

Volkswirtschaft **Kompakt**

Wirtschaftspolitik, Finanzmärkte, Konjunktur

Viele Daten, ein Bild: Der BVR Inflationsindikator für den Euroraum

Executive Summary

Geldpolitische Entscheidungen beruhen auf einer Vielzahl teils widersprüchlicher Informationen. Der BVR Inflationsindikator verdichtet zentrale realwirtschaftliche, preisliche, monetäre und erwartungsbezogene Signale zu einem übersichtlichen Lagebild des mittelfristigen Inflationsdrucks im Euroraum. Er ist keine eigenständige Inflationsprognose, sondern zeigt auf Basis der jeweils verfügbaren Daten, in welche Richtung sich der Inflationsdruck entwickelt.

Der Gesamtindikator setzt sich aus den vier Komponenten Nachfrage, Kosten/Preise, Finanzierungsbedingungen und Erwartungen zusammen. Zahlreiche Einzelindikatoren werden innerhalb dieser Blöcke mithilfe einer Hauptkomponentenanalyse zu gemeinsamen wirtschaftlichen Signalen verdichtet und anschließend gewichtet zusammengeführt. Die Zerlegung macht nicht nur die Stärke, sondern auch die Herkunft des Inflationsdrucks sichtbar.

Zusammen mit einer Analyse der geldpolitischen Ausrichtung beantwortet der Indikator drei Fragen: Wie entwickelt sich der mittelfristige Inflationsdruck, aus welchen Komponenten stammt er und wie verhält er sich zur geldpolitischen Ausrichtung? Für Banken ist diese Einordnung besonders relevant, weil Inflation und Geldpolitik unmittelbar auf Refinanzierung, Kreditgeschäft, Wertpapierbewertungen und Kreditrisiken wirken. Der Indikator stellt eine vollständig überarbeitete und weiterentwickelte Form des seit 2007 veröffentlichten BVR Inflationsindikators dar.

Auf Basis der zuletzt verfügbaren Daten liegt der BVR Inflationsindikator im moderat positiven Bereich und signalisiert damit einen leicht erhöhten mittelfristigen Inflationsdruck. Den größten Beitrag zum Inflationsdruck leisten derzeit die gestiegenen Kosten, insbesondere infolge höherer Energiepreise.



Inhalt

Viele Daten, ein Bild: Der BVR Inflationsindikator für den Euroraum 2
Dr. Thomas Haas

BVR Inflationsindikator 8
Dr. Thomas Haas

BVR Konjunkturbarometer 9
Dr. Gerit Vogt

Viele Daten, ein Bild: Der BVR Inflationsindikator für den Euroraum

Geldpolitik in einer komplexen Datenwelt

Mindestens alle sechs Wochen glühen in Frankfurt im großen Sitzungssaal des EZB-Towers die Köpfe. Denn dann sitzen alle Mitglieder des EZB-Rates an einem kreisrunden Tisch zusammen und beraten über die nächste geldpolitische Entscheidung. Bei jeder geldpolitischen Sitzung muss der EZB-Rat aus einer Vielzahl teils widersprüchlicher Daten ein konsistentes Bild des Inflationsumfelds gewinnen. Orientierung bietet dabei die geldpolitische Strategie der EZB: Sie strukturiert die Entscheidungsfindung und schafft zugleich einen Rahmen für die Kommunikation der Beschlüsse.

Ausgangspunkt ist das mittelfristige und symmetrische Inflationsziel der EZB von 2 %. Symmetrisch meint dabei, dass Abweichungen nach oben und unten gleichermaßen unerwünscht sind. Da die Inflationsrate im Euroraum als gewichteter Mittelwert der nationalen Inflationsraten berechnet wird, kann sie infolge länderspezifischer oder gemeinsamer Schocks vorübergehend vom Ziel abweichen. Die mittelfristige Orientierung erlaubt es der EZB, durch temporäre Schwankungen hindurchzusehen und nur auf anhaltenden Inflationsdruck zu reagieren. Das ist notwendig, weil die gemessene Inflationsrate bereits eingetretene Preisveränderungen abbildet, während geldpolitische Maßnahmen ihre Wirkung erst mit Verzögerung entfalten.

Für geldpolitische Entscheidungen reicht der Blick auf die aktuelle Inflationsrate daher nicht aus. Entscheidend ist vielmehr, welcher Inflationsdruck sich für die kommenden Quartale abzeichnet. Dazu bewertet der EZB-Rat eine Vielzahl teilweise widersprüchlicher Informationen, darunter die konjunkturelle Entwicklung, Nachfrage und Kapazitätsauslastung, Kosten und Löhne, Geld- und Kreditentwicklung, Finanzierungsbedingungen sowie Inflationserwartungen.

Die geldpolitische Strategie der EZB bündelt diese Informationen in einem integrierten Analyserahmen. Dieser unterteilt sich in die beiden Säulen der wirtschaftlichen sowie monetären und finanziellen Analyse. Aus beiden Säulen wird ein umfassendes Lagebild basierend auf einer Vielzahl von einzelnen Indikatoren gezeichnet. Anhand neu eingehender Daten findet eine laufende Neubewertung des makroökonomischen Umfelds und der notwendigen geldpolitischen Reaktion statt.

