

# 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)

## Inflation lässt langsam nach, Zinssenkungen der EZB noch lange nicht in Sicht

### Executive Summary

Die aktuelle Preisentwicklung zählt nach wie vor zu den wichtigsten wirtschaftspolitischen Themen, einerseits für die Entwicklung der Konjunktur, andererseits für die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank. In Deutschland hat sich die Inflationsrate zwar inzwischen deutlich von den im Oktober und November 2022 mit 8,8 % erreichten Höchstständen entfernt. Sie ist mit zuletzt 4,5 % im September aber noch immer zu hoch. In naher Zukunft dürfte der Preisauftrieb weiter abflauen, aber nur langsam.

Modellbasierte Prognosen des BVR lassen für den Jahresdurchschnitt 2023 eine Inflationsrate von 6,0 % erwarten. Für 2024 zeichnet sich ein Rückgang der Teuerungsrate auf 3,25 % ab. Hierbei wurde den neu entstandenen Risiken durch den Nahostkonflikt Rechnung getragen. In Hinblick auf die Kernrate, ohne Berücksichtigung der vielfach stark schwankenden Energiepreise, wird bei einem schwindenden Druck von Seiten der Lohnstückkosten und der Stückgewinne eine Verminderung von 6,2 % im laufenden Jahr auf 3,1 % im kommenden Jahr prognostiziert.

Vor dem Hintergrund der nur langsam schwinden Inflation dürfte die von vielen Marktteilnehmern bereits avisierte Phase von Zinssenkungen noch lange auf sich warten lassen. Die Geldpolitik hat ihre zentrale Aufgabe der mittelfristigen Sicherung der Preisstabilität noch nicht erledigt. Die gestiegenen Leitzinsen dämpfen wirksam die Inflation, belasten aber auch die Konjunktur. Eine zu frühe Zinswende könnten die erzielten Erfolge in der Inflationsbekämpfung gefährden.



### Inhalt

<b>Inflation lässt langsam nach, Zinssenkungen der EZB noch lange nicht in Sicht</b>	<b>2</b>
Dr. Gerit Vogt E-Mail: <a href="mailto:g.vogt@bvr.de">g.vogt@bvr.de</a>	
<b>Finanzmärkte: Inflationsaussichten sprechen für nachlassenden Inflationsdruck</b>	<b>7</b>
Dr. Andreas Bley E-Mail: <a href="mailto:a.bley@bvr.de">a.bley@bvr.de</a>	
<b>Konjunktur: noch schwach</b>	<b>8</b>
Dr. Gerit Vogt E-Mail: <a href="mailto:g.vogt@bvr.de">g.vogt@bvr.de</a>	

## Inflation lässt langsam nach, Zinssenkungen der EZB noch lange nicht in Sicht

Die nur langsam abflauende Inflation ist hierzulande und weltweit nach wie vor ein viel diskutiertes wirtschaftspolitisches Thema. Einerseits aufgrund ihrer starken Bremswirkung auf die Konjunktur, insbesondere über den Konsum der privaten Haushalte. Andererseits stellt sie eine große Herausforderung für die Geldpolitik dar.

Vorrangige Aufgabe der Europäischen Zentralbank (EZB) ist es, mittelfristig die Inflationsrate des Euroraums, basierend auf der jährlichen Veränderungsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), bei dem von ihr definierten Zielwert von 2 % zu halten. Die EZB hat auf den Anstieg der Inflation 2021/22 mit späten, aber kräftigen Zinssteigerungen reagiert. Der Hauptrefinanzierungssatz wurden ausgehend von 0,0 % ab Juli 2022 in zehn Schritten auf nunmehr 4,5 % erhöht. Im Rahmen der letzten EZB-Rat-Sitzung vom 20. September stellte die Notenbank in Aussicht, den Leitzins auf der kommenden Sitzung am 26. Oktober unverändert zu lassen, machte dies jedoch von der Datenlage abhängig. Insofern könnte die EZB den Zenit der Leitzinsen bereits erreicht haben, eine weitere Zinserhöhung ist aber nicht ausgeschlossen.

