

# 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/econis-archiv/>

#### 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.*

# 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)

## Die deutschen Sparer trotzen Inflation und Energiekrise - vorerst?

### Executive Summary

Die privaten Haushalte sparten im Kriegs- und Krisenjahr 2022 254,3 Milliarden Euro was einer Sparquote von 11,4 % entspricht. Damit kehrten sie in die Fahrwasser von vor Corona zurück: Gegenüber 2021 sank die Sparquote damit um 3,7 Prozentpunkte, lag aber trotz Energiekrise und Zinswende 0,6 Prozentpunkte über dem letzten Vor-Coronajahr 2019. Das Geldvermögen der Haushalte sank dennoch von 7.840,1 Milliarden Euro im Jahr 2021 auf 7.462,2 Milliarden im Jahr 2022, bedingt vor allem durch Bewertungsverluste an den Kapitalmärkten und bei den Versicherungsansprüchen.

Dieses Volkswirtschaft Kompakt untersucht, wie sich Geldvermögen und Vermögensbildung 2022 verglichen mit den Coronajahren und der Zeit davor verändert haben. An erster Stelle steht das neue wirtschaftliche Umfeld aus Krieg und Zinswende. Anschließend wird beschrieben, warum die Vermögensbildung geringer abgenommen hat als durch die Krisen erwartet. Der letzte Teil fasst zusammen, wie sich das Anlageverhalten mit der Wirtschaftslage verändert.

Hierzu gehört auch der schwierige Ausblick: Die Sparquote dürfte 2023 im Wechselspiel aus Inflation einerseits und Konsumzurückhaltung, Lohnabschlüssen sowie staatlichen Hilfen andererseits in Richtung 10,6 % sinken. Sollte sich die Konjunktur wie erwartet stabilisieren, werden die Haushalte zudem zusehends auf die Inflation reagieren und ihre Ersparnisse ertragreicherem, aber riskanteren Anlagen zuführen. Gleichzeitig sinkt mit der Sparquote und den höheren Zinsen die Fähigkeit zu größeren Investitionen, was die Sachinvestitionen belasten dürfte.



### Inhalt

<b>Zinsen und Sparen</b>	<b>2</b>
Dr. Alex Korff	
E-Mail: <a href="mailto:a.korff@bvr.de">a.korff@bvr.de</a>	
<b>Geldvermögensbildung</b>	<b>3</b>
Dr. Alex Korff	
E-Mail: <a href="mailto:a.korff@bvr.de">a.korff@bvr.de</a>	
<b>Geldvermögen</b>	<b>5</b>
Dr. Alex Korff	
E-Mail: <a href="mailto:a.korff@bvr.de">a.korff@bvr.de</a>	
<b>Finanzmärkte: Geldpolitik zeigt Wirkung</b>	<b>7</b>
Dr. Alex Korff	
E-Mail: <a href="mailto:a.korff@bvr.de">a.korff@bvr.de</a>	
<b>Konjunktur: Rezession scheint ausgeblieben</b>	<b>8</b>
Dr. Gerit Vogt	
E-Mail: <a href="mailto:g.vogt@bvr.de">g.vogt@bvr.de</a>	

