

# DIGITALES ARCHIV

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

## Periodical Part

### Volkswirtschaft special / BVR ; 2021

#### Provided in Cooperation with:

Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken, Berlin

*Reference:* Volkswirtschaft special / BVR ; 2021 (2021).

[https://www.bvr.de/p.nsf/0/B97FDA0D0D19852AC1258661003CCCE4/%24FILE/BVR\\_VolkswirtschaftKompakt\\_Ausgabe\\_1-2021.pdf](https://www.bvr.de/p.nsf/0/B97FDA0D0D19852AC1258661003CCCE4/%24FILE/BVR_VolkswirtschaftKompakt_Ausgabe_1-2021.pdf).

[https://www.bvr.de/p.nsf/0/FA017BBE8EA76E3EC1258679003E3346/%24FILE/BVR\\_VolkswirtschaftKompakt\\_Ausgabe\\_2-2021.pdf](https://www.bvr.de/p.nsf/0/FA017BBE8EA76E3EC1258679003E3346/%24FILE/BVR_VolkswirtschaftKompakt_Ausgabe_2-2021.pdf).

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/11159/7632>

#### 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)

## Ende der pandemiebedingten Anleihekäufe der EZB ist überfällig

Das pandemiebedingte Anleihekaufprogramm der Europäischen Zentralbank (EZB) ist ein massives Interventionsinstrument, um angesichts der Coronapandemie zusätzlichen dämpfenden Einfluss der Geldpolitik auf die Anleiherenditen zu ermöglichen. Aktuell macht das Kaufvolumen bereits 1.400 Mrd. Euro aus, ein erhebliches Volumen auch im Vergleich zu der bereits seit 2014 erfolgenden geldpolitischen Anleihekäufe im Rahmen des „normalen“ Anleihekaufprogramms APP in Höhe von 3.000 Mrd. Euro.

Begründet wurde das Programm damit, der pandemiebedingten Abschwächung der Konjunktur entgegenzuwirken. Umgekehrt muss dies aber auch heißen, dass die pandemiebedingten Anleihekäufe einzustellen sind, wenn der Konjunkturreinbruch überwunden ist.

Eine Analyse der Wirtschaftsentwicklung, der Inflation und der Arbeitsmarktentwicklung deutet darauf hin, dass der Wirtschaftseinbruch im Euroraum Anfang 2022 überwunden sein wird. Insofern spricht alles dafür, dass die pandemiebedingten Anleihekäufe Ende März 2022 auslaufen sollten. Dieser Zeitpunkt wurde von der EZB als Mindestlaufzeit des Programms fixiert.

Auch angesichts der in den vergangenen Monaten gestiegenen Inflationsrisiken sollte die EZB geldpolitische Sondermaßnahmen nicht über Gebühr verlängern. Ein Ende der pandemiebedingten Anleihekäufe würde der EZB mehr Beweglichkeit verschaffen, falls sich der erhöhte Inflationsdruck doch als nachhaltig herausstellen sollte.



### Inhalt

<b>Ende der pandemiebedingten Anleihekäufe der EZB ist überfällig</b>	<b>2</b>
Dr. Andreas Bley / Dr. Martin Micheli E-Mail: <a href="mailto:a.bley@bvr.de">a.bley@bvr.de</a>	
<b>Finanzmärkte: Inflationserwartungen steigen</b>	<b>8</b>
Dr. Andreas Bley E-Mail: <a href="mailto:a.bley@bvr.de">a.bley@bvr.de</a>	
<b>Konjunktur: Dynamik lässt etwas nach</b>	<b>9</b>
Dr. Gerit Vogt E-Mail: <a href="mailto:g.vogt@bvr.de">g.vogt@bvr.de</a>	

## Ende der pandemiebedingten Anleihekäufe der EZB ist überfällig

Als Reaktion auf die Coronapandemie hat das Eurosystem den geldpolitischen Expansionsgrad im Euroraum deutlich ausgeweitet. Zentraler Baustein des geldpolitischen Maßnahmenpakets waren zeitlich befristete Käufe von Anleihen privater und öffentlicher Emittenten im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP). Ursprünglich hatte das im März 2020 verkündete Programm einen Umfang von insgesamt 750 Mrd. Euro. Nach insgesamt zwei Erhöhungen beträgt das Gesamtvolumen aktuell bis zu 1.850 Mrd. Euro.

Ende September hielt das Eurosystem Wertpapiere im Rahmen des PEPP im Umfang von rund 1.400 Mrd. Euro. Im März 2021 hatte der Rat der Europäischen Zentralbank (EZB) eine deutliche Beschleunigung der monatlichen Wertpapierkäufe für das 2. Quartal 2021 beschlossen. Das Ankaufvolumen wurde daraufhin von rund 60 Mrd. Euro je Monat zu Jahresbeginn auf rund 80 Mrd. Euro im Monat angehoben. Im 3. Quartal wurde dieses Tempo beibehalten. In der vergangenen EZB-Ratssitzung im September wurde eine moderate Reduktion des Kaufvolumens angekündigt. Neben den bereits extrem umfangreichen pandemiebedingten Anleihebestand hält die EZB mit gut 3.000 Mrd. Euro noch mehr als doppelt so viele zusätzliche Anleihen aus dem im Jahr 2014 begonnenen Kaufprogramm (ebenefalls Stand Ende September).

