

# DIGITALES ARCHIV

ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft  
*ZBW – Leibniz Information Centre for Economics*

## Periodical Part

## Volkswirtschaft kompakt / BVR Research. 2023

Volkswirtschaft kompakt / BVR Research

### Provided in Cooperation with:

Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken, Berlin

*Reference:* In: Volkswirtschaft kompakt / BVR Research Volkswirtschaft kompakt / BVR Research. 2023 (2023).

[https://www.bvr.de/p.nsf/0/C0526F5E2B38507EC1258948002EFF86/%24FILE/BVR\\_VolkswirtschaftKompakt\\_Ausgabe\\_1-2023.pdf](https://www.bvr.de/p.nsf/0/C0526F5E2B38507EC1258948002EFF86/%24FILE/BVR_VolkswirtschaftKompakt_Ausgabe_1-2023.pdf).

[https://www.bvr.de/p.nsf/0/129DF7B3D5DC2BC8C1258966002B106E/%24FILE/BVR\\_VolkswirtschaftKompakt\\_Ausgabe\\_2-2023.pdf](https://www.bvr.de/p.nsf/0/129DF7B3D5DC2BC8C1258966002B106E/%24FILE/BVR_VolkswirtschaftKompakt_Ausgabe_2-2023.pdf).

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/11159/652755>

### Kontakt/Contact

ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft/Leibniz Information Centre for Economics  
Düsternbrooker Weg 120  
24105 Kiel (Germany)  
E-Mail: [rights\[at\]zbw.eu](mailto:rights[at]zbw.eu)  
<https://www.zbw.eu/>

### Standard-Nutzungsbedingungen:

Dieses Dokument darf zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden. Sie dürfen dieses Dokument nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, aufführen, vertreiben oder anderweitig nutzen. Sofern für das Dokument eine Open-Content-Lizenz verwendet wurde, so gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

<https://savearchive.zbw.eu/termsfuse>

### Terms of use:

*This document may be saved and copied for your personal and scholarly purposes. You are not to copy it for public or commercial purposes, to exhibit the document in public, to perform, distribute or otherwise use the document in public. If the document is made available under a Creative Commons Licence you may exercise further usage rights as specified in the licence.*

# VOLKSWIRTSCHAFT KOMPAKT

Wirtschaftspolitik, Finanzmärkte, Konjunktur

Herausgeber: Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken · BVR · Volkswirtschaft/Mittelstandspolitik  
 Verantwortlich: Dr. Andreas Bley · Schellingstraße 4 · 10785 Berlin · Telefon: 030 2021-15 00 · Telefax 030 2021-1904  
 Internet: <http://www.bvr.de> · E-Mail: [volkswirtschaft@bvr.de](mailto:volkswirtschaft@bvr.de)

## Deutsche Konjunktur: Kraftloser Aufschwung bei hoher Inflation

### Executive Summary

Zur Jahresmitte 2023 befindet sich die deutsche Wirtschaft in einem verhaltenen Konjunkturaufschwung. Die durch den russischen Angriffskrieg in der Ukraine ausgelöste milde technische Rezession des Winterhalbjahres 2022/23 dürfte zwar überwunden sein. Angesichts der noch immer hohen Inflation und der dadurch notwendig gewordenen Leitzinsanhebungen bleibt die konjunkturelle Dynamik aber gedämpft. Der aktuell stark ausgeprägte Konjunkturpessimismus dürfte aufgrund von Sondereffekten jedoch etwas überzeichnet sein.

Der BVR geht in seiner aktuellen Konjunkturprognose davon aus, dass das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschlands 2023 gegenüber dem Vorjahr nur geringfügig um 0,1 % steigen wird und damit im Wesentlichen stagniert. Die Verbraucherpreise dürften sich im Jahresdurchschnitt um 6,0 % verteuern. Für 2024 wird bei einem Rückgang der Inflationsrate auf 3,5 % ein BIP-Zuwachs um 1,5 % prognostiziert. Das hohe Lohnwachstum dürfte dann abnehmen und in Kombination mit einer steigenden Produktivität und einer Normalisierung der Gewinnmargen zu einer geringeren Binnenteuerung führen.

Derzeit dominieren die Abwärtsrisiken die Chancen auf eine günstigere gesamtwirtschaftliche Entwicklung deutlich. So ist denkbar, dass sich die Energie- und Rohstoffpreise im Zuge steigender geopolitischer Spannungen wieder merklich erhöhen werden. Die in der Prognose erwartete Belebung der Weltwirtschaft könnte dann ausbleiben. In einem solchen Umfeld würden die Investitionen und der Konsum wegen der hohen Unsicherheiten und der deutlichen Kaufkraftverluste in stärkerem Umfang gedämpft werden. Sollte sich ein solches Negativszenario manifestieren, könnte das preisbereinigte BIP Deutschlands im laufenden Jahr spürbar zurückgehen.