## Zinsen und Sparen

### Kein Status Quo ante

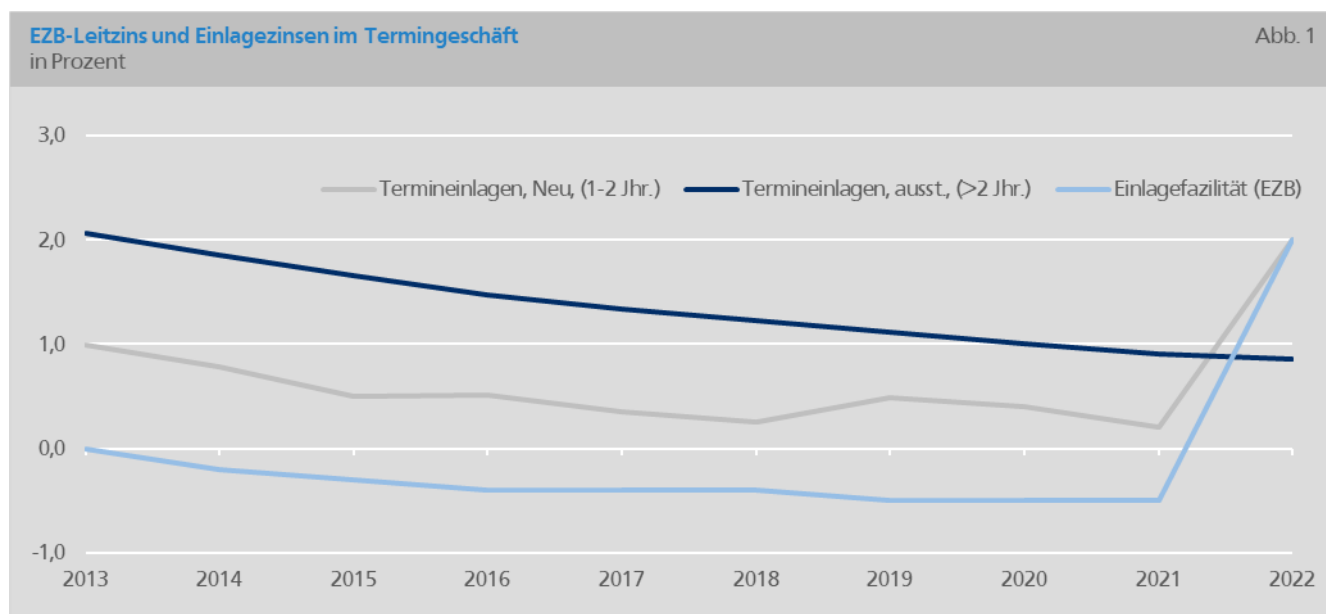
Nach Corona hofften viele auf eine Rückkehr zum Status Quo ante von vor der Pandemie. Stattdessen stieg mit Russlands Einmarsch in die Ukraine die Inflation in Deutschland auf Höchststände. Das bisherige Maximum wurde im Oktober und November 2022 mit je 8,8 % zum entsprechenden Vorjahresmonat erreicht. Im Gesamtjahr 2022 belief sich die Preissteigerung auf 6,9 %. Die Energiepreise trieben, von Russlands sanktionierten und später eingestellten Exporten nach Westen getrieben, die Teuerung an. Die Haushalte und Unternehmen reagierten mit Einsparungen, der Staat mit Zuschüssen und Investitionen in den Aufbau bis dahin vernachlässigter Flüssiggaskapazitäten.

So kehrte der Konsum zwar wieder auf Vorcoronastände zurück, getrieben aber von Preissteigerungen und nicht von einer Rückkehr zu den früheren Mengen. Zwar nahmen die Dienstleistungsausgaben deutlich zu, weil insbesondere Urlaubs- und Freizeitaktivitäten nach Corona wieder anzogen. Der Einzelhandelsumsatz aber sank 2022 in konstanten Preisen, also inflationskorrigiert, weil die Bürger ob höherer Preise und unsicherer Lage zurückhaltender wurden. Eine Rückkehr zu den Vor-Corona-Zeiten blieb aus.

Gleichzeitig reagierte die Europäische Zentralbank EZB auf die hohe Inflation. Ab der zweiten Jahreshälfte 2022 intervenierte sie mit deutlichen Leitzinserhöhungen, um ihr Inflationsziel von 2 % mittelfristig zu erreichen. Sie beendete damit ihrerseits den Status Quo ante expansiver Geldpolitik, der 2011 eingeleitet worden war und damit über ein Jahrzehnt bestanden hatte. Die Leitzinsen stiegen bis zum Jahresende 2022 um 250 Basispunkte auf 2,5 % für ihre Hauptrefinanzierungsfazilität und 2,0 % für die Einlagefazilität. Die Zinsen beim Termingeld stiegen im Neugeschäft, während die Zinsen im längerfristigen Bestand niedrig blieben (siehe Abbildung 1 für die Einlagenzinsen).

So veränderten sich wie das Verhalten der privaten Haushalte auch die Anlagemöglichkeiten weiter. Die Börsenrallye von 2021 setzte sich unter dem Eindruck des Krieges nicht fort, stattdessen setzte bis in den Winter die Unsicherheit der Energiekrise ein. Gleichzeitig kehrten höhere Zinssätze in den Markt zurück, sowohl bei Krediten als auch bei Einlagen.

Mit jedem dieser Schritte rückt der alte Status Quo in weitere Ferne und werden weitere Anpassungsschritte nötig. Diese Dynamik des Ungewissen wird Deutschland vorerst weiter begleiten.



