

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

EZB-Zinssenkung richtig, Anleihebestände stärker verringern

Executive Summary

Die Zinswende der Europäischen Zentralbank (EZB) ist eine ausgemachte Sache. Bei der Ratssitzung am Donnerstag, dem 11. April, wird die Tür für eine erste Zinssenkung auf der kommenden Ratssitzung im Juni weit geöffnet. Der für den Geldmarkt zentrale Einlagesatz dürfte von 4,00 % auf 3,75 % sinken.

Mit ihrem Zinsschritt reagiert die Geldpolitik auf den nachlassenden Inflationsdruck. Die Inflation bewegt sich immer weiter in Richtung der geldpolitischen Zielmarke von 2 %. Sollte sich der Rückgang der Inflation ungebremst fortsetzen, würde die Inflation noch im Sommerquartal die Marke von 2 % erreichen.

Der von der EZB im März vorgestellte Rahmen für die künftige Geldmarktsteuerung geht in die richtige Richtung. Es ist sinnvoll, das Rahmenwerk graduell zu verändern, um Verwerfungen am Geldmarkt zu vermeiden. Wichtig ist, dass die Anleihebestände in den Büchern der EZB stärker als bislang abgebaut werden. Die EZB darf nicht unangemessen lange eine zentrale Rolle bei der Finanzierung der Staatsschuld spielen.



Inhalt

**EZB-Zinssenkungskurs richtig,
Anleihebestände stärker verringern** 2

Dr. Andreas Bley
E-Mail: a.bley@bvr.de

BVR Inflationsaussichten 7

Dr. Alex Korff
E-Mail: a.korff@bvr.de

BVR Konjunkturbarometer 8

Dr. Gerit Vogt
E-Mail: g.vogt@bvr.de

**Bundesverband der Deutschen
Volksbanken und Raiffeisenbanken**
Volkswirtschaft/Mittelstandspolitik

Ansprechpartner: Dr. Andreas Bley,

Telefon: (030) 2021-1500

E-Mail: a.bley@bvr.de

Internet: www.bvr.de

EZB-Zinssenkung richtig, Anleihebestände stärker verringern

Die Zinswende der Europäischen Zentralbank (EZB) ist eine ausgemachte Sache. Bei der Ratssitzung am Donnerstag, dem 11. April, wird die Tür für eine erste Zinssenkung auf der kommenden Ratssitzung im Juni weit geöffnet. Der Hauptrefinanzierungssatz von jetzt 4,50 % dürfte dann um 25 Basispunkte auf 4,25 % gesenkt werden. Der für den Geldmarkt wichtigere Einlagesatz dürfte von 4,00 % auf 3,75 % sinken.

Mit ihrem Zinsschritt reagiert die Geldpolitik auf den nachlassenden Inflationsdruck. Die Inflation bewegt sich immer weiter in Richtung der geldpolitischen Zielmarke von 2 %. Zuletzt lag die Teuerung im März bei 2,4 %, im Februar war die Teuerungsrate noch 2,6 % hoch gewesen und im Januar hatte sie bei 2,8 % gelegen. Sollte sich der Rückgang der Inflation ungebremsst fortsetzen, würde die Inflation noch im Sommerquartal die Marke von 2 % erreichen, die dem mittelfristigen geldpolitischen Zielwert der EZB entspricht.

Inflationstrend rückläufig

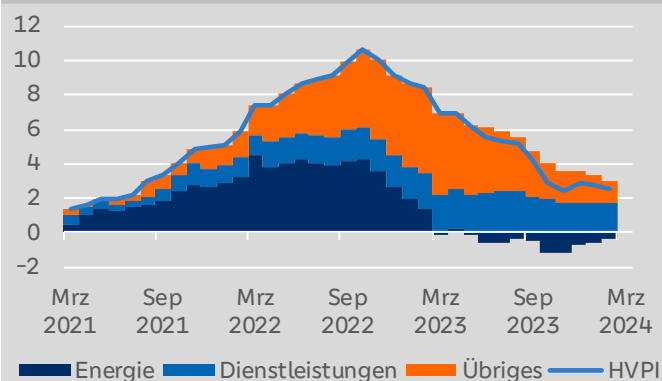
Doch müssen folgende Sonderfaktoren berücksichtigt werden, die gegen eine einfache Extrapolation des bestehenden Trends sprechen:

- Noch dämpft die Energiepreisentwicklung zwar die Inflationsrate. Im März verringerte der Rückgang der Energiepreise die Teuerung insgesamt um 0,5 Prozentpunkte, im Oktober und November des vergangenen Jahres hatte der Dämpfungseffekt sogar mehr als einen Prozentpunkt betragen (siehe Abb. 1).
 - Der inflationssenkende Effekt der Energiepreise läuft im Frühjahr aus, sofern die Energiepreise

nicht noch einmal deutlich zurückgehen sollten. Verglichen mit dem Basisjahr des Index (2015=100) stiegen die Energiepreise der Verbraucher vor allem im Gefolge des Ukrainekriegs bis Oktober 2022 um rund 70 %. Seitdem haben sie sich um 12 % rückläufig entwickelt, bewegen sich aber im langjährigen Vergleich weiterhin auf einem sehr hohen Niveau.