Das PEPP wurde unter dem Eindruck des pandemiebedingten konjunkturellen Einbruchs im März 2020 beschlossen. Ziel des Programms war es, einer Beeinträchtigung der Konjunktur und einer Störung des geldpolitischen Transmissionsprozesses durch die Coronapandemie entgegenzuwirken. Vor diesem Hintergrund ist die Laufzeit des Programms eng an die von der Pandemie ausgehenden Gefahren für die Konjunktur und den Transmissionsprozess geknüpft. Die Wertpapierkäufe im Rahmen des PEPP sollen nach Beschluss des EZB-Rats so lange möglich bleiben, bis die COVID-19-Krise überstanden ist, mindestens jedoch bis Ende März 2022. Über ein Auslaufen bzw. eine Verlängerung des Programms soll im Dezember 2021 entschieden werden.

Angesichts der pandemiebedingten konjunkturellen

Ausnahmesituation gestaltete die EZB die Rahmenbedingungen der PEPP-Käufe deutlich weniger restriktiv als bei früheren Anleihekaufprogrammen des Eurosystems. So sind im Vergleich zum Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme – APP) auch Wertpapiere für das PEPP zugelassen, etwa Anleihen der öffentlichen Hand Griechenlands, welche die Bonitätsanforderungen des Eurosystems eigentlich nicht erfüllen. Zwar gilt für die PEPP-Käufe ebenfalls der Kapitalschlüssel als Leitlinie für die nationale Verteilung der Käufe. Allerdings nimmt sich das Eurosystem heraus, vom Kapitalschlüssel in Abhängigkeit von Marktbedingungen temporär abzuweichen. So wurden etwa italienische und spanische Staatsanleihen im Rahmen der PEPP-Käufe deutlich übergewichtet. Französische Staatsanleihen hält das Eurosystem gemessen am Kapitalschlüssel hingegen unterproportional. Zudem gelten die im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (Public Sector Purchase Programme – PSPP) festgelegten Obergrenzen für Staatsanleihen von 33 % im Rahmen des PEPP nicht. Damit kann das Eurosystem eine Sperrminorität erwerben und so im Zweifelsfall Umschuldungsbemühungen torpedieren. Im Fall der Fälle geriete die EZB in eine heikle Situation angesichts ihrer geldpolitischen Unabhängigkeit.

Vor diesem Hintergrund werfen die mittlerweile spürbare realwirtschaftliche Erholung sowie die deutlich angezogene Inflation im Euroraum die Frage auf, ob und ggfs. in welchem Umfang die Wertpapierkäufe des Eurosystems im Rahmen des PEPP aktuell noch fortgeführt werden sollten. Aufgrund der expliziten Bindung des PEPP an die konjunkturelle Ausnahmesituation im Euroraum läuft diese Frage darauf hinaus festzustellen, ob die volkswirtschaftlichen Auswirkungen der Coronapandemie bald überwunden sein werden.

### Pandemiebedingter Konjunkturerinbruch Anfang 2022 überwunden

Die gesamtwirtschaftliche Aktivität im Euroraum ist im Zuge der Coronapandemie dramatisch eingebrochen. Zum Tiefpunkt im 2. Quartal 2020 lag das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) rund 15 % unter dem Vorkrisenniveau (siehe Abb. 1). Allerdings hat die Konjunktur