Quelle: Deutsche Bundesbank, BVR

## Geldvermögensbildung

### Corona- Effekt weicht, Sparquote trotz Inflation

Die Sparquote fiel von 15,1 % im Jahr 2021 auf 11,4 % oder 254,3 Milliarden Euro im Jahr 2022. Damit kehrt sie, anders als das wirtschaftliche Umfeld, in die Fahrwasser von vor der Coronakrise zurück: 2019 hatte sie bei 10,8 % bzw. 218,1 Milliarden gelegen. Inklusive der Kreditaufnahme und der (netto) empfangenen Vermögensübertragungen wurde 2022 Geldvermögen in Höhe von 13,3 % des verfügbaren Einkommens gebildet.

Damit haben die privaten Haushalte der Energiekrise besser standgehalten als erwartet. Der Anteil der Personen, die angeben, nichts sparen zu können, blieb 2022 stabil bei 20,5 %. 2021 waren es 21 % gewesen, 2019 sogar 24 %. Die mittlere Ersparnis stieg sogar minimal von 170 Euro 2021 auf 174 Euro 2022. In den unteren Einkommensgruppen verloren dennoch einige Haushalte die Sparfähigkeit. Von den Haushalten mit einem Nettoeinkommen unter 1.000 Euro konnten nur noch 43,8 % überhaupt Ersparnisse bilden (2021: 48,4 %). Gleichzeitig sank aber der Anteil dieser Haushalte an der Gesamtheit. Grundlage dieser Zahlen ist eine von Kantar

für den BVR durchgeführte repräsentative Studie.

Politische Maßnahmen und günstige Wetterverhältnisse wirkten stabilisierend. Die Politik steigerte die Haushaltseinkommen dauerhaft, indem sie etwa die Renten zum 1. Juli 2022 erhöhte, den Mindestlohn zum 1. Oktober und das Wohngeld zum 1. Januar 2023. Hinzu kommen Einzelmaßnahmen wie die Heizkostenzuschüsse für Bezieher von Wohngeld, BAföG und Ausbildungsbeihilfe oder die zeitlich begrenzte Energiepreislösung ab 2023. Schlussendlich trugen deutliche Einsparungen von Privatpersonen und Unternehmen sowie ein klimabedingt milderer Winter dazu bei, dass die Preise weniger stiegen als im vergangenen Herbst noch befürchtet.

Selbst die zinssensiblere Sachvermögensbildung hielt den Schocks stand. Sie stieg von 46,4 auf 50,3 Milliarden Euro und lag damit bei hohen 2,3 % des verfügbaren Einkommens. 2023 ist jedoch mit einer deutlichen Abschwächung zu rechnen, da die restriktivere Geldpolitik zusehends greift. So erreichten die Neugeschäfte im Wohnungsbaukreditgeschäft, der wichtigste Treiber der privaten Sachvermögensbildung, in den ersten drei Monaten des Jahres 2023 mit 37 Milliarden Euro nur

Vermögensbildung der privaten Haushalte (1)

Tabelle 1

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	in Mrd. Euro					
Verfügbares Einkommen (2)	1.905,2	1.976,6	2.023,6	2.050,1	2.089,9	2.233,2
Private Konsumausgaben	1.702,5	1.753,4	1.805,5	1.713,5	1.773,8	1.978,9
Sparen	202,7	223,2	218,1	336,6	316,1	254,3
Empfangene Vermögensübertragungen (netto)	7,8	2,5	11,8	9,3	13,3	4,9
Eigene Anlagemittel	210,5	225,7	229,9	345,9	329,4	259,2
Kreditaufnahme	56,5	66,0	83,5	84,3	100,3	89,0
Gesamtes Mittelaufkommen	267,0	291,7	313,4	430,2	429,7	348,2
Sachvermögensbildung (3)	33,9	37,1	34,9	29,0	46,4	50,3
Geldvermögensbildung, nachrichtlich	233,1	254,6	278,5	401,2	383,3	297,9
Geldvermögensbildung (netto) (4)	176,6	188,6	195,0	316,9	283,0	208,9
	in Prozent					
Sparquote	10,6	11,3	10,8	16,4	15,1	11,4
Geldvermögensbildung in % des verfügbaren Einkommens	12,2	12,9	13,8	19,6	18,3	13,3
Sachvermögensbildung in % des verfügbaren Einkommens	1,8	1,9	1,7	1,4	2,2	2,3

Quelle: Deutsche Bundesbank, Statistisches Bundesamt, BVR

(1) einschließlich der Selbstständigen und privaten Organisationen ohne Erwerbszweck

(2) das verfügbare Einkommen beinhaltet die Zunahme der betrieblichen Altersversorgungsansprüche

(3) Nettoinvestitionen einschließlich des Nettozugangs an Wertsachen und nichtproduzierten Vermögensgütern

(4) Geldvermögensbildung (brutto) abzüglich der Kreditaufnahme

knapp drei Fünftel des Niveaus von 2019. Verglichen mit 2022 und 2021 entspricht dies ungefähr einer Halbierung. Angesichts der bisherigen Robustheit des Sparens und der wirtschafts- wie lohnpolitischen Maßnahmen dürfte sich die Sparquote 2023 nahe dem historischen Durchschnitt im Bereich von 10,6 % stabilisieren.