Genau hier setzt der BVR-Inflationsindikator an: In Anlehnung an den integrierten Analyserahmen der EZB verdichtet er zentrale Informationen aus beiden

Analysesäulen zu einem übersichtlichen Lagebild des mittelfristigen Inflationsdrucks im Euroraum. Der Gesamtindikator zeigt, wie sich der Inflationsdruck entwickelt; seine vier Komponenten Nachfrage, Kosten/Preise, Finanzierungsbedingungen und Erwartungen machen sichtbar, woher er kommt. Damit ersetzt der Indikator nicht die umfassende Analyse der EZB, bildet deren wesentliche Informationsdimensionen aber transparent und leicht erfassbar ab.

Für Banken ist diese Verdichtung besonders relevant, weil sie im Zentrum der geldpolitischen Transmission stehen. Inflation, Zinsen und Geldpolitik wirken auf Refinanzierung, Einlagen- und Kreditzinsen, Kreditnachfrage und Kreditstandards sowie auf Wertpapierbewertungen, Bonitäts- und Ausfallrisiken. Entscheidend ist daher nicht ein Mangel an Daten, sondern die Fähigkeit, aus teils widersprüchlichen Informationen ein konsistentes Lagebild abzuleiten.

Ein Indikator, keine Inflationsprognose

Der Indikator liefert eine Einschätzung des mittelfristigen Inflationsdrucks im Euroraum, aber keine eigenständige Inflationsprognose. Er sagt nicht punktgenau voraus, auf welchem Niveau die Inflationsrate zu einem bestimmten zukünftigen Zeitpunkt liegen wird. Ebenso entwickelt er kein Szenario für die künftige Entwicklung von Energiepreisen, Wechselkurs, Löhnen, Nachfrage oder Zinsen.

Stattdessen werden tatsächlich beobachtete finanz- und realwirtschaftliche Daten, Kosten- und Preissignale, Kredit- und Finanzierungsbedingungen und gemessene Erwartungen verarbeitet. Sie zeichnen ein Bild des mittelfristigen Inflationsdrucks basierend auf den zum jeweiligen Zeitpunkt verfügbaren Daten. Neue Informationen verändern den Indikator, sobald sie in den Eingangsdaten sichtbar werden. Der Indikator ist damit vorwärtsgerichtet, datenbasiert, regelmäßig aktualisierbar, aber keine klassische Modellprognose. Der Indikator soll damit drei Fragen beantworten: Wie entwickelt sich der mittelfristige Inflationsdruck, aus welchen Komponenten stammt er und wie verhält er sich zur aktuellen geldpolitischen Ausrichtung?

Der vorwärtsgerichtete und mittelfristige Charakter des Indikators ergibt sich zum einen daraus, dass die einfließenden Indikatoren oft erst mit Verzögerung auf die Verbraucherpreise wirken. Zum anderen enthält vor allem die Erwartungskomponente auch explizite Einschätzungen über die zukünftige Preisentwicklung.

Von Inflationsaussichten zum neuen BVR-Inflationsindikator

Der BVR-Inflationsindikator entwickelt die seit 2007 veröffentlichten BVR-Inflationsaussichten in vier Punkten weiter: Er nutzt eine deutlich breitere Datenbasis, ergänzt die Erwartungen als vierte inhaltliche Komponente, macht die Beiträge der Komponenten zum Gesamtindikator sichtbar und verwendet veränderte statistische und ökonometrische Verfahren. Die separate Einordnung der geldpolitischen Ausrichtung erweitert den Informationsgehalt zusätzlich. Am aktuellen Rand fließen nur Informationen ein, die zum jeweiligen Berechnungszeitpunkt tatsächlich verfügbar sind; auf Schätzungen oder naive Prognosen noch nicht veröffentlichter Beobachtungswerte wird verzichtet.

Bei den früheren BVR-Inflationsaussichten wurden Indikatoren aus den Bereichen Nachfrage, Kosten/Preise und Kreditentwicklung im Euroraum zunächst standardisiert und anschließend logistisch transformiert. Aus den transformierten Einzelindikatoren wurde für jeden Bereich ein Mittelwert gebildet. Die drei Komponenten gingen danach als gewichteter Durchschnitt in den finalen Zins-Tacho ein. Der neue Inflationsindikator ersetzt diese feste Mittelwertbildung innerhalb der Komponenten durch eine Hauptkomponentenanalyse und macht die Beiträge der vier Komponenten zum Gesamtindikator explizit sichtbar.

Wie andere datenbasierte Konjunkturindikatoren kann auch der BVR-Inflationsindikator nachträglich revidiert werden. Gründe dafür sind Revisionen der zugrunde liegenden Zeitreihen und neu hinzukommende Beobachtungen. Für die laufende Interpretation ist deshalb jeweils der zum Berechnungszeitpunkt verfügbare Informationsstand maßgeblich.