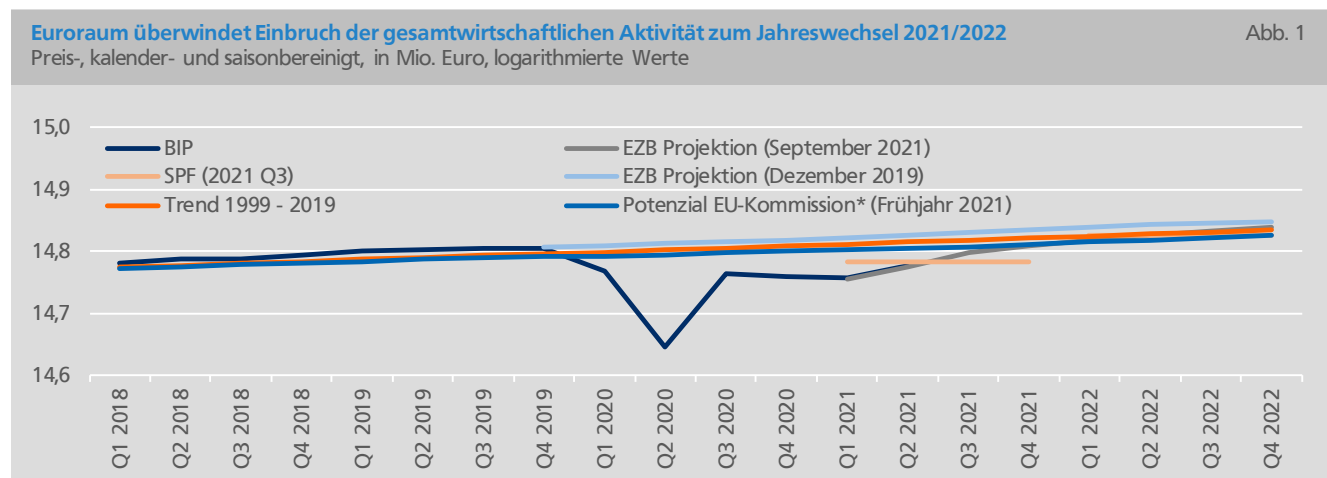
seither wieder deutlich angezogen. Im 2. Quartal 2021 wurde das Vorkrisenniveau noch um 2,5 % unterschritten. Für die kommenden Quartale wird allgemein eine weiterhin kräftige gesamtwirtschaftliche Expansion erwartet. Sowohl im Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB als auch in der Umfrage von Consensus Economics gehen die Befragten davon aus, dass das Vorkrisenniveau der gesamtwirtschaftlichen Aktivität im Jahresdurchschnitt 2022 bereits deutlich überschritten werden wird. Die EZB erwartet in ihrer aktuellen Projektion vom September 2021, dass die Wirtschaftsleistung im Schlussquartal 2021 bereits über dem Vorkrisenniveau liegen wird.

Der Vergleich mit dem Vorkrisenniveau liefert einen ersten Anhaltspunkt für das Ausmaß der konjunkturellen Erholung. Allerdings weist dieser einfache Ansatz auch Schwächen auf. Einerseits bedeutet ein Überschreiten des Vorkrisenniveaus nicht zwangsläufig, dass die wirtschaftlichen Folgen der Coronakrise vollständig überwunden sind. Dieser einfache Vergleich blendet aus, dass die Wirtschaft ohne Pandemie in den vergangenen anderthalb Jahren weitergewachsen wäre. Andererseits wäre es auch möglich, dass die konjunkturelle Erholung bereits vollendet wurde, ohne dass das Vorkrisenniveau erreicht wurde. Dies könnte der Fall sein, wenn sich die gesamtwirtschaftliche Aktivität des Euroraums unmittelbar vor Ausbruch der Coronapandemie in einer deutlichen Überauslastung

befunden hätte. Nach dem pandemiebedingten konjunkturellen Einbruch wäre eine Rückkehr zur Normalauslastung dann auch ohne ein Überschreiten des Vorkrisenniveaus möglich.

Daher muss das nicht beobachtbare Produktionspotenzial im Euroraum bestimmt werden. Es gibt verschiedene, in der Komplexität variierende, Methoden zur Bestimmung dieses Potenzials. Die einfachste Methode unterstellt einen linearen Trend. Dies impliziert, dass das Produktionspotenzial exogen wächst, etwa eines voranschreitenden technologischen Fortschritts. Das Trendwachstum schätzen wir basierend auf dem Zeitraum seit Beginn der Europäischen Währungsunion bis unmittelbar vor Ausbruch der Coronapandemie (1999 Q1 bis 2019 Q4). Dies unterstellt, dass das Potenzialwachstum während der Coronapandemie dem durchschnittlichen seit der Existenz des Europäischen Währungsraums entsprochen hätte. Allerdings hat sich das Trendwachstum in den vergangenen Jahren spürbar abgeschwächt, weshalb das Wachstum des Produktionspotenzial überzeichnet sein dürfte. Dennoch wird das durch die Fortschreibung des Wachstumstrends approximierte Produktionspotenzial nach der aktuellen EZB-Projektion von September 2021 zur Jahresmitte 2022 bereits wieder überschritten.

Als Alternative zur Einschätzung der Konjunktur im Euroraum verwenden wir die Schätzung des Produk-



\*quadratisch interpoliert

Quelle: Ameco, Europäische Zentralbank, Eurostat, Consensus, BVR

tionspotenzials der Europäischen Kommission. Diese Methode ist zwar merklich komplexer. Es wird eine gesamtwirtschaftliche Produktionsfunktion unterstellt, in welche Kapital und (potenzielles) Arbeitsvolumen als Inputfaktoren eingehen. Das exogene Wachstum ergibt sich aus dem trendmäßigen Wachstum der Totalen Faktorproduktivität. Allerdings können im Rahmen dieses Verfahrens etwa demographische Entwicklungen, welche das Arbeitsangebot erheblich beeinflussen können, berücksichtigt werden. Die von der Europäischen Kommission berechneten Produktionspotenziale dienen etwa auch als Grundlage für die Berechnung der strukturellen Defizite der Mitgliedsstaaten. Zwar liegt das so berechnete Produktionspotenzial vor Ausbruch der Coronapandemie auf einem vergleichbaren Niveau wie das mittels linearen Trends berechnete Potenzial. Allerdings entwickelte sich dieses Potenzial während der Coronapandemie deutlich schwächer als die (wie dargelegt voraussichtlich zu optimistische) Fortschreibung mittels eines linearen Trends. Die EZB erwartet basierend auf diesem Produktionspotenzial eine konjunkturelle Überauslastung bereits zum Jahreswechsel 2021/22.