### Termingelder kommen, Investmentfonds bleiben

Die privaten Haushalte bildeten erstmalig so viel neues Geldvermögen in Wertpapieren wie in Bankeinlagen und mehr als bei Versicherungen. 109 Milliarden Euro flossen in Wertpapiere, davon gut die Hälfte in Investmentfonds. Damit sank zwar die absolute Summe um rund ein Fünftel verglichen mit dem Ausnahmejahr 2021, der relative Anteil aber stieg noch einmal, leicht von 35,1 auf 36,6 %.

Die Bankeinlagen müssen sich mit einem ungewohnten, wenngleich knappen zweiten Platz der Geldvermögensbildung zufriedengeben. 108,8 Milliarden Euro neuen Vermögens flossen dorthin. Das entspricht einem Rückgang von gut einem Viertel zu 2021 und dem niedrigsten Wert der letzten sechs Jahre.

Deutliche Zuflüsse erlebten hingegen festverzinsliche Anlagen. 33,5 Milliarden Euro flossen etwa in Termingelder, aus denen 2021 noch 6,5 Milliarden Euro abgeflossen waren. Zugleich legten die privaten Haushalte

26,4 Milliarden Euro in Rentenwerte an, aus denen sie im Vorjahr ebenfalls Geld abgezogen hatten. In beiden Fällen reagieren die Anleger hiermit auf die Zinswende, wegen der die Erträge dieser Anlagen steigen – vermutlich aber auch auf die schwache Aktienentwicklung 2022.

Vergleichsweise stabil blieben die Einzahlungen in Versicherungsverträge. Sie sanken um ungefähr 10 % und damit nur halb so stark wie die Geldvermögensbildung insgesamt. Mit 89,8 Milliarden Euro liegen sie auf dem niedrigsten Niveau seit Corona, aber ungefähr auf dem Niveau der Vor-Corona-Zeit. Damit sind die Versicherungseinzahlungen zugleich der geringste und der stabilste Teil der Geldvermögensbildung.

Für 2023 lässt sich eine Fortsetzung dieser Trends beobachten. Da die EZB ihre Zinsen seit Jahresanfang um weitere 125 Basispunkte erhöht hat, sind Termineinlagen und Rentenwerte noch attraktiver geworden. Aktieninvestitionen hingegen bieten zwar eine höhere Rendite, aber auch ein größeres Risiko, so dass die Nachfrage vorerst moderat bleiben dürfte. Sollte sich die Konjunktur verbessern, dürften die Anleger dort aber wieder aktiver werden. Bei den Versicherungen wiederum dürften die Beiträge leicht sinken oder stagnieren, da alternde Einzahler aus der Beitrags- in die Bezugszeit wechseln.

**Geldvermögensbildung der privaten Haushalte (1)**

**Tabelle 2**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	in Mrd. Euro					
Geldvermögensbildung insgesamt	233,1	254,6	278,5	401,2	383,3	297,9
bei Banken (2)	112	138,7	147,3	214,2	148	108,8
Sichtguthaben (3)	122,9	140,6	148,1	229,2	154,8	92,2
Termingelder	-0,6	7,4	5,3	1,3	-6,5	33,5
Sparbriefe	-4,9	-5	-3,3	-3,2	-1,9	9,2
Spareinlagen	-5,4	-4,5	-2,8	-13	1,4	-26,1
bei Versicherungen (4)	93,2	81,3	93,1	99,8	99,3	89,8
in Wertpapieren	57,6	48,9	53	88,1	134,7	109
Rentenwerte	-6	3,2	-3,1	-7,4	-6,8	26,4
Aktien	10,4	15,4	14,4	39,9	25,2	21,1
Investmentfonds	49	25,2	36,8	46,5	109,6	55,5
Sonstige Anteilsrechte (5)	4,2	5,1	4,9	9,1	6,7	6
Sonstige Forderungen	-29,5	-13,6	-14,3	-10,4	-0,8	-9,7

Quelle: Deutsche Bundesbank, BVR

(1) einschließlich der Selbstständigen und privaten Organisationen ohne Erwerbszweck

(2) einschließlich Bargeld und sonstige Forderungen

(3) einschließlich Pensionskassen und -fonds, berufsständische Versorgungswerke und Zusatzversorgungseinrichtungen