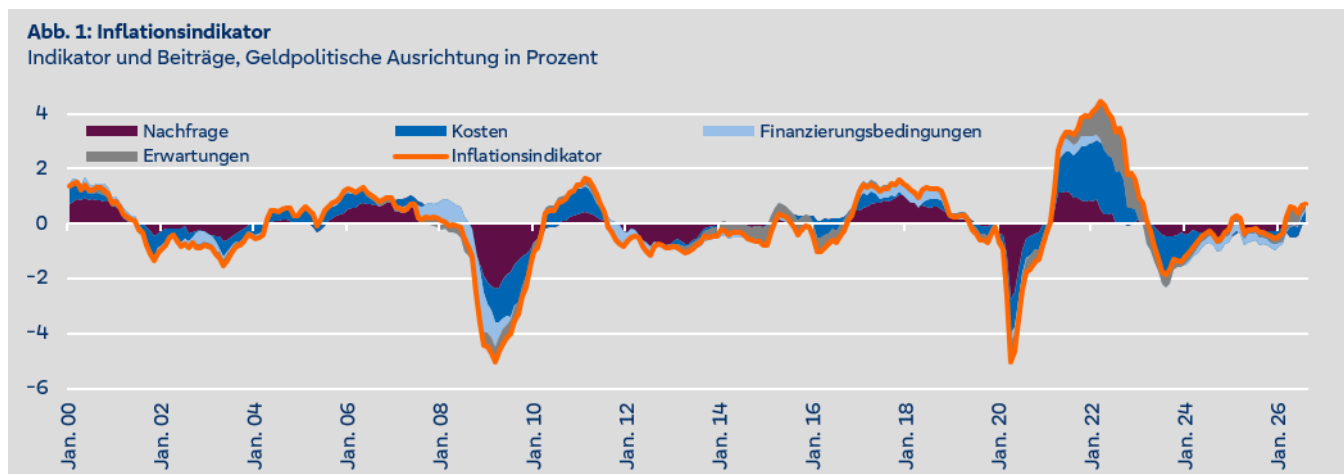
Von vielen Einzelindikatoren zu einem Gesamtbild

Ausgangspunkt für die Berechnung sind zahlreiche Einzelindikatoren aus den vier Komponenten Nachfrage,

Kosten/Preise, Finanzierungsbedingungen und Erwartungen. Zunächst werden Daten mit unterschiedlicher Frequenz auf eine einheitliche monatliche Periodizität überführt: Höherfrequente Daten werden durch Mittelwerte verdichtet, niedrigerfrequente Reihen zwischen den Beobachtungszeitpunkten interpoliert. Anschließend werden die Variablen ihrer ökonomischen Bedeutung entsprechend transformiert. Verwendet werden etwa Veränderungsraten bei Energiepreisen, Abweichungen von langfristigen Durchschnitten bei der Kapazitätsauslastung oder Niveauwerte bei Stimmungsindikatoren. Die Vorzeichen werden so ausgerichtet, dass höhere Werte stets tendenziell höheren Inflationsdruck anzeigen. Abschließend werden alle Variablen auf einen Mittelwert von null und eine Standardabweichung von eins standardisiert. Dadurch kann keine Variable allein wegen ihrer Maßeinheit oder Schwankungsbreite den jeweiligen Faktor dominieren.

Nach der Transformation und Standardisierung werden die Variablen einem der vier Blöcke zugeordnet. Innerhalb eines Blocks bewegen sich viele Indikatoren ähnlich; diese gemeinsame Bewegung bildet das übergeordnete wirtschaftliche Signal. Um sie zu identifizieren, wird für jeden Block separat eine Hauptkomponentenanalyse, englisch Principal Component Analysis (PCA), durchgeführt. In den Inflationsindikator geht jeweils die erste Hauptkomponente ein. Sie erfasst den größtmöglichen Anteil der gemeinsamen Variation der Indikatoren eines Blocks, während weitere Hauptkomponenten vor allem zusätzliche, voneinander abweichende Bewegungsmuster abbilden.

Die Hauptkomponentenanalyse filtert also aus mehreren Indikatoren diejenige gemeinsame Bewegung heraus, die den jeweiligen Bereich am besten zusammenfasst. Statt etwa Industrieproduktion, Auftragseingänge, Kapazitätsauslastung und Stimmungsindikatoren unabhängig voneinander zu gewichten, wird ihr gemeinsames Nachfragesignal bestimmt. Das gleiche Verfahren wird separat auf die Kosten-, Finanzierungs- und Erwartungsindikatoren angewendet.



Die vier Komponenten werden anschließend zu einem Gesamtindikator aggregiert. Als empirischer Ausgangspunkt wird mithilfe linearer Regressionen geschätzt, welchen Zusammenhang die einzelnen Komponenten mit der Inflation in zwölf Monaten aufweisen. Eine rein proportionale Übertragung der geschätzten Beiträge würde dem Erwartungsblock ein sehr hohes Gewicht verleihen. Da Erwartungen teilweise Informationen widerspiegeln, die bereits in Nachfrage, Kosten und Finanzierungsbedingungen enthalten sind, werden die regressionsbasierten Gewichte so kalibriert, dass eine breitere Abbildung der unterschiedlichen Inflationsdimensionen gewährleistet wird. Die Anpassung ist damit eine bewusste Abwägung zwischen empirischer Prognoserelevanz und analytischer Interpretierbarkeit. Als Robustheitstest wird zusätzlich eine Gleichgewichtung aller Komponenten betrachtet; sie liefert ein qualitativ vergleichbares Gesamtbild.

