

# 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/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)

## EZB könnte mit Ausweitung des Staffelnzinses positiven Impuls für die Kreditvergabe setzen

Im vergangenen Jahr hat das Eurosystem den Wertpapiererwerb deutlich ausgeweitet. In einzelnen Monaten wurden Wertpapiere im Umfang von über 150 Mrd. Euro erworben. Zugleich wurde der Zeitraum der Anleihekäufe bis mindestens März 2022 verlängert. Die daraus resultierende Ausweitung der konsolidierten Bilanz des Eurosystems stellt das Bankensystem vor erhebliche Herausforderungen.

Durch die Wertpapierkäufe zwingt das Eurosystem die Banken de facto zur Haltung von Überschussreserven, welche beim Eurosystem zu einem negativen Zins eingelegt werden müssen. Diese Kosten werden bisher von den Banken jedoch in der Breite nicht über negative Zinsen für Bankeinlagen an Kunden weitergegeben, um Sparer soweit wie möglich von dieser Belastung zu verschonen. Dies geht jedoch zu Lasten der Erträge der Banken und könnte sich perspektivisch auf die Kreditvergabe auswirken.

Im Oktober 2020 führte das Eurosystem die zweistufige Verzinsung von Überschussreserven (Tiering) ein. Dies mildert die aus der negativen Verzinsung von Einlagen beim Eurosystem resultierenden Belastungen zwar etwas. Aus den bis März 2022 bereits angekündigten Wertpapierkäufe durch das Eurosystem ergeben sich jedoch, trotz Tiering, zusätzliche Belastungen von rund 6,5 Mrd. Euro. Der Tiering-Multiplikator sollte daher deutlich erhöht werden.



### Inhalt

<b>EZB könnte mit Ausweitung des Staffelnzinses positiven Impuls für die Kreditvergabe setzen</b>	<b>2</b>
Dr. Martin Micheli E-Mail: <a href="mailto:m.micheli@bvr.de">m.micheli@bvr.de</a>	
<b>Finanzmärkte</b>	<b>7</b>
Dr. Martin Micheli E-Mail: <a href="mailto:m.micheli@bvr.de">m.micheli@bvr.de</a>	
<b>Konjunktur</b>	<b>8</b>
Dr. Gerit Vogt E-Mail: <a href="mailto:g.vogt@bvr.de">g.vogt@bvr.de</a>	

## EZB könnte mit Ausweitung des Staffelnzinses positiven Impuls für die Kreditvergabe setzen

Die Anleihekäufe des Eurosystems haben zu einem strukturellen Liquiditätsüberschuss im Bankensystem<sup>1</sup> des Euroraums geführt. Dies kommt in Gestalt steigender Einlagen der Banken beim Eurosystem zum Ausdruck. Mit Fortführung der Ankaufprogramme werden diese Einlagen in den kommenden Monaten weiter deutlich zunehmen. Aktuell betragen die Kosten für Einlagen beim Eurosystem bis zu 0,5 %. Diese Kosten werden in der Breite jedoch nicht über negative Zinsen für Bankeinlagen an Kunden weitergegeben. Die Differenz zwischen Zinserträgen und Finanzierungskosten belastet die Erträge von Banken. Dies erschwert die Ausweitung der Eigenkapitalbasis und könnte sich so perspektivisch mehr und mehr negativ auf die Kreditvergabe im Euroraum auswirken.

