

BVR Research

Volkswirtschaft **Kompakt**

Wirtschaftspolitik, Finanzmärkte, Konjunktur

Mindestreserve nicht zur EZB-Bilanzreparatur zweckentfremden

Executive Summary

Im Umfeld des EZB-Rats wird erneut die Idee einer Verdopplung der Mindestreserve von 1 % auf 2 % diskutiert. Dies würde die Zