

DIGITALES ARCHIV

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

Periodical Part

Volkswirtschaft kompakt / BVR Research. 2024

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. 2024 (2024).

https://www.bvr.de/p.nsf/0/022429CF0F66D205C1258AA80031D0FB/%24FILE/BVR_VolkswirtschaftKompakt_Ausgabe_1-2024.pdf.

https://www.bvr.de/p.nsf/0/602C2B1884BAFA1DC1258ABD0034C632/%24FILE/BVR_VolkswirtschaftKompakt_Ausgabe_2-2024.pdf.

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/11159/707393>

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://zbw.eu/econis-archiv/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.

BVR Research

Volkswirtschaft **Kompakt**

Wirtschaftspolitik, Finanzmärkte, Konjunktur

Inflationsrisiken bleiben erhöht – EZB sollte vorsichtigen Zinssenkungskurs beibehalten

Executive Summary

Der Kampf gegen die Inflation ist noch nicht gewonnen. In Deutschland und im Euroraum als Ganzes hat der Preisauftrieb im bisherigen Verlauf des Jahres 2024 vom Trend her zwar weiter abgenommen. In Deutschland sank die Inflationsrate, gemessen an der jährlichen Veränderung des Verbraucherpreisindex (VPI), unter Schwankungen von 2,9 % auf 2,0 % im Oktober.

Es bestehen jedoch hohe Unsicherheiten über die künftige Lohn- und Margenentwicklung. Der Kampf gegen die Inflation ist daher noch nicht beendet. Hohe Preisrisiken gehen auch von der Wirtschaftspolitik des künftigen US-Präsidenten und den geopolitischen Spannungen beispielsweise im Nahen Osten aus. Daher sollte sich die Europäische Zentralbank (EZB) nicht vorschnell auf weitere Zinssenkungen festlegen, sondern weiterhin datengetrieben handeln.

Kurzfristig wird die Inflation aufgrund von Sondereffekten zunehmen. Modellbasierte Prognosen des BVR lassen wieder höhere Inflationsraten erwarten, auch wegen der weiteren Anhebung des nationalen CO₂-Preises und der Erhöhung des Deutschlandticket-Preises. Im Jahresdurchschnitt 2025 wie auch 2024 ist nach der BVR-Inflationsprognose mit einem Anstieg des Verbraucherpreisindex in Deutschland um 2,3 % zu rechnen. Die Kerninflationsrate, ohne Berücksichtigung der Energiepreise, dürfte wegen eines weiter nachlassenden Preisdrucks von Seiten der Lohnstückkosten und der Stückgewinnen von 2,7 % im zu Ende gehenden Jahr 2024 auf 2,1 % im Jahr 2025 sinken.



Inhalt

Inflationsrisiken bleiben erhöht – EZB sollte vorsichtigen Zinssenkungskurs beibehalten 2
Dr. Andreas Bley und Dr. Gerit Vogt

BVR Inflationsaussichten 6
Dr. Andreas Bley

BVR Konjunkturbarometer 7
Dr. Gerit Vogt

Inflationsrisiken bleiben erhöht – EZB sollte vorsichtigen Zinssenkungskurs beibehalten

Preisentwicklung weiterhin wichtiges Thema

Eine hohe Inflation wird von den meisten Menschen zu Recht als eine Bedrohung ihres Wohlstands wahrgenommen. Auch bei der US-Präsidentenwahl am 5. November war die allgemeine Teuerung ein sehr wichtiges, wenn nicht gar wahlentscheidendes Thema. Viele US-Bürger machen den noch amtierenden US-Präsidenten Joe Biden und seine Stellvertreterin Kamala Harris für die starken Preissteigerungen der Vergangenheit verantwortlich, während sich Wahlsieger Donald Trump erfolgreich ein Image als Anwalt der (auch durch die Preisentwicklung) abgehängten Bevölkerung aufbaute.

Die Geldpolitik hat spät auf die Inflation reagiert, aber beim Kampf gegen hohe Preiszuwächse bereits große Erfolge erzielt. In weiten Teilen der Welt haben sich die Inflationsraten deutlich von den Höchstständen der vergangenen Jahre entfernt. Im Euroraum ist die Inflationsrate, gemessen an der jährlichen Veränderung des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), von ihrem bisherigen Höchststand von 10,6 % im Oktober 2022 unter Schwankungen auf einen lokalen Tiefpunkt von 1,7 % im September 2024 gesunken, bevor sie im Oktober wieder leicht auf 2,0 % stieg. Im Zuge der Verlangsamung des Preisauftriebs leitete die Europäische Zentralbank (EZB) im Juni dieses Jahres ihren Zinssenkungszyklus ein, gefolgt von der US-Notenbank Fed, die im September eine erste Leitzinssenkung vornahm.