## Geldvermögen

### Das Geldvermögen sank erstmals seit 2008

Das Geldvermögen der privaten Haushalte, der Selbstständigen und Organisationen ohne Erwerbszweck sank 2022 zum ersten Mal seit 2008. Mit 7.462,2 Milliarden Euro bleibt es jedoch auf dem zweithöchsten Stand der Geschichte, nach 2021. Dennoch belief sich der Verlust auf 4,8 % oder 377,9 Milliarden Euro. Das ist etwas mehr, als die Deutsche Rentenversicherung jährlich für Renten und ihren Betrieb zusammen ausgibt.

Ursächlich für den Rückgang sind Bewertungsverluste für Wertpapiere und Versicherungsrückstellungen. Aktien, Investmentfonds und sonstige Anteilsrechte verloren nach den Höhenflügen gegen Ende der Coronapandemie 2021 deutlich, als Russland in die Ukraine einmarschierte und die Energiekrise auslöste. Die Vermögensbestände dort fielen 2022 um 181,8 Milliarden Euro auf 1.839,7 Milliarden.

Die Versicherungsrückstellungen hingegen verloren infolge der Zinswende an Wert. Sie sanken auf 2.260,2 Milliarden Euro. Allerdings sind diese Verluste nicht eindeutig zu interpretieren, da im Berichtsjahr 2022 seitens der erhebenden Bundesbank die Methodik verändert wurde. Die neue Berechnung lasse die Position ebenfalls schrumpfen, erklärt die Bundesbank.

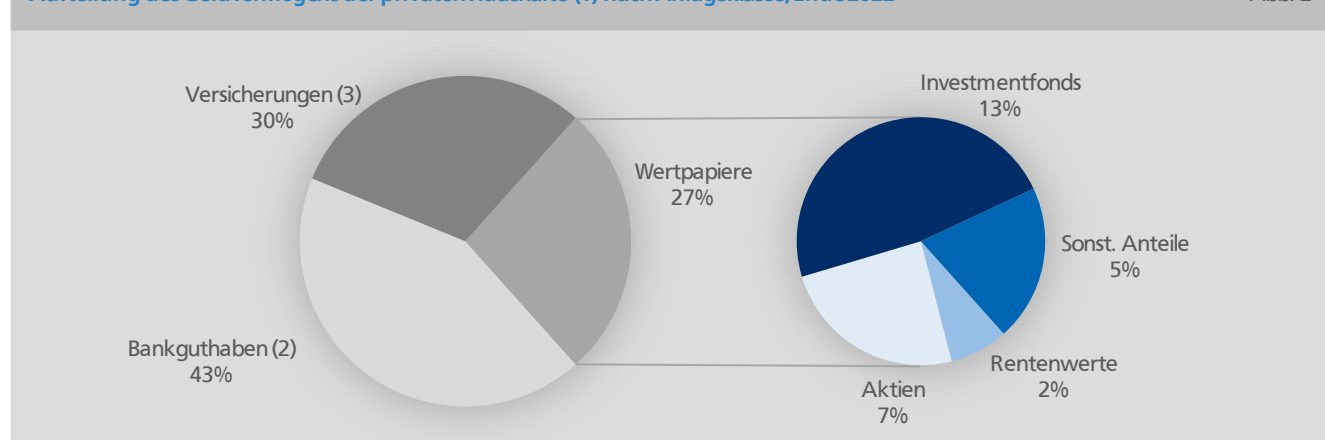
Die Bankeinlagen wiederum nahmen hingegen im Zuge der Vermögensbildung Euro zu, da diese ihre

Buchwerte behalten und nicht aufgrund von Zinsänderungen oder Kursschwankungen abgewertet werden. Sie liegen nun mit 3.182,6 Milliarden Euro höher als selbst während der Coronapandemie. Jedoch werden perspektivisch Mittel abfließen, um im Falle einer konjunkturellen Erholung an den Kapitalmärkten eine höhere, aber mit Risiko verbundene Verzinsung zu erzielen. Auch könnten Mittel abfließen, um gerade nach Auslaufen staatlicher Hilfspakete die durch Inflation gestiegenen Lebenshaltungskosten zu decken.