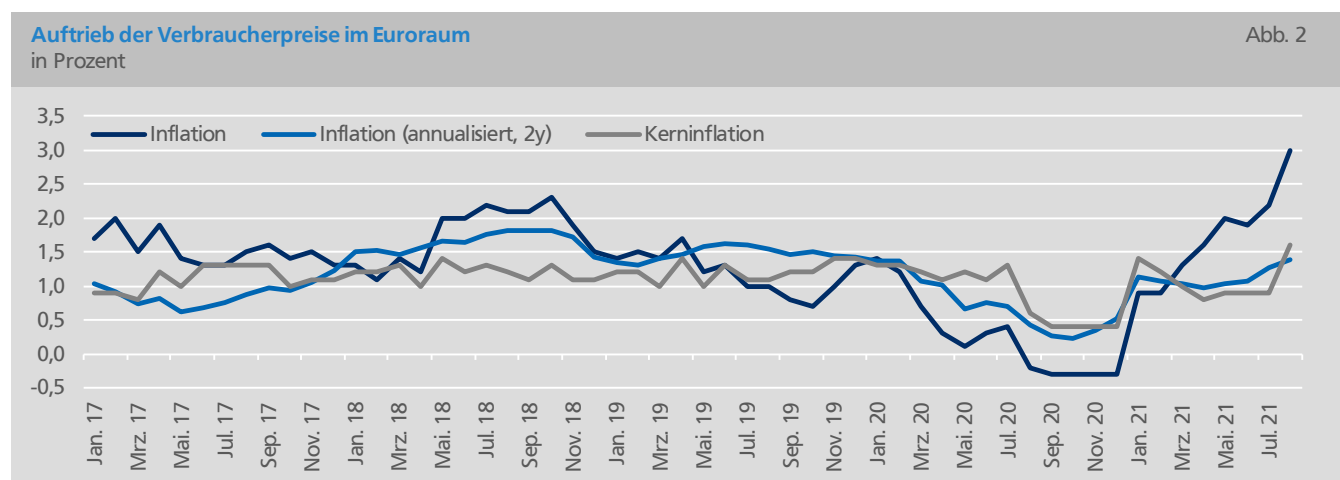
Die gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten dürfte nach Projektion der gesamtwirtschaftlichen Aktivität durch die EZB mit dem, nach aktuellem Stand Ende März, Auslaufen des PEPP bereits wieder leicht überausgelastet sein. Hinzu kommt, dass die aktuelle Projektion

noch mit einer schwächeren Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Aktivität in der ersten Jahreshälfte 2021 gerechnet hat, als dies die mittlerweile veröffentlichten offiziellen Zahlen von Eurostat implizieren.

Die EZB verweist zur Bewertung der konjunkturellen Entwicklung allerdings häufig auf den Vergleich mit der letzten veröffentlichten Projektion vor Ausbruch der Coronapandemie. Das damals projizierte Niveau der gesamtwirtschaftlichen Aktivität wird nach Einschätzung der EZB auch bis zum Jahresende 2022 nicht erreicht. Dieser Vergleich ist jedoch nicht zielführend. So wird dabei ignoriert, dass Schätzungen des Produktionspotenzials wie dargelegt eine kräftige Überauslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten im Jahr 2019 (dem Fortschreibungszeitpunkt der EZB-Projektion) anzeigen. Die Frühjahrsprojektion 2021 der Europäischen Kommission etwa geht für das Jahr 2019 von einer Überauslastung um 1,2 % in Relation des Produktionspotenzials aus. Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass mit Blick auf die Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Aktivität ein Auslaufen des PEPP Ende März 2022 naheliegend erscheint.