### Inflationsraten zuletzt gesunken, aber noch immer zu hoch

Der geldpolitische Straffungskurses der EZB hat dazu beigetragen, dass die Inflationsrate des Euroraums in den zurückliegenden Monaten nahezu stetig zurückgegangen ist. Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex lag im September um 4,3 % über seinem entsprechenden Vorjahresmonatswert. Im Oktober 2022 hatte die Verbraucherpreise noch um 10,6 % zugelegt und der Preisanstieg damit einen Höchststand markiert. Trotz des zwischenzeitlich eingetretenen beachtlichen Rückgangs liegt die Inflationsrate aber nach wie vor deutlich über dem EZB-Zielwert von 2 %.

In Deutschland, der größten Volkswirtschaft des Währungsraums, tendiert die Inflationsrate ebenfalls sichtlich nach unten. Gemessen an der Veränderungsrate des Verbraucherpreisindex (VPI)

ist sie zuletzt von 6,1 % im August auf 4,5 % im September gesunken. Die Inflationsrate hat sich somit deutlich von ihren im Oktober und November 2022 mit 8,8 % erreichten Höchstständen entfernt. Hauptgrund für den jüngsten Rückgang der Gesamtrate waren die entfallenen Basiseffekte des von Juni bis August 2022 gewährten Tankrabatts und des zeitgleich geltenden 9-Euro-Tickets. Die beiden staatlichen Entlastungsmaßnahmen hatten in den Vormonaten die Inflationsraten merklich erhöht. Vor diesem Hintergrund hat sich der Preisauftrieb bei Energie (+1,0 % nach +8,3 % im August) und Dienstleistungen (+4,0 % nach 5,1 %) spürbar vermindert. Aber auch bei Nahrungsmittelpreisen ging die Preisdynamik zurück (+7,5 % nach +9,0 %). Die Kernrate, ohne Berücksichtigung der vielfach stark schwankenden Energiepreise, hat sich jüngst von 5,9 % im August auf 5,0 % im September vermindert. Sie ist für die Notenbanken ebenfalls ein sehr wichtiger Preisindikator, da sie stark durch die Binnenteuerung beeinflusst wird. Auf die Binnenteuerung kann die Geldpolitik nämlich allgemein mehr Einfluss nehmen als auf die überwiegend vom globalen Marktgeschehen geprägten Energiepreise.

Nun stellt sich die Frage, wie die Preisentwicklung weiter verlaufen wird. Im Fokus dieses Beitrags steht die Prognose der Inflationsrate Deutschlands für das laufende Jahr 2023 und das kommende Jahr 2024. Da der deutschen Volkswirtschaft innerhalb des Euroraums ein hohes Gewicht zukommt, dürfte die nationale Preisentwicklung auch merkliche Einflüsse auf die Inflationsrate des Euroraums ausüben und somit grobe Einschätzungen darüber ermöglichen, ob die EZB-Zielmarke bald wieder erreicht wird.

### Prognoseansatz bezieht auch Stückgewinne ein

Grundlage für die Prognose ist der Ansatz, der vom BVR standardmäßig zur Inflationsprognose genutzt wird und auch bei der Prognose des Bruttoinlandsprodukts (BIP) Verwendung findet. Der Ansatz beruht auf der Kombination verschiedener VAR-Modelle („VAR-Prognose-Pooling“). Dabei werden die einzelnen Prognosewerte der verschiedenen Modelle durch Berechnung ihres arithmetischen Mittelwertes zu Punktprognosewerten

verdichtet. Starken Einfluss auf die Prognosewerte hat die Auswahl der Variablen, welche in die Modelle eingehen. Die Variablenauswahl wird regelmäßig überprüft. Seit der letzten Überprüfung, die im Sommer 2023 erfolgte, wird der Auswahlprozess unter anderem durch einen „Elastic Net-Ansatz“ unterstützt. Dieser kam bereits im Rahmen der BIP-Prognose zur Anwendung und dürfte deren Güte verbessert haben (siehe „Exkurs zur Nutzung des Maschinellen Lernens in der Kurzfristprognose des BVR“ im BVR Volkswirtschaft Kompakt vom Dezember 2022). Im Ergebnis der jüngsten Überprüfung wird die bisherige Auswahl der zur Inflationsprognose einbezogenen Variablen (Verbraucherpreise, Erzeugerpreise, Ölpreise, Lohnstückkosten und BIP) um die Variable Stückgewinne ergänzt. Die neue Auswahl scheint ausgewogener zu sein, da den durch Importpreise dominierten Variablen Erzeugerpreise und Ölpreise mit den Lohnstückkosten und den Stückgewinnen nun zwei Bestimmungsgrößen für den inländischen Preisdruck gegenüberstehen (zu den Determinanten der Binnenteuerung siehe BVR Volkswirtschaft Kompakt vom Juli 2023). Das BIP wiederum scheint in etwa gleichermaßen durch inländische und ausländische Faktoren bestimmt zu sein. Mit dem BIP als Auslastungsvariable sollte die in den VAR-

Modellen vorgenommene Fortschreibung der Lohnstückkosten und Stückgewinne besser gelingen als ohne diese Variable.