### Inhalt

#### Deutsche Konjunktur: Kraftloser Aufschwung bei hoher Inflation 2

Dr. Gerit Vogt

E-Mail: [g.vogt@bvr.de](mailto:g.vogt@bvr.de)

#### Finanzmärkte: Ist die Geldpolitik bereits ausreichend restriktiv? 7

Dr. Alex Korff

E-Mail: [a.korff@bvr.de](mailto:a.korff@bvr.de)

#### Konjunktur: Barometer signalisiert Wachstum 8

Dr. Gerit Vogt

E-Mail: [g.vogt@bvr.de](mailto:g.vogt@bvr.de)

## Deutsche Konjunktur: Kraftloser Aufschwung bei hoher Inflation

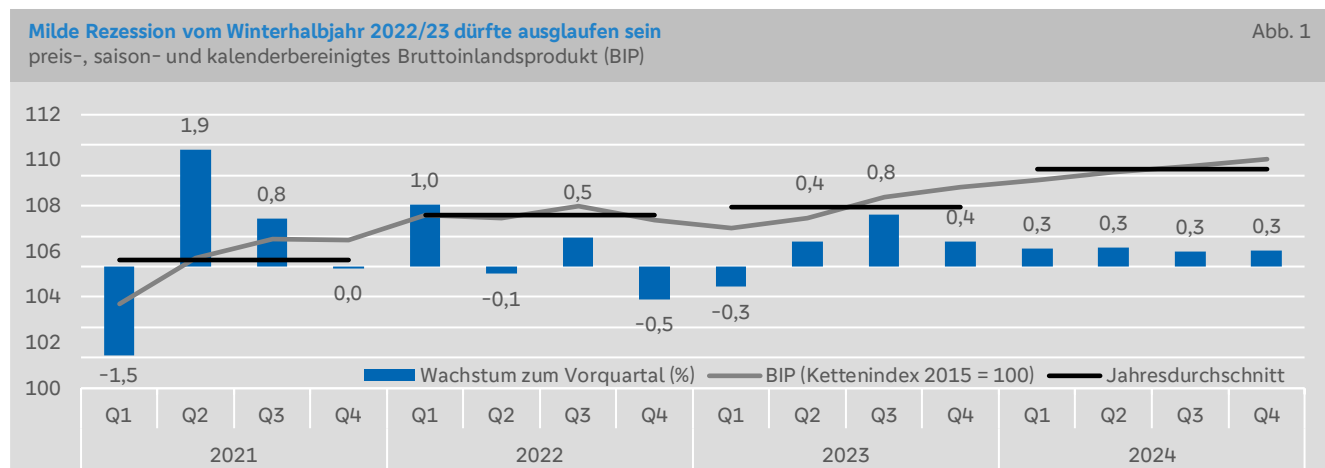
### Milde technische Rezession dürfte beendet sein

Nach aktuellem amtlichen Datenstand ist die deutsche Wirtschaft im Winterhalbjahr 2022/23 in eine milde technische Rezession geraten, wie vom BVR im Rahmen seiner Dezember-Konjunkturprognose erwartet. Das preis-, kalender- und saisonbereinigte BIP hat im 4. Quartal bereits um 0,5 % nachgegeben und ist im 1. Quartal nochmals gesunken, um 0,3 % (siehe Abb. 1). Zu dem zweimaligen Rückgang der Wirtschaftsleistung in Folge trugen nicht zuletzt die Konsumausgaben der privaten Haushalte bei. Der Privatverbrauch gab angesichts von Kaufkraftverlusten im Zuge der kräftig steigenden Verbraucherpreise merklich nach.

Haupttreiber für den BIP-Rückgang im 1. Quartal war aber nicht der Privatverbrauch, sondern die Konsumausgaben des Staates. Diese sind wegen des Auslaufens von Coronakrisen-Hilfsmaßnahmen (unter anderem Zahlungen an Krankenhäuser und Impfzentren) um deutliche 4,9 % gesunken, was die BIP-Rate um 1,1 Prozentpunkte verminderte. Hierbei dürfte es sich um einen Einmaleffekt handeln. Als weiterer Sondereffekt, der die gesamtwirtschaftliche Entwicklung nur vorübergehend beeinträchtigen dürfte, trug der bundesweit außerordentliche hohe Krankenstand zum BIP-Rückgang im 1. Quartal bei. Schließlich gab es zwischen dem Verlauf des Bruttoinlandsprodukts und der Bruttowertschöpfung zum Jahresanfang eine ungewöhnlich starke Diskrepanz. Die preis-, kalender- und saisonbereinigte Bruttowertschöpfung ist

nicht gesunken, sondern um 0,9 % gestiegen. Derartig Abweichungen von Wertschöpfung und Inlandsprodukt bilden sich in den Folgequartalen meist zurück. Die konjunkturelle Grunddynamik scheint vor diesem Hintergrund zum Jahresanfang stärker gewesen zu sein, als die amtliche BIP-Rate nahelegt.