Der Kampf der Notenbanken gegen die Inflation ist aber noch nicht gewonnen. In den Worten des Bundesbankpräsidenten Joachim Nagel in einem Interview mit der „Zeit“ ist das „gierige Biest“ der Inflation zwar inzwischen wieder unter Kontrolle. Die Preissteigerung im Euroraum bewege sich bereits um die von der EZB mittelfristig angestrebte Marke von 2 %. Wichtig sei nun aber, dass die Inflationsrate auch nachhaltig bei 2 % bleibe.

Inflationsprognose verdeutlicht Risiken

Dass der Kampf gegen die Inflation im Euroraum noch nicht gewonnen ist, verdeutlicht auch die vorliegende Inflationsprognose des BVR für Deutschland, der größten Volkswirtschaft im Euroraum. Auch in Deutschland hat die Preisdynamik seit der Ende 2022 erreichten Hochphase der Inflation deutlich nachgelassen. Die Inflationsrate, basierend auf der jährlichen Veränderung des Verbraucherpreisindex (VPI), war im bisherigen Verlauf des Jahres 2024 ausgehend von einem im Januar mit 2,9 % erreichten Maximalwert unter Schwankungen auf einen Minimalwert von 1,6 % im September gesun-

ken. In Quartalsbetrachtung sank die Teuerungsrate kontinuierlich von 2,5 % im 1. Quartal über 2,3 % im 2. Quartal auf 1,9 % im 3. Quartal (siehe Abb. 1).

Gemäß der aktuellen Inflationsprognose wird die Inflationsrate Deutschlands in den nächsten Monaten zu nächst merklich anziehen. Sie dürfte auf 2,4 % im 4. Quartal und 2,5 % im 1. Quartal 2025 steigen (siehe orangene Linie in der Abb. 1). Anschließend dürfte die Inflationsrate aber wieder nach unten tendieren und im 4. Quartal bei 2,1 % liegen. Der Prognose zufolge wird sie sowohl im Jahresdurchschnitt 2024 als auch im Durchschnitt des Jahres 2025 bei 2,3 % liegen und damit auf einem im langjährigen Vergleich noch immer erhöhten Niveau.

Die Prognose basiert auf einem dreistufigen Ansatz. Auf der ersten Stufe werden relevante Preisindikatoren zu verschiedenen statistischen Modellen kombiniert. Die einzelnen Prognosewerte dieser Modelle werden durch Bildung des arithmetischen Mittelwertes zu Punktprognosewerten verdichtet (für weitere Informationen zum Prognoseansatz siehe BVR Volkswirtschaft Kompakt vom Oktober 2023). Auf der zweiten und dritten Stufe werden die Modellprognosewerte dann um mögliche Sonderfaktoren und Risikoanpassungen ergänzt. Hierbei werden Informationen und Einschätzungen genutzt, die von den Modellen aufgrund ihres mechanischen Ansatzes nicht oder nur unzureichend berücksichtigt werden können.

Im Rahmen der aktuellen Inflationsprognosen wurden:

- der Energiepreis-Basiseffekt von Ende 2023 berücksichtigt ebenso wie
- die Sonderfaktoren der Anhebung des Deutschlandticket- und des CO₂-Preises.

Anders aber als beispielsweise bei der Inflationsprognose des BVR vom Oktober 2023, als der Nahostkonflikt eine Neubeurteilung der Risikosituation erforderlich macht, wurde bei der aktuellen Prognose keine ad hoc Risikoanpassung vorgenommen. Die Streuung der um die genannten Sonderfaktoren korrigierten einzelnen Prognosewerte (siehe hellblaue Linien in Abb. 1) ist Ausdruck der gegenwärtig erhöhten Inflationsrisiken. Gemäß den Einzelprognosewerten könnte die Inflationsrate Ende 2025 1,6 % betragen oder aber auch bei 2,2 % liegen.

Inhaltlich gehen die Preisrisiken derzeit vor allem von drei Faktoren aus:

- der inländischen Lohn- und Margenentwicklung
- der Wirtschaftspolitik des künftigen US-Präsidenten und
- den geopolitischen Spannungen

Energiepreis-Basiseffekte erhöhen Inflationsrate Ende 2024

Haupttreiber des Rückgangs der Inflationsrate in der jüngeren Vergangenheit waren die Energiepreise, die deutlich unter ihren hohen Vorjahresmonatsständen lagen. Wie bereits erwähnt, zog die Inflationsrate ausgehend von den im September mit 1,6 % markierten lokalen Tiefstand im Oktober wieder an – ähnlich wie im Euroraum als Ganzes – auf 2,0 %. Verantwortlich für den Anstieg waren vor allem die Energiepreise, die sich weniger deutlich verbilligten als zuvor (-5,5 % nach -7,6 % im September). Wegen der Basiseffekte der bereits Ende 2023 rückläufigen Energiepreise dürfte die Inflationsrate im November erneut steigen, auf eine Größenordnung von etwa 2,5 %, und auch im Dezember deutlich über 2,0 % liegen.