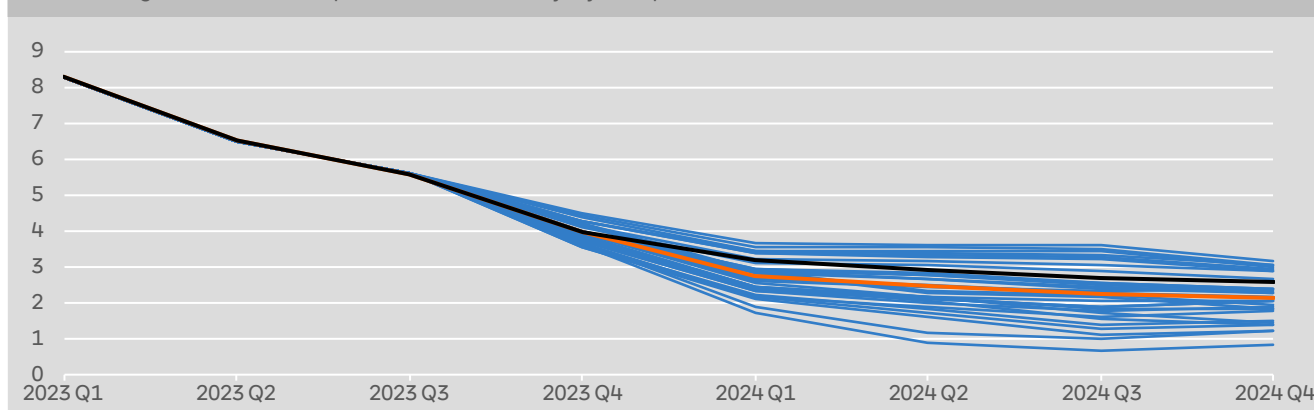
### Modelle lassen weiteren Rückgang der Inflationsrate erwarten

Mit den sechs Variable werden 30 verschiedene VAR-Modelle gebildet, die jeweils zwei, drei, vier oder fünf Variablen vereinen. Diese Modelle liefern 30 Prognosepfade (siehe blaue Linien in Abb. 1). Die einzelnen Modellprognose zeigen eine beachtliche Streuung. Die Inflationsrate könnte demnach Ende 2024 in einer Spannweite zwischen 0,8 % und 3,1 % liegen. Hohe Prognosewerte liefern vor allem die Modelle mit den Lohnstückkosten und den Stückgewinnen, niedrige Prognosewerte hingegen in erster Linie die Modelle mit den Erzeugerpreisen. Dies verwundert nicht, da die Lohnstückkosten und die Stückgewinne zuletzt die stärksten Treiber der Inflation waren und offenbar noch immer sind (siehe BVR Volkswirtschaft Kompakt vom Juli 2023). Auf der Erzeugerstufe hat der Preisdruck hingegen bereits seit einiger Zeit merklich nachgelassen. Die hier betrachteten Industrie-Erzeugerpreise lagen jüngst, im August, um deutliche 12,6 % unter ihrem entsprechenden Vorjahresmonatsstand, nachdem sie

#### Inflationsrate dürfte sich nur langsam der 2-Prozent-Marke nähern

Veränderungen des Verbraucherpreisindex (VPI) zum Vorjahresquartal in Prozent

Abb. 1



Anmerkungen: In der Abbildung werden die Prognosewerte von 30 VAR-Modellen gezeigt (blaue 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 2023. Für das 3. Quartal 2023 liegen derzeit für einige der genannten Variablen noch keine oder nur unvollständige Angaben vor. Im Rahmen der Prognoseerstellung wird angenommen, dass die Erzeugerpreise, die Lohnstückkosten, die Stückgewinne und das BIP sich so wie im 2. Quartal verändern werden (naive same-change-Prognose). Zu sehen sind zudem die arithmetischen Mittelwerte der Modellprognosen (orangene Linie) sowie die um Sonderfaktoren korrigierten Mittelwerte (schwarze Linie).