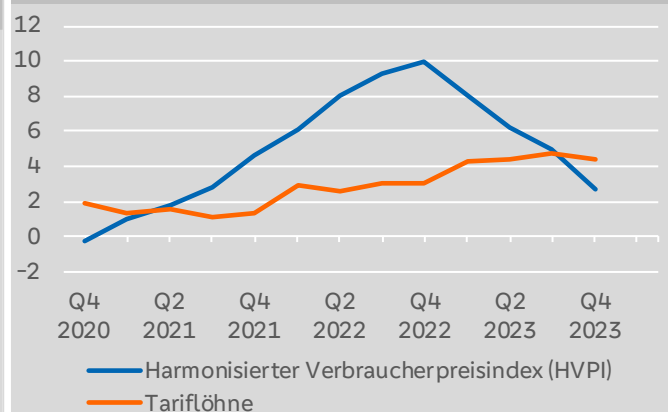
- Es ist zudem jederzeit möglich, dass sich die Entwicklung der Energiepreise wieder nach oben dreht. Ausgelöst werden könnte ein Anstieg der Energiepreise von einer Eskalation des Nahostkonflikts. Der Anstieg der Rohölpreise in den vergangenen Tagen bringt dieses Risiko zum Ausdruck.
- Der größte Treiber der Inflation sind aktuell noch die Dienstleistungspreise. Im März trugen sie 1,8 Prozentpunkte zur Verbraucherpreisinflation bei. Damit sind rund drei Viertel der Inflation auf Dienstleister zurückzuführen. Neben Sondereffekten, wie etwa in Deutschland die Normalisierung des Mehrwertsteuersatzes, liegt dies vor allem an der hohen Bedeutung der Lohnkosten bei der Erstellung von Dienstleistungen.
- Das Lohnwachstum im Euroraum ist aktuell solide. Nach den jüngsten vorliegenden Zahlen sind die Tariflöhne im vierten Quartal 2023 um 4,5 % gestiegen (siehe Abb. 2). Das Schlussquartal 2023 war auch das erste Quartal seit dem massiven Anstieg der Inflation, in dem die Tariflöhne stärker gestiegen sind als die Verbraucherpreise. Für die Entwicklung der realen Einkommen der Bürgerinnen und Bürger und auch für die Konsumkonjunktur ist

Verbraucherpreisinflation Euroraum (HVPI) Abb. 1
Jahreswachstumsrate in % bzw. Wachstumsbeiträge in Prozentpunkten



EZB, LSEG Datastream

Lohn- und Preisentwicklung Abb. 2
Jahreswachstumsrate in %



dies erfreulich. Gleichzeitig kann ein hohes Lohnwachstum aber auch zur Verfestigung der Inflation beitragen und damit schnellen Zinssenkungen im Weg stehen.

Anlässlich der EZB-Watcher-Konferenz im März hat EZB-Präsidentin Christine Lagarde drei entscheidenden Faktoren für den künftigen Kurs der Geldpolitik genannt: Die Entwicklungen

- der Löhne,
- der Gewinnmargen und
- der Produktivität.

Lagarde erwartete keine entscheidende Abhängigkeit von den Energiepreisen, obwohl auch diese entscheidend den Inflationsausblick beeinflussen (siehe Abb. 3).

Lohndynamik dürfte abnehmen

Alle drei von Lagarde genannten Größen hängen eng zusammen. So führen höhere Löhne nicht zwangsläufig 1:1 zu höheren Preisen der Unternehmen. Der inflationssteigernde Effekt höherer Löhne fällt gering aus, wenn Unternehmen aufgrund der Wettbewerbssituation die Preise kaum erhöhen können und somit geringere Gewinnmargen akzeptieren müssen. Einem hohen Preisdruck entgegen wirkt ebenfalls eine steigende Arbeitsproduktivität. Auf die aktuelle Situation bezogen ergibt sich zusammen genommen ein sinkender Inflationsdruck, wenn entweder die Löhne schwächer steigen, die Produktivität stärker wächst oder sich die Gewinnmargen vermindern.