Deutschlandticket- und CO₂-Preiserhöhungen Anfang 2025

Auch für Januar 2025 zeigt sich eine Inflationsrate deutlich über der Marke von 2 % ab. Dann dürften die Sondereffekte der Deutschlandticket-Preisanhebung und der Erhöhung des nationalen CO₂-Preises für einen stärkeren Preisauftrieb sorgen. Die Anhebung des Deutschlandticket-Preises ab Januar von 49 auf 58 Euro ist zwar noch nicht vom Deutschen Bundestag final be-

schlossen. Die Unionsfraktion hat aber signalisiert, dass sie den dazu notwendigen Gesetz in der Woche vor Weihnachten zustimmen wollen, wenn der Bundeskanzler wie geplant seine Vertrauensfrage stellen wird. Nach Überschlägigen Berechnungen des BVR dürfte die zu erwartende Anhebung des Ticketpreises um rund 18 % die Inflationsrate im Januar und im Jahresdurchschnitt 2025 um rund 0,1 Prozentpunkte erhöhen.

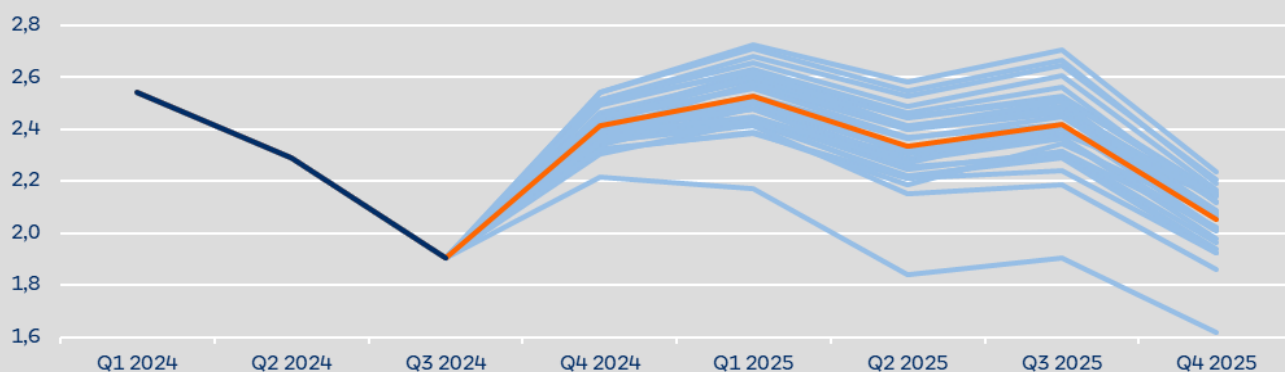
Der nationale CO₂-Preis wird gemäß dem gültigen Brennstoffemissionshandelsgesetz Anfang 2025 um 10 Euro auf 55 Euro pro Tonne angehoben. In Anlehnung an Schätzungen der Deutschen Bundesbank (siehe Monatsbericht vom Dezember 2023) wird hier eine Steigerungswirkung auf die deutsche Inflationsrate für Januar und das Gesamtjahr 2025 um 0,15 Prozentpunkte unterstellt.

Inflationsrisiken der inländischen Lohn- und Margenentwicklung

Der allgemeine Preisdruck wird derzeit noch immer durch die rückläufigen Energiepreise überdeckt. Die Kerninflationsrate, ohne Berücksichtigung der Energiepreise, ist weiterhin höher als die Gesamtinflationsrate. Sie lag im Oktober im Euroraum bei 2,7 % und in Deutschland bei 2,9 %. Der Preisdruck ging zuletzt vor allem von den Dienstleistungspreisen aus. Deren Entwicklung wird wiederum stark durch die Lohn- und Margenentwicklung beeinflusst.

Die Löhne und Gehälter tendieren hierzulande und im Euroraum weiter nach oben, auch weil die Arbeitsmarktlage noch immer vergleichsweise robust ist. In Deutschland lagen die Arbeitnehmerentgelte im 1. Halbjahr 2024 gegenüber dem Vorjahreszeitraum um kräftige

Abb. 1: Starke Streuung der Inflationsrate-Prognosewerte
Veränderungen des Verbraucherpreisindex (VPI) zum Vorjahr in Prozent



Anmerkungen: In der Abbildung 1 werden die Prognosewerte von 30 VAR-Modellen gezeigt (hellblaue Linien), in die neben den vierteljährlichen VPI-Veränderungsraten, die Veränderungen des Brent-Ölpreises, des Erzeugerpreisindex gewerblicher Güter, der Lohnstückkosten, der Stückgewinne und des BIP Deutschlands zum Vorquartal einfließen. Geschätzt werden die Modelle mit den Daten des Zeitraums vom 1. Quartal 1992 bis zum 3. Quartal 2024. Für das 3. Quartal 2024 liegen derzeit für einige der genannten Variablen noch keine oder nur unvollständige Angaben vor. Im Rahmen der Prognoseerstellung wird angenommen, dass sich die Lohnstückkosten und die Stückgewinne so wie im 2. Quartal verändern werden (naive same-change-Prognose). Zu sehen sind zudem die arithmetischen Mittelwerte der Modellprognosen (orangene Linie) sowie der bisherige Verlauf der Inflationsrate (blaue Linie). Die Prognosewerte wurden um einige Ende 2024 und Anfang 2025 wirkende Sonderfaktoren korrigiert.