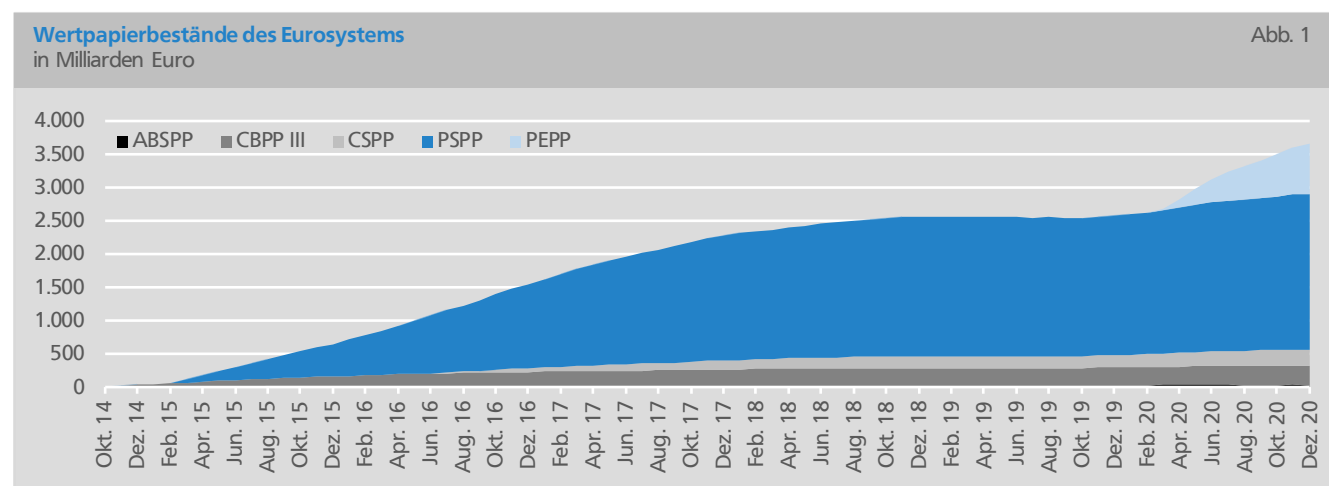
Um die Belastungen aus den Wertpapierkäufen des Eurosystems abzumildern, sollte das Eurosystem das zweistufige System für die Verzinsung von Überschussreserven (Tiering) anpassen. Der durch den Tiering-Faktor vom negativen Zins befreite Betrag sollte deutlich erhöht werden.

### Eurosystem weitet Wertpapierkäufe massiv aus

Seit der Großen Rezession in den Jahren 2008/09 haben Zentralbanken weltweit die Zinsen deutlich ge-

senkt. Bei Zinsen nahe Null wurden ergänzend zur Zinspolitik zahlreiche unkonventionelle Maßnahmen ergriffen. Im Euroraum befindet sich der Hauptrefinanzierungssatz aktuell bei 0 %, der Zins für Einlagen beim Eurosystem ist sogar negativ. Außerdem erwirbt das Eurosystem Wertpapiere im Rahmen verschiedener Ankaufprogramme in erheblichem Umfang, bei einem Großteil davon handelt es sich um Staatsanleihen.

Insbesondere seit dem Start des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme – APP) im Frühjahr 2015<sup>2</sup> blähte das Eurosystem die Bilanzsumme massiv auf (siehe Abb. 1). Zum Jahresende 2018 wurden die Netto-Wertpapierkäufe eingestellt. Der Wertpapierbestand belief sich damals auf rund 2.570 Mrd. Euro. Mit der konjunkturellen Eintrübung in der zweiten Jahreshälfte 2019 hat das Eurosystem die Käufe im Rahmen des APP wiederaufgenommen. Zunächst wurden zusätzlich Papiere im Volumen von 20 Mrd. Euro je Monat erworben. Mit Ausbruch der Coronapandemie wurde der Wertpapiererwerb auf ein bisher nicht dagewesenes Maß ausgeweitet. Im Rahmen des APP wurden zusätzlich zu den 20 Mrd. Euro je Monat bis zum Jahresende 2020 Papiere im Umfang von 120 Mrd. Euro erworben. Außerdem wurde das Pandemie-Notfallankaufprogramm



Quelle: Europäische Zentralbank

<sup>1</sup> Wir verwenden die Begriffe Bank und Bankensystem äquivalent für die Begriffe Geschäftsbank und Geschäftsbankensystem. Die Notenbank ist hierin nicht enthalten.

<sup>2</sup> Das Ankaufprogramm für Asset-Backed Securities (ABSPP) und das dritte Ankaufprogramm für gedeckte Schuldverschreibungen (CBPP III), welche bereits im Oktober 2014 starteten, wurden rückwirkend unter das Dach des APP gebracht. Das monatliche Volumen der beiden Programme war mit reichlich 10 Mrd. Euro je Monat bis einschließlich Februar 2015 im Vergleich zu den späteren Ankaufovolumina noch vergleichsweise gering.

(Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) eingeführt. In dessen Rahmen sollen – nach der jüngsten Erweiterung im Dezember 2020 – Wertpapiere im Volumen von insgesamt bis zu 1.850 Mrd. Euro bis März 2022 erworben werden.

