamik signalisierender Wert. Aber dennoch war es eine im wahrsten Sinne des Wortes „positive“ Überraschung. Viele Prognosen waren bis kurz vor der amtlichen Verkündung von einem erneut negativen Verlauf ausgegangen. Vor allem die Produktionsstörungen im Januar durch Streiks und schlechtes Wetter sowie die schwache Industrieproduktion gaben zu solchen Befürchtungen Anlass.

*Befürchtete Schrumpfung in Q1/2024 hat sich nicht bewahrheitet*

Dass es nun doch anders gekommen ist, beendet die begrifflichen Diskussionen darüber, ob es im Winterhalbjahr 2023/2024 eine Rezession gegeben hat oder nicht. In der amtlichen BIP-Bemessung lautet die Antwort nun: „Nein“, da es kein zweites negatives Quartal in Folge gegeben hat. Das eine negative Quartal – das Schlussviertel 2023 – war allerdings noch schlechter als zunächst gemeldet. Denn mit der jüngsten statischen Veröffentlichung zu Q1 waren Revisionen der zuvor gemeldeten 2023er Quartalsverläufe verbunden. Zwar gab es dabei eine bunte Mischung von kleineren Aufwärts- und Abwärtsrevisionen. Aber die negative Anpassung konzentrierte sich auf das ohnehin schon rückläufige Schlussquartal. Dort heißt es nun -0,5 Prozent (saisonbereinigt gegenüber dem Vorquartal) statt zuvor -0,3 Prozent.

*Begriffe geklärt:  
Stagnation statt  
Rezession*



\* Hinweis zur Darstellung:  
Die Quartalsveränderung „vor“ betrug dort exakt 0,0 Prozent;  
deshalb ist dort kein Balken sichtbar.

Quelle: Destatis

### Prognosen für das Gesamtjahr 2024 liegen weiter nahe an der Nulllinie

Das schwache Jahresende ist rechnerisch schlecht für den statistischen Überhang. Wir liegen am aktuellen Rand in der Gesamtschau auch mit dem Zuwachs im Startquartal 2024 immer noch unter dem Vorjahresdurchschnitt. Das ist auch der Grund, warum die Prognosen für das Gesamtjahr 2024 trotz des zuletzt etwas optimistischeren Ausblicks nicht vom Fleck kommen. Sie sehen mit ihrer Gesamtjahresprognose von kaum über Null nicht anders aus als das, was wir in einschlägigen Prognosewerken seit ungefähr einem halben Jahr gewohnt sind.

Das gilt etwa für die neue Prognose der Deutschen Bundesbank, die diese als Teil der Eurosystem-Projektionen erstellt hat, die wiederum die Grundlage für die jüngsten Leitzinsentscheidungen im Juni bildeten. Die Bundesbank veranschlagt jetzt für 2024 ein jahresdurchschnittliches Wachstum von 0,2 Prozent in Deutschland. Kalenderbereinigt wäre es mit 0,3 Prozent ein Promillepunkt mehr. Die KfW stellte zuletzt ebenfalls vergleichbare 0,3 Prozent in Aussicht.

Aktuelle Wachstumsprognosen für Deutschland	2024	2025
Veränderung des realen BIP in %		
Ifo Institut (06/24)	+0,4	+1,5
Deutsche Bundesbank (06/24)	+0,2	+1,0
KfW (05/24)	+0,3	+1,2
Sachverständigenrat (05/24)	+0,2	+0,9
DIHK (05/24)	+0,0	n.v.

Ähnlich hatte sich der Sachverständigenrat für die Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung im Mai in seiner Frühjahrsprognose mit 0,2 Prozent positioniert. Der Rat will sich künftig mehrmals im Jahr mit der Publikation kleinerer Analysen zu Wort melden. Das bisherige „Jahresgutachten“ dieser Institution soll dadurch in mehrere leichter verdauliche Pakete zerlegt werden, mehr Aufmerksamkeit generieren und mehr Aktualität liefern. Dass dies in einem beweglichen Konjunkturzyklus aber im Halbjahresabstand nur bedingt gelingt, zeigt die Tatsache, dass die neue Prognose in den Medien als starke Herabsetzung gegenüber dem Jahresgutachten von Ende Oktober kommuniziert wurde. Tatsächlich ist das Momentum am aktuellen Rand genau umgekehrt. Aber seit Oktober hat es diesmal einen vollen Zyklus mit Wechseln von großem Optimismus für 2024 über zwischenzeitliche Rezessionswarnungen zurück zu zuletzt wieder etwas optimistischeren Aussichten auf Basis der positiv gebliebenen Verlaufsrate für das Auftaktquartal gegeben.<sup>1</sup>

*Sachverständigenrat  
künftig öfter am Markt  
der Meinungen  
unterwegs*

Skeptischer zeigt sich unter den jüngeren Vorhersagen die Deutsche Industrie- und Handelskammer. Die DIHK-Prognose basiert auf Umfragen unter den Mitgliedsunternehmen über die regionalen Kammern. Die DIHK ermittelt daraus eine Projektion, die jetzt nur noch auf glatte 0,0 Prozent für das reale deutsche BIP 2024 lautet. Die etwas schwächere Positionierung der Kammerorganisation im aktuellen Feld mag auch daran liegen, dass die DIHK die Unternehmen vor allem nach Investitions- und Beschäftigungsplänen fragt. Damit sind nicht rein zyklische Größen angesprochen, sondern solche, die auch von strukturellen Faktoren beeinflusst werden. Tatsächlich betont die DIHK die Hemmnisse wie Fachkräftemangel, hohe Regulierung und mangelnde Planungssicherheit, die die Wachstumsdynamik bremsen.