Quelle: Statistisches Bundesamt, ab dem 4. Quartal 2024: Prognose des BVR

5,8 % im Plus. Die für den Inflationsdruck maßgeblichen Lohnstückkosten legten sogar um 6,0 % zu, da das reale Bruttoinlandsprodukt um 0,2 % sank. Gemäß der aktuellen Inflationsprognose des BVR wird die derzeit hohe Dynamik bei den Lohnstückkosten im kommenden Jahr merklich nachlassen. Dem Mittelwert der Modellprognosen zufolge wird sich ihr Anstieg von 5,0 % im Jahr 2024 auf 1,7 % 2025 vermindern (siehe linke Grafik in Abb. 2). Dies scheint realistisch, da die Tarifabschlüsse im Zuge rückläufiger Inflationserwartungen perspektivisch weniger hoch ausfallen dürften und da das reale Bruttoinlandsprodukt im kommenden Jahr voraussichtlich nicht weiter sinken, sondern leicht steigen wird.

Deutlich gestiegen waren während der vergangenen Teuerungswellen auch die Gewinnmargen der Unternehmen. In Zeiten höherer Inflation gelingt es Firmen mit einer starken Marktposition häufig, Verkaufspreissteigerungen vorzunehmen, die über den allgemeinen Kostensteigerungen hinausgehen. Zuletzt ist aber eine Normalisierung eingetreten, die sich 2025 fortsetzen dürfte. Die Stückgewinne werden der Prognose zufolge von 1,6 % im laufenden Jahr auf 0,7 % im kommenden Jahr sinken (siehe mittlere Grafik in Abb. 2). Auch diese Entwicklung scheint realistisch, da die Preissetzungsspielräume der Unternehmen, durch die nicht mehr ganz so hohe Inflation geringer werden.

Wegen des nachlassenden Preisdrucks von den Lohnstückkosten und von den Stückgewinnen dürfte die Kerninflationsrate im Prognosezeitraum sinken. Die modellbasierten Prognosewerte lassen einen Rückgang von 2,7 % im zu Ende gehenden Jahr 2024 auf 2,1 % im kommenden Jahr erwarten (siehe rechte Grafik in Abb. 2).

Aber auch bei diesen Prognosewerten bestehen erhebliche Aufwärtsrisiken. Sollten die Lohnstückkosten und die Stückgewinne stärker steigen wie im Mittel der Modellprognose angenommen, könnte sich der Rückgang der Kerninflationsrate verzögern oder im Extremfall sogar ausbleiben. Aufwärtsrisiken für den vorliegenden Inflationsausblick gehen auch von den möglichen Folgen der US-Präsidentchaftswahl aus.

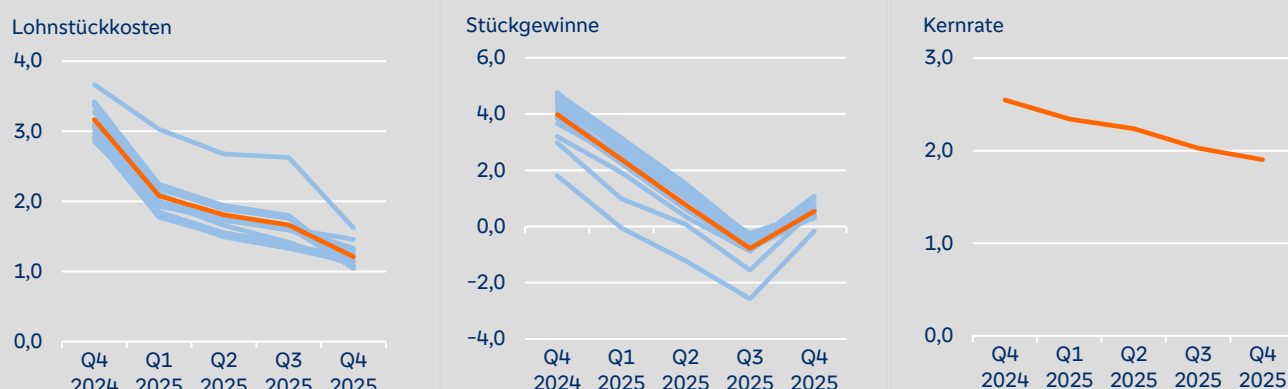
Donald Trump und geopolitische Spannungen als weiter Preisrisiken

Donald Trump hat im Vorfeld der Wahl unter anderem höhere Einfuhrzölle, deutliche Steuersenkungen und Maßnahmen zur Verringerung der illegalen Einwanderung angekündigt. Welche der Ankündigungen umgesetzt werden wird und wann dies geschehen wird, ist noch unklar. Auch aus diesem Grund lassen sich die Auswirkungen derzeit schwer quantifizieren. Sicher ist aber, dass eine Umsetzung der wirtschaftspolitischen Pläne die Inflation in den USA merklich anheizen dürfte. Denn letztendlich führen Zölle zu höheren Preisen bei den Verbrauchern, niedrigere Steuern erhöhen die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und eine Verknappung des Arbeitsangebots erhöht den Lohn- und damit auch den Preisdruck.