Insgesamt verschob sich das Geldvermögen der Privaten Haushalte 2022 zurück zu den Bankguthaben, die zum Jahresende 43 % des gesamten Geldvermögens ausmachten (siehe Abbildung 2). 2021 waren es 39 % gewesen. Diese Verschiebung dürfte aber, wie erwähnt, temporär bleiben, da sie auf Bewertungseffekten fußt. Die privaten Haushalte investierten 2022 je etwas über ein Drittel ihrer Überschüsse in Banken und Wertpapiere und die restlichen knapp 30 % in Versicherungen. Die Geldvermögensbildung in Wertpapieren blieb damit erhöht und deutlich über ihrem Anteil am Geldvermögen. ■

Aufteilung des Geldvermögens der privaten Haushalte (1) nach Anlageklasse, Ende 2022

Abb. 2



Quelle: Deutsche Bundesbank, BVR

(1) einschließlich der Selbstständigen und privaten Organisationen ohne Erwerbszweck

(2) einschließlich Bargeld und sonstige Forderungen

(3) einschließlich Pensionskassen und -fonds, berufsständische Versorgungswerke und Zusatzversorgungseinrichtungen

## Geldvermögen

### Geldvermögen der privaten Haushalte (1)

Tabelle 3

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Bestand am Jahresende in Mrd. Euro						
Geldvermögen insgesamt	6.141,8	6.270,8	6.772,7	7.222,4	7.840,1	7.462,2
bei Banken (2)	2.422,5	2.562,8	2.710,4	2.924,3	3.071,6	3.182,6
bei Versicherungen (3)	2.198,0	2.270,8	2.387,5	2.481,1	2.580,8	2.260,2
in Wertpapieren	1.490,2	1.407,5	1.645,2	1.789,0	2.160,2	1.991,6
Rentenwerte	157,4	153,3	153,3	143,7	138,7	151,9
Aktien	345,2	297,4	375,2	438,8	563,4	485,0
Investmentfonds	670,7	650,4	768,9	828,6	1.035,5	949,3
Sonstige Anteilsrechte (4)	316,9	306,4	347,8	377,9	422,6	405,4
Verbindlichkeiten insgesamt	1.746,2	1.790,2	1.876,9	1.960,8	2.062,7	2.155,1
Kurzfristige Kredite	55,1	58,9	59,7	53,8	53,6	56,2
Langfristige Kredite	1.673,8	1.712,9	1.797,8	1.887,5	1.988,8	2.074,6
Sonstige Verbindlichkeiten	17,3	18,4	19,4	19,5	20,3	24,3
Sonstige Forderungen	31,1	29,6	29,6	27,9	27,5	27,8
Tsd. Euro je Haushalt						
Geldvermögen	148,7	151,5	163,2	178,2	191,3	182,4
Verbindlichkeiten	42,3	43,3	45,2	48,4	50,3	52,7
Nettogeldvermögen	106,4	108,2	118	129,8	141	129,7
Tsd. Euro je Person						
Geldvermögen	74,2	75,5	81,4	86,8	94,1	88,6
Verbindlichkeiten	21,1	21,6	22,6	23,6	24,8	25,6
Nettogeldvermögen	53,1	53,9	58,8	63,2	69,3	63
in Prozent des verfügbaren Einkommens						
Geldvermögen	322,4	317,3	334,7	352,3	375,1	334,1
Verbindlichkeiten	91,7	90,6	92,8	95,6	98,7	96,5
Nettogeldvermögen	230,7	226,7	241,9	256,7	276,4	237,6

### Struktur des Geldvermögens

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Anteile in Prozent						
Geldvermögen insgesamt	100	100	100	100	100	100
bei Banken (2)	39,4	40,9	40	40,5	39,2	42,6
bei Versicherungen (3)	35,8	36,2	35,3	34,4	32,9	30,3
in Wertpapieren	24,3	22,4	24,3	24,8	27,6	26,7
Rentenwerte	2,6	2,4	2,3	2	1,8	2
Aktien	5,6	4,7	5,5	6,1	7,2	6,5
Investmentfonds	10,9	10,4	11,4	11,5	13,2	12,7
Sonstige Anteilsrechte (4)	5,2	4,9	5,1	5,2	5,4	5,4
Verbindlichkeiten insgesamt	28,4	28,5	27,7	27,1	26,3	28,9
Kurzfristige Kredite	0,9	0,9	0,9	0,7	0,7	0,8
Langfristige Kredite	27,3	27,3	26,5	26,1	25,4	27,8
Sonstige Verbindlichkeiten	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Sonstige Forderungen	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4

Quelle: Deutsche Bundesbank, Statistisches Bundesamt, BVR

(1) einschließlich der Selbstständigen und privaten Organisationen ohne Erwerbszweck

(2) im In- und Ausland einschließlich Bargeld

(3) einschließlich Pensionskassen und -fonds, berufsständische Versorgungswerke und Zusatzversorgungseinrichtungen