### Inflation nach Abklingen der Sondereffekte im EZB-Zielbereich

Die Inflation im Euroraum hat sich in den vergangenen Monaten stark beschleunigt. Im September lag der



Quelle: Eurostat

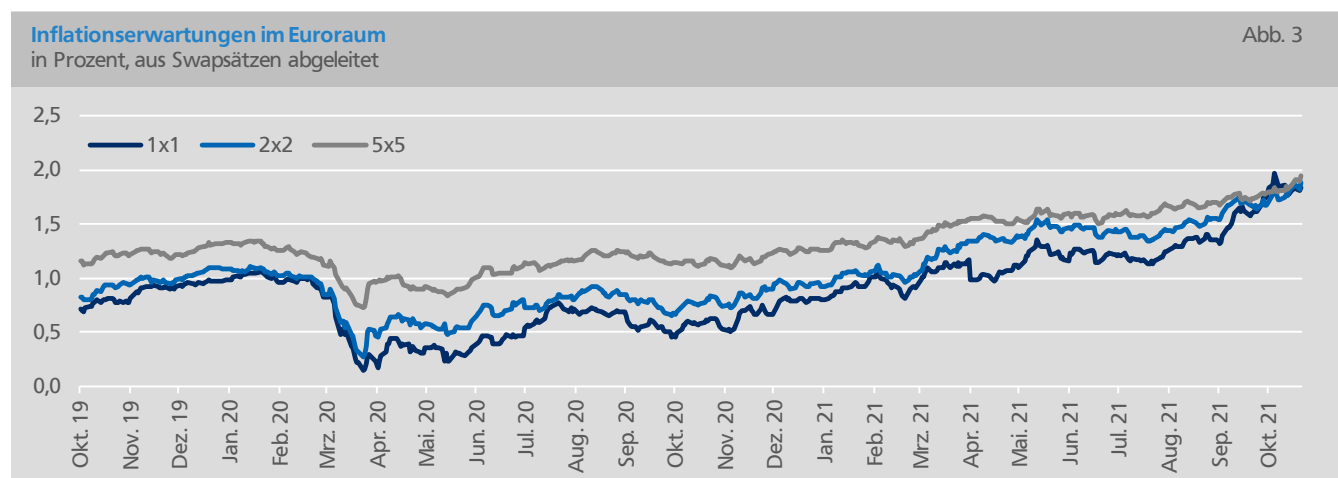
Preisauftrieb mit 3,4 % deutlich über dem Vorkrisenniveau von 1,0 % (durchschnittliche Inflation in der zweiten Jahreshälfte 2019), welches nach Aussage der EZB das für die Entscheidung über eine Fortführung oder ein Ende des PEPP das entscheidende Niveau sei (siehe Abb. 2). Selbst das Inflationsziel im Euroraum von 2 % wurde damit deutlich überschritten. Vor diesem Hintergrund scheint wenig für zusätzlichen geldpolitischen Stimulus zur Steigerung des Preisauftriebs zu sprechen.

Das deutliche Überschreiten des Inflationsziels wird richtigerweise auch mit temporären Sonderfaktoren gerechtfertigt. Seitens der EZB weisen auch die Direktoriumsmitglieder Isabel Schnabel und Philip Lane auf den aus ihrer Sicht immer noch zu niedrigen Inflationstrend hin. In der Tat liefert der von Basiseffekten herührende Preisauftrieb bei Energieträgern aktuell einen großen Beitrag zur Inflation im Euroraum. Im Zuge des pandemiebedingten Einbruchs der Weltkonjunktur hatten die Rohölpreisnotierungen stark nachgegeben. Seither erholten sich diese jedoch wieder deutlich und überstiegen zuletzt sogar das Vorkrisenniveau.

Allerdings übersteigt mittlerweile auch der binnenwirtschaftlich getriebene Preisauftrieb das Vorkrisenniveau wieder deutlich. Die Kerninflation, der Preisauftrieb ausschließlich der Preise für Energieträger und unverarbeitete Nahrungsmittel, betrug im September

1,9 %. Im zweiten Halbjahr 2019 hatte diese noch bei rund 1,2 % gelegen. Zwar begünstigen aktuell auch noch Sondereffekte der Coronapandemie wie die temporäre Mehrwertsteuersenkung in Deutschland den Auftrieb der Verbraucherpreise. Für diese kann jedoch etwa durch Betrachtung des annualisierten Preisauftriebs über die vergangenen zwei Jahre kontrolliert werden. Mit 1,5 % im September lag jedoch auch dieser in etwa auf dem Vorkrisenniveau.

Auch die Inflationserwartungen haben sich mittlerweile deutlich von dem Rückgang während der Coronapandemie erholt (siehe Abb. 3). Die aus Finanzmarktdaten gewonnenen Inflationserwartungen der kommenden zwei Jahre in zwei Jahren beschleunigten sich von 0,4 % in der zweiten Märzhälfte 2020 auf rund 1,7 % im September. Im Dezember 2019 lagen diese Erwartungen noch bei rund 1,1 %. Die durchschnittlichen Inflationserwartungen für fünf Jahre in fünf Jahren zogen auf zuletzt knapp 2,0 % an. Damit entsprechen sie erstmals seit dem Jahr 2014 wieder dem (aktuellen) EZB-Ziel. Während der Coronapandemie waren diese von rund 1,3 % bis auf 0,7 % zurückgegangen. Insgesamt spricht die Entwicklung des Preisauftriebs im Euroraum daher für ein Ende des PEPP im März 2022. Der Preisauftrieb hat sich von dem Rückgang während der Coronapandemie spürbar erholt und ist mittlerweile sogar deutlich kräftiger als vor Ausbruch der Pandemie.