In Reaktion auf den zunehmenden Preisdruck könnte die US-Notenbank Fed auf weitere Zinssenkungen verzichten oder sogar den Leitzins wieder erhöhen. Wahrscheinlich würde der US-Dollar dann gegenüber dem Euro weiter aufwerten, da die Leitzinsen im Euroraum wohl weiter zurückgehen werden und so der Zinsabstand zu den USA steigt. So rechnen Experten der DZ BANK damit, dass der Euro bald nur noch einen

Abb. 2: Abnehmende Dynamik bei Lohnstückkosten, Stückgewinnen und Kernrate

Veränderung zum Vorjahresquartal in Prozent



Anmerkungen: In der linken und mittleren Grafik werden die Prognosewerte von jeweils 15 VAR-Modellen gezeigt (hellblaue Linien), in die neben den vierteljährlichen VPI-Veränderungsraten, die Veränderungen des Brent-Ölpreises, des Erzeugerpreisindex gewerblicher Güter, der Lohnstückkosten (Arbeitnehmerentgelte je Einheit realen BIP), der Stückgewinne (Nettobetriebsüberschüsse je Einheit realen BIP) und des BIP Deutschlands zum Vorquartal einfließen. Geschätzt werden die Modelle mit den Daten des Zeitraums vom 1. Quartal 1992 bis zum 3. Quartal 2024. Zu sehen sind zudem die arithmetischen Mittelwerte der Modellprognosen (orangene Linie). In der rechten Abbildung werden die Prognosewerte der Kernrate (ohne Energiepreise) gezeigt, die sich aus einem Eingleichungsmodell ergeben. In das Eingleichungsmodell geht neben den gleichlaufenden Lohnstückkosten und Stückgewinnen auch eine Konstante und die um ein Quartal verzögerte Kernrate ein.

Quelle: Prognose des BVR

US-Dollar wert sein könnte. Die Dollar-Aufwertung wiederum könnte die Importe aus den USA nach Europa und Deutschland verteuern, aber beispielsweise auch Öl aus anderen Regionen der Welt, das üblicherweise in US-Dollar gehandelt wird.

Darüber hinaus gehen von Seiten des geopolitischen Umfelds weitere erhebliche Preisrisiken aus. Bestehende Spannungen wie der Nahostkonflikt und der Krieg in der Ukraine könnten weiter eskalieren und zu neuerlichen Lieferengpässen und Preisschocks für wichtige Importgüter führen. Denkbar wäre beispielsweise ein kräftiger Anstieg der Rohölpreise in dem Fall, dass der Iran den Nahostkonflikt militärisch weiter eskaliert oder dass Israel wichtige Energieanlagen im Iran angreift. Derartige Preisschocks und Lieferengpässe können zu neuerlichen Inflationsschüben führen.

In den hier vorgestellten Modellprognosen können diese vielschichtigen Aspekte nicht berücksichtigt werden. Gemäß der aktuellen Inflationsprognose wird die Kernrate, die vor allem durch die Binnenteuerung bestimmt wird, im zu Ende gehenden Jahr 2024 über der Gesamtrate liegen. Damit wird implizit angenommen, dass die Importpreise dämpfend auf die Gesamtteuerung wirken. Hierauf lässt auch die bisherige Entwicklung des Importe-Deflator schließen, der im 1. Halbjahr um 1,5 % unter seinem Vorjahreswert lag. Für das kommende Jahr wird hingegen eine Kernrate prognostiziert, die etwas unter der Gesamtinflationsrate liegt. Demnach wird für 2025 implizit ein moderater Anstieg der Importpreise unterstellt. Dieser könnte wegen der genannten Risiken aber deutlich stärker ausfallen. So geht beispielsweise die EU-Kommission in ihrer aktuellen Herbstprognose davon aus, dass ein Anstieg des Rohölpreises um 20 US-Dollar die europäischen Inflationsrate 2025 um beachtliche 0,6 Prozentpunkte erhöhen könnte.