Eine zentrale Einflussgröße der Preisdynamik ist die Tarifpolitik im Euroraum. Angaben hierzu werden von der EZB berechnet, in der Regel werden diese von den nationalen Zentralbanken, wie etwa in Deutschland von der Bundesbank, erfasst. Da die Lohnabschlüsse eine längere Laufzeit, meist von rund zwei Jahren, aufweisen,

lassen sich die Informationen auch gut für Prognosen nutzen. Die Tariflohnsteigerungen dürften nach den Berechnungen der EZB in den kommenden 12 Monaten bei rund 4,25 % liegen. Damit würde sich das Lohnwachstum leicht gegenüber dem Stand Ende 2023 von rund 4,5 % abschwächen. Allerdings bliebe der Druck des Lohnwachstums auf die Inflation damit für sich genommen angesichts eines EZB-Inflationsziels von 2 % weiterhin erhöht. Ob der Abwärtstrend bei den Tarifabschlüssen sich fortsetzt, ist aber noch nicht sicher.

Konjunkturerholung steigert Produktivität

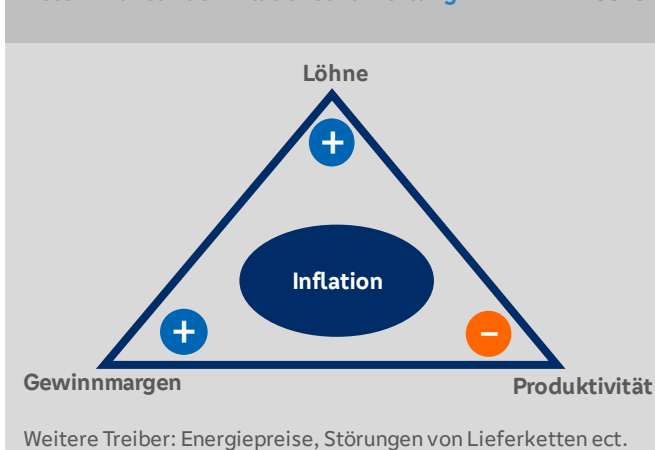
Den inflationssteigernden Wirkungen höherer Löhne können Steigerungen der Arbeitsproduktivität entgegenwirken. Leider hat sich die Produktivität im Euroraum auch in längerfristiger Perspektive nicht gut entwickelt (siehe Abb. 4). In der Abbildung ist – anders als sonst oft üblich – das absolute Niveau der Arbeitsproduktivität abgetragen und nicht ihre Wachstumsrate. Ein Vergleich der Werte ganz rechts und ganz links in dem Diagramm macht deutlich, dass die Arbeitsproduktivität im Euroraum heute sogar etwas niedriger ist als am Anfang des 10-Jahreszeitraums.

Eine strukturelle Ursache des schwachen Produktivitätswachstums ist die zunehmende Bedeutung des Dienstleistungssektors, der tendenziell ein schwächeres Produktivitätswachstum aufweist als die Industrie. Doch weisen andere Währungsräume trotz des gemeinsamen Trends in Richtung Dienstleistungen eine bessere Produktivitätsentwicklung aus. Hinzu kommt die hohe Arbeitsnachfrage im Euroraum, die zwar einerseits die Arbeitslosigkeit auf einen niedrigen Stand gedrückt hat, aber andererseits auch die durchschnittliche Produktivität absenkt.

Die EZB geht in ihren Projektionen davon aus, dass die Arbeitsproduktivität wieder zunehmen wird, im Jahr 2025 um 1,2 % nach 0,1 % in diesem Jahr. Diese Annahme basiert auf der Überlegung, dass in der aktuellen Schwächephase vorhandene Arbeitskräfte

Determinanten der Inflationsentwicklung

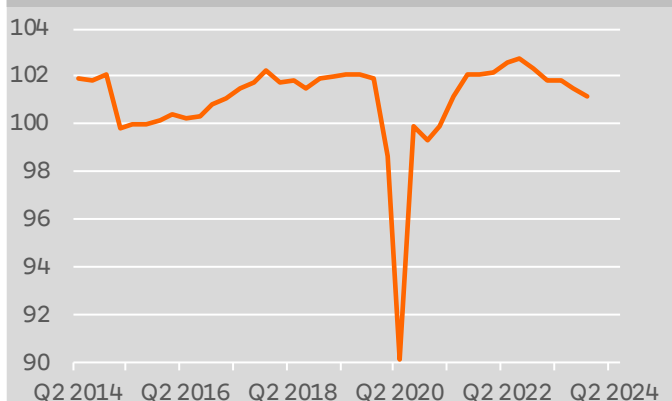
Abb. 3



LSEG Datastream

Arbeitsproduktivität im Euroraum
2015=100

Abb. 4



unterausgelastet sind, die im Zuge einer konjunkturellen Erholung produktiver eingesetzt werden können. Aufgrund der generellen Arbeitskräfteknappheit setzen Unternehmen Arbeitskräfte auch bei schwacher Nachfrage gegenwärtig nicht frei, da sie befürchten, diese Stellen dann nicht schnell wieder nachbesetzen zu können. Ob die Arbeitsproduktivität tatsächlich deutlich steigen wird, hängt auch von der Stärke der konjunkturellen Erholung ab.