Quelle: Refinitiv

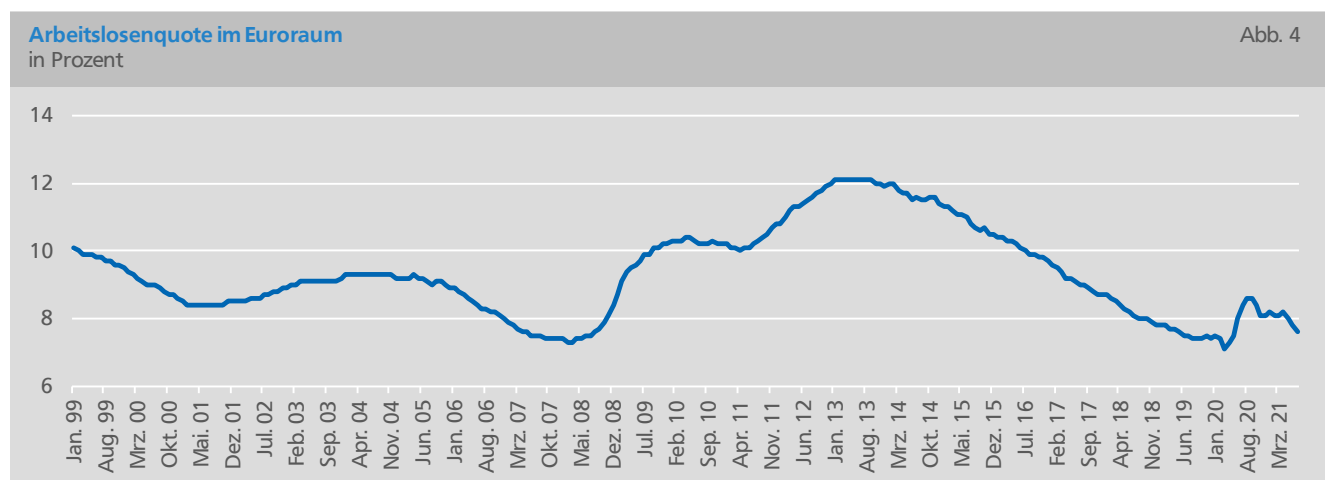
### Arbeitslosigkeit ist wieder spürbar zurückgegangen

Der Arbeitsmarkt war aufgrund umfangreicher Stützungsmaßnahmen weniger stark von der Pandemie betroffen, als dies der heftige Einbruch der gesamtwirtschaftlichen Aktivität hätte vermuten lassen. Im März 2020 ging die Arbeitslosenquote sogar nochmals deutlich zurück und erreichte den niedrigsten Stand seit Bestehen des Euroraums (siehe Abb. 4). Im Vergleich zum Jahresdurchschnitt 2019 (7,6 %) stieg die Arbeitslosenquote während der Coronapandemie in der Spitze zur Jahresmitte 2020 um 1 Prozentpunkt auf 8,6 %. Seither hat sich der Arbeitsmarkt von dem Coronaschock jedoch merklich erholt und die Arbeitslosenquote ging wieder deutlich zurück. Im Juli lag diese mit 7,6 % wieder in etwa auf dem Vorkrisenniveau. Damit war die Quote nur leicht höher als der bis vor Ausbruch der Coronapandemie verzeichnete tiefste Stand von 7,3 % Anfang 2008 und als das von Teilnehmern des Survey of Professional Forecasters vor der Coronapandemie als neutral erachtete Niveau von 7,4 %. Insoweit scheint auch für den Arbeitsmarkt die Phase der Coronakrise überstanden.

### Zeit reif für ein Auslaufen der pandemiebedingten Anleihekäufe der EZB

Mit dem PEPP hat die EZB ein Instrument geschaffen, um schnell auf den mit Ausbruch der Coronapandemie

absehbaren Einbruch der Konjunktur im Euroraum reagieren zu können. Dabei wurden verschiedene bisher geltende Beschränkungen der Befugnisse der Notenbank, welche vor der Coronapandemie von der EZB selbst als fundamental angesehen wurden, ausgesetzt. Hierunter fällt etwa die Möglichkeit zum Ankauf von Anleihen, welche nicht die Anforderungen an notenbankfähige Sicherheiten erfüllen, oder der Wegfall der Obergrenzen beim Ankauf von Anleihen, wodurch das Eurosystem nun ein zentraler Akteur im Falle einer möglichen Umschuldung eines Euroraum-Mitgliedslandes geworden ist. Umso dringlicher ist die Beendigung eines solchen Programms, sollten die Ursachen, welche eine solch massive Ausweitung der Notenbankkompetenzen nach Meinung der EZB rechtfertigen, wegfallen. Das PEPP wurde stets explizit an die Phase der Coronakrise gekoppelt. Sollte diese überstanden sein, sei auch das PEPP zu beenden. Bei der Betrachtung der gesamtwirtschaftlichen Aktivität, der Preisentwicklung und der Arbeitslosenquote im Euroraum muss nun konstatiert werden, dass die Phase der Coronakrise spätestens zum Jahresende 2021 als voraussichtlich überstanden erachtet werden muss. Vor dem Hintergrund der zum Teil erheblichen zeitlichen Verzögerung, bis geldpolitische Maßnahmen ihre volle Wirkung in der Realwirtschaft entfalten, scheint eine deutliche Rückführung der PEPP-Käufe daher überfällig. Die EZB sollte daher auf ihrer kommenden geldpolitischen