Vier Perspektiven auf das Inflationsumfeld

Im Gesamtbild ergibt sich ein Wert für den Inflationsindikator, der sich aus der gewichteten Summe der vier Teilkomponenten zusammensetzt (Abb. 1). Der Gesamtindikator zeigt die Richtung des Inflationsdrucks. Die vier Komponenten zeigen seine Herkunft und die konkrete makroökonomische Konstellation. Der Indikator ist um den Wert null zentriert. Positive Werte zeigen einen überdurchschnittlichen, negative Werte einen unterdurchschnittlichen Inflationsdruck im Vergleich zur historischen Entwicklung der einbezogenen Daten an. Die Höhe des Werts ist dabei nicht als prognostizierte Inflationsrate zu verstehen, sondern als standardisiertes Maß für Richtung und Stärke des Inflationsdrucks. Abbildung 2 zeigt die vier Blöcke und eine Auswahl an Indikatoren, die in die einzelnen Blöcke einfließen.

Die Nachfragekomponente zeigt dabei, ob die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Auslastung Preisset-

zungsspielräume erhöht oder verringert. Ein robustes Nachfrageumfeld kann Unternehmen die Weitergabe von Kosten erleichtern. Eine schwache Nachfrage kann Kostendruck absorbieren und Zweitrundeneffekte begrenzen.

Der Kostenblock bildet externe und binnenwirtschaftliche Kostenimpulse ab. Er zeigt, ob von Energie, Importen, Vorleistungen oder Löhnen Preisdruck ausgeht. Er hilft zudem bei der Unterscheidung zwischen angebotsseitigen Schocks und breiterem binnenwirtschaftlichem Preisauftrieb.

Die Komponente der Finanzierungsbedingungen zeigt, ob das monetäre und finanzielle Umfeld Konsum, Investitionen und Kreditvergabe eher unterstützt oder dämpft. Sie bildet damit einen wichtigen Teil der geldpolitischen Transmission ab und ist besonders für Banken anschlussfähig.

Die Erwartungskomponente zeigt, ob wirtschaftliche Akteure einen aktuellen Preisschock eher als vorübergehend oder dauerhaft einschätzen. Sie gibt damit Hinweise auf das Risiko, dass sich Preisauftrieb in Lohnforderungen, Preissetzungsverhalten und längerfristigen Inflationserwartungen verfestigt. Erwartungen sind zugleich Rückmeldung und Wirkungskanal: Sie reagieren auf Kosten, Nachfrage und Geldpolitik, beeinflussen aber ihrerseits Konsum, Investitionen, Lohnbildung und die weitere Inflationsentwicklung.

Der Indikator bleibt trotz seiner breiten Datenbasis eine vereinfachende Verdichtung. Seine Ergebnisse hängen von der Auswahl und Transformation der Einzelindikatoren, der Schätzung der Hauptkomponenten und der Kalibrierung der Gewichte ab. Strukturbrüche, außergewöhnliche Schocks und unterschiedliche Veröffentlichungstermine können die Aussage einzelner Komponenten zeitweise beeinflussen. Der Indikator sollte des-

Abb. 2: Komponenten des Inflationsindikators



halb stets zusammen mit den Komponentenbeiträgen und der jeweils zugrunde liegenden wirtschaftlichen Konstellation interpretiert werden.

Bedingt durch den Irankrieg und die damit verbundenen Anstiege der Energiepreise und der Inflation im Euroraum zeigt der Indikator gegenwärtig einen leicht erhöhten Inflationsdruck an. Diese ist aber in Ausmaß und Breite bislang nicht mit den Anstiegen im Nachgang zur Covid-19 Pandemie und dem Energiepreisanstieg durch den Beginn des Ukrainekriegs vergleichbar.

Inflationsdruck und geldpolitische Ausrichtung zusammen betrachten

Der Inflationsindikator macht es sich zur Aufgabe, die wirtschaftliche sowie monetäre und finanzielle Analyse der EZB auf vereinfachte und übersichtliche Art darzustellen. Diese Analyse stellt das Fundament für die geldpolitischen Entscheidungen des EZB-Rats dar. Zur Einschätzung der aktuellen geldpolitischen Lage im Euroraum wird die Darstellung des Inflationsindikators auch um eine Visualisierung der aktuellen geldpolitischen Ausrichtung ergänzt. Diese stellt keine Komponente des Inflationsindikators dar, sondern ist eine ergänzende, eigenständige Einordnungsdimension.

In der akademischen Literatur und bei Zentralbanken wird die geldpolitische Ausrichtung häufig mithilfe des Abstands zwischen dem maßgeblichen kurzfristigen Zins und einem neutralen Zins eingeordnet (z. B. [Schneibel 2024](#)). Der neutrale Zins bezeichnet das Zinsniveau, bei dem die Geldpolitik weder expansiv noch restriktiv wirkt. Da er nicht direkt beobachtbar ist, kann er nur mithilfe theoretischer oder ökonometrischer Modelle, finanzmarktbasierter Ansätze oder Umfragen geschätzt werden. Für die ergänzende Darstellung zum Inflationsindikator wird der kurzfristige Zins durch den einjährigen risikofreien OIS-Satz angenähert; als längerfristige Referenz dient ein langfristiger Marktzins. Beide Nominalzinsen werden um die jeweils zugehörige marktimplizierte Inflationserwartung bereinigt. Abbildung 3 zeigt