*DIHK auch aus  
strukturellen Gründen  
skeptisch*

### **Charakter eines neuen Aufschwungs noch unbestimmt**

Aber selbst die Null-Prognose der DIHK enthält rechnerisch eine gewisse Belebung im Jahresverlauf. Zumindest wird der statistische Unterhang aufgeholt. Entsprechend größer ist die unterstellte Dynamik bei den Prognosen, die etwas über der Nulllinie liegen. In jedem Fall geht die deutsche Wirtschaft mit dem positiv gebliebenen ersten Quartal, gebesserter Stimmung, zurückgegangenen Energiepreisen und ersten Zinssenkungen derzeit mit etwas mehr Rückenwind an den Start als in den letzten beiden Jahren.

Welchen Charakter der erhoffte Aufschwung haben wird und welche Faktoren die Haupttriebfedern sein werden, ist noch nicht ganz klar. Ein Modell wäre der klassische exportinduzierte Boom, der zuerst als Impuls in der Industrie ankommt und sich dann von dort über steigende Einkommen und Nachfrage stimulierend in andere Sektoren ausbreitet. Das war über Jahrzehnte das typische Muster für positive Konjunkturzyklen in Deutschland.

*Günstigere Konstellation  
– aber wo zündet sie?*

---

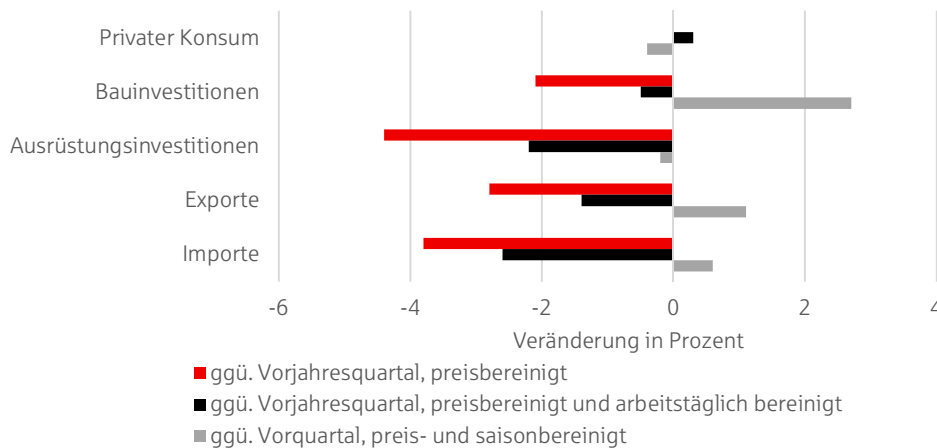
<sup>1</sup> Den Zyklus der Wachstumsprognosen veranschaulicht auch die Abbildung mit der „Punktewolke“ in Anhang B.

Aber ist das nach den strukturellen Erschütterungen der letzten Jahre noch so? Oder haben sich die komparativen Stärken und Schwächen verschoben und Deutschland braucht ein neues, anderes Wachstumsmodell? Müssen oder können wir diesmal alternativ stärker auf ein vom inländischen Konsum getriebenes Wachstum im Dienstleistungssektor setzen?

Tatsächlich hat der deutsche Export innerhalb der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung für das Startquartal 2024 saisonbereinigt um 1,1 Prozent zugelegt. Nach Saldierung mit dem Importwachstum hat der Außenbeitrag 0,3 Prozentpunkte zum Quartalswachstum beigetragen. Das ist mehr als die 0,2 Prozent, die unter dem Strich für das BIP verblieben. Das heißt im Umkehrschluss, dass die Binnennachfrage im Auftaktquartal doch noch einmal leicht geschrumpft ist.

*In Q1/2024 war der Außenhandel expansiver als die Binnenwirtschaft*

### Verwendung des deutschen BIP im ersten Quartal 2024



Quellen: Destatis, Bundesbank

### **Vielleicht keine regelrechte Deglobalisierung – aber doch eine stagnierende Globalisierung**

Die deutsche Zahlenkonstellation für das Auftaktquartal 2024 scheint auf den ersten Blick für die These eines vom Export angestoßenen Wachstums zu sprechen. Doch das ist bei etwas breiterer Betrachtung nicht mehr der Fall. Vielmehr war die Exportstärke im Startquartal bisher nur eine Momentaufnahme und eine Erholung von einer stark gedrückten Ausgangsbasis. Im Vergleich mit dem Startquartal 2023 war der Export preisbereinigt sogar um 2,8 Prozent rückläufig. Der Außenbeitrag erhöhte sich im entsprechenden Bezug gegenüber dem Vorjahr zwar, aber nur, weil die Importe noch stärker – um 3,8 Prozent – zurückgegangen sind. Das vermittelt eher ein zu der bekannten „Deglobalisierungsthe“ passendes Bild, wonach die internationalen Verflechtungsgrade sinken, weil sich viele Unternehmen bei zunehmendem Protektionismus und der wiederholten Bedrohung von Lieferketten auf heimatnähere Lieferanten diversifizieren oder sogar die eigene Wertschöpfungstiefe erhöhen. Die Produktion wird stärker in die eigene Kontrollsphäre geholt, was jedoch Produktivität kosten kann.