Quelle: Eurostat

Ratssitzung im Dezember das Auslaufen des PEPP Ende März 2022 beschließen. Gerade auch angesichts der in den vergangenen Monaten gestiegenen Inflationsrisiken sollte die EZB geldpolitische Sondermaßnahmen nicht über Gebühr verlängern. Die EZB würde sich so EZB mehr Beweglichkeit verschaffen, falls sich der erhöhte Inflationsdruck doch als nachhaltig herausstellen sollte. ■



## Finanzmärkte: Inflationserwartungen steigen

Der BVR-Indikator für die Inflationssichten ist im Oktober auf erhöhtem Niveau stabil geblieben. Mit 57 Punkten blieb der Aufschlag zu der neutralen Marke von 50 Punkten konstant, die eine mittelfristige Inflationsentwicklung im Einklang mit dem EZB-Inflationsziel von 2 % anzeigt. Zum Teil überzeichnet der Indikator aufgrund von Basiseffekten des Coronakonjunktureinbruchs im Jahr 2020 allerdings die Inflationsrisiken.

### Konjunktur zieht an

Der Teilindex Konjunktur der BVR Inflationssichten, der die Hälfte des Gesamtindex ausmacht, bewegt sich mit 78 Punkten auf einem sehr hohen Niveau. Da mehrere Indikatoren (Industrieproduktion und Aufträge) als Wachstumsraten eingehen, bringt dies auch die schwache Konjunktur des Vorjahres zum Ausdruck. Insofern dürfte sich die Konjunkturkomponente in den kommenden Monaten etwas abschwächen, auch wenn die konjunkturelle Dynamik anhalten sollte. Insgesamt hat sich die Konjunktur im Euroraum aber bereits weitgehend von dem Coroneinbruch im vergangenen Jahr erholt. Dies zeigt sich beispielsweise an der Kapazitätsauslastung und dem Wirtschaftsklima, die sich beide oberhalb ihres langjährigen Durchschnitts bewegen.

### Kostenindikatoren reflektieren aktuell hohe Inflation nur zum Teil

Mit 37 Punkten ist der Indikator für Preise und Kosten, der 40 % des Gesamtindikators ausmacht, im Oktober zwar leicht um einen Punkt gegenüber dem September angestiegen, bewegt sich aber weiterhin weit unterhalb der neutralen Marke von 50 Punkten. Reflektiert werden die Entwicklung der Lohnstückkosten, des Wechselkurses und der Rohstoffpreise, wobei nur letztere aktuell deutlich gestiegen sind. Die aktuell erhöhten Inflationserwartungen unter Experten und auf den Finanzmärkten basieren auf der Annahme eines anhaltenden Kostendrucks bei den Rohstoffen und einer einsetzenden Lohn-Preis-Spirale, die sich aber in der aktuellen Entwicklung der Lohnstückkosten noch nicht widerspiegelt.

### Moderate Kreditdynamik

Von der Kreditdynamik geht mit einem unveränderten Wert von 39 Punkten im Oktober ebenfalls nur ein moderater Inflationsauftrieb aus. Das Kreditwachstum hat sich in den vergangenen Monaten abgeschwächt auf zuletzt 2,9 % im August. Zum Teil ist dies eine erwartbare Gegenbewegung nach der hohen Kreditnachfrage zur Hochzeit der Pandemie. ■

**BVR Inflationssichten**  
in Prozent, Euroraum



	Aug. 21	Sep. 21	Okt. 21
<b>BVR Inflationssichten</b>	<b>56</b>	<b>57</b>	<b>57</b>
Konjunktur (50 %)	78	77	76
Preise/Kosten (40 %)	33	36	37
Kreditdynamik (10 %)	40	39	39

Die BVR Inflationssichten 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.