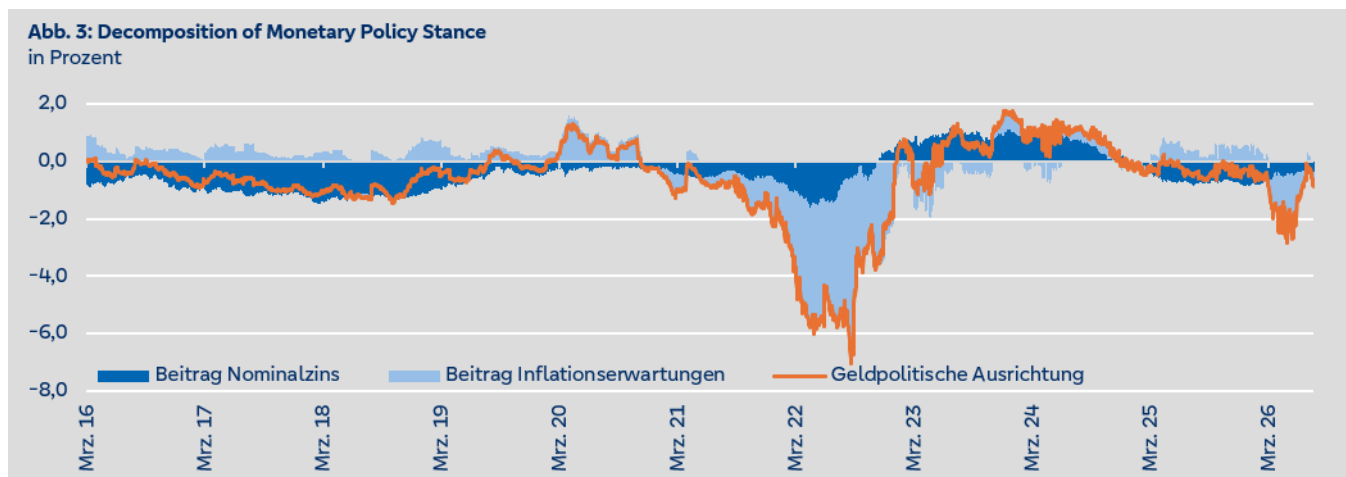
die geldpolitische Ausrichtung und die jeweiligen Beiträge von Nominalzinsen und Inflationserwartungen. Liegt der kurzfristige Realzins unter der längerfristigen Referenz, wird die Ausrichtung als eher expansiv eingeordnet; liegt er darüber, als eher restriktiv. Diese Realzinsdifferenz ist bewusst nur eine marktdatenbasierte Orientierung: Weder der neutrale Zins noch die tatsächliche Wirkung der Geldpolitik lassen sich exakt beobachten. Die Kombination aus mittelfristigem Inflationsdruck, Herkunft des Inflationsdrucks und gegenwärtiger geldpolitischer Ausrichtung bietet eine übersichtliche analytische Landkarte. Die folgenden Konstellationen sind dabei nicht als mechanische geldpolitische Handlungsempfehlungen zu verstehen, sondern als Einordnungsrahmen, dessen Aussagekraft von der Persistenz, der Breite und den Ursachen des Inflationsdrucks abhängt:

Ein Umfeld mit hohem Inflationsdruck und expansiver geldpolitischer Ausrichtung kann auf zunehmenden geldpolitischen Handlungsbedarf hindeuten. Dies gilt insbesondere, wenn sich der Inflationsdruck verbreitert, die Erwartungen steigen oder mehrere Komponenten gleichzeitig positiv beitragen.

Hoher Inflationsdruck bei restriktiver geldpolitischer Ausrichtung kann darauf hindeuten, dass die Geldpolitik dem Preisauftrieb bereits entgegenwirkt. Ob zusätzlicher Handlungsbedarf besteht, hängt dann besonders von der Persistenz, der Breite und den Ursachen des Inflationsdrucks ab.

Ein Umfeld mit niedrigem Inflationsdruck und restriktiver geldpolitischer Ausrichtung kann auf das Risiko einer übermäßigen Dämpfung hinweisen. Anhaltend restriktive Bedingungen könnten in dieser Konstellation Kreditnachfrage und Konjunktur zusätzlich belasten.

Niedriger Inflationsdruck und expansive geldpolitische Ausrichtung deuten an, dass die Geldpolitik bereits einem Unterschreiten des Inflationsziels gegenwirken könnte. Sie dürfte die wirtschaftliche Aktivität bei be-



grenztem Preisdruck bereits unterstützen. Durch die Zerlegung in Komponenten lassen sich auch Mischlagen erkennen. So kann ein Energiepreisschock den Kosten-
druck stark erhöhen, während die Nachfrage zugleich schwach bleibt. Eine geldpolitische Straffung könnte die Ursache des Schocks nicht unmittelbar beseitigen und die bereits gedämpfte Nachfrage zusätzlich belasten. In einer solchen Konstellation zeigt die Erwartungskomponente, ob der anfänglich angebotsseitige Impuls auf längerfristige Inflationserwartungen und das Preissetzungsverhalten übergreift und damit das Risiko von Zweitrundeneffekten erhöht.

Im aktuellen Umfeld spiegelt sich der Anstieg der Nominalzinsen durch die gestiegenen, kurzfristigen Inflationserwartungen und die erfolgten geldpolitischen Schritte der EZB. Die erhöhten kurzfristigen Inflationserwartungen drücken das Niveau der Realzinsen, weshalb die geldpolitische Ausrichtung unter der hier präsentierten preisbereinigten Betrachtung bislang nach wie vor nicht restriktiv wirkt.