Quelle: Statistisches Bundesamt, ab dem 4. Quartal 2023: Prognose des BVR

im August 2022 noch um überaus kräftige 45,8 % gestiegen waren.

Im Mittel aller Modellprognosen wäre im laufenden 4. Quartal 2023 mit einer Inflationsrate von 4,0 % zu rechnen, die bis zum 4. Quartal 2024 stetig auf 2,1 % sinken würde (siehe orangene Linie in Abb. 1). Die in der Abbildung dokumentierten Modellprognosen müssen aber noch um einige Sonderfaktoren korrigiert werden. Zu Jahresbeginn 2024 werden gleich drei verschiedene Sonderfaktoren wirksam:

- Zum einen wird die als staatliche Coronahilfsmaßnahme gewährte Mehrwertsteuersatz-Absenkung für Gastronomiedienstleistungen voraussichtlich auslaufen. Durch den Anstieg des Mehrwertsteuersatzes von 7 % auf 19 % dürfte die Inflationsrate 2024 um knapp 0,2 Prozentpunkte höher ausfallen als ohne diesen Anstieg.
- In ähnlichem Umfang dürfte sich auch das Auslaufen der Mehrwertsteuersatz-Absenkung für Gas und Fernwärme auswirken. Die entsprechenden Steuersätze wurden im Zuge der staatlichen Energie-Entlastungsmaßnahmen im Oktober 2022 ebenfalls von 19 % auf 7 % vermindert. Sie dürften zu Jahresbeginn 2024 wieder angehoben werden.
- Darüber hinaus dürfte die zum Jahreswechsel 2023/24 anstehende Anhebung des CO<sub>2</sub>-Preises von 30 auf 40 Euro je Tonne die Inflationsrate um etwa 0,1 Prozentpunkte erhöhen.

Unter Berücksichtigung der genannten Sonderfaktoren ist in den Quartalen des kommenden Jahres mit um 0,5 Prozentpunkten höheren Inflationsraten zu rechnen. Die einzelnen Prognosewerte befänden sich somit beispielsweise Ende 2024 in einer Spanne zwischen 1,3 % und 3,6 %. Im Mittel der Prognosewerte ist mit einem stetigen Rückgang der Inflationsrate von 4,0 % im 4. Quartal 2023 auf 2,6 % im Jahresendquartal 2024 zu rechnen (siehe schwarze Linie in Abb. 1). Demnach zeichnet sich eine Verminderung der Inflationsrate von 6,0 % im

Jahresdurchschnitt 2023 auf 2,8 % im Jahr 2024 ab.

Im Gegensatz zu den bereits genannten Sonderfaktoren dürfte von dem sich abzeichnenden Wegfall der Ende 2022/Anfang 2023 in Kraft getretenen staatlichen Preisbremsen für Gas, Fernwärme und Strom aller Voraussicht nach keine Steigerungswirkung auf die Inflationsrate 2024 ausgehen. Grund hierfür ist, dass die Preise für Gas und Strom spätestens zum Jahreswechsel 2023/24 unter die bei den Preisbremsen festgelegten Referenzwerte fallen dürften.

### Nahostkonflikt als neuer Risikofaktor

Mit dem palästinensischen Terrorangriff gegen Israel Anfang Oktober und dem israelischen Gegenschlag hat sich die Risikosituation für die Inflationsprognose verändert. Eine quantitative Prognose der weiteren Entwicklung des Konflikts ist derzeit nicht möglich. Auch lassen die bisher vorliegenden Preisentwicklungen beispielsweise auf dem Aktien- und Rohölmarkt noch keine klaren Schlüsse zu. Der militärische Konflikt hat zwar die Ölpreise wegen aufkommender Sorgen um die Ölpreisversorgung zunächst deutlich steigen lassen. Zeitweise ist jedoch eine Stabilisierung der Ölnotierungen eingetreten. Auch hat sich die Kursfantasie an den Aktienmärkten offenbar etwas eingetrübt. Die Wahrscheinlichkeit einer weiteren Eskalation des Konflikts sollte nicht vernachlässigt werden. Denkbar ist beispielsweise, dass der Iran – als ein global sehr wichtiger Öllieferant – mit in die militärischen Handlungen verwickelt wird. Sollte die Ölpreise dauerhaft auf ein deutlich höheres Niveau steigen, würde sich das prognostizierte Abflauen der Inflation weiter verzögern. Insgesamt ist es daher angemessen, die Inflationsentwicklung derzeit etwas konservativer anzusetzen, als es die rein ökonometrisch berechneten Zahlen suggerieren würden.