Ende Dezember hielt das Eurosystem Wertpapiere aus den verschiedenen Ankaufprogrammen im Volumen von 3.705 Mrd. Euro. Dabei entfielen 2.909 Mrd. Euro auf das APP und 757 Mrd. Euro auf das PEPP. Nach derzeitigem Informationsstand dürfte das APP in den kommenden Monat mit 20 Mrd. Euro je Monat fortgeführt werden. Im Rahmen des PEPP dürften bis März 2022 durchschnittlich Papiere im Umfang von rund 73 Mrd. Euro je Monat erworben werden. Ende März 2022 hielt das Eurosystem dann Wertpapiere im Umfang von reichlich 5 Bio. Euro. Dies entspricht mehr als 40 % der Wirtschaftsleistung des Euroraums des Jahres 2019. Anleihen der öffentlichen Hand dürften rund 85 % des gehaltenen Wertpapiervolumens bzw. 4.305 Mrd. Euro ausmachen.<sup>3</sup>

### Bilanzeffekte von Wertpapierkäufen

Ziel der Wertpapierkäufe durch das Eurosystem ist eine Belebung der mittelfristigen Inflationserwartungen auf unter, aber nahe 2 %. In der aktuellen Situation gehen die Käufe allerdings mit erheblichen Nebenwirkungen für die Erträge von Banken einher. Um diese zu veranschaulichen, beschreiben wir im Folgenden kurz die Auswirkungen eines Wertpapiererwerbs von einer Nichtbank auf die Bilanz der Notenbank und die konsolidierten Bilanzen der Banken und des privaten Nichtbankensektors.<sup>4</sup>

Für die Notenbank bedeutet der Wertpapierkauf eine Bilanzverlängerung. Die Aktiva steigen um eine Forderung gegenüber dem Wertpapieremittenten. Die doppelte Buchführung impliziert einen Anstieg der Passiva im gleichem Umfang. Da private Nichtbanken keine Konten bei der Notenbank unterhalten dürfen, wird die Transaktion über ein im Euroraum ansässiges Kre-

ditinstitut abgewickelt. Die Passivseite der Notenbank steigt daher um eine Schuld gegenüber dem Bankensystem.

Für das Bankensystem resultiert aus der Transaktion ebenfalls eine Bilanzverlängerung. Spiegelbildlich zur Notenbankbilanz steigen die Aktiva um eine Forderung gegenüber der Notenbank. Gleichzeitig erhöht sich die Passivseite um eine Verbindlichkeit gegenüber dem Verkäufer des Wertpapiers.

Für den privaten Nichtbankensektor stellt die Transaktion einen Aktivtausch dar. Durch den Verkauf des Wertpapiers an die Notenbank besteht nun keine Forderung mehr gegenüber dem Wertpapieremittenten. Diese Forderung wurde an die Notenbank abgetreten und in eine Forderung gegenüber dem Bankensystem, typischerweise eine Sichteinlage, umgewandelt.

### Bankensystem ertrinkt in Liquiditätsflut

Vor der Finanzkrise im Jahr 2007 sahen sich Banken im Euroraum einem strukturellen Liquiditätsdefizit ausgesetzt. Die Nachfrage nach Zentralbankgeld, etwa aufgrund autonomer Faktoren, befriedigte das Eurosystem durch Bereitstellung von Zentralbankgeld über Refinanzierungsgeschäfte. Insbesondere den wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäften kam hierbei eine zentrale Rolle zu. Diese bestimmten den Zins für kurzfristige Ausleihungen beim Eurosystem. Eine erhöhte Liquiditätsnachfrage der Banken resultierte in einem Anstieg des Zinses.

Durch die Wertpapierkäufe des Eurosystems hat sich dieses strukturelle Liquiditätsdefizit seit Mitte des Jahres 2015 jedoch in einen strukturellen Überschuss umgewandelt. Das im Bankensystem vorhandene Zentralbankgeld übersteigt den Liquiditätsbedarf aufgrund autonomer Faktoren mittlerweile deutlich (siehe Abb. 2). Dieser wäre allein durch das aufgrund der Wertpapierkäufe im Bankensystem vorhandene Zentralbankgeld befriedigt. Auf liquiditätszuführende

<sup>3</sup> Es wird angenommen, dass sich die zuletzt beobachtete Zusammensetzung aus öffentlichen und privaten Anleihen über die Zeit nicht verändern wird.