Banken stehen im Zentrum der geldpolitischen Transmission

Als zentraler Teil des geldpolitischen Transmissionsmechanismus ist die Kreditwirtschaft von allen vier Komponenten des Indikators betroffen. Die Finanzierungsbedingungen beeinflussen Refinanzierungskosten, Konditionen im Kredit- und Einlagengeschäft, Zinsmargen, Kapitalmarktfinanzierungen und Wertpapierbestände. Die Nachfragelage wirkt auf Kreditnachfrage, Investitionen, Unternehmenserträge, Einkommen und Kreditqualität. Kostenimpulse können Unternehmensmargen, Liquidität und Schuldentragfähigkeit belasten. Erwartungen beeinflussen schließlich Tarifabschlüsse, Spar- und Anlageentscheidungen sowie die geldpolitischen Markterwartungen.

Der Inflationsindikator und seine Zerlegung ermöglichen damit eine übersichtliche Beurteilung unterschiedlicher makroökonomischer Konstellationen. Ein erhöhter Inflationsdruck kann etwa mit einer robusten Wirtschaftslage und steigender Kreditnachfrage einhergehen. Er kann aber auch aus einem Kostenschock resultieren, der sich über Erwartungen verfestigt und durch expansive Finanzierungsbedingungen verstärkt wird. Für Banken ist daher nicht nur entscheidend, ob der Inflationsdruck steigt, sondern aus welchem wirtschaftlichen Umfeld der Anstieg stammt und wie die Geldpolitik bereits darauf wirkt.

Der Inflationsindikator verdichtet die komplexe Datenlage im Euroraum zu einem transparenten Lagebild, ohne den Versuch einer punktgenauen Inflationsprognose. Er beantwortet drei Fragen, die für die geldpolitische Einordnung allgemein und für Banken im Besonderen relevant sind: Wie entwickelt sich der mittelfristige

Inflationsdruck, aus welchen Komponenten stammt er und wie verhält er sich zur aktuellen geldpolitischen Ausrichtung?

Was zeigt der Indikator aktuell?

Die aktuelle Auswertung zeigt den BVR-Inflationsindikator auf Basis der zuletzt verfügbaren Daten im moderat positiven Bereich und damit einen leicht erhöhten mittelfristigen Inflationsdruck.

Seit dem Ausbruch des Irakkriegs und dem damit verbundenen Anstieg der Energiepreise liegt der Indikator im moderat positiven Bereich. Den größten Beitrag leistet der Kostenblock. Mit Dauer und Intensität des Energiepreisanstiegs haben zugleich die Inflationserwartungen zugenommen, sodass auch die Erwartungskomponente positiv zum Gesamtindikator beiträgt.

Die geldpolitische Ausrichtung bleibt trotz Zinserhöhungen gemessen an der Realzinsdifferenz bislang im eher expansiven Bereich. Die erhöhten, kurzfristigen Inflationserwartungen überkompensieren dabei bei dieser Betrachtung bislang die gestiegenen Nominalzinsen. Eine ausführliche Beschreibung des aktuellen Inflationsindikators und der einzelnen Komponenten findet sich auf der nachfolgenden Seite.

BVR Inflationsindikator

Inflationsdruck nimmt spürbar zu

Der BVR Inflationsindikator ist im September erneut gestiegen und liegt nun deutlich im positiven Bereich. Maßgeblich hierfür waren vor allem höhere Beiträge der Kosten- und Nachfragekomponente. Die Erwartungen bleiben auf erhöhtem Niveau weitgehend stabil, während von den Finanzierungsbedingungen weiterhin keine nennenswerten Belastungen ausgehen. Insgesamt deutet der Indikator damit auf einen wieder zunehmenden Inflationsdruck im Euroraum hin.

Nachfrage- und Kostenkomponente treiben den Anstieg

Die Nachfragesignale haben sich zuletzt weiter verbessert. Stimmungsindikatoren wie Sentix und ZEW sowie Economic-Surprise-Indikatoren deuten auf eine Aufhellung des Konjunkturmilieus hin. Auch die Einkaufsmanagerindizes haben sich zuletzt stabilisiert. Dem stehen weiterhin verhaltene Signale aus Teilen der Industrie gegenüber. Insgesamt hat die Nachfragekomponente im September jedoch deutlich zugelegt und lieferte einen positiven Beitrag zum Anstieg des Inflationsindikators.