Die aktuelle Einschätzung für die Verbraucherpreis-inflation des BVR für das Jahr 2024 liegt bei 3,25 % und für 2023 bei 6,0 %. Damit wird die bisherige Prognose für das Jahr 2023 bestätigt und der Wert für 2024 gegenüber der vorherigen Prognose von 3,5 % leicht verringert. Andere Prognosen, die vor dem

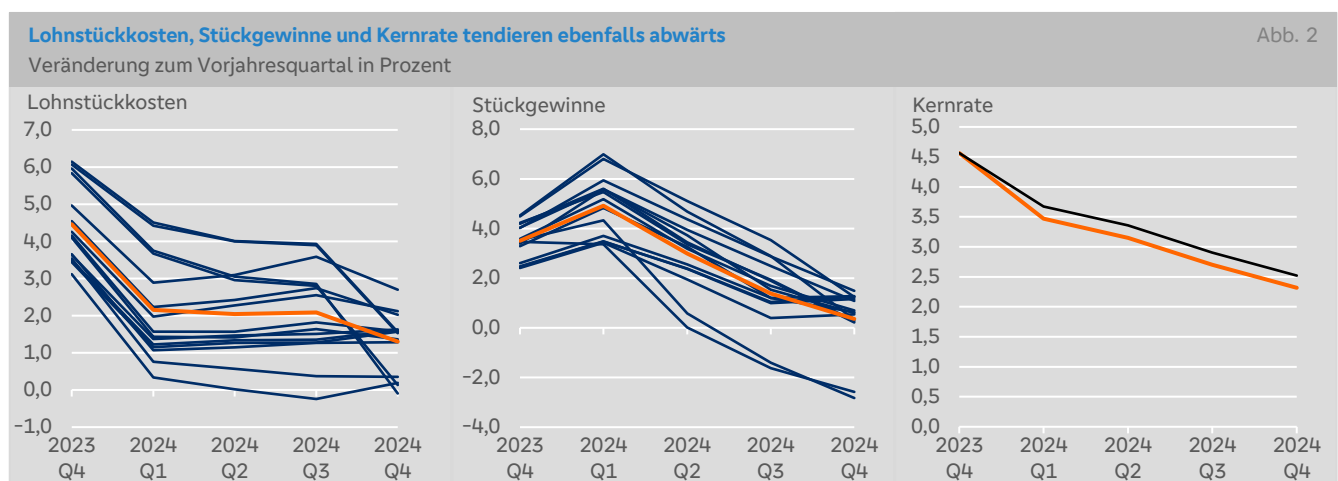
Beginn des neuen Nahostkonflikts veröffentlicht wurden, wie etwa die Gemeinschaftsdiagnose der Forschungsinstitute von Ende September sind mit ihrer Prognose von 2,6 % zum Teil deutlich optimistischer. Der Internationale Währungsfonds hatte hingegen in der vergangenen Woche mit seiner Prognose von 3,5 % für 2024 ebenfalls einen nur vergleichsweise langsamen Rückgang der Inflation erwartet.

### Kernrate dürfte ebenfalls sinken

Als „Nebenprodukt“ der Inflationsprognose können mit dem modellbasierten Ansatz auch Prognosewerte zur Entwicklung der Lohnstückkosten und der Stückgewinne generiert werden. In den verwendeten Standard-VAR-Modellen werden nämlich alle Variable aus sich heraus fortgeschrieben. Da die Lohnstückkosten und die Stückgewinne in jeweils 15 der 30 Modelle vorhanden sind, lassen sich in einem ersten Schritt 15 verschiedene Prognosepfade für diese beiden Größen berechnen (siehe blaue Linien in der linken und der mittleren Grafik von Abb. 2). In einem zweiten Schritt werden, ähnlich wie zuvor bei der Inflationsrate, die einzelnen Prognosewerte durch

die Bildung des arithmetischen Mittels zu Punktprognosen verdichtet (orangene Linien in der linken und mittleren Grafik). In einem dritten Schritt wird mit einem Eingleichungsmodell aus den so prognostizierten Lohnstückkosten und Stückgewinnen eine Prognose der Kernrate abgeleitet (orangene Linie in der rechten Grafik). Abschließend werden diese Prognosewerte in einem vierten Schritt noch um den Sondereffekt der Mehrwertsteuersatz-Anhebung im Gastronomiebereich korrigiert (schwarze Linie in der rechten Grafik).