EZB sollte weiterhin datengetrieben handeln

Die wichtigste Aufgabe der Geldpolitik ist es, ein Wiederaufflammen der Inflation zu verhindern. Die Gewährleistung von Preisstabilität ist nach den europäischen Verträgen das vorrangige Ziel der EZB. Sofern diese Voraussetzung erfüllt ist, ist es auch Aufgabe der EZB die Konjunktur und die Beschäftigung zu unterstützen. Eine solche Unterstützung ist erforderlich, weil die europäische Konjunktur zwar besser läuft als in Deutschland, aber auch unterhalb ihrer Möglichkeiten bleibt. Dies legen zumindest die aktuellen Umfrageergebnisse der EU-Kommission zur durchschnittlichen Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe des Euroraums nahe. Demnach unterschritt die Auslastung im 4. Quartal 2024 mit 76,9 % deutlich ihren langjährigen Mittelwert von 80,6 %.

Die Geldpolitik ist aktuell mit einem Einlagesatz von 3,25 % noch restriktiv ausgerichtet. Schätzungen des konjunkturneutralen realen kurzfristigen Zinssatzes sind

mit hoher Unsicherheit behaftet. Statistische Schätzverfahren wie auch Marktumfragen lassen einen Wert nahe null als wahrscheinlich erscheinen. Der neutrale Einlagesatz wäre dann bei einer mittelfristigen Erfüllung des Inflationsziels der EZB von 2 % dann in der Größenordnung von rund 2 %.

Die Markterwartungen liegen längerfristig nach den Umfragen der EZB etwas höher bei 2,25 %. Dies dürfte widerspiegeln, dass viele Marktteilnehmer von einem längerfristigen Aufwärtsdruck auf die Inflation ausgehen und annehmen, dass die Geldpolitik diesen Druck nicht vollständig neutralisieren wird. Zu den inflationsbegünstigenden Trends zählen in der Außenwirtschaft die Verlangsamung der Globalisierung, das Zunehmen protektionistischer Tendenzen und die Diversifizierung internationaler Lieferketten. Hinzu kommen preissteigernde Wirkung durch die demografische Alterung und die damit verbundene Arbeitskräfteknappheit und die Transformation der Wirtschaft in Richtung der Klimaneutralität.

Die Geldpolitik legt zu Recht großen Wert darauf, berechenbar zu handeln und abrupte Kurswechsel zu vermeiden. Damit kann sie die Marktvolatilitäten begrenzen und trägt letztlich zu niedrigeren Finanzierungskosten bei. Daher ist es in den kommenden Monaten wichtig, den Zinssenkungskurs einerseits grundsätzlich fortzusetzen, aber mit Blick auf die Inflationsrisiken andererseits die Zinsen nicht zu schnell zu senken, damit es nicht doch wieder zu einem Hochschnellen der Inflation kommt. Die nächste Zinsentscheidung der EZB steht auf ihrer Sitzung am Donnerstag, dem 12. Dezember, an. Eine weitere Senkung des Einlagezins um 25 Basispunkte auf 3,0 % ist angesichts des noch restriktiven Kurses der Geldpolitik gerechtfertigt, doch sollte die EZB ihren datengetriebenen Kurs 2025 fortsetzen. Bei hohen Unsicherheiten ist es gerechtfertigt innezuhalten und den geldpolitischen Lockerungskurs anzuhalten, bis der Inflationsausblick weitere Zinssenkungen nahelegt.

BVR Inflationsaussichten

Unverändert mäßiger Inflationsdruck

Die BVR Inflationsaussichten zeigen im November unverändert einen nur mäßigen Inflationsdruck an. Der Indikator lag wie im Oktober bei 41 Punkten und damit deutlich unter der neutralen Marke von 50 Punkten. Seit Anfang des Jahres bewegt er sich in der Tendenz seitwärts. Seit der letzten Ausgabe des BVR Volkswirtschaft Kompakt sind von neuen Wirtschaftszahlen nur überschaubare Impulse ausgegangen.

Konjunkturschwäche hält an

Die Konjunkturindikatoren, der mit einem Gewicht von 50 % wichtigste Teilindikator der BVR Inflationsaussichten, zeigen noch keine Belebung der Wirtschaft des Euroraums an. Das Wirtschaftsklima bleibt gedämpft, die Industrieproduktion und der Auftragsbestand zeigen noch keine Belebung und die Kapazitätsauslastung ist zuletzt nochmals zurückgegangen. Insgesamt verringerte sich der Teilindex für die Konjunktur leicht von 33 auf 32 Punkte.