Basierend auf dem standardmäßig vom BVR zur Kurzfristprognose verwendeten VAR-Pooling-Ansatz werden für das laufende 3. Quartal und das gerade zu Ende gegangene 2. Quartal BIP-Anstiege um 0,8 % beziehungsweise 0,4 % prognostiziert. Die Wahrscheinlichkeit für einen weiteren BIP-Rückgang im 2. Quartal beträgt dem Ansatz zufolge rund 25 %. Dies spricht ebenfalls dafür, dass die milde Rezession im Frühjahr ausgelaufen ist. Ein BIP-Zuwachs in Größenordnungen von 0,4 % und 0,8 % für das Sommerhalbjahr scheint auf dem ersten Blick recht hoch. Der Zuwachs relativiert sich aber, da die Wirtschaftsleistung im Winterhalbjahr – wie bereits erwähnt – um fast 1 % gesunken war. In früheren Erholungsphasen ist das BIP in einzelnen Quartalen vielfach mit Verlaufsdaten über 1 % gestiegen. So zum Beispiel im 2. Quartal 2021 um 1,9 % nach dem Rückgang im Zuge der Coronawelle vom Jahresanfang 2021 (-1,5 %). Dass die Wirtschaftsentwicklung wenig dynamisch ist, zeigt sich auch daran, dass das vor dem Ausbruch der Coronakrise im 4. Quartal 2019 erreichte BIP-Niveau gemäß der Prognose erst im laufenden 3. Quartal wieder überschritten werden wird.



Quelle: Statistisches Bundesamt, ab dem 2. Quartal 2023: Prognose des BVR

Im weiteren Prognosehorizont dürften sich die BIP-Verlaufsraten dann in Richtung ihres langfristigen Mittelwertes entwickeln. Vor diesem Hintergrund wird für das preisbereinigte BIP im Jahresdurchschnitt 2023 ein geringfügiger Anstieg um 0,1 % prognostiziert und für 2024 ein Zuwachs um 1,5 %. Mit seiner aktuellen Konjunkturprognose hat der BVR seine Wachstumseinschätzung für Deutschland 2023 gegenüber dem Stand vom März leicht nach oben korrigiert. Die Aufwärtskorrektur erfolgte unter anderem wegen des BVR Konjunkturbarometers, das inzwischen auf vergleichsweise hohe 55 Punkte gestiegen ist (siehe letzte Seite dieser Ausgabe des BVR Volkswirtschaft Kompakts). Im März hatte der BVR für das laufende Jahr noch mit einem geringfügigen Rückgang des BIP um 0,1 % gerechnet (siehe BVR Volkswirtschaft Kompakt vom 2. März 2023).

#### Rahmenbedingungen verbessern sich nur langsam

Zu den zentralen Annahmen der Prognose gehört, dass die gegenwärtige geopolitische Unsicherheiten zwischen China und USA zwar weiter bestehen werden. Es wird annahmegemäß aber keine Eskalation des China-Taiwan-Konflikts geben. Zudem wird angenommen, dass sich der Ukrainekrieg fortsetzen wird, aber zu keiner gravierenden neuen Belastung für die deutsche Volkswirtschaft führt. Die Energie- und Rohstoffpreise werden annahmegemäß erhöht bleiben, aber deutlich unter den Peaks des Jahres 2022 liegen. In Hinblick auf die Lieferkettenprobleme wird mit einer weiteren Entspannung gerechnet. Auch wird unterstellt, dass es hierzulande im kommenden Winter zu keiner Gasmanngelage kommen wird. Die US-Konjunktur dürfte sich unter dem Einfluss hoher Leitzinsen der Fed abschwächen, aber nicht in eine schwere Rezession geraten. Bezüglich der Konjunktur im Euroraum wird angenommen, dass die Wirtschaftsleistung im gesamten Währungsraums etwas dynamischer als in Deutschland wächst, aber mit ähnlichem konjunkturellem Verlauf.

Bezüglich der Geldpolitik wird angenommen, dass der Zinserhöhungszyklus der EZB 2023 seinen Höhepunkt erreicht. Die Inflation ist zwar weiterhin sehr hoch, die konjunkturdämpfenden Wirkungen der Geldpolitik lassen aber einen allmählichen Rückgang der Teuerung er-

warten. Im kommenden Jahr dürfte die EZB den Zinssenkungszyklus beginnen, während der Inflationsdruck weiter nachlässt. Schließlich wird angenommen, dass der Wechselkurs des Euro gegenüber wichtigen Handelspartnern keine großen Veränderungen erfahren wird.

#### Konsumausgaben werden an Fahrt aufnehmen

In Deutschland verläuft der Privatverbrauch gedämpft, solange die Inflation noch hoch bleibt. Die Inflationsrate, gemessen an der Jahresveränderungsrate des Verbraucherpreisindex (VPI), ist jüngst leicht von 6,1 % im Mai auf 6,4 % im Juni gestiegen, wofür jedoch in erster Linie Basiseffekte des Vorjahres (Einführung des 9-Euro-Tickets und des Tankrabatts) verantwortlich waren, die im Frühherbst 2023 enden werden. Für einen anhaltenden Inflationsdruck sorgen momentan vor allem die kräftigen Lohnabschlüsse und die Margenausweitungen der Unternehmen (siehe detaillierte Ausführungen am Ende dieses Beitrags). Die Binnenteuerung dürfte wegen dieser Aspekte noch eine Weile erhöht bleiben. Auch EZB-Präsidentin Christine Lagarde sieht in den hohen Unternehmensprofiten und den steigenden Löhnen Faktoren, die die Teuerung hartnäckig machen. Vor diesem Hintergrund dürften die Konsumausgaben der privaten Haushalte erst langsam wieder an Schwung gewinnen. Nachdem sie im laufenden Jahr den BIP-Zuwachs deutlich vermindern dürften, werden sie im kommenden Jahr voraussichtlich wieder einen positiven Beitrag zum gesamtwirtschaftlichen Wachstum leisten (siehe Abb. 2).