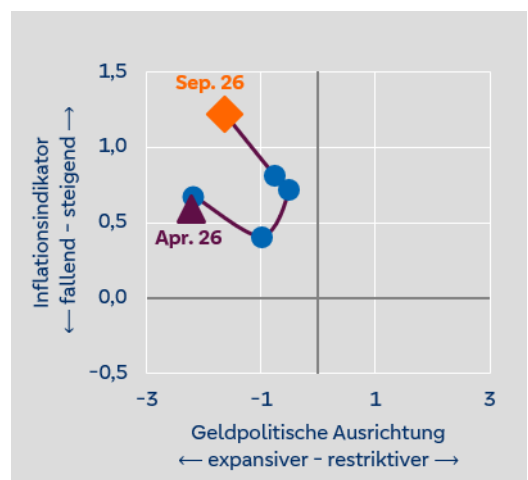
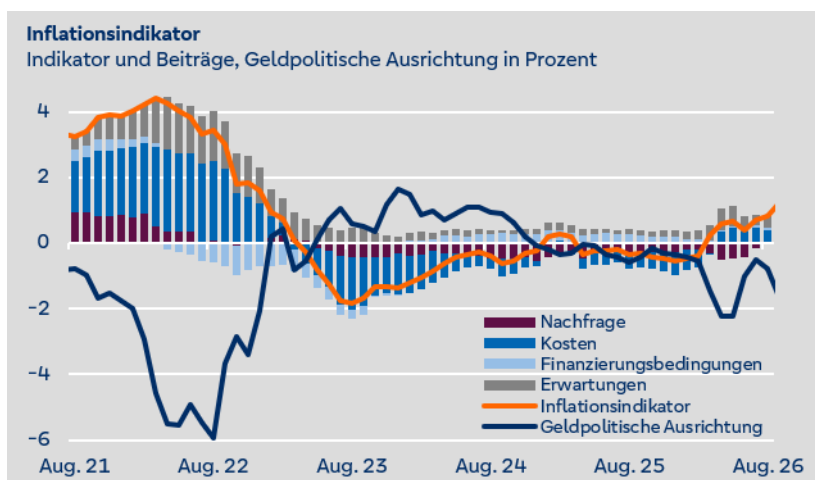
Der Kostendruck hat sich weiter erhöht und bleibt der wichtigste Treiber des Inflationsindikators. Die Energiepreise haben zuletzt wieder angezogen, und auch bei Import- und Erzeugerpreisen zeigen sich weiterhin Aufwärtstendenzen. Gleichzeitig bleiben geopolitische Risiken ein potenzieller Belastungsfaktor für die Preisentwicklung. Die Kostenkomponente verzeichnete im September den stärksten Anstieg unter den vier Teilindikatoren.

Die Inflationserwartungen haben sich insgesamt wenig verändert. Die marktbasierten mittelfristigen und langfristigen Erwartungen sind erhöht, bleiben aber in der Nähe des Inflationsziels der EZB. Gleichzeitig liegen die Preis- und Verkaufspreiserwartungen vieler Unternehmen sowie die Erwartungen der privaten Haushalte weiterhin über ihren historischen Durchschnittswerten. Die Erwartungskomponente bleibt damit ein wichtiger Treiber des Inflationsindikators.

Die Finanzierungsbedingungen zeigen weiterhin keine ausgeprägten Stresssignale. Die Kreditvergabe entwickelt sich moderat positiv, während die Zinsstruktur aufwärtsgerichtet bleibt. Insgesamt wirken die Finanzierungsbedingungen nach wie vor unterstützend für die wirtschaftliche Aktivität, ihr positiver Beitrag zum Inflationsindikator fiel zuletzt jedoch etwas geringer aus.

Restriktiver EZB-Kurs wirkt real bislang nur begrenzt

Die EZB hat ihre Geldpolitik mit der Leitzinserhöhung im September weiter gestrafft. Die restriktive Wirkung ist in realer Betrachtung bislang jedoch nur begrenzt sichtbar. Da die kurzfristigen Inflationserwartungen zuletzt stärker gestiegen sind als die nominalen Zinsen, ist der erwartete kurzfristige Realzins gesunken. Nach der Methodik des Indikators erscheint die geldpolitische Ausrichtung daher weniger restriktiv, obwohl die EZB ihren nominalen Kurs verschärft hat. Entscheidend für die weitere Einordnung wird sein, ob sich die kurzfristigen Inflationserwartungen wieder zurückbilden und die höheren Nominalzinsen dadurch stärker auf die realen Finanzierungsbedingungen durchschlagen.



Der **BVR Inflationsindikator** misst den mittelfristigen Inflationsdruck im Euroraum. Ein Indikatorwert von Null entspricht einem Umfeld, das mit dem Inflationsziel der EZB von 2 % vereinbar ist. Werte oberhalb (unterhalb) von null signalisieren tendenziell zunehmenden (abnehmenden) Inflationsdruck. Der Indikator setzt sich aus den vier Komponenten Nachfrage, Kosten, Finanzierungsbedingungen und Erwartungen zusammen und bündelt mithilfe einer Principal-Component-Analyse die Informationen zahlreicher Einzelvariablen, etwa Industrieproduktion, Energiepreise, Zinsstruktur und Inflationserwartungen aus Swaps. Die **geldpolitische Ausrichtung** wird über die Differenz zwischen einem kurzfristigen und einem längerfristigen Realzins approximiert, wobei Letzterer als Orientierung für ein neutrales Zinsniveau dient.

Quelle: BVR, LSEG Workspace/Datastream

BVR Konjunkturbarometer

Barometer auf 64 Punkte gestiegen

Nach aktuellem Datenstand legte das BVR Konjunkturbarometer im September von zuvor 55 auf 64 Punkte zu. Die konjunkturellen Signale bleiben aber gemischt. Zwar haben sich die Erwartungen von Unternehmen, Verbrauchern und Finanzmarktexperten zuletzt weiter aufgehellt. Gleichzeitig belasten die Folgen des Irankriegs, die gestiegenen Energiepreise sowie die Beeinträchtigungen durch das Niedrigwasser auf wichtigen Wasserstraßen die gesamtwirtschaftliche Entwicklung. Insgesamt verdichten sich die Hinweise auf eine schrittweise Konjunkturerholung, die jedoch weiterhin anfällig für Rückschläge bleibt.