Im Ergebnis zeichnet sich sowohl für die Lohnstückkosten (hier definiert als Arbeitnehmerentgelte je Einheit realen BIP) als auch für die Stückgewinne (hier definiert als Nettobetriebsüberschüsse je Einheit realen BIP) eine Abschwächung der hohen Dynamik ab. Die Wachstumsrate der Lohnstückkosten wird demnach von 4,4 % im laufende 4. Quartal auf 1,3 % im Jahresendquartal 2024 fallen. Das Wachstum würde damit Ende kommenden Jahres in der Nähe des langjährigen Mittelwertes von 1,7 % liegen, der sich im Zeitraum von der Wiedervereinigung bis Mitte 2023 ergibt. In Hinblick auf die Wachstumsraten der



Anmerkungen: In der linken und mittleren Grafik werden die Prognosewerte von jeweils 15 VAR-Modellen gezeigt (blaue 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 2023. Zu sehen sind zudem die arithmetischen Mittelwerte der Modellprognosen (orangene Linie). In der rechten Grafik werden die Prognosewerte der Kernrate (ohne Energiepreise) gezeigt, die sich aus einem Eingleichungsmodell ergeben (orangene Linie) sowie die um den Sondereffekt der Mehrwertsteuersatz-Anhebung im Gastronomiebereich korrigierten Kernraten-Prognosewerte (schwarze Linie). 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

Stückgewinne lässt der Prognoseansatz ebenfalls eine Normalisierung auf das langjährige Mittel erwarten. Hier wird ein Rückgang von 3,5 % im Jahresendquartal 2023 auf 0,4 % im 4. Quartal 2024 prognostiziert. Der langjährige Durchschnittswert der Stückkosten-Veränderungsrate liegt bei 0,8 %. Die um den Sondereffekt korrigierte Kernrate dürfte von 4,6 % im 4. Quartal 2023 kontinuierlich bis auf 2,5 % im 4. Quartal 2024 sinken. Für den Jahresdurchschnitt 2023 ergibt sich daraus die Prognose einer Kerninflationsrate von 6,2 %, die 2024 auf 3,1 % sinken dürfte. Die hohe Kernrate unterstreicht, dass der binnenwirtschaftlich erzeugte Inflationsdruck auch im Jahr 2024 noch sehr hoch bleiben wird.

#### **Zeit für Leitzinssenkungen noch lange nicht gekommen**

Die EZB hat seit dem Sommer 2022 die Leitzinsen spät, aber kräftig erhöht. Inzwischen scheint der Leitzins seinen Zenit erreicht zu haben, auch wenn ein weiterer Zinsschritt der EZB nicht auszuschließen ist. Das Durchwirken der bereits beschlossenen Zinserhöhungen auf die Wirtschaft und die Teuerung wird sich bis weit ins nächste Jahr fortsetzen. Die Inflationsrate Deutschlands wird gemäß der hier vorgestellten Prognose nur langsam abflauen und Ende 2024 noch über der geldpolitisch wichtigen Marke von 2 % liegen. Insofern dürfte der Leitzins nach einem Abschluss der Zinserhöhungszyklus für eine längere Zeit unverändert bleiben. Zinssenkungen sind nach dem aktuellen Datenstand frühestens in der zweiten Jahreshälfte 2024 zu erwarten, falls sich die Inflation erkennbar in Richtung der 2 %-Marke bewegt. Ansonsten würde die EZB riskieren, die erzielten Erfolge ihrer Inflationsbekämpfung zu gefährden. ■

## Finanzmärkte: Inflationssichten sprechen für nachlassenden Inflationsdruck

Neben den konjunkturellen Prognosen geben auch die BVR Inflationssichten einen Hinweis auf die künftige Inflationsentwicklung und damit auch auf die Perspektiven für die Geldpolitik. Die Inflationssichten haben sich seit Jahresbeginn deutlich verringert. Seit August haben sie sich aber wenig verändert und lagen im Oktober mit 43 Punkten ein Punkt niedriger als im September. Dies spricht für maßvolle Inflationsrisiken. Aufgrund einer Anpassung der Berechnung wurden die Werte im Vergleich zum September leicht aufwärtsrevidiert, der Teilindikator Preise/Kosten liegt nun deutlich höher.