Die Investitionen erhalten durch die gestiegenen Zinsen einen spürbaren Dämpfer. Besonders stark verringern die hohen Zinsen die Bauinvestitionen. Die Bundesregierung setzt starke Anreize für Investitionen in die Klimaschutz-Transformationen. Die Unsicherheiten bleiben jedoch erhöht und belasten die Investitionsbereitschaft, auch aufgrund von Unklarheiten über die perspektivische Ausrichtung der Förderkulisse. Auch bremst der Arbeitskräfte- und Materialmangel die Investitionstätigkeit. Die Finanzpolitik hält ab 2024 wieder die Grenzen der Schuldenbremse ein und wirkt nicht mehr expansiv.

Der Außenhandel dürfte das preisbereinigte Wirtschaftswachstum in laufenden Jahr leicht erhöhen. Zwar werden die Exporte erheblich schwächer expandieren als im Vorjahr. Die Importe werden wegen der insgesamt verhaltenen Binnennachfrage aber zurückgehen und damit ebenfalls steigend auf den Außenbeitrag wirken. Im kommenden Jahr ist im Zuge einer weltwirtschaftlichen Belebung mit einem wieder stärkeren Exportwachstum zu rechnen. Da die Importe mit der anziehenden Konsumkonjunktur aber noch deutlicher zulegen dürften als die Exporte, wird der Außenhandel als Ganzes den BIP-Zuwachs voraussichtlich rechnerisch leicht vermindern.

### Konjunkturelle Risiken überwiegen die Chancen

Dem Eintreten der vorgestellte Prognose ist aus heutiger Sicht die höchste Wahrscheinlichkeit beizumessen. Die Prognose ist aber mit erheblichen Unsicherheiten versehen. Derzeit dominieren die Abwärtsrisiken die Chancen auf eine günstigere gesamtwirtschaftliche Entwicklung deutlich. So ist denkbar, dass sich die Energie- und Rohstoffpreise im Zuge steigender geopolitischer Spannungen wieder erheblich erhöhen werden und/oder dass die US-Konjunktur unter dem Einfluss hoher Leitzinsen der Fed 2024 in eine starke Rezession gerät. Die in der Prognose erwartete Belebung der Weltwirtschaft könnte dann ausbleiben. Hohe Unsicherheiten, wieder steigende Energiepreise und

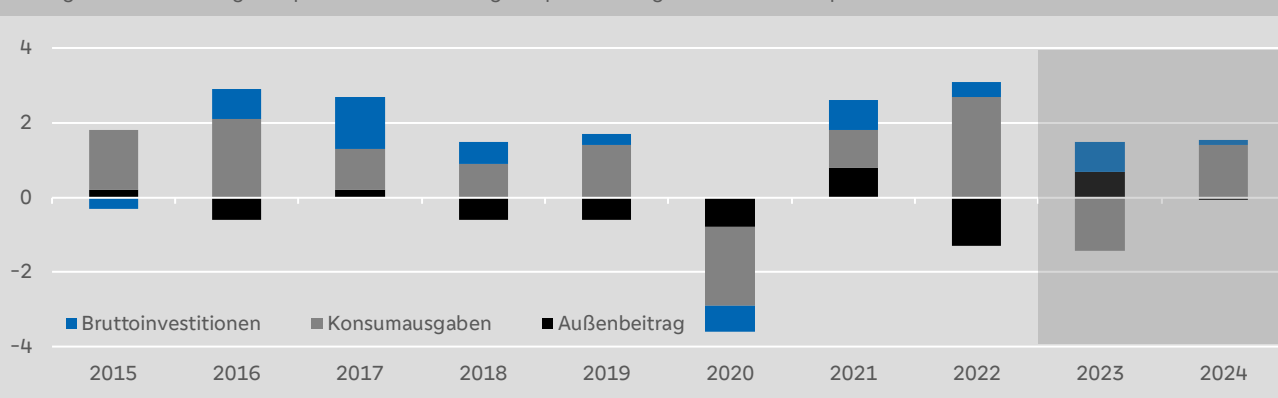
störanfällige Lieferketten könnten nur für sehr verhalten wachsende Absatzmärkte für die deutschen Exporteure sorgen. Die Investitionen würden in einem solchen Umfeld wegen der hohen Unsicherheiten stärker gedämpft. Der Konsum würde durch die stärkeren Preisanstiege belastet. Sollte sich ein solches Negativszenario manifestieren könnte das preisbereinigte BIP Deutschlands, nach einem Anstieg um 1,8 % im Vorjahr, im gesamten Jahr 2023 um rund 1 % zurückgehen. Die Inflationsrate könnte im Jahresdurchschnitt mit etwa 7 % ähnlich hoch wie 2022 (6,9 %) liegen.

Möglich, wenngleich weniger wahrscheinlich als Negativszenario, ist eine günstigere Entwicklung als in der Prognose skizziert. Die geopolitischen Risiken könnten substanziell zurückgehen. Der China-Taiwan-Konflikt könnte in den Hintergrund treten. Der Krieg in der Ukraine könnte auf einen Waffenstillstand zusteuern oder in einer für die Ukraine akzeptablen Weise beendet werden. Die Störungen von Lieferketten würden in einem solchen Umfeld schneller zurückgehen und würden den internationalen Handel kaum noch belasten. Die Inflation würde rascher in Richtung der geldpolitisch bedeutsamen 2-Prozentmarke sinken. In einem solchen Positivszenario könnte das BIP Deutschlands 2023 um etwa 1 % steigen, bei einer Inflationsrate von rund 4,5 %.