Stimmungsindikatoren verbessern sich

Ausschlaggebend für den Anstieg des BVR Konjunkturbarometers ist vor allem seine Stimmungskomponente. Der ifo Geschäftsklimaindex legte im September zum fünften Mal in Folge zu und erreichte 89,9 Punkte. Innerhalb der Wirtschaft war die Stimmungsaufhellung breit angelegt. Mit Ausnahme des Bauhauptgewerbes, wo offenbar die steigenden Zinsen dämpften, hat sich das Geschäftsklima in allen in die Umfrage einbezogenen Bereichen verbessert. Auch die ZEW-Konjunkturerwartungen verbesserten sich weiter und signalisierten zuletzt mit 34,7 Punkten einen merklich gestiegenen Optimismus der Finanzmarktexperten. Das Verbrauchervertrauen hellte sich ebenfalls weiter auf, verbleibt aber wie der ZEW-Indikatoren noch unter seinem Vorjahresmonatswert. Insgesamt geht von den Stimmungsindikatoren daher lediglich eine leichte Steigerungswir-

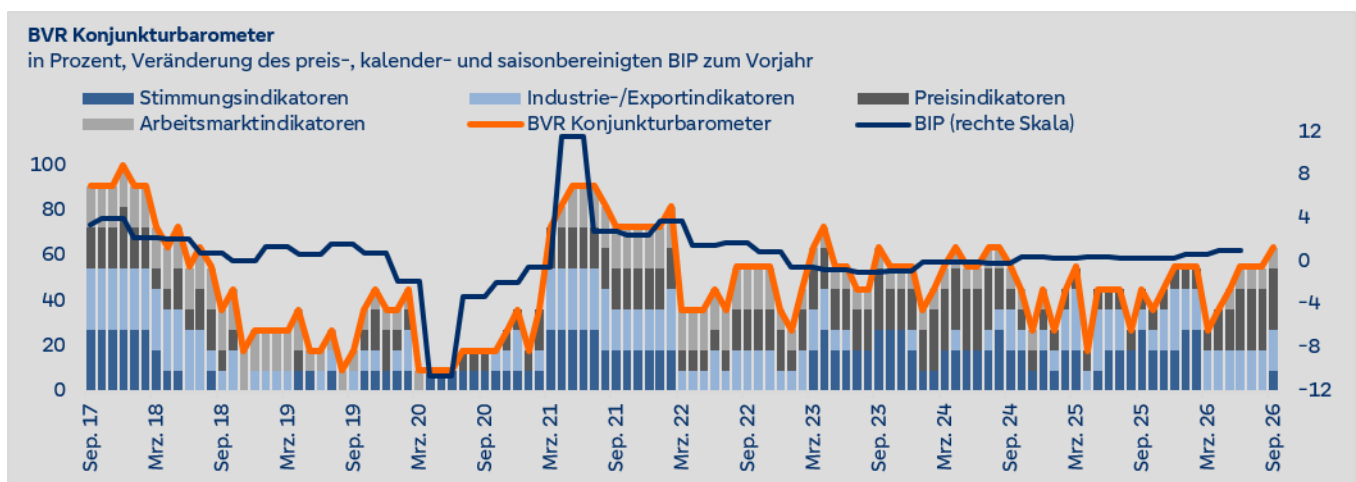
kung auf das BVR Konjunkturbarometer aus.

Industrie sendet widersprüchliche Signale

Die Industriekonjunktur zeigte jüngst ein uneinheitliches Bild. Der Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes setzte seinen Aufwärtstrend im Juli fort und stieg gegenüber dem Vormonat um 2,5 %. Insbesondere die Inlandsbestellungen profitierten von höheren staatlichen Ausgaben für Verteidigung, Infrastruktur und Klimaschutz. Demgegenüber sank die Industrieproduktion um 2,2 %. Belastend wirkten unter anderem Produktionsrückgänge in der Automobilindustrie sowie Transportprobleme infolge des Niedrigwassers. Auch die Ausfuhren entwickelten sich zuletzt vergleichsweise schwach. Insgesamt deuten die Industrie- und Exportindikatoren auf eine Stabilisierung der Industriekonjunktur hin, ohne bereits einen kräftigen Aufschwung anzuzeigen.

Preisindikatoren bleiben aufwärtsgerichtet

Die deutlichste Stütze des Konjunkturbarometers sind weiterhin die Preisindikatoren. Der Geldmarktzins lag im September mit 2,44 % weiterhin über seinem Vorjahresniveau. Der DAX notiert trotz zeitweiser Kursverluste unverändert auf einem hohen Niveau. Zugleich haben die Ölpreise zuletzt deutlich angezogen. Hintergrund ist insbesondere die neuerliche Eskalation des Irankriegs durch einen ein Drohnenangriff auf eine wichtige Ölpipeline in Saudi-Arabien sowie Seeverkehrs-Einschränkungen in der Meerenge Bab al-Mandab durch vom Iran unterstützte Milizen.



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 (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.

Quelle: BVR, LSEG Workspace/Datastream

**Bundesverband
der Deutschen
Volksbanken und
Raiffeisenbanken**

Schellingstr. 4
10785 Berlin

Ansprechpartner
Dr. Andreas Bley

Abteilung Volkswirtschaft/Mittelstandspolitik
Telefon: (030) 2021-1500

E-Mail: volkswirtschaft@bvr.de
Internet: www.bvr.de