Gewinnmargen rückläufig

Anhand der detaillierten Statistiken zur Wirtschaftsleistung lassen sich Aussagen zu den Gewinnen in der Volkswirtschaft machen. Ausgangspunkt ist der sogenannte Deflator des Bruttoinlandsprodukts (BIP-Deflator), der die Preissteigerung der inländischen Wertschöpfung angibt. Er beinhaltet also nicht den aus dem Ausland stammenden Preisdruck beispielsweise durch höhere Energiepreise, sondern nur die inländische Preissteigerung. Anders als beim Verbraucherpreisindex ist der Abdeckungsgrad aber breiter. So werden durch den BIP-Deflator auch Investitionsgüter erfasst und ebenfalls Verbrauchsgüter, die ins Ausland exportiert werden.

Der volkswirtschaftliche Preisdruck hat zwei Hauptbestandteile: Den durch die Lohnstückkosten gemessenen Lohndruck und die Gewinnmargen. Die Zahlen zeigen, dass die Gewinnmargen bis ins Jahr 2023 hinein die Inflation getrieben haben. Im zweiten Halbjahr haben sie sich aber verengt und so den Inflationsdruck vermindert. Fast vollständig entfiel die am BIP-Deflator gemessene Inflation seitdem auf die Lohnstückkosten. Die Hoffnung der EZB ist anscheinend, dass der Druck auf die Gewinnmargen weiter anhält und so hilft, die Inflation trotz weiterhin hoher Tariflohnsteigerungen einzudämmen.

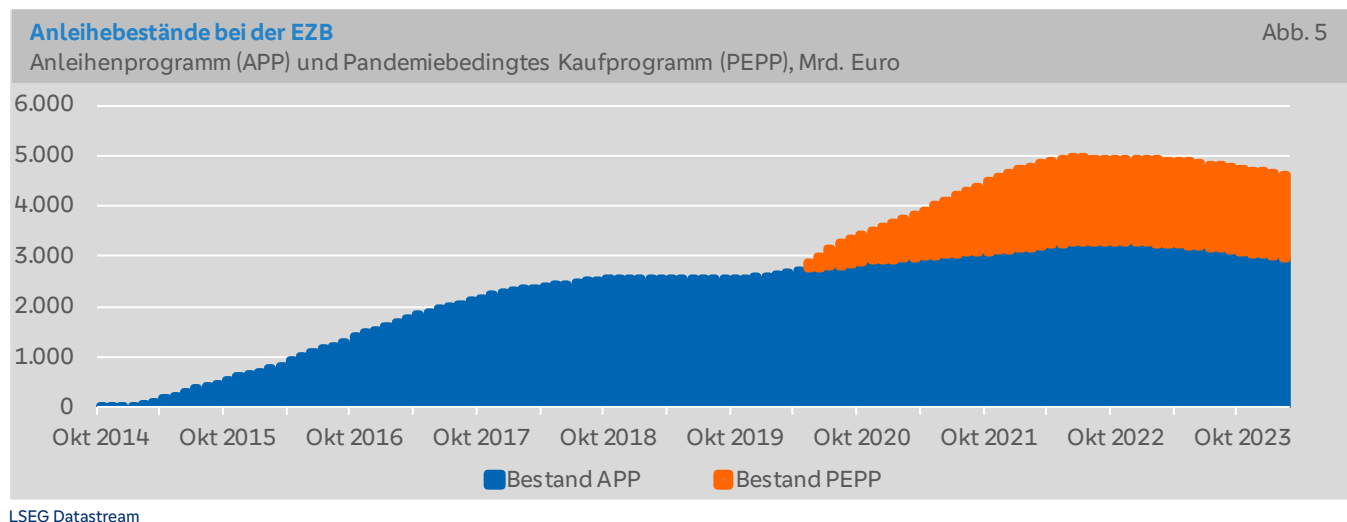
Zusammengenommen spricht vieles für eine trendmäßig weiter sinkender Inflation, die Unsicherheiten bleiben

aber hoch. Daher ist es richtig, dass EZB-Präsidentin Lagarde sowie auch andere EZB-Ratsmitglieder die Datenabhängigkeit des künftigen geldpolitischen Kurses betont haben. Vorfestlegungen sollten weitgehend vermieden werden. Ein Auf und Ab des Leitzinses würde zu einer starken Verunsicherung der Bürgerinnen und Bürger sowie der Finanzmärkte führen. Trotz dieser Unsicherheiten ist es aus heutiger Sicht wahrscheinlich, dass die Preis- und Kostendynamik der EZB in diesem Jahr drei oder vier weitere Zinsschritte erlaubt. Dann stünde der Einlagesatz am Jahresende bei 3,25 % oder 3 %.