#### Konsumausgaben dürften bald wieder anziehen

Beiträge der Verwendungskomponenten zum Anstieg des preisbereinigten BIP in Prozentpunkten\*

Abb. 2



\*Die Beiträge berechnen sich aus dem Vorjahresanteil der Verwendungskomponente am BIP (auf Basis jeweiliger Preise) multipliziert mit der jeweiligen Veränderungsrate (auf Basis preisbereinigter Angaben).

Quelle: Statistisches Bundesamt, 2023 und 2024: Prognose des BVR

### Höherer inländischer Preisdruck

Von zentraler Bedeutung für den weiteren Konjunkturverlauf ist die Inflation. Hier haben sich die Triebkräfte zuletzt spürbar verschoben. Während in den Vorjahren vor allem die höheren Importpreise die Inflationsraten nach oben steigen ließen, haben zuletzt die binnenwirtschaftlichen Auftriebskräfte an Bedeutung gewonnen (siehe Abb. 3).

So waren für den Anfang 2021 einsetzenden rasanten Höhenflug der Verbraucherpreise zunächst die globalen Lieferengpässe bei Energie- und Rohstoffe ausschlaggebend. Die Preise für diese überwiegend aus dem Ausland eingeführten Güter stiegen mit der weltweiten Erholung vom Coroneinbruch des 1. Halbjahres 2020 deutlich an. Im Zuge des Kriegsbeginns in der Ukraine gewannen die Importpreise Anfang 2022 weiter an Dynamik und erreichten, gemessen am Importe-Deflator, im 3. Quartal 2022 mit 20,2 % einen lokalen Höhepunkt. Leicht verzögert kletterten auch die Verbraucherpreise, gemessen am Verbraucherpreisindex (VPI), weiter nach oben und markierten im 4. Quartal 2022 mit 8,6 % einen lokalen Höchststand. Im 1. Quartal 2023 ist die allgemeine Teuerung dann erstmals seit Ende 2020 leicht zurückgegangen. Die Inflationsrate sank auf 8,2 %, begünstigt durch die staatlichen Preisbremsen für Gas, Strom und Fernwärme.

Zuletzt, im Winterhalbjahr 2022/23, hat Preisdruck aus dem Ausland aber merklich nachgelassen.

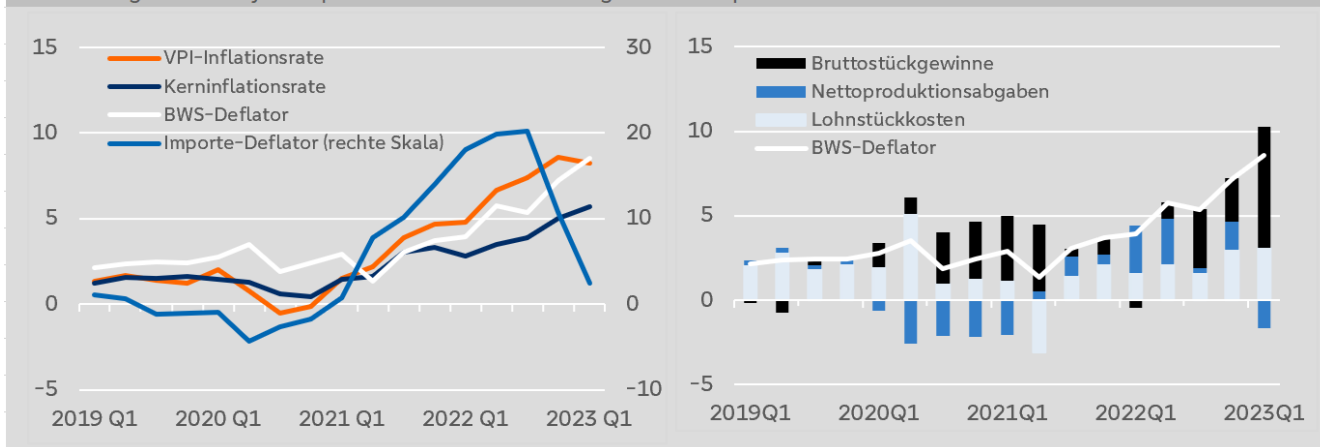
Im 1. Quartal 2023 lag der Importe-Deflator mit 2,5 % so niedrig wie seit Anfang 2021 nicht mehr. Demgegenüber hat der inländische Preisdruck sichtlich zugenommen. Gemessen am Deflator der Bruttowertschöpfung (BWS-Deflator) tendieren die inländischen Preise seit Mitte 2021 steil nach oben. Im 1. Quartal 2023 lag der BWS-Deflator mit 8,6 % so hoch wie noch nie seit der Wiedervereinigung. Als Ausdruck der verstärkten Binnenteuerung hat auch die Kerninflationsrate ohne Berücksichtigung der schwankungsanfälligen Energie- und Nahrungsmittelpreise angezogen. Die Kerninflationsrate ist zu Beginn dieses Jahres auf 5,7 % gestiegen.