<sup>4</sup> Im Folgenden gehen wir plausiblerweise davon aus, dass der Wertpapierkauf des Eurosystems über eine im Euroraum ansässige Bank abgewickelt wird und die Transaktion nicht physisch mittels Bargeld erfolgt. Für eine detailliertere Darstellung der Effekte von Wertpapierkäufen, insbesondere auch die Effekte auf die Geldmenge, siehe auch Deutsche Bundesbank, Wie sich Ankaufprogramme in der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors zeigen, Monatsbericht November 2016, S. 30-33, und Deutsche Bundesbank, Die Rolle von Banken, Nichtbanken und Zentralbank im Geldschöpfungsprozess, Monatsbericht April 2017, S. 15-36.

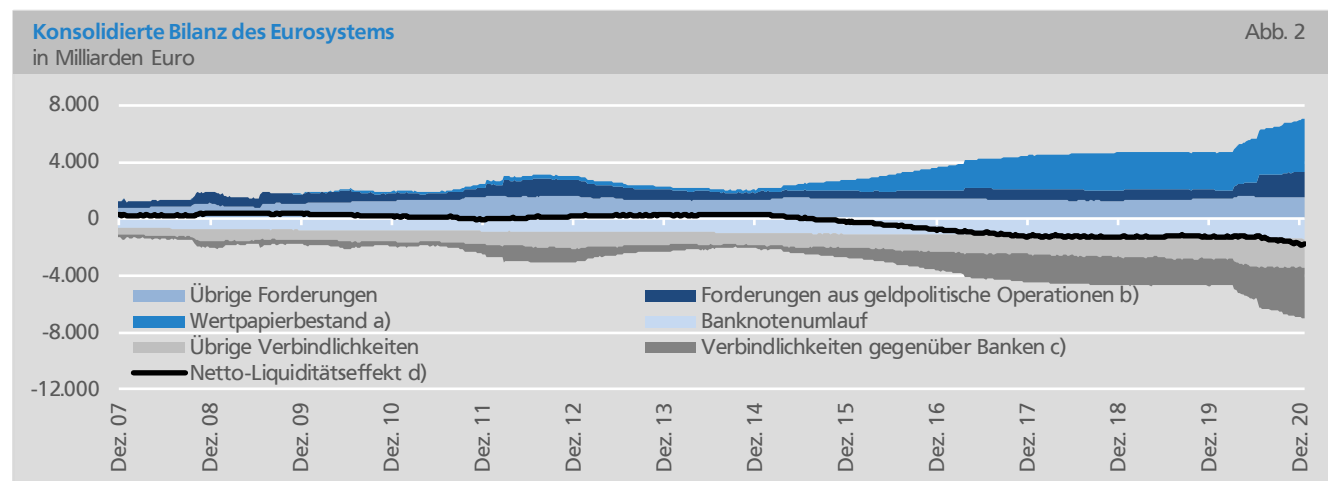
Offenmarktgeschäften durch das Eurosystem ist das Bankensystem insgesamt mittlerweile nicht mehr angewiesen.<sup>5</sup>

### Überschussliquidität erschwert für Banken zunehmend die Ausweitung des Eigenkapitals

Im Euroraum können nur Banken ein Konto beim Eurosystem unterhalten.<sup>6</sup> Das aufgrund der Wertpapierkäufe zusätzlich in Umlauf befindliche Zentralbankgeld muss daher vom Bankensystem als Einlage beim Eurosystem gehalten werden.<sup>7</sup> Es wird zwischen Mindestreserven und das Reserve-Soll übersteigende Einlagen (Überschussreserven) unterschieden. Die Mindestreserven<sup>8</sup> unterliegen dem Hauptrefinanzierungssatz von aktuell 0 %. Überschussreserven unterliegen dem geringeren Zins der Einlagefazilität. Im Oktober 2019 führte das Eurosystem das Tiering ein. Seither gilt für ein Vielfaches der Mindestreserve, aktuell für den sechsfachen Betrag, ein Zins von 0 % statt des niedrigeren Satzes der Einlagefazilität.

Passivseitig stehen diesen Forderungen an das Eurosystem Verbindlichkeiten gegenüber dem privaten Sektor gegenüber. Um Verluste aus der Bilanzverlängerung zu vermeiden, müssten Banken die negativen Zinserträge an ihre Einlegekunden weitergeben. Dies geschieht aktuell jedoch praktisch nicht (siehe Abb. 3). Diese unvollständige Weitergabe negativer Zentralbankzinsen an den privaten Sektor, wie sie aktuell insbesondere auch in Deutschland zu beobachten ist, ist allerdings kein singuläres Phänomen. Dies wurde in der Vergangenheit sowie aktuell auch für andere Länder beobachtet.