### Konjunktur bleibt gedämpft

Der Teilindex Konjunktur blieb mit 38 Punkten stabil leicht unterhalb vom Gesamtindex. Dämpfend auf die Konjunktur wirkt das eingetrübte Wirtschaftsklima im Euroraum sowie die rückläufige Industrieproduktion und die schwache Auftragslage, während sich die Kapazitätsauslastung nur leicht unter ihrem langjährigen Mittelwert bewegt.

### Moderater Anstieg der Preise und Kosten

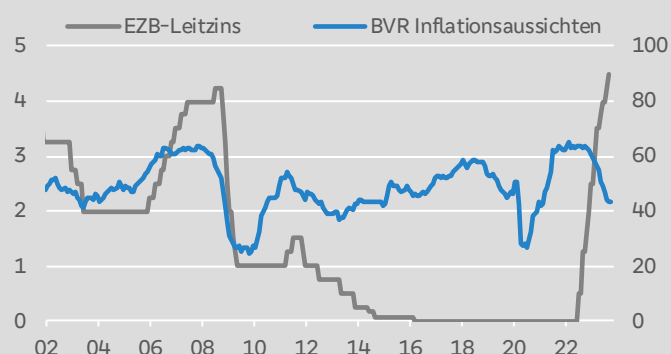
Die Entwicklung der Preise und Kosten wird repräsentiert durch die Lohnstückkosten, die Energiepreise und

den Wechselkurs. Zusammengekommen bewegen sich diese Indikatoren aktuell auf einem erhöhten Niveau, der Teilindikator liegt aktuell mit 54 Punkten oberhalb der neutralen 50 Punkte-Marke. Vor allem die Lohnstückkosten sind hierfür verantwortlich, die im Zuge höherer Tarifabschlüsse kräftig zulegen, für den Euroraum insgesamt lag die Zuwachsrate zuletzt (2. Quartal) bei 6,5 %. Demgegenüber verlief der effektive Wechselkurs recht stabil und die Energiepreise bewegen sich deutlich unter ihren Höchstständen vom vergangenen Jahr, unmittelbar nach Ausbruch des russischen Angriffskriegs gegen die Ukraine.

### Sehr schwache Kreditentwicklung

Extrem niedrig fällt demgegenüber der Index für die Kreditentwicklung mit 22 Punkten aus, im September lag der Wert noch etwas höher. Ursache ist die kräftige Straffung der Geldpolitik seit dem vergangenen Sommer, die die Kreditnachfrage deutlich verringert hat. Im Euroraum nehmen die Kredite an den privaten Sektor nach den jüngsten Zahlen für den August nur noch um 0,5 % zu, im Juli waren es noch 1,2 % gewesen. Betroffen von der Abschwächung der Kreditnachfrage sind sowohl Kredite an Unternehmen als auch an Private Haushalte. ■

**BVR Inflationssichten**  
in Prozent, Euroraum



	Aug. 23	Sep. 23	Okt. 23
<b>BVR Inflationssichten</b>	<b>44</b>	<b>44</b>	<b>43</b>
Konjunktur (50 %)	38	38	38
Preise/Kosten (40 %)	56	56	54
Kreditdynamik (10 %)	27	25	22

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.

Quellen: BVR, Refinitiv Datastream

## Konjunktur: noch schwach

### BVR Konjunkturbarometer auf 45 Punkte gesunken

Zu Beginn des 4. Quartal präsentiert sich die deutsche Wirtschaft noch immer schwach. Nach aktuellem Datenstand ist das BVR Konjunkturbarometer von 55 Punkten im September auf 45 Punkte im Oktober gesunken. Der niedrige Stand des Indikators spiegelt wider, dass die gesamtwirtschaftliche Entwicklung Deutschlands nach wie vor durch die nur langsam nachlassende Inflation, die gestiegenen Zinsen und die verhaltene weltwirtschaftliche Gangart belastet wird.