Der BWS-Deflator lässt sich in die Hauptkomponenten Arbeitnehmerentgelte je Einheit reale BWS (Lohnstückkosten), Nettobetriebsüberschüsse und Abschreibungen je Einheit reale BWS (Bruttostückgewinne) sowie sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstige Subventionen je Einheit reale BWS (Nettoproduktionsabgaben) zerlegen. Die Lohnstückkosten haben in den vergangenen Jahren zumeist beständig in einer Größenordnung zwischen 1 und 3 Prozentpunkten zum BWS-Deflator beigetragen. Im 1. Quartal 2023 legten die Arbeitnehmerentgelte im Zuge kräftiger Verdienststeigerungen gegenüber dem Vorjahresquartal um deutliche 6,3 % zu und steuerten mit überdurchschnittlichen 3,1 Prozentpunkte zum BWS-Deflator in Höhe von 8,6 % bei.

### Stückgewinne zuletzt stärkster Treiber der Inflation

Abb. 3

Veränderungen zum Vorjahresquartal in Prozent und Beiträge in Prozentpunkten



Quelle: Statistisches Bundesamt, ab dem 2. Quartal 2023: Prognose des BVR



Noch stärker fiel zu Beginn des laufenden Jahres die Steigerungswirkung von Seiten der Bruttostückgewinne aus. Diese lieferten einen Beitrag von 7,1 Prozentpunkten zum BIP-Deflator und waren somit, für sich betrachtet, für gut 80 % der Binnenteuerung verantwortlich. Damit bestätigt sich der in der Fachliteratur beschriebene Befund, demzufolge die Stückgewinnen in Phasen hoher Inflation ein starke Dynamik entfalten. Einigen Unternehmen gelingt es nicht nur, importierte und hausgemachte Kostenschübe in den Absatzpreisen weiterzugeben, sondern auch ihre Profitabilität zu steigern. Begünstigt wird dies durch die noch bestehenden Lieferengpässe und die hohe Nachfrage, die sich unter anderem in den nach wie vor beachtlichen Auftragsbeständen des Verarbeitenden Gewerbes zeigt.

Bereits in der Erholungsphase nach dem Coronakrisen-einbruch des 1. Halbjahres wirkten die Bruttostückgewinne stark treibend auf den im Inland induzierten Preisdruck. Diese Entwicklung wurde durch die umfangreichen Staatshilfen gestützt, die für sich betrachtet die Binnenteuerung verminderten. Auch am aktuellen Rand des Geschehens wirken die Nettoproduktionsabgaben dämpfend auf den inländischen Preisdruck, offenbar wegen der zu Jahresbeginn 2023 voll wirksam gewordenen staatlichen Energiepreisbremsen.

In naher Zukunft dürfte die Binnenteuerung zunächst hoch bleiben. In Hinblick auf die Lohnstückkosten zeichnet sich ab, dass deren Steigerungswirkung nur langsam nachlässt. Angesichts der leicht anziehenden Konjunktur und des robusten Arbeitsmarktumfelds könnte der Beitrag der Lohnstückkosten zum BWS-Deflator im weiteren Verlauf von 2023 zunächst bei rund 3 Prozentpunkten verharren. Erst im kommenden Jahr dürfte das hohe Lohnwachstum abnehmen und in Kombination mit einer steigenden Produktivität zu einem niedrigen Lohnstückkosten-Beitrag von etwa 2,5 Prozentpunkten führen. Bezüglich der Gewinnmargen zeichnet sich eine Normalisierung ab. Die Lieferengpässe werden sich perspektivisch mehr und mehr auflösen, ebenso wie die während der Hochphase der Coronakrise angestaute Nachfrage. Daher wird die Preissetzungsmacht der Unternehmen abnehmen. Der Beitrag der Bruttostückgewinne zum BWS-

Deflator könnte vor diesem Hintergrund von rund 3 Prozentpunkten im Jahr 2023 auf 1 Prozentpunkt 2024 sinken. Unter der Annahme, dass die Nettoproduktionsabgaben 2023 und 2024 nur vergleichsweise wenig Einfluss auf die inländische Teuerung ausüben werden, würde der BWS-Deflator also von rund 6 % im laufenden Jahr auf etwa 3,5 % im kommenden Jahr zurückgehen. Wenn zudem angenommen wird, dass von Seiten der Importpreise keine neuerlichen Schocks ausgehen werden, scheint ein Rückgang der VPI-Inflationsrate von 6,0 % im Jahresdurchschnitt 2023 auf 3,5 % im Jahr 2024 wahrscheinlich. Die hohe Inflation wird voraussichtlich, wie bereits im Rahmen des BVR Volkswirtschaft Kompakts vom April 2023 eingehend analysiert, durch Zweit- und Mehrrundeneffekten in der Preis- und Lohnsetzungsdynamik verlängert werden. ■

## Finanzmärkte: Ist die Geldpolitik bereits ausreichend restriktiv?

Der Inflationsdruck sinkt im Euroraum, wie auch in Deutschland, und liegt im Juni bei 46 Punkten. Der BVR-Indikator für die Inflationsschaubild liegt damit seit April knapp unterhalb der neutralen Marke von 50 Punkten. Die Werte für April und Mai mussten aufgrund neuer Daten um jeweils einen Punkt nach oben korrigiert werden, blieben jedoch unter der neutralen Marke.