Neutraler Zins gestiegen

Wohin sich der Leitzins mittelfristig bewegen wird, ist allerdings fraglich. Dies unterstreichen auch neuere Analysen der EZB zum sogenannten neutralen Zins. Hinter dem auf Knut Wicksell basierenden theoretischen Konzept steht die Überlegung, dass es einen Zinssatz geben sollte, der zu einem Gleichgewicht aus Angebot und Nachfrage in der Volkswirtschaft führt und somit weder zu einer steigenden oder sinkenden Inflation. Theoretisch ist das Konzept des neutralen Zinses schlüssig, das Problem des Konzeptes ist die Ungenauigkeit der empirischen Schätzungen. Das Vertrauensintervall, innerhalb dessen sich der Schätzwert mit einer hohen Wahrscheinlichkeit von 90 % oder 95 % befinden sollte, ist mehrere Prozentpunkte breit. Insofern müssen die Ergebnisse solcher Schätzungen vorsichtig interpretiert werden.

- Die vorhandenen Schätzungen des neutralen Zinssatzes beziehen sich auf den realen kurzfristigen Zins, meist spezifiziert als der Einlagesatz der EZB abzüglich der langfristigen Inflationserwartungen, die nahe 2 % liegen. Der Mittelwert mehrerer Studien liegt für den realen Gleichgewichtszins bei rund 0 %, der neutrale nominale Einlagesatz läge damit in der Nähe von 2 %. Aufgrund der Unsicherheit der Schätzungen könnte der neutrale Einlagesatz aber



auch an einer anderen Stelle im Bereich zwischen 1,5 % und 3 % verortet werden.

- Von Interesse ist auch, dass die Schätzungen spätestens ab dem Jahr 2020 eine Erhöhung des neutralen Zinses anzeigen. Damit unterstützen sie die im Finanzsektor verbreitete Einschätzung, dass die Zinssätze nach der Bewältigung der Inflation nicht wieder auf die Niveaus der Niedrig- und Negativzinsphase zurückfallen werden.
- Einschätzungen von Praktikern kommen zu einer ähnlichen Höhe des neutralen (nominalen) Einlagezinses wie die wissenschaftlichen Studien. Umfragen der EZB unter Kreditinstituten zeigen, dass diese den langfristigen Einlegesatz mehrheitlich im Bereich von 2,00 % bis 2,25 % sehen.

Doch wird der geldpolitische Kurs der EZB nicht alleine durch die Leitzinsen festgelegt, sondern auch durch die Anleihebestände in ihrer Bilanz (genau genommen des Eurosystems, also der EZB und der nationalen Notenbanken im Euroraum). Während die Rückkehr zur zinspolitischen Normalität bald in Gang kommt, hat die Rückführung der Anleihebestände bei der EZB zwar bereits 2023 begonnen, jedoch bislang in einem sehr gemächlichen Tempo (siehe Abb. 5). Die Bestände haben sich seitdem um rund 5 % bzw. 25 Mrd. Euro pro Monat verringert, immer noch liegen Anleihen im Wert von 4,6 Billionen Euro in ihren Büchern. Bei einem gleichbleibenden Abbautempo würde es 15 Jahre dauern, die Anleihen auf null zurückzuführen. Die EZB sollte den Abbau der Anleihebestände deutlich ehrgeiziger, aber gleichzeitig auch marktschonend angehen. Die EZB darf nicht über so viele Jahre hinweg eine so wichtige Rolle bei der Finanzierung der Staatsschuld der Länder des Euroraums spielen.

Rahmen für Geldmarktsteuerung - Einlagezins bleibt entscheidend

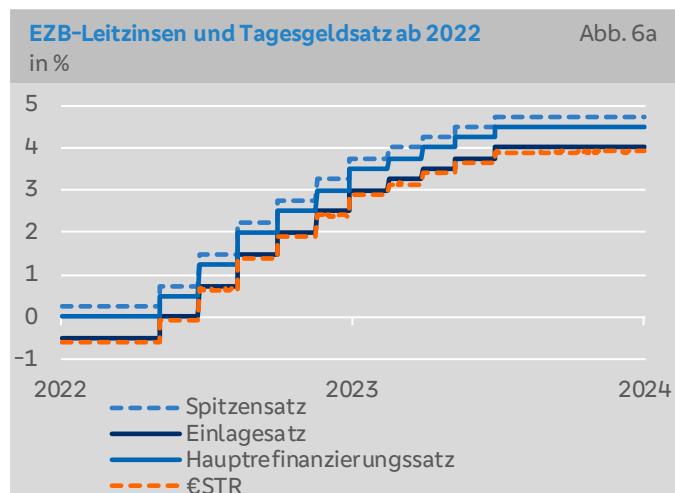
Die EZB hat im März ihre Beschlüsse nur Überarbeitung ihres geldpolitischen Rahmens

vorgestellt. Damit gibt sie eine längerfristige Perspektive, wie sie die kurzfristigen Geldmarktsätze angesichts der Normalisierung der Bilanz des Eurosystems steuern will:

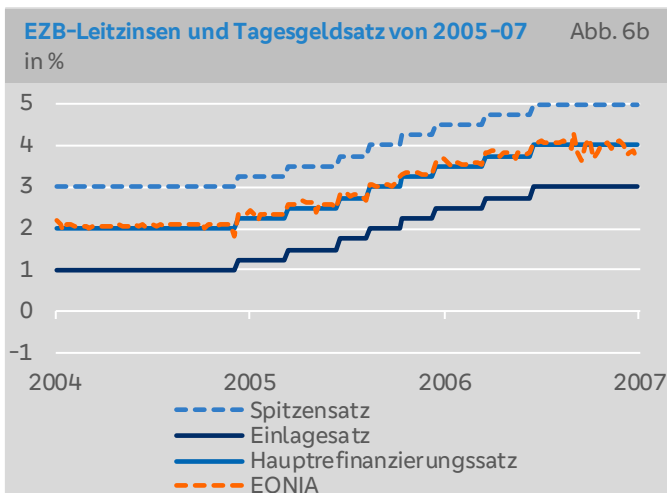
Die Notenbank wird auch künftig den Geldmarkt über den Einlagezins steuern. Sie geht davon aus, dass der Bankensektor einen hohen strukturellen Liquiditätsbedarf hat. Diesen will sie sowohl über ein „strukturelles Wertpapierportfolio“ als auch über Langfristkredite an Banken (siehe unten) decken. Das strukturelle Portfolio soll zu einem noch nicht konkret festgelegten Zeitpunkt eingeführt werden, wenn die bestehenden Anleiheportfolien aus den Käufen der vergangenen zehn Jahre weitgehend abgeschmolzen sein werden. Wie hoch dieses Wertpapierportfolio ausfallen und welche Papiere es beinhalten soll, hat die EZB noch nicht festgelegt.

Damit behält die Notenbank bei der Geldmarktsteuerung ein sogenanntes „Floor system“ bei, bei dem sich der Geldmarktzins in der Nähe des Einlegesatzes als unterem der drei Leitzinsen bewegt (siehe Abb. 6a). Diese Art der Steuerung betreibt sie seit dem Beginn der Anleihekäufe. Vor der Finanzkrise hatte sie den Geldmarkt so gesteuert, dass sich der Zinssatz weiter oben, in der Nähe des Hauptrefinanzierungssatzes bewegt hatte (siehe Abb. 6b). Meist lag der Tagesgeldsatz (damals: EONIA) um 5 bis 10 Basispunkte oberhalb des Hauptrefinanzierungssatzes.

Die EZB weist darauf hin, dass der Haupttender künftig wieder eine zentrale Rolle bei der Liquiditätsversorgung der Banken spielen soll. Derzeit wird der Haupttender angesichts der extrem hohen Überschussliquidität der Banken durch die hohen Anleihebestände bei der EZB wenig genutzt. Generell will die EZB an den beiden bestehenden Tenderverfahren - wöchentliche (Haupttender) und dreimonatigen Geschäfte (Basistender) - festhalten, beide wie aktuell zu vorgegeben Zinsen.



LSEG Datastream



Strukturelle Langfristkredite der EZB geplant

Zusätzlich soll es auch strukturelle Langfristkredite an Banken geben. Mit der Ankündigung eines solchen Instruments unterstreicht die EZB ihre Einschätzung, dass die Überschussliquidität des Bankensektors langfristig deutlich geringer ausfallen soll als heute und viele Banken dann wieder eine dauerhafte Refinanzierung bei der EZB benötigen werden.

Eine solche strukturelle Refinanzierung könnte aber auch im Rahmen der Einführung eines Digitalen Euro eine hohe Bedeutung erlangen, wenn Haltelimits für das neue Zentralbankgeld so hoch ausfallen, dass es zu großen Abflüssen von Kundeneinlagen bei den Banken kommt. Deren Refinanzierungsbedarf würde dann nicht nur über den Geldmarkt, sondern bei einem knappen Mittelangebot auch direkt über die EZB gedeckt werden können.

Zinskanal enger

Der Hauptrefinanzierungssatz soll künftig mit 15 Basispunkten näher beim Einlagesatz liegen, derzeit ist der Abstand 50 Basispunkte. Diese Maßnahme soll bereits im September 2024 in Kraft treten.

Wichtig ist, dass die EZB die Mindestreserve weiterhin bei 1 % der reservepflichtigen Einlagen beibehält und die Parameter ihres geldpolitischen Rahmens 2026 überprüfen will.

Fazit: Zinskurs angemessen, Anleihebestände schneller zurückführen

Grundsätzlich gehen die Pläne der EZB in die richtige Richtung:

- Eine erste Zinssenkung der EZB im Juni ist gerechtfertigt.
- Weitere Zinssenkungen sollten datenabhängig Schritt für Schritt vorgenommen werden. Ein Wiederaufflackern der Inflation bzw. ein Auf und Ab der Leitzinsen muss unbedingt vermieden werden.
- Es ist richtig, das System der Geldmarktsteuerung graduell zu verändern, um Verwerfungen am

Geldmarkt zu vermeiden. Gut ist auch die bereits jetzt vorgesehene Überprüfung der wichtigsten Parameter bis spätestens 2026.