*Reduzierung der Verflechtungsgrade*

Nun war 2023 sicherlich eine Sondersituation mit besonders eingeschränktem Handel. Dass dies kein isoliertes deutsches Problem war, zeigen die Zahlen des Internationalen Währungsfonds, die für 2023 ein mit 0,3 Prozent fast stagnierendes globales Handelsvolumen zeigen. Für die Jahre 2024 und 2025 sollen es nach dem Weltwirtschaftsausblick des IWF zwar wieder Handelsexpansionen um 3,0 bzw. 3,2 Prozent werden. Doch das entspricht nur in etwa dem Expansionstempo des weltweiten Produktionsvolumens.<sup>2</sup> Die Vertiefung der internationalen Arbeitsteilung, bei der der Güteraustausch zu früheren Glanzzeiten der Globalisierung mit einer Elastizität von ungefähr zwei, also mit doppelt so hohem Tempo wie die Produktion selbst, zunahm, scheint heute weit entfernt zu sein.

*Handel wächst in den anstehenden Jahren bestenfalls im Einklang mit der Produktion*

Zyklisch könnte die deutsche Volkswirtschaft also 2024 wieder etwas mehr Rückenwind genießen, wenn die Weltwirtschaft zumindest wieder mit dem neuen, normalen Wachstums- und Handelstempo agiert. Das wird allerdings nur gelingen, wenn neue geopolitische Schocks ausbleiben. Diese bleiben als Risiko präsent. Aber sie müssen – um es einmal optimistisch zu formulieren – schließlich nicht zwingend so heftig werden wie in den letzten Jahren. Immerhin scheint der Sonderbelastungsfaktor der hohen Energiepreise zumindest in seiner Spitze verdaut zu sein.

*Neue geopolitische Risiken bleiben; die alten sind weitgehend verdaut*

Damit die deutsche Volkswirtschaft im internationalen Konjunktur-Geleitzug wieder besser mithalten kann, ist aber auch eine Wiederbelebung der Binnenwirtschaft erforderlich. Sie war zunächst 2020/2021 durch die Coronapandemie und dann 2022/2023 durch Inflation und Zinsen weitgehend lahmgelegt. Mit den bei diesen Einflussgrößen erreichten Wendepunkten lohnt sich ein Blick auf die binnenwirtschaftlichen Verwendungskomponenten des BIP.

### **Bau stabilisierte sich auf niedrigem Niveau – allerdings auch schlicht aufgrund des Wetters**

Wie die wichtigsten Komponenten der gesamtwirtschaftlichen Verwendung im ersten Quartal 2024 abgeschnitten haben, zeigt die Abbildung auf der vorherigen Seite. Als ein sich überraschend positiv entwickelndes Aggregat – jedenfalls in der Verlaufsrate gegenüber dem unmittelbar vorangegangenen Quartal – stechen die Bauinvestitionen ins Auge. Sie haben preis- und saisonbereinigt um 2,7 Prozent zugelegt. Die Bautätigkeit scheint nach der abrupten Bremse aufgrund der Zinserhöhungen 2022 und 2023 zuletzt ihren Boden gefunden zu haben.

*Zumindest eine Bodenbildung bei dem vom Zinsanstieg ausgebremsen Bau?*

Allerdings darf man einzelne Quartalswerte, gerade bei der besonders witterungsabhängigen Bautätigkeit im Winter, auch nicht überbewerten. Tatsächlich dürfte die Bautätigkeit von einem insgesamt milden Winter profitiert haben. Der Januar war zwar jahreszeitentypisch kalt, aber bereits im Februar und März konnte in diesem Winter bereits weitgehend durchgebaut werden. Solche Witterungseffekte werden von den gängigen Saisonbereinigungsverfahren, die methodisch immer den statistisch typischen Winter als Korrekturfaktor

*Wettereinflüsse müssen sich in den Quartalswerten noch auspendeln*

---

<sup>2</sup> Weitere Details der Weltwirtschaftsprognose des IWF finden Sie im Anhang A.



einrechnen, letztlich nicht korrekt erfasst. Der Quartalswert für die Bauinvestitionen dürfte deshalb die tatsächliche konjunkturelle Dynamik in diesem Quartal positiv überzeichnen. Das könnte sich zudem als Bürde für die nächste Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung erweisen, wenn dann ein relativer Rückschlag auf jahreszeitlich normales Wetter verbucht wird.

Zudem zeigt der Vergleich der Bauinvestitionen mit dem ersten Quartal des vorangegangenen Jahres, dass die Bäume in diesem Sektor auch mit der erfreulicheren Entwicklung am aktuellen Rand wahrlich nicht in den Himmel gewachsen sind. Das Niveau lag real um 2,1 Prozent unter dem Vorjahreswert. Im Zweijahresvergleich mit Anfang 2022 liegt es sogar um über 6 Prozent darunter.

*Im mittelfristigen  
Rückblick bleibt starke  
Narbe erkennbar*

### **Investitionen und Konsum noch nicht wirklich aus den Startlöchern**

Die Ausrüstungsinvestitionen, die 2023 lange aufgrund der Sonderkonjunkturen aus den Themen Energiewende und Digitalisierung überraschend robust waren, sind seit Herbst 2023 nun doch rückläufig. Hier haben sich zuletzt die in den letzten Jahren eingetrübten Standortbedingungen und strukturellen Faktoren stärker niedergeschlagen, die oben bereits bei der DIHK-Prognose angesprochen worden sind. Im ersten Quartal lagen die deutschen Ausrüstungsinvestitionen um 4,4 Prozent unter dem Vorjahresquartal. Hier scheint demnach auch kein wirklich verlässlicher Wachstumsmotor zu liegen.