Damit deutet der Indikator an, dass die geldpolitische Reaktion der Europäischen Zentralbank wirksam und ausreichend war. Inwieweit die wahrscheinliche Juli- und eine mögliche Septemberzinserhöhung von den Markt- und Wirtschaftsakteuren bereits eingepreist sind, ist jedoch nicht ersichtlich.

### Konjunktur: Verhaltener Beitrag

Von der Konjunktur geht noch der größte Druck auf die Inflation aus. Mit 49 Punkten bleibt dieser Druck jedoch konform mit dem Zielwert der Notenbank von 2 %. Der Indikator bestätigt damit die Analyse eines verhaltenen Aufschwungs in diesem Kompakt. Dieser stabilisiert zwar die Nachfrage, erzeugt aber in der Breite voraussichtlich keine Kapazitätsauslastungen oder Lohnsteigerungen, die hoch genug wären, die Inflationsschaubild über 2 % zu heben.

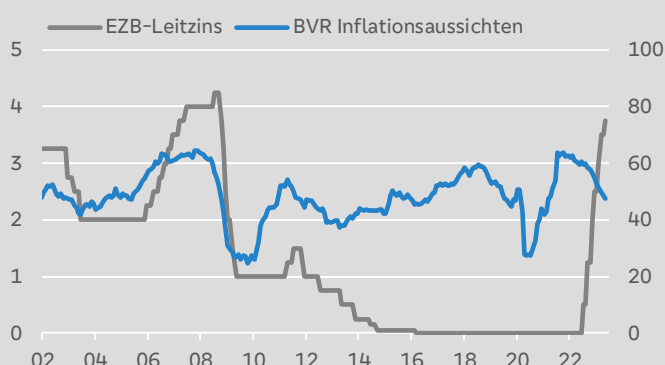
### Preise und Kosten: Kostenschock wirkt überwunden

Der hohe Kostendruck des Kriegsjahres und Energiekrisenjahres 2022 scheint vorerst überwunden. Mit nunmehr 45 Punkten liegt der Kostenindikator der Inflationsschaubild unterhalb des neutralen Niveaus. Das deckt sich mit den stagnierenden bis sinkenden Rohstoffpreisen im Welthandel, die von der verhaltenen globalen Konjunktur gebremst werden. Beispielhaft hierfür stehen die seit Jahresbeginn um gut 10 % gefallen Rohölpreise. Allerdings bleiben die Rohstoffpreise volatil und von der globalen Nachfrage sowie der Politik der Förderländer abhängig.

### Kreditdynamik: Deutlich gebremst

Die Kreditdynamik wirkt nun deutlich inflationsbremsend. Mit einem Wert von 35 Punkten trägt sie deutlich unterdurchschnittlich zur Inflation bei und würde, wäre sie der einzige Faktor, das Zweiprozentziel unter-schießen. Damit zeigt sich, dass die restriktivere Geldpolitik der EZB, also die Zinserhöhungen und die Bilanzverkürzung, mit der erwarteten Verzögerung deutlich wirkt. Zusätzlich bremsen die höheren Risiken durch die verhaltene Konjunktur und die raschen Zinsschritte die Kreditdynamik, da Kreditgeber sich hier absichern wollen und – per Aufsicht – auch sollen. ■

**BVR Inflationsschaubild**  
in Prozent, Euroraum



	Apr. 23	Mai. 23	Jun. 23
<b>BVR Inflationsschaubild</b>	<b>49</b>	<b>48</b>	<b>46</b>
Konjunktur (50 %)	54	50	49
Preise/Kosten (40 %)	43	47	45
Kreditdynamik (10 %)	42	39	35

Die BVR Inflationsschaubild sind ein Indikator für die mittelfristige Inflationsentwicklung im Euroraum mit Werten zwischen 0 und 100. Der Indikatorwert von 50 ist mit dem Erreichen des impliziten Inflationsziels der EZB von 2 % verbunden. Geringere (höhere) Werte signalisieren eine geringere (höhere) mittelfristige Inflationstendenz. Die Konjunkturkomponente enthält die Industrieproduktion, den Auftragsbestand im Verarbeitenden Gewerbe, das Wirtschaftsklima und die Kapazitätsauslastung im Euroraum. Die Komponente für Preise/Kosten beinhaltet den HWWI-Energiepreisindex, die Lohnstückkosten und den handelsgewichteten Euro-Wechselkurs. Die Kreditdynamik wird anhand der Jahreswachstumsrate der Kredite an Unternehmen und Privathaushalte gemessen.

Quellen: BVR, Refinitiv Datastream



## Konjunktur: Barometer signalisiert Wachstum

### BVR Konjunkturbarometer bei 55 Punkten

Wie bereits auf den ersten Seiten dieser Publikation skizziert, zeichnet sich zur Jahresmitte 2023 für Deutschland eine konjunkturelle Belebung ab. Für eine solche Belebung spricht auch das BVR Konjunkturbarometer. Das Barometer ist zwar von hohen 73 Punkten im April auf (abwärtsrevidierte) 55 Punkte im Mai gefallen und dürfte nach aktuellem Datenstand im Juni und Juli auf diesem Niveau verharren. Damit befindet sich der Konjunkturindikator aber nach wie vor auf einem solidem Niveau und lässt für das Sommerhalbjahr eine Rückkehr des Bruttoinlandsprodukts (BIP) auf seinen Wachstumspfad erwarten. Im 1. Quartal war das preis-, kalender- und saisonbereinigte BIP im Vorjahresquartalsvergleich (gegenüber ersten amtlichen Berechnungen merklich abwärtsrevidiert) noch um 0,5 % gesunken.