Für die Erträge von Banken ist dieses Ungleichgewicht aus Zinseinkommen und Finanzierungskosten jedoch, insbesondere vor dem Hintergrund des in den kommenden Monaten massiven Wertpapiererwerbs des Eurosystems, ausgesprochen problematisch und könnte sich perspektivisch über eine Einschränkung der Kreditvergabemöglichkeiten auch negativ auf die gesamtwirtschaftliche Aktivität auswirken. Dies veranschaulicht der obig beschriebene Fall des Kaufs einer



a) zu geldpolitischen Zwecken gehaltene Wertpapiere

b) Forderungen in Euro aus geldpolitischen Operationen an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet

c) Verbindlichkeiten in Euro aus geldpolitischen Operationen gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet

d) Netto-Liquiditätseffekt aus autonomen Faktoren und Wertpapierbeständen aufgrund geldpolitischer Operationen

Quelle: Europäische Zentralbank

<sup>5</sup> Die Beteiligung an Hauptrefinanzierungsgeschäften ist förmlich evaporiert. Diese spielen aktuell praktisch keine Rolle mehr. Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte werden hingegen weiter in Anspruch genommen. Dies dürfte insbesondere mit den ausgesprochen günstigen Konditionen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte seit Mitte des Jahres 2020 zusammenhängen.

<sup>6</sup> Öffentliche Haushalte können ebenfalls Einlagen beim Eurosystem halten. Diese sind typischerweise über die Zeit jedoch wenig variabel.

<sup>7</sup> Eine Ausnahme hierzu bildet Bargeld. Die Bargeldhaltung ist allerdings typischerweise wenig variabel, insbesondere, wenn sich die Zinsen nur wenig verändern.

<sup>8</sup> Aufgrund der Mindestreservepflicht sind Banken im Euroraum verpflichtet, aktuell einen Betrag von etwa einem Prozent ihrer kurzfristigen Einlagen als Einlagen beim Eurosystem zu halten.

Anleihe durch das Eurosystem von einer inländischen Nichtbank. Es erhöhen sich sowohl die Forderungen als auch die Verbindlichkeiten der konsolidierten Bilanz des Bankensystems. Sichteinlagen privater Haushalte werden in Deutschland aktuell mit 0 % verzinst. Einlagen beim Eurosystem unterliegen hingegen einem negativen Zins.

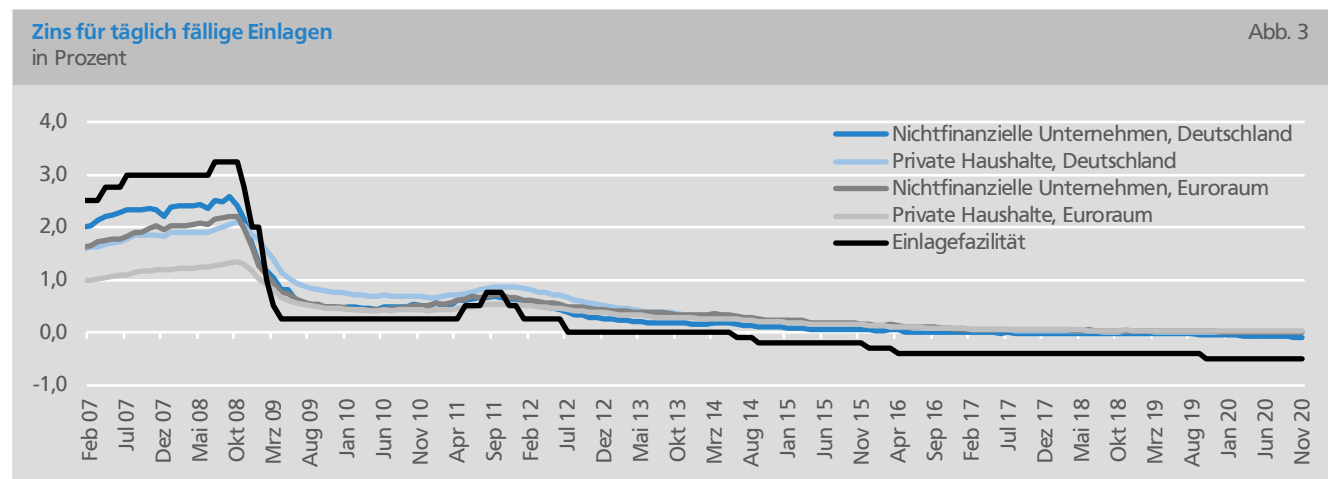
Bis September 2019 wurden Überschussreserven mit -0,4 % verzinst. Mindestreserven unterlagen dem Zins für Hauptrefinanzierungsgeschäfte von 0 %. Da Sichteinlagen der Mindestreservepflicht unterliegen, seit 2012 liegt der Mindestreservesatz bei 1 %, steigt das Reserve-Soll für jeden Euro zusätzlicher Sichteinlagen um 1 Cent.<sup>9</sup> Somit resultierte für das Bankensystem aus einer durch Wertpapierkäufe des Eurosystems bedingten Bilanzverlängerung um 100.000 Euro eine auf das Jahr gerechnete Belastung von 396 Euro.