Hoffnungen ruhen in der Hinsicht in den meisten Prognoseszenarien für 2024 und darüber hinaus vor allem auf dem privaten Konsum. Die – durchaus plausible – Argumentation lautet hier, dass die reale Kaufkraft der Löhne 2024 deutlich aufholen dürfte. Während 2022 das Jahr der realen Einbußen war, in dem die Löhne dem Preisschock noch nicht folgten, dann 2023 beide Größen in etwa im Gleichschritt marschierten, ist 2024 nun das Jahr, in dem die Löhne aufholen und die zuvor entstandene Lücke in etwa wieder schließen.

*Verzögerte  
Lohnanpassung holt  
Kaufkraftverluste  
jetzt auf*

Natürlich muss darauf geachtet werden, dass die Lohndynamik nicht überschießt. Aber zumindest die Wiederherstellung der alten Relationen der Reallöhne ist angesichts der weitgehend leergefegten Arbeitsmärkte durchaus angemessen. Konjunkturell bedeutet die Stärkung der Einkommen eine Stützung der Nachfrage, zumindest dann, wenn die Sparquote auf dem inzwischen wieder erreichten Niveau, das zuletzt den Verhältnissen vor der Coronapandemie entsprach, konstant bleibt.

Bis einschließlich des ersten Quartals 2024, für das die Gesamtrechnung vorliegt, verhält sich der private Verbrauch allerdings noch zögerlich. Die Verlaufsrate des Quartals belief sich auf -0,4 Prozent. Der Konsum der privaten Haushalte fiel damit preisbereinigt auf das Niveau des Vorjahresquartals zurück. Die Aussichten für den weiteren Jahresverlauf 2024 dürften jedoch günstiger ausfallen.

Das wäre dann ein anderes zyklisches Aufschwungmodell in Deutschland: nicht das traditionell exportgetriebene der Industrie, sondern ein konsumgetriebenes, das sich vor allem im Dienstleistungssektor mit überproportionalen Zuwächsen niederschlagen dürfte.

## Dienstleistungssektor im Aufschwung? Service zumindest teuer!

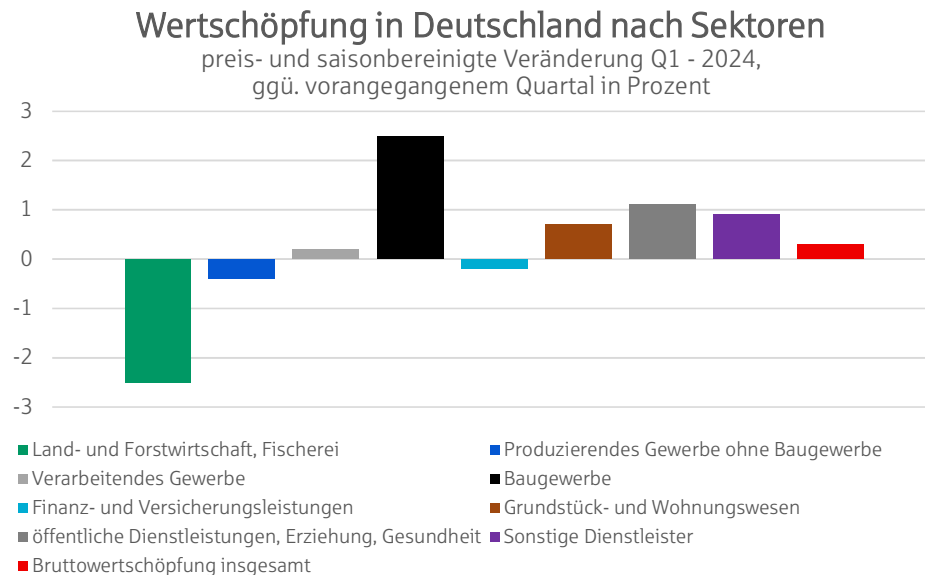
Tatsächlich weist die Sektorgliederung nach der Entstehungsseite der gesamtwirtschaftlichen Bruttowertschöpfung bereits im ersten Quartal 2024 leicht in diese Richtung. Nach Wirtschaftsbereichen zeigt sich eine gewisse Dichotomie. Während das Produzierende Gewerbe beziehungsweise dessen Teilbereich Verarbeitendes Gewerbe mit einer identischen preisbereinigten Schrumpfung um 4,7 Prozent gegenüber dem Vorjahresquartal negativ auffällt, können die meisten Dienstleistungsbereiche Zuwächse erzielen.

Die Landwirtschaft ist dagegen zu Beginn des Jahres 2024 geschrumpft. Sie dürfte im noch nicht abgebildeten zweiten Quartal weitere schwere Rückschläge durch Naturkatastrophen wie den Überschwemmungen in Süddeutschland erlitten haben. Dass der Bausektor bei den Sektorwertschöpfungen für das erste Quartal 2024 positiv erscheint, spiegelt nicht die fundamentale Lage wider, sondern ist der oben bereits erläuterten, von der Winterwitterung begünstigten kurzfristigen Entwicklung geschuldet.

*Gegenläufige Trends  
in den einzelnen Sektoren*

*Landwirtschaft  
von Sonderfaktoren  
belastet,*

*Bau dagegen  
kurzfristig begünstigt*



Quelle: Destatis

Auf den Dienstleistungssektoren ruht dagegen die Hoffnung für den Aufschwung. Erstaunlicherweise ist die Stimmung in vielen Dienstleistungsbranchen allerdings getrübt. Das zeigen beispielsweise entsprechende Auskopplungen bei dem in der Summe in den letzten Monaten verbesserten ifo-Geschäftsklima. Dort sind es antiintuitiv gerade nicht die Dienstleister, die gute Stimmung melden, obwohl der „Umsatz“ stimmt. Eine Erklärung wäre auf der Angebots- und Kostenseite zu suchen: Es ist der viel beklagte Arbeitskräftemangel, der den arbeitsintensiven Sektor ausbremst. Entsprechend ist der Lohndruck dort auch besonders groß.