Angesichts dieser Belastungen war das preis-kalender- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) im 1. und 2. Quartal gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartalen um 0,3 und 0,1 % zurückgegangen. Auch im 3. Quartal dürfte die Wirtschaftsleistung nochmals nachgegeben haben. Erste amtliche Schätzungen zur BIP-Entwicklung im 3. Quartal wird das Statistische Bundesamt am 30. Oktober veröffentlichen.

Im Jahresendquartal dürfte die Konjunktur aber anziehen, gestützt durch den Privatkonsum. Dieser dürfte angesichts der allmählich abflauenden Inflation, der robusten Arbeitsmarktlage und der vielfach kräftig steigenden Verdienste mehr und mehr Tritt fassen.

### Stimmungsindikatoren auf niedrigen Ständen

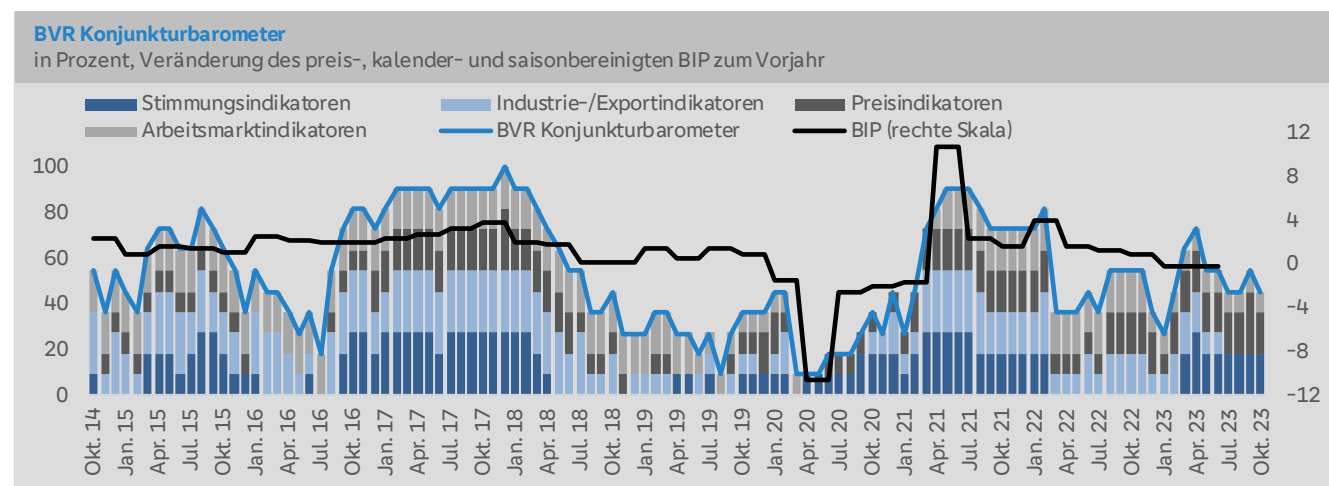
Die in das BVR Konjunkturbarometer eingehenden Stimmungsindikatoren befinden sich weiter auf niedrigen Niveaus. Der ifo Geschäftsklimaindex ist im September wegen einer verhaltener Lagebeurteilung den fünften Monat in Folge gesunken. Die Geschäftserwartungen wurden hingegen von den befragten Unternehmen weniger skeptisch bewertet als zuvor. Dies nährt die Hoffnung, dass das Geschäftsklima bald seinen Tiefpunkt durchschreiten wird.

### Industrie-/Exportindikatoren fallen gemischt aus

Die „harten“ Indikatoren der amtlichen Statistik entwickelte sich jüngst uneinheitlich. Während die Ausfuhren Deutschlands im Zuge der schwachen Weltkonjunktur im August erneut nachgaben, kam es bei der Produktion und den Neuaufträgen der Industrie zu Anstiegen, auch befördert durch ungewöhnlich frühe Werksferien in einigen Betrieben des Fahrzeugbaus.

### Preiskomponente gibt etwas nach

Die Preiskomponente, die für den leichten Anstieg des BVR Konjunkturbarometers im September verantwortlich war, hat im Oktober wieder etwas nachgegeben. Grund war der Ölpreis, der wieder unter seinen hohen Vorjahresmonatswert fiel. ■



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.

Quellen: BVR, Refinitiv Datastream