Im September wurde die Einlagefazilität um 10 Basispunkte gesenkt. Für sich genommen erhöhen sich hierdurch die belastenden Effekte um 99 auf 495 Euro je 100.000 Euro Bilanzverlängerung. Um diese Effekte der Zinssenkung etwas abzumildern hat das Eurosystem das Tiering eingeführt. Seit Oktober 2019 wird neben der Mindestreserve der sechsfache Betrag der Mindestreserven ebenfalls zu 0 % verzinst. Dies reduziert die Belastung der Bilanzverlängerung um 30 Euro auf 465 Euro.

Das Bankensystem im Euroraum steht angesichts der

Negativzinsen vor großen Herausforderungen. Das Tiering war eine notwendige Maßnahme zur Eindämmung der schädlichen Nebenwirkungen der Liquiditätsflut aufgrund der Wertpapierkäufe des Eurosystems. Hierdurch sinken die durchschnittlichen Kosten der Einlage beim Eurosystem, ohne die für die Kreditvergabe wichtigen marginalen Zinsen zu beeinflussen. Das Rechenbeispiel zeigt allerdings auch, dass die aus dem Tiering resultierende Entlastung bisher nur einem Bruchteil der aufgrund des negativen Zinses resultierenden Belastungen der Wertpapierkäufe entspricht. Die bereits angekündigten Wertpapierkäufe von rund 1.393 Mrd Euro bis März 2022 dürften das Bankensystem im Euroraum, trotz des zweistufigen Verfahrens der Verzinsung von Überschussreserven, jedes Jahr um zusätzlich rund 6,5 Mrd. Euro belasten. Für das deutsche Bankensystem dürfte wohl eine jährliche Belastung von knapp 2 Mrd. Euro resultieren.

Besonders nachteilig wirken sich die Wertpapierkäufe auf Banken aus, deren Geschäftsmodell stark auf das traditionelle Einlagen- und Kreditgeschäft hin ausgerichtet ist. In Deutschland haben seit dem Beginn der Käufe im Jahr 2015 insbesondere Genossenschaftsbanken und Sparkassen einen erheblichen Anstieg ihrer Kundeneinlagen verzeichnet. Mit der deutlichen Ausweitung der Wertpapierkäufe nach Einführung des PEPP hat sich dieses Einlagewachstum bei deutschen Banken nochmals spürbar beschleunigt. Bis zuletzt verzeichneten Genossenschaftsbanken und Sparkassen,



Quelle: Europäische Zentralbank

<sup>9</sup> Wir nehmen an, dass der Freibetrag des Reserve-Solls bereits ausgeschöpft wurde.

insbesondere auch infolge der verstärkten Spartätigkeit im Zuge der Coronapandemie, besonders starke Anstiege.

Vor diesem Hintergrund sollte der Tiering-Multiplikator deutlich erhöht werden. Seit Einführung des Tiering liegt der Multiplikator bei 6. Aufgrund des zu erwartenden weiteren Anstiegs der Überschussliquidität sollte eine deutliche Anhebung des Multiplikators ohne Auswirkung auf die Interbankenzinsen möglich sein. Eigentlich sollte das Eurosystem den Wertpapiererwerb für das Bankensystem zukünftig ertragsneutral gestalten. Eine Möglichkeit wäre ein höherer Zins auf die von der Einlagefazilität befreiten Einlagen beim Eurosystem. So könnten zusätzliche Belastungen für das Bankensystem vermieden werden, ohne Anreize zur Kreditvergabe aufgrund negativer (marginaler) Zinsen der Einlage beim Eurosystem zu unterminieren. ■



## Inflationssichten ziehen von niedrigem Niveau aus an

Der BVR Indikator für die Inflationssichten im Euroraum ist im Januar 2021 um 2 auf 39 Punkte gestiegen. Dies deutet zwar auf eine im Vergleich zum Vormonat leichte Beschleunigung der Inflationssichten hin. Dennoch dürfte der Preisauftrieb nur moderat bleiben. Der Indikator liegt unverändert deutlich unter dem langjährigen Durchschnitt von 50 Punkten.