*Schlechte Stimmung  
trotz steigender  
Dienstleistungsumsätze*



Immerhin – entlastend aus Sicht der Unternehmen – lassen sich die Kostensteigerungen in den meisten Fällen weiterreichen, weil die Nachfrage nach Dienstleistungen hoch ist. In dem von der Größe bedeutenden Sektor der öffentlichen Dienstleistungen ist die Überwälzung der Löhne in die Preise sogar besonders direkt. Denn soweit diese Wertschöpfungen als Staatskonsum nicht zu Marktpreisen bezahlt, sondern aus öffentlichen Mitteln gedeckt werden, werden diese Beiträge in der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung hilfsweise direkt zu Kosten bewertet und verbucht.

*Kostenüberwälzung gelingt aufgrund der guten Nachfrage*

Aber es gilt auch für weite Teile der am Markt erbrachten Dienstleistungen, dass in den meisten Fällen die Weiterreichung gelingt. Der taggleich verbrauchende gegenwartsbezogene Service-Sektor wurde nachfrageseitig nicht so stark gebremst wie etwa die Bautätigkeit, bei der die Nachfrage von Langfristigkeit lebt und finanziert werden muss und wo dementsprechend der Zinsanstieg der letzten zwei Jahre konzentriert als Vollbremsung eingeschlagen hat.

Die aus konjunktureller Sicht so erfreuliche Hartnäckigkeit und unelastische Reaktion gegenüber den Zinsen bei der Dienstleistungsnachfrage, könnte sich an anderer Stelle, nämlich bei der weiteren Inflationsreduzierung, allerdings als Problem erweisen.

### **Zinswende ist eingeleitet – wie weit und wie schnell sie führt, ist noch offen**

Die „Low Hanging Fruits“ bei der Inflationsrückführung sind inzwischen geerntet. Die Jahresraten bei den Verbraucherpreisen sind im Euroraum ebenso wie in Deutschland in der ersten Jahreshälfte 2024 unter die Drei-Prozent-Marke gefallen. Die Inflationsthematik hat gegenüber den trabenden, fast zweistelligen Raten von 2022 deutlich an Dramatik verloren. Die geldpolitische Bekämpfung mit den stark erhöhten Zinsen hat im Prinzip funktioniert.

*Geldpolitische Inflationsbekämpfung war offenkundig sehr erfolgreich...*

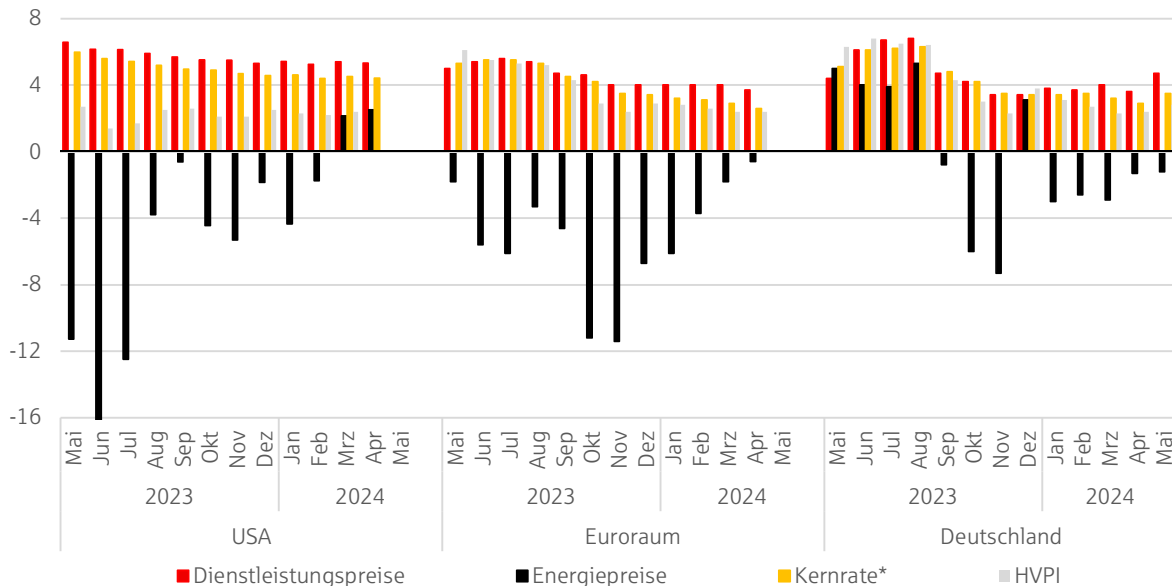
Allerdings konnte die Inflationsbekämpfung 2023 und Anfang 2024 auch vom Rückenwind der deutlich korrigierten Energiepreise profitieren. Diese gingen gegenüber ihren Spitzenständen deutlich zurück. Die Einfuhrpreise und die Erzeugerpreise insgesamt wirkten 2023 und wirken 2024 immer noch stark dämpfend auf die Preisentwicklung auf den nachgelagerten Wertschöpfungsstufen. Doch diese Entlastung bei den Basiseffekten ist endlich und läuft allmählich aus.

*... aber die letzten Meter zur Zielerreichung werden die schwersten*

Die letzten Meter der Inflationsrückführung bis hin zur Zielerreichung bei der Zwei-Prozent-Marke werden nun die schwierigsten. Der Mai hatte bei den Verbraucherpreisen bereits einen gewissen Rückschlag in Form wieder leicht beschleunigter Preissteigerungsraten gezeigt. Gerade die Dienstleistungspreise stiegen im Euroraum sogar mit Jahresraten von über 4 Prozent.