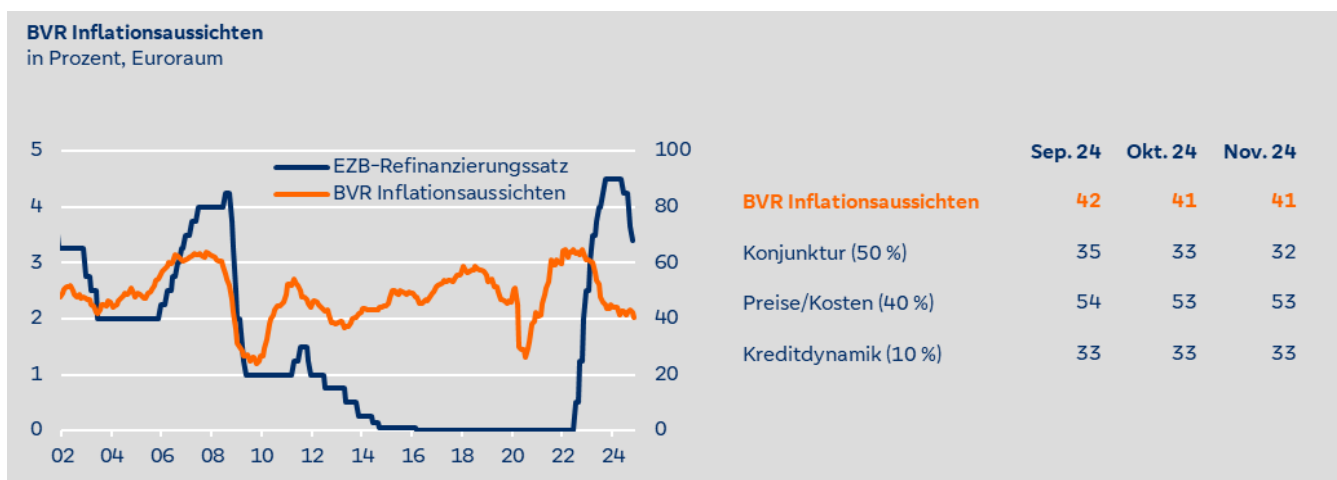
In den kommenden Monaten dürfte sich die Schwäche der Konjunktur angesichts mangelnder positiver Impulse fortsetzen. Die Geldpolitik ist zwar weniger restriktiv als vor dem Beginn des Zinssenkungszyklus im Juni dieses Jahres, aber noch nicht in den expansiven Bereich geschwenkt. Außerdem wirkt die Geldpolitik mit langen Wirkungsverzögerungen. Positive Wirkungen auf die Konjunktur sind erst allmählich im kommenden Jahr zu erwarten.

Preisdruck leicht rückläufig

Die Preis- und Kostenindikatoren, die ein Gewicht von 40 % in den BVR Inflationsaussichten besitzen, haben sich in den vergangenen Monaten tendenziell abgeschwächt, liegen aber mit 53 Punkten immer noch leicht oberhalb der neutralen 50-Punktemarke. Entlastend wirkt der rückläufige Trend der Energiepreise und die Stabilität des Euro gegenüber seinen wichtigsten Handelspartnern, auch wenn der Euro zuletzt gegenüber dem US-Dollar spürbar nachgegeben hat. Inflationsdruck zeigt demgegenüber das dynamische Wachstum der Lohnstückkosten an. Bei den Lohnstückkosten ist allerdings der jüngste verfügbare Wert vom Frühjahrsquartal 2024. Die weitere Entwicklung dieses Indikators dürfte bei der Beurteilung der Inflationsrisiken eine zentrale Rolle spielen.

Kreditwachstum etwas höher

Die Lockerung der Geldpolitik seit Juni dieses Jahres wirkt sich ganz allmählich auch auf die Kreditnachfrage aus. Nachdem sich das Kreditwachstum teilweise nahe der Nulllinie bewegt hatte, ist es nun mehrere Monate in Folge auf immer noch sehr niedrigem Niveau angestiegen. Im September lag das Kreditwachstum der Privathaushalte im Euroraum bei 0,7 % (August: 0,6 %), das Kreditwachstum der nichtfinanziellen Unternehmen lag bei 1,1 % (August: 0,8 %). Auch die breit aggregierte Geldmenge M3 weist leicht steigende Zuwachsraten auf. Im September expandierte sie um 3,2 %, im August hatte der Anstieg noch bei 2,9 % gelegen.



Die BVR Inflationsaussichten sind ein Indikator für die mittelfristige Inflationsentwicklung im Euroraum mit Werten zwischen null 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 HWI-Energiepreisindex, die Lohnstückkosten und den handelsgewichteten Euro-Wechselkurs. Die Kreditdynamik wird anhand der Jahreswachstumsrate der Kredite an Unternehmen und Privathaushalte gemessen.