(4) umfassen nicht-börsennotierte Aktien

## Finanzmärkte: Geldpolitik zeigt Wirkung

Der Inflationsdruck bleibt im Euroraum, wie auch in Deutschland, im Mai bei 47 Punkten. Der BVR-Indikator für die Inflationsschaussichten liegt damit zum zweiten Mal in Folge knapp unterhalb der neutralen Marke von 50 Punkten. Der Aprilwert musste aufgrund aktualisierter Daten um einen Punkt auf 48 Punkte reduziert werden. Zuvor hatte der BVR-Indikator im März bei 50 Punkten und damit auf neutralem Niveau gelegen.

Damit deutet der Indikator auf eine mittelfristige Normalisierung der Inflation in Richtung des Zielwertes der EZB von 2 % hin, und damit auf eine wirksame geldpolitische Reaktion der Notenbank. Aber Zweitrundeneffekte oder neuerliche Schocks könnten diese Normalisierung stören.

### Konjunktur: Knapp über Neutralität

Mittelfristig weist der BVR-Indikator einen fast neutralen Beitrag der Konjunktur zur Inflation aus, der sich von – aufwärtskorrigierten – 56 Punkten im März auf 51 im Mai abgeschwächt hat. Dies entspräche dem gewünschten Effekt der restriktiveren Geldpolitik, die Konjunktur über gedämpfte Nachfrage abzukühlen. Die detaillierte Analyse der konjunkturellen Einflüsse folgt auf der nächsten Seite im Konjunkturbarometer; für den Tacho überwiegen hierbei die harten Indikatoren.

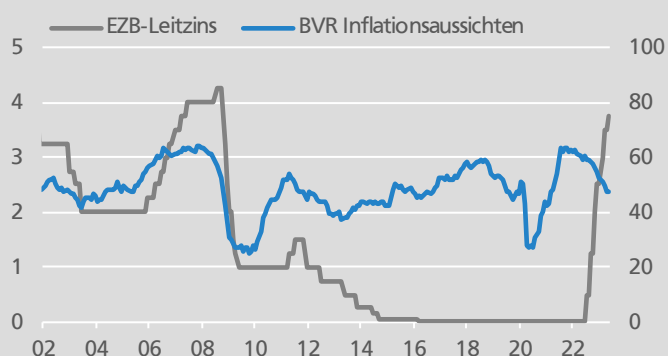
### Preise und Kosten: Knapp unter Neutralität

Der Preise- und Kostenindikator stieg im Mai von 42 Punkten im April auf 46 im Mai. Damit liegt er weiterhin unterhalb des neutralen Niveaus, das dem Zwei-prozentziel der Inflation entspräche. Die Kosten-schocks des Jahres 2022 scheinen damit ausgestanden, da nun Basiseffekte in der Inflationsberechnung greifen und die Energiepreise sich teilweise normalisiert haben. Aufwärtsrisiken in Form von Zweitrundeneffekten bestehen jedoch fort, ebenso wie globale Angebotsknappheiten im Kontext des russischen Krieges.

### Kreditdynamik: Den restriktiven Bereich erreicht

Die Kreditdynamik sank im Mai erneut, diesmal um 5 Punkte auf 37. Damit trägt sie klar unterdurchschnittlich zur Inflation bei und wird bremsend auf Preisauftrieb wie Konjunktur wirken. Die Ergebnisse des letzten Bank Lending Survey der EZB für den Monat April demonstrieren dies: Die Kreditnachfrage von Firmen sank so stark wie zuletzt in der Weltfinanzkrise. Auch die Immobilienkreditnachfrage geht deutlich zurück (siehe S. 3 dieses Kompakt). Diese Rückgänge deuten darauf hin, dass die EZB mit ihren geldpolitischen Maßnahmen – Zinserhöhungen, TLTRO-Änderungen, APP-Abbau – ihr Ziel erreichen kann, über die Konjunktur die Inflation zu bremsen. ■

**BVR Inflationsschaussichten**  
in Prozent, Euroraum



	Mrz. 23	Apr. 23	Mai. 23
<b>BVR Inflationsschaussichten</b>	<b>50</b>	<b>48</b>	<b>47</b>
Konjunktur (50 %)	56	53	51
Preise/Kosten (40 %)	46	42	46
Kreditdynamik (10 %)	45	42	37

Die BVR Inflationsschaussichten 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: Rezession scheint ausgeblieben

### BVR Konjunkturbarometer bei hohen 73 Punkten

Die von vielen Fachleuten und auch vom BVR für das Winterhalbjahr 2022/23 erwartete technische Rezession scheint ausgeblieben zu sein. Nach ersten vorläufigen amtlichen Schätzungen stagnierte das preis-, kalender- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) im 1. Quartal auf dem Vorquartalswert (+0,0 %), nachdem es im 4. Quartal noch um deutliche 0,5 % zurückgegangen war. Im Vergleich zum Vorjahresquartal ist BIP allerdings geringfügig gesunken, um 0,1 %.