*Inflationsraten im Mai wieder leicht beschleunigt, vor allem aufgrund teurer Dienstleistungen*

## Verbraucherpreise USA, Euroraum und Deutschland in Prozent zum Vorjahresmonat



\* Kernrate = Gesamtindex ohne Energie, Lebensmittel, Alkohol und Tabak

Quellen: Destatis, Eurostat

Auch die neuesten, im Eurosystem von den Zentralnotenbanken im Juni vorgelegten Projektionen zeigen für die Jahre 2024 und 2025 einen nicht mehr ganz so reibungslosen Disinflationprozess wie noch die vorausgegangenen Projektionen vom März.

Trotzdem hat die Europäische Zentralbank am 6. Juni einen ersten Leitzinssenkungsschritt gewagt. Die Maßnahme war trotz der Gegenbewegungen bei den Mai-Inflationsraten und in den Projektionen gerechtfertigt. Blickt man auf das größere Bild des Inflationstrends des letzten halben Jahres, so sind die Erfolge bei der Inflationbekämpfung unübersehbar. Der Leitzins würde, bei 4 Prozent verbleibend, bei Inflationsraten unter 3 Prozent in einer Realzinsbetrachtung zunehmend restriktiv wirken.

*Erster Leitzinssenkungsschritt war gerechtfertigt*

Es ging in diesem ersten Zinsschritt nur darum, diesen Restriktionsgrad an die Teilerfolge und an die mittlerweile erreichte Lage anzupassen. Der Zinsschritt war kommunikativ auch entsprechend vorbereitet und wurde von den Märkten erwartet. Er ist trotzdem in mehrerlei Hinsicht bemerkenswert: Er beendet das seit September 2023 gegebene Zinsplateau, es ist die erste Leitzinssenkung im Euroraum seit 2019, und schließlich ist die EZB mit der Maßnahme zeitlich vor der Federal Reserve an den Start gegangen.

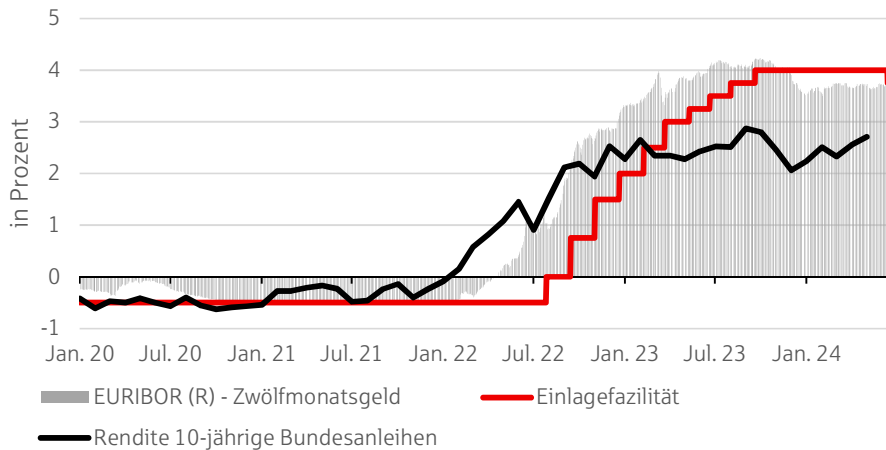
*Erst einmal nur Lockerung des Restriktionsgrades*

Bis vor einigen Monaten ging die Erwartung noch einhellig dahin, dass die Fed den ersten Zug machen würde. Die USA lagen in den letzten Jahren sowohl im Konjunktur- als auch im Inflations- und im Zinszyklus stets vor dem Euroraum. Allerdings gibt es jetzt für die Federal Reserve gute Gründe, vorsichtiger zu sein: Der US-Arbeitsmarkt ist noch stärker leergefegt als der europäische, der

*EZB senkt vor der Federal Reserve*

Lohnüberwälzungsdruck ist in den USA entsprechend hoch, der Disinflationsprozess gehemmt. Das liegt auch daran, dass die fiskalische Stimulanz in den USA mit einem Staatsdefizit von über 7 Prozent des BIP sehr stark bleibt. Solche Neuverschuldungen sind nicht nachhaltig tragbar. Egal wie die Präsidentschaftswahlen in den USA zum Jahresende ausgehen werden: Diese Defizite wird jede neue Administration adressieren müssen.

### Marktzinsen und Leitzinsen im Euroraum



Quellen: Bundesbank, EZB

Aber auch im Euroraum besteht Anlass zu vorsichtigem Vorgehen. Die EZB ist nicht ohne Grund nur mit einem kleinen Schritt von 25 Basispunkten vorangeschritten. Nichts wäre schlimmer, als wäre die EZB gezwungen, bei einem erneuten deutlicheren Anstieg der Inflation zu weit gegangene Zinssenkungen wieder zurückzunehmen. Das würde Vertrauen und Berechenbarkeit beschädigen.

Die hartnäckigen Dienstleistungspreise mahnen an dieser Stelle zur Beachtung. Die EZB schenkt der Lohndynamik, die für den Sektors besonders bestimmend ist, entsprechend hohe Aufmerksamkeit. Der vorsichtig tastende, von der EZB explizit als „datenabhängig“ bezeichnete Ansatz ist richtig.