- Wichtig ist, dass die Anleihebestände in den Büchern der EZB stärker als bislang abgebaut werden. Marktverwerfungen müssen dabei aber vermieden werden.
- Wenn sich herausstellt, dass der Liquiditätsbedarf der europäischen Kreditwirtschaft dauerhaft hoch ist, ist der Aufbau eines strukturellen Wertpapierportfolios angemessen. Dieses Portfolio muss aber deutlich kleiner ausfallen als der aktuelle Anleihebestand. Die Geldpolitik sollte im Sinne des europarechtlichen Verbots der monetären Staatsfinanzierung keine zentrale Rolle bei der Finanzierung der Staatsverschuldung spielen.
- Ob strukturelle Langfristkredite der EZB perspektivisch erforderlich sein werden, muss sich noch zeigen. Für einen Digitalen Euro der EZB werden sie nicht nötig sein, wenn das geplante Zahlungsmittel als digitales Pendant zum Bargeld gestaltet wird. In diesem Fall würde der Umlauf durch entsprechend enge Haltelimits so begrenzt, dass gravierende Mittelabflüsse von Kundeneinlagen vermieden werden können.
- Es ist zu begrüßen, dass die EZB auf eine Erhöhung der Mindestreserve bis auf Weiteres verzichtet. Eine Quasi-Besteuerung der Bankeinlagen ist ordnungspolitisch fragwürdig. Die hohe Überschussliquidität der Kreditinstitute, auf die oft von Befürwortern höherer Mindestreservesätze argumentativ abgestellt wird, ist überwiegend eine Folge der Anleihekäufe der EZB. Die Kreditwirtschaft als Ganzes kann sich dem nicht entziehen. Zudem ist die Belastung nicht gleichmäßig verteilt; besonders stark sind von der Mindestreserve einlagenstarke regionale Kreditinstitute, also insbesondere Sparkassen sowie Volksbanken und Raiffeisenbanken, betroffen.

BVR Inflationsaussichten

Inflationsdruck lässt weiter nach

Die BVR-Inflationsaussichten bleiben im April 2024 bei 41 Punkten, nach um +1 korrigiert ebenfalls 41 Punkten im März. Damit liegt der mittelfristige Inflationsdruck unter dem Zweiprozentziel der Europäischen Zentralbank. Das spricht weiterhin dafür, dass der Schock von 2022 langsam ausklingt und die Inflation das Ziel von 2 % auf dem gegenwärtigen Pfad in diesem oder dem kommenden Jahr wieder erreichen wird.

Konjunktur: Weiter schwach

Der Konjunkturteil der Inflationsaussichten zeigt einen Inflationsbeitrag unterhalb des Zweiprozentziels. Mit 34 Punkten, wie nach Korrektur (+1) bereits im März, bleiben die Konjunkturaussichten schwach. Diese Schwäche kann die EZB dabei unterstützen, dass die Inflation trotz der gegenwärtig beobachteten Lohnsteigerungen nachlässt. Denn sie erschwert, wie im Meinungsteils beschrieben, Preiserhöhungen der Unternehmen.

Preis- und Kostenwelle klingt langsam(st) ab

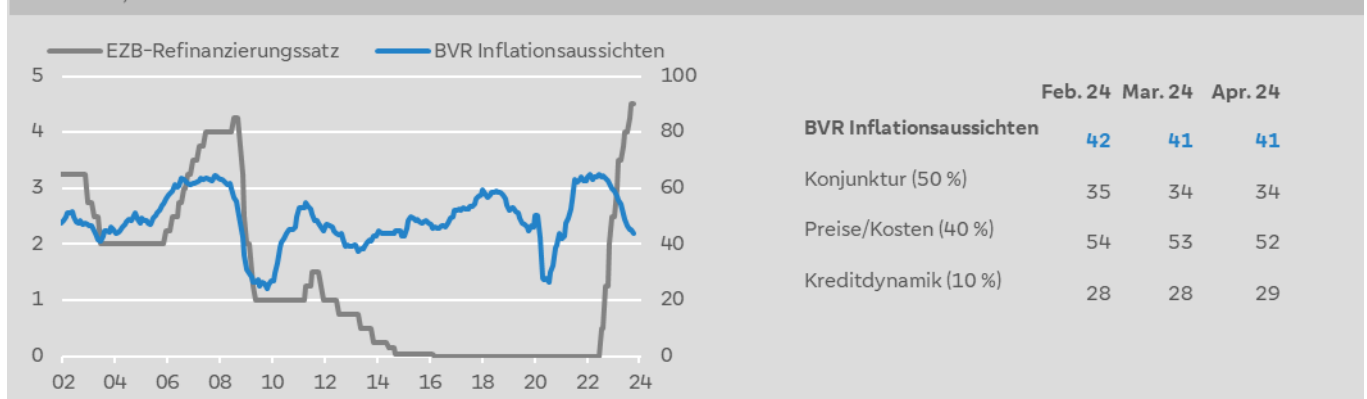
Der Preis- und Kostenindikator der Inflationsaussichten liegt mit 52 Punkten weiterhin über dem neutralen Beitrag für einen Inflationszielwert von zwei Prozent. Nach 53 Punkten im März und 54 im Februar klingt er damit aber weiter ab und hat sich bereits deutlich von seinem Maximum von 70 Zählern im Jahr 2022 entfernt.