Für die nahe Zukunft lässt das BVR Konjunkturbarometer eine Belebung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung erwarten. Das Barometer ist von 64 Punkten im März auf (aufwärtsrevidierte) 73 Punkte im April gestiegen und dürfte im Mai diesen Stand halten. Der vergleichsweise hohe Barometerwert signalisiert, dass auf die Stagnation zu Jahresbeginn im 2. Quartal wieder ein Wachstum folgen wird.

### Verstärkte Steigerungswirkung von den Stim-mungs-indikatoren

Maßgeblich für den Anstieg des BVR Konjunkturbarometers von März auf April war das Verbrauchervertrauen. Der Indikator des Verbrauchervertrauens hatte sich im Zuge der Energiekrise bis in den Herbst 2022

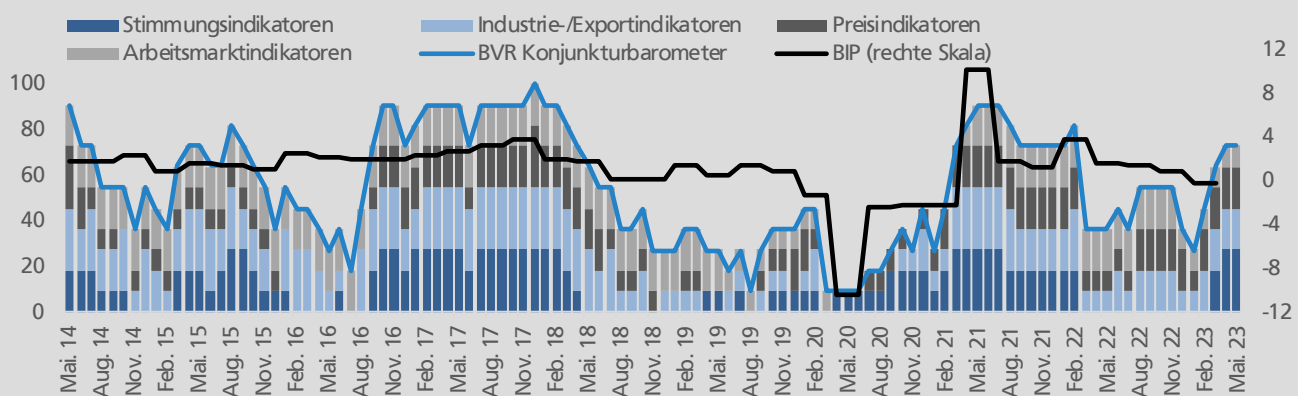
hinein verschlechtert. Seit Jahresbeginn tendiert der Indikator aber wieder nach oben, angesichts nachlassender Unsicherheiten über die Gasversorgung, rückläufiger Energiepreise und vielfach hoher Lohnsteigerungen. Im April lag er mit -13,2 Punkten erstmals seit Februar 2022 wieder über seinem entsprechenden Vorjahresmonatswert. Das ifo Geschäftsklima und die ZEW-Konjunkturerwartungen befinden sich bereits seit März über ihren Vorjahresmonatswerten.

### Schwache Industrie-/Exportindikatoren

Die harten Indikatoren der amtlichen Statistik fielen jüngst überwiegend schwach aus. So ist der Industrie-Auftragseingang im März gegenüber dem Vormonat um 10,7 % gesunken, und damit so stark wie seit der zur Hochphase der Coronakrise im Jahr 2020 nicht mehr. Auch die Industrieproduktion (-3,2 %) und die Ausfuhren (-5,9 %) gaben im Vormonatsvergleich deutlich nach. Die beiden zuletzt genannten Indikatoren liegen aber nach wie vor über ihren Vorjahresmonatsniveau. Vor dem Hintergrund der sich mehrenden Hinweise dafür, dass die globalen Lieferkettenprobleme spürbar abflauen und dass die Inflation weltweit ihren Höhepunkt überschritten hat, dürfte die Industrie-/Exportindikatoren in den kommenden Monaten wieder auf ihren Wachstumspfad einschwenken. ■

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