Quelle: BVR, LSEG Datastream

BVR Konjunkturbarometer

Barometer fällt auf 36 Punkte

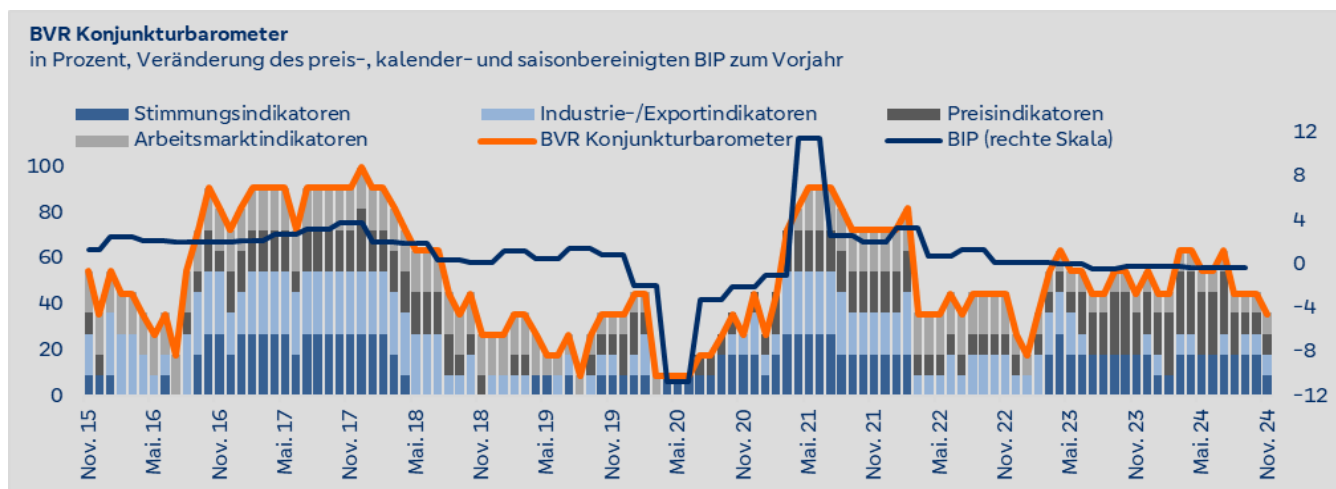
Die gesamtwirtschaftliche Entwicklung Deutschlands ist weiterhin schwach. Seit Anfang November wird sie unter anderem auch durch den Zusammenbruch der Ampel-Regierungskoalition in Berlin und den Wahlsieg Donald Trumps bei der US-Präsidentenwahl belastet. So ist unklar, welche wirtschaftspolitischen Maßnahmen die aktuell noch amtierende Minderheitenregierung treffen kann und welchen Kurs die nächste Bundesregierung einschlagen wird. Unklar ist auch, welche Folgen der bevorstehende Regierungswechsel in den USA haben wird. Die angekündigten US-Importzölle werden das Exportgeschäft der deutschen Wirtschaft voraussichtlich spürbar belasten. Angesichts dieser Unsicherheiten dürften sich die Unternehmen und Verbraucher in Deutschland mit ihren Investitions- und Konsum-Ausgaben weiter zurückhalten.

Die anhaltende Wirtschaftsflaute spiegelt sich auch im BVR Konjunkturbarometer wider. Nach aktuellem Datenstand wird das Barometer im November gegenüber dem Vormonat um 9 Punkte auf 36 Punkte sinken. Die Entwicklung dürfte damit etwas ungünstiger verlaufen als im Rahmen der letzten Ausgabe des BVR Volkswirtschaft Kompakt erwartet. Damals hatte sich für November noch ein Verharren des BVR Konjunkturbarometers auf seinem Vormonatsstand von 45 Punkten angedeutet.

ZEW-Konjunkturerwartungen trüben sich wieder ein

Grund für den sich abzeichnenden Rückgang des BVR Konjunkturbarometers ist eine Abwärtskorrektur seiner Stimmungskomponente. So sind die ZEW-Konjunkturerwartungen im November erstmals seit Februar wieder unter ihren entsprechenden Vorjahresmonatswert gesunken. Damit geht von den in das Barometer einbezogenen Stimmungsindikatoren nur noch vom Verbrauchervertrauen eine leichte Steigerungswirkung aus.

Konkret gaben die ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland gegenüber Oktober um 5,7 Punkte auf 7,4 Punkte nach. Maßgeblich für die Eintrübung des auf einer monatlichen Umfrage unter Finanzmarktfachleuten basierenden Indikators dürften die Unsicherheiten durch das Ampel-Aus und den Wahlsieg Trumps sein. Auch die Lagebeurteilungen der Umfrageteilnehmer verschlechterten sich. Der entsprechende ZEW-Lageindikator gab um 4,5 Punkte auf 91,4 Punkte nach.



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 Stimmungsindikatoren (ifo Geschäftsklima, ZEW-Konjunkturerwartungen, Verbrauchervertrauen), 3 Industrie-/Exportindikatoren (Industrie-Auftragseingang, Industrieproduktion, Ausfuhren), 3 Preisindikatoren (DAX, Geldmarktzins, Rohölpreis) und 2 Arbeitsmarktindikatoren (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.

Quelle: BVR, LSEG Datastream

**Bundesverband
der Deutschen
Volksbanken und
Raiffeisenbanken**

Schellingstr. 4
10785 Berlin

Ansprechpartner
Dr. Andreas Bley

Abteilung Volkswirtschaft/Mittelstandspolitik
Telefon: (030) 2021-1500

E-Mail: volkswirtschaft@bvr.de
Internet: www.bvr.de