Kreditdynamik unverändert schwach

Die Kreditdynamik liegt seit dem Spätsommer 2023 auf sehr niedrigem Niveau. Daran ändert auch eine Korrektur der Vormonatswerte um je +1 Zähler wenig. Mit 29 Punkten im April hat sich die Kreditdynamik zwar kleinstmöglich aufgehellt, aber auf sehr niedrigem Niveau. Das deckt sich mit Analysen der EZB und anderer Marktbeobachter, die die Talsohle in der Kreditvergabe als überschritten glauben. Die restriktive Geldpolitik der EZB bremst sie jedoch weiterhin deutlich.

BVR Inflationsaussichten

in Prozent, Euroraum



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 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

BVR Konjunkturbarometer

Barometer nach wie vor bei 55 Punkten

Die Gemengelage aus noch immer stark steigenden Preisen, hohen Zinsen und enormen Unsicherheiten dämpft die konjunkturelle Entwicklung in Deutschland weiterhin merklich. Dies zeigt sich auch im BVR Konjunkturbarometer, dass nach aktuellem Datenstand im April bei 55 Punkten verharren dürfte.

Zwar zeichnet sich bei der hiesigen Industrie ein Ende der Talfahrt ab und der inländische Privatkonsum dürfte im Zuge der zu erwartenden Reallohnsteigerungen an Fahrt aufnehmen. Die wirtschaftliche Belebung dürfte jedoch zunächst verhalten bleiben. Dies legen auch jüngste Prognosen des BVR zur Entwicklung des preis-, kalender- und saisonbereinigten Bruttoinlandsprodukts (BIP) nahe. Gemäß diesen Prognosen wird das BIP im gerade begonnenen 2. Quartal gegenüber dem Vorquartal moderat expandieren, nachdem es im 1. Quartal noch leicht zurückgegangen sein dürfte. Erste amtliche Angaben zur BIP-Entwicklung im Jahresauftaktquartal wird das Statistische Bundesamt am 30. April vorlegen.

Stimmungsindikatoren hellen sich auf

In Erwartung eines perspektivisch weiter nachlassenden Preisdrucks und einer bevorstehenden Wende bei den Leitzinsen haben sich wichtige Stimmungsindikatoren für die deutsche Wirtschaft zuletzt merklich aufgehellt. Sowohl der ifo Geschäftsklimaindex als auch die ZEW-Konjunkturerwartungen und das von der EU-Kommission berechnete Verbrauchervertrauen sind von Februar auf März gestiegen. Der ifo Index befindet sich allerdings noch unter seinem entsprechenden

Vorjahresmonatsstand, sodass von diesem Indikator noch keine Steigerungswirkung auf das BVR Konjunkturbarometer ausgeht.

Industrie scheint wieder Tritt zu fassen

Die Talfahrt der Industriekonjunktur ist offenbar zu Ende gegangen. Hierauf deutet neben dem im Februar erfolgten zweiten Anstieg der Industrieproduktion in Folge auch die bereits erwähnte Aufhellung wichtiger Stimmungsindikatoren hin. Die Neuaufträge des Verarbeitenden Gewerbes lagen im Februar gegenüber Januar ebenfalls im Plus, wenn auch mit 0,2 % nur leicht. Die Warenausfuhren Deutschlands sind nach einem überraschend kräftigen Anstieg zu Jahresbeginn im Februar merklich zurückgegangen. Daher geht von der Komponente der Industrie-/Exportindikatoren insgesamt noch immer keine Steigerungswirkung auf das BVR Konjunkturbarometer aus.

Preisindikatoren im Plus

Am stärksten nach oben getrieben wird das Barometer weiterhin von den Preisindikatoren. DAX, Geldmarktzins und Ölpreise lagen zuletzt erneut über ihren entsprechenden Vorjahresmonatsständen.

Andauernder Beschäftigungsaufbau

Steigernd auf das BVR Konjunkturbarometer wirkt auch der anhaltende Beschäftigungsaufbau. So ist die Zahl der Erwerbstätigen in Deutschland zuletzt weiter gestiegen. Die Erwerbstätigenzahl liegt nach wie vor über ihren entsprechenden Vorjahresmonatsstand.