### Stimmungsindikatoren trüben sich ein

Ein Grund für den Rückgang des BVR Konjunkturbarometers von April auf Mai besteht in der Eintrübung wichtiger Stimmungsindikatoren. So ist der ifo Geschäftsklimaindex, nach zuvor 6 Anstiegen in Folge, im Mai und Juni deutlich zurückgegangen. Maßgeblich für den Rückgang waren die Geschäftserwartungen, die von den befragten Unternehmen – angesichts der

hartnäckig hohen Inflation, der gestiegen Leitzinsen und der schwachen Weltkonjunktur – verhaltener beurteilt wurden. Neben dem Geschäftsklima hat sich auch das Verbrauchervertrauen im Juni verschlechtert. Der Indikator des Verbrauchervertrauens liegt aber weiterhin über seinem Vorjahresmonatswert. Von diesem Indikator geht daher noch immer eine Steigerungswirkung auf das Barometer aus, ebenso wie von den ZEW-Konjunkturerwartungen, die im Juni – entgegen dem allgemeinen Trend – gestiegen sind.

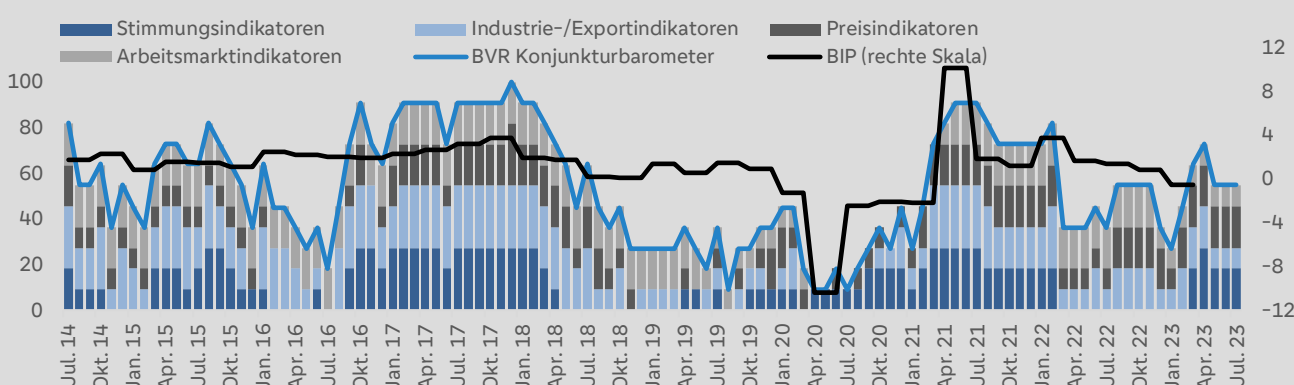
### Gemischt ausgefallene Industrie-/Exportindikatoren

Zum Rückgang des BVR Konjunkturbarometers im Mai trugen zudem die Ausfuhren der deutschen Wirtschaft bei. Diese sind gegenüber dem Vormonat minimal um 0,1 % gesunken und befinden sich damit erstmals seit Februar 2021 unter ihrem Vorjahresmonatswert. Im Gegensatz zu den Warenexporten ist der Industrie-Auftragseingang im Mai gestiegen. Die Neuaufträge legten, befördert durch Großaufträge im sonstigen Fahrzeugbau, gegenüber dem Vormonat um kräftige 6,4 % zu. Erste amtliche Angaben zur Industrieprodukt im Mai werden am 7. Juli veröffentlicht.

Von den Preis- und Arbeitsmarktimdikatoren geht unverändert eine moderat steigernde Wirkung auf das BVR-Konjunkturbarometer aus. ■

#### BVR Konjunkturbarometer

in Prozent, Veränderung des preis-, kalender- und saisonbereinigten BIP zum Vorjahr



Das BVR Konjunkturbarometer ist ein Indikator für die konjunkturelle Entwicklung Deutschlands und kann Werte zwischen null und 100 annehmen. Es verdichtet die Signale von 3 Stimmungsinidkatoren (ifo Geschäftsklima, ZEW-Konjunkturerwartungen, Verbrauchervertrauen), 3 Industrie-/Exportindikatoren (Industrie-Auftragseingang, Industrieproduktion, Ausfuhren), 3 Preisindikatoren (DAX, Geldmarktzins, Rohölpreis) und 2 Arbeitsmarktimdikatoren (Erwerbstätige, Offene Stellen). Als Diffusionsindex misst das BVR Konjunkturbarometer den prozentualen Anteil der Indikatoren an allen 11 einbezogenen Indikatoren, die gegenüber dem Vorjahresmonat gestiegen sind. Liegen für einen Indikator aktuell noch keine Werte vor, wird das Signal des Vormonats verwendet.

Quellen: BVR, Refinitiv Datastream