*„Datenabhängiger“  
Ansatz der Geldpolitik  
ist jetzt wichtig und  
richtig*

Der weitere Zinspfad ist daher nicht angekündigt und nicht klar absehbar. An den Geld- und Kapitalmärkten sind noch einige weitere Senkungsschritte eingepreist, allerdings nicht mehr so viele und so schnelle wie es noch vor einigen Monaten der Fall war – insbesondere in der geradezu überschießenden Euphorie zur Jahreswende 2023/2024.

Am wahrscheinlichsten erscheint jetzt ein weiterer kleiner Senkungsschritt im September – in Verbindung mit der Anpassung des Abstands zwischen Einlagefazilität und Hauptrefinanzierungssatz, wie in den Ergebnissen des „Operational Framework Reviews“ angekündigt. Weitere Schritte im verbleibenden Jahresverlauf 2024 und 2025 sind denkbar, aber zu Recht noch offen und von der Robustheit der weiteren Lohn- und Preisentwicklung abhängig.

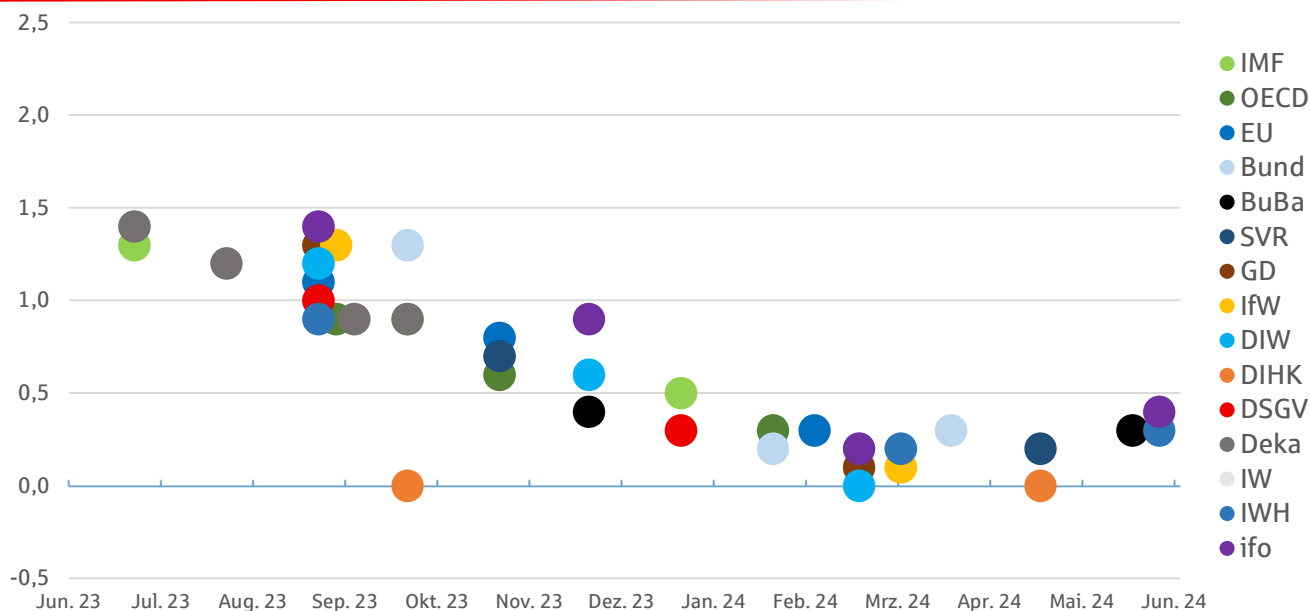
*Erwartungen ein gutes  
Stück korrigiert – einige  
wenige Senkungsschritte  
aber wahrscheinlich*

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

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

\* Prognosen des Internationalen Währungsfonds vom April 2024.

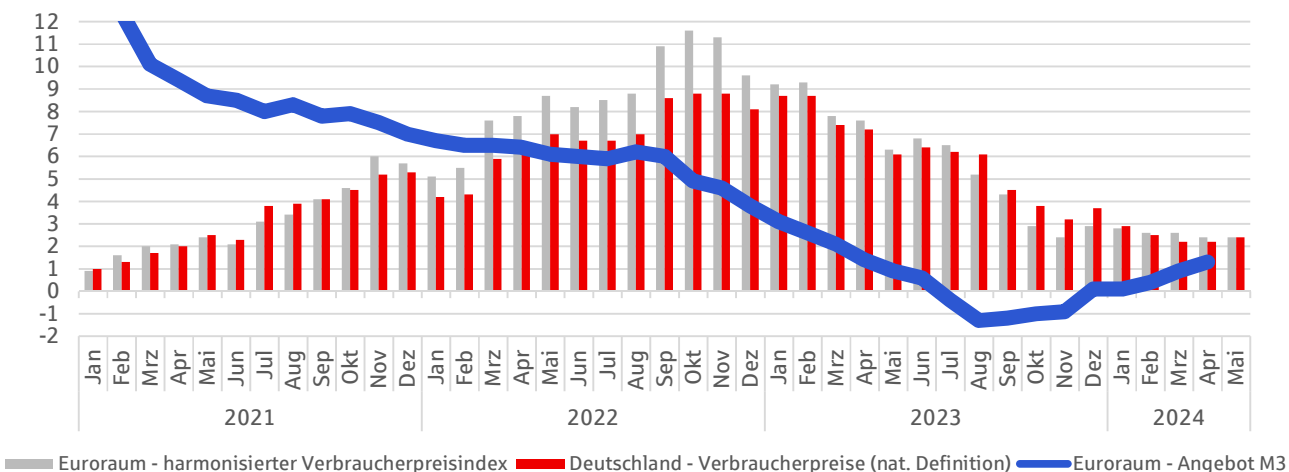
### B. Prognosen für das Wirtschaftswachstum in Deutschland für 2024, in %