Quelle: BVR, Refinitiv Datastream

## Konjunktur: Dynamik lässt etwas nach

### BVR Konjunkturbarometer bleibt noch bei 82 Punkten

Trotz wieder zunehmender Infektionszahlen und andauernder Materialengpässe befindet sich die deutsche Wirtschaft weiterhin im Aufschwung. Hierauf deutet auch das BVR Konjunkturbarometer hin, das im Oktober auf dem vergleichsweise hohen Niveau der Vormonate verharren dürfte. Nach aktuellem Datenstand befindet sich das Barometer noch immer bei 82 Punkten und damit nur leicht unter dem im Frühjahr 2021 erreichten sehr hohen Stand von 91 Punkten. Der Verlauf des Barometers signalisiert, dass das Wirtschaftswachstum vom 2. Quartal in der zweiten Jahreshälfte zwar anhalten, aber an Schwung verlieren wird. Voraussetzung für eine Fortsetzung des Wachstums ist nicht zuletzt, dass die Infektionslage keine weiteren gravierenden Beschränkungen im Wirtschaftsleben nach sich ziehen wird. Erste vorläufige Angaben zum BIP-Wachstum im 3. Quartal wird das Statistische Bundesamt am 29. Oktober vorlegen.

### Weitere Eintrübung der Stimmungsindikatoren

Grund für den leichten Rückgang des BVR Konjunkturbarometers von 91 Punkten im Frühjahr auf zuletzt 82 Punkte ist seine Stimmungskomponente. Im August

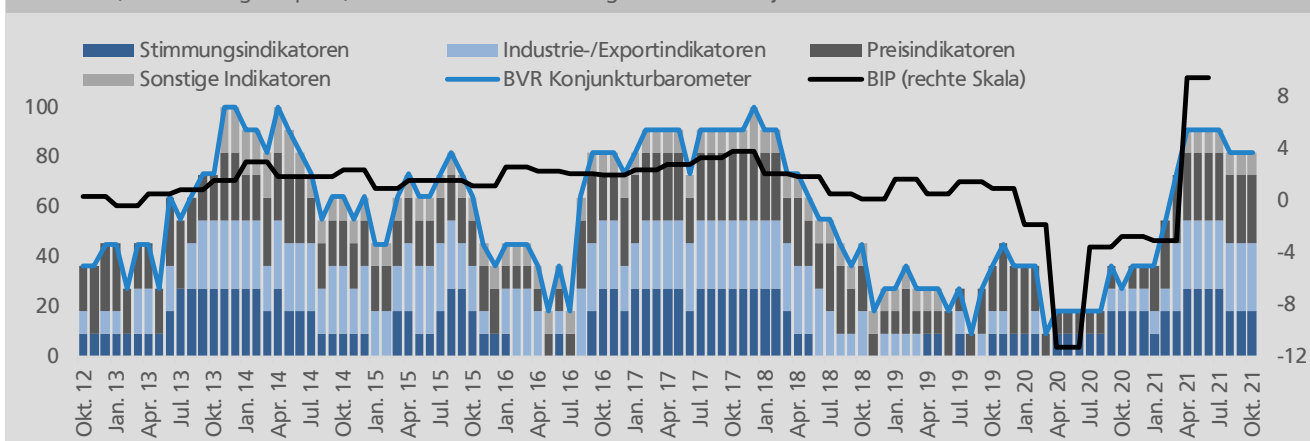
waren die ZEW-Konjunkturerwartungen erstmals seit Beginn der Coronakrise wieder unter ihren Vorjahresmonatswert gefallen. Auch der ifo Geschäftsklimaindex ist in den letzten Monaten merklich gesunken. Er befindet sich aber weiterhin über seinem Vorjahreswerten, ebenso wie das Verbrauchervertrauen. Auf eine nachlassende Konjunkturdynamik zum Jahresende lässt auch die durchschnittliche Kapazitätsauslastung der vom ifo Institut befragten Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes schließen, die im Oktober um 2,1 Prozentpunkte auf 84,7 % gesunken ist.

### Industrie-/Export- und Preisindikatoren noch immer aufwärtsgerichtet

Von den Industrie-/Exportindikatoren geht eine unvermindert steigende Wirkung auf das BVR Konjunkturbarometer aus. Zwar sind die Produktion und die Neuaufträge des Verarbeitenden Gewerbes sowie die Warenausfuhren Deutschlands im August gegenüber Juli angesichts der hohen Materialknappheiten gesunken. Sie befinden sich aber nach wie vor über ihren Vorjahreswerten. Letzteres gilt auch für die Preisindikatoren. Der Brent-Ölpreis ist Ende Oktober auf über 85 US-Dollar geklettert und hat sich damit gegenüber dem entsprechenden Vorjahreswert mehr als verdoppelt. ■

#### 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 Stimmungskindikatoren (ifo Geschäftsklima, ZEW-Konjunkturerwartungen, Verbrauchervertrauen), 3 Industrie-/Exportindikatoren (Industrieproduktion, Industrie-Auftragseingang, Ausfuhren), 3 Preisindikatoren (Verbraucherpreisindex, Rohölpreis, DAX) und 2 sonstige Indikatoren (Geldmarktzins, 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, Refinitiv Datastream