### Konjunkturkomponente zieht spürbar an, Preisauftrieb dennoch nur moderat

Die Konjunkturkomponente des Indikators ist deutlich von 33 Punkten im Dezember 2020 auf 36 Punkte im Januar 2021 gestiegen. Im vergangenen Monat haben sowohl das Wirtschaftsklima als auch die Auftragseingänge und das Wachstum der Industrieproduktion zugenommen.

Dennoch bleibt die Konjunktur der maßgebliche Belastungsfaktor für die Inflationssichten im Euroraum. Der Teilindikator liegt mit 36 Punkten weiterhin deutlich unterhalb des langfristigen Durchschnitts. Hinzu kommt, dass die bis zuletzt verfügbaren Zahlen die aktuelle konjunkturelle Entwicklung nur unzureichend erfassen dürften. Zuletzt deutlich steigende Infektionszahlen sowie die Ausweitung der Lockdowns legen

eine deutliche Abkühlung der konjunkturellen Entwicklung zum Jahreswechsel nahe.

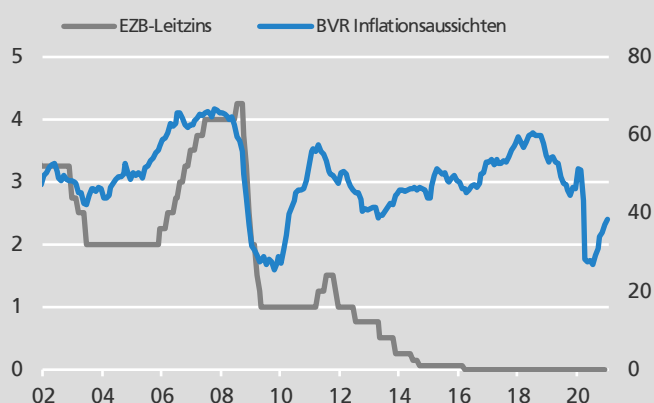
### Heterogene Entwicklung der Indikatoren der Kostenkomponente

Die Indikatoren der Kostenkomponente haben sich zuletzt unterschiedlich entwickelt. Deutlich gestiegenen Energiepreisen stand eine Aufwertung des Euro gegenüber. Insgesamt ergibt sich ein leichter Rückgang des aus den Kosten resultierenden Preisauftriebs. Der Teilindex ging um 1 Punkt zurück. Mit 39 Punkten liegt auch die Kostenkomponente deutlich unter dem langjährigen Durchschnitt. Diese dürfte daher die Inflationsentwicklung in der mittleren Frist belasten.

### Robustes Kreditwachstum wirkt inflationsneutral

Das Kreditwachstum im Euroraum war bis zuletzt robust. Im November lag das Kreditvolumen um 4,7 % über dem Vorjahresniveau. Hieraus resultiert eine in etwa neutrale Wirkung auf die mittelfristige Inflationsentwicklung. Der Teilindex liegt im Dezember zwar leicht (2 Punkte) unter dem Wert des Vormonats. Mit 48 Punkten befindet sich dieser allerdings unverändert in der Nähe seines langjährigen Durchschnitts. ■

**BVR Inflationssichten**  
in Punkten, Euroraum



	Nov. 20	Dez. 20	Jan. 21
<b>BVR Inflationssichten</b>	<b>35</b>	<b>37</b>	<b>39</b>
Konjunktur (50 %)	27	33	36
Preise/Kosten (40 %)	41	40	39
Kreditdynamik (10 %)	51	50	48

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 „unter, aber nahe von 2 %“ verbunden. Geringere (höhere) Werte signalisieren eine geringere (höhere) mittelfristige Inflationsentwicklung. Die Konjunkturkomponente enthält die Industrieproduktion, den Auftragseingang, 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



## Coronavirus hat Konjunktur noch immer im Griff

### BVR Konjunkturbarometer verharrt auf niedrigem Stand

Die konjunkturelle Entwicklung Deutschlands wird weiterhin stark durch die Coronapandemie belastet. Angesichts der anhaltend hohen Infektions- und Todeszahlen muss der seit Mitte Dezember 2020 geltende bundesweite Lockdown möglicherweise über den Januar hinaus verlängert werden. Vor diesem Hintergrund verwundert es nicht, dass das BVR Konjunkturbarometer weiterhin niedrig bleibt. Nach aktuellem Rechenstand verharrt das Barometer im Januar auf dem Vormonatswert von 36 Punkten.