### C. BIP im Euroraum und in Deutschland

	Jahr 2023	Q II - 2023	Q III - 2023	Q IV - 2023	Q I - 2024
	real ggü. Vorjahr	reale Veränderung zum Vorjahresquartal und saisonbereinigte reale Veränderung zum Vorquartal			
Euroraum BIP	+0,5%	+0,6%	+0,2%	+0,2%	+0,4%
Deutschland BIP	-0,2%	+0,1%	+0,0%	-0,1%	+0,3%
Privater Konsum	-0,7%	-0,6%	-1,6%	-0,4%	+0,0%
Bruttoanlageinvestitionen	-0,7%	+0,3%	+0,0%	+0,4%	-0,4%
Exporte	-0,7%	+0,0%	-0,7%	-2,0%	-2,5%
		-0,1%	+0,1%	-2,1%	+1,2%
		-0,3%	-2,6%	-2,7%	-2,8%
		-0,7%	-0,9%	-0,9%	+1,1%
Niveau, nicht Veränderungsrate; Quartalszahlen saisonbereinigt					
Sparquote	11,3%	11,8%	11,4%	11,3%	12,4%

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



### E. Monatliche Konjunkturindikatoren Deutschland

	Februar	März	April	Mai	Juni
<b>Preise (nationale Definition)</b>					
	Veränderung zum Vorjahresmonat				
Verbraucherpreise	2,5%	2,2%	2,2%	2,4%	–
– ohne Nahrungsmittel und Energie (Kerninflation)	3,4%	3,3%	3,0%	3,0%	–
Erzeugerpreis gewerblicher Produkte	-4,1%	-2,9%	-3,3%	–	–
Einfuhrpreise	-4,9%	-3,6%	-1,7%	–	–
<b>Stimmungsindikatoren</b>					
Ifo-Geschäftsklimaindex	85,6	87,9	89,4	89,3	88,6
ZEW-Konjunkturerwartung	19,9	31,7	42,9	47,1	47,5
<b>Auftragseingang</b>					
	Veränderung zum Vorjahresmonat				
Verarbeitendes Gewerbe	-6,1%	-10,8%	7,7%	–	–
aus dem Inland	-6,8%	-17,5%	1,6%	–	–
aus dem Ausland	-5,6%	-5,7%	12,2%	–	–
Investitionsgüterproduzenten	-8,2%	-9,9%	9,6%	–	–
<b>Produktion</b>					
	arbeitstäglich bereinigte Veränderung zum Vorjahresmonat				
Produzierendes Gewerbe insgesamt	-5,6%	-4,3%	-3,9%	–	–
davon Bau	-1,6%	-0,4%	-5,0%	–	–
davon Industrie	-6,1%	-4,4%	-3,6%	–	–
<b>Außenhandel</b>					
	Veränderung zum Vorjahresmonat				
Export	-1,1%	-8,1%	12,3%	–	–
Import	-6,6%	-9,3%	6,4%	–	–
<b>Arbeitsmarkt</b>					
	Stand der Quote bzw. Veränderung zum Vorjahresmonat in 1.000				
Arbeitslosenquote (saisonbereinigt)	6,1%	6,0%	6,0%	5,8%	–
Arbeitslose	+176	+183	+164	+179	–
Erwerbstätige (mit Arbeitsort im Inland)	+127	+100	+109	–	–
Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte	+164	+134	–	–	–

## F. Rohstoff-, Devisen- und Finanzmärkte

	Februar	März	April	Mai	26. Juni
<b>Ölpreis Brent in US-Dollar</b>	83,48	85,41	89,94	81,75	85,15 (24.)
<b>Wechselkurse</b>					
US-Dollar / EUR	1,0795	1,0872	1,0728	1,0812	1,0689
Japanische Yen / EUR	161,38	162,77	165,03	168,54	171,42
<b>Aktienmärkte</b>					
Deutscher Aktienindex DAX, Monatsende	17.678	18.492	17.932	18.497	18.155
Veränderung zum Vorjahresmonat	+15,1%	+18,3%	+12,6%	+18,1%	-
<b>Geld- und Kapitalmarktzinsen</b>					
Tagesgeld (€STR)	3,907%	3,907%	3,908%	3,907%	3,663% (25.)
Umlaufrendite von Bundesanleihen:					
– mit einer Restlaufzeit von einem Jahr	3,40%	3,29%	3,34%	3,36%	3,12%
– mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren	2,51%	2,33%	2,56%	2,71%	2,46%
<b>Zinsen der Kreditinstitute, im Neugeschäft</b>					
Täglich fällige Einlagen priv. Haushalte in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	0,58% 0,38%	0,60% 0,38%	0,60% 0,39%	– –	– –
Einlagen privater Haushalte bis 1 Jahr in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	3,28% 3,20%	3,27% 3,19%	3,21% 3,14%	– –	– –
Unternehmenskredite bis 1 Mio. € über 5 J in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	4,19% 4,48%	4,24% 4,43%	4,20% 4,36%	– –	– –

## Impressum

### Herausgeber

Deutscher Sparkassen- und Giroverband e. V.

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

### Redaktionsschluss dieser Ausgabe

27.06.2024

### Gestaltung

Franz Metz, Berlin

### Bildnachweis

Titelseite: Plainpicture/Westend61

### ISSN

2509-3835

### Verantwortlich

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

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

### Autor

Dr. Holger Schulz  
Holger.Schulz@dsgv.de

### Hinweis

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