### Stimmung noch vergleichsweise günstig

Steigernd auf das BVR Konjunkturbarometer wirken weiterhin vor allem die Stimmungsindikatoren. Sowohl der ifo Geschäftsklimaindex als auch die ZEW-Konjunkturerwartungen übertrafen im Dezember noch ihre Vorjahreswerte. Allerdings fanden die jüngsten Verschärfungen von Schutzmaßnahmen in diesen Indikatoren bislang kaum Berücksichtigung, da ein Großteil der Stimmungsmeldungen vor diesen Verschärfungen abgegeben wurde. Für Januar liegen derzeit noch

keine Angaben zum Geschäftsklima und zu den Konjunkturerwartungen vor. Hier ist mit erneuten Eintrübungen zu rechnen und im Zuge dessen auch mit einer nachträglichen Abwärtskorrektur der Stimmungskomponente des BVR Konjunkturbarometers.

### Rückgang der Verbraucherpreise läuft aus

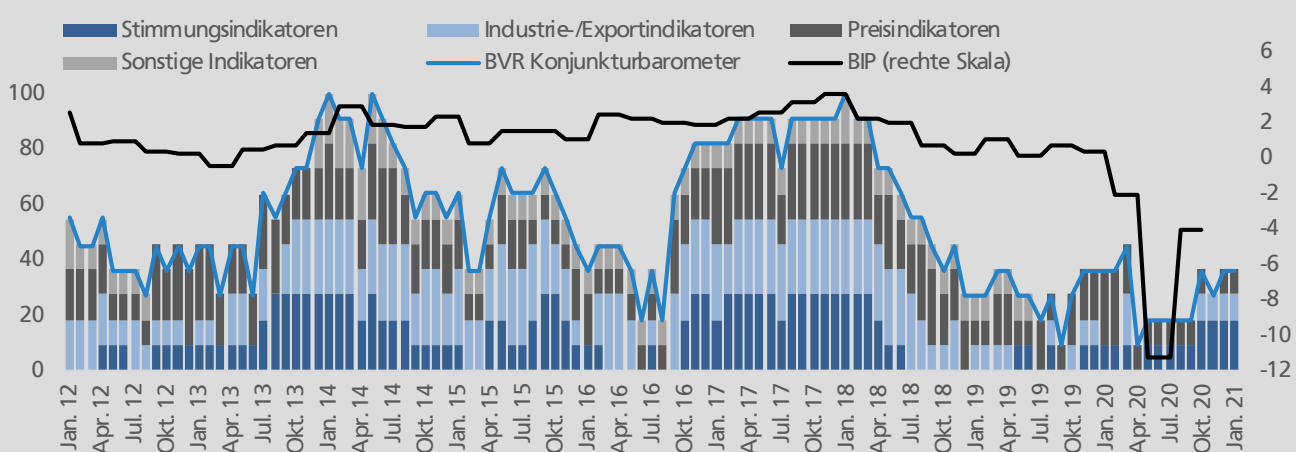
Im Gegensatz zur Stimmungskomponente dürfte es bei der Preiskomponente nachträglich zu einer Aufwärtskorrektur kommen. Neben dem DAX, der bereits seit November über seinen Vorjahreswerten liegt, dürften auch die Verbraucherpreise im Januar über ihren Vorjahreswert steigen. Preistreibend wirken insbesondere das Aulaufen der Mehrwertsteuersenkung, die CO<sub>2</sub>-Bepreisung im Bereich Transport und Gebäudeheizung und die Festigung der Rohölnotierungen.

### Industrie-Auftragseingänge weiter im Plus

Von den übrigen Teilindikatoren des Barometers liefern lediglich die Auftragseingänge des Verarbeitenden Gewerbes ein positives Signal. Gestützt insbesondere durch eine rege Nachfrage aus Asien lagen die Bestellungen zuletzt weiterhin merklich im Puls. ■

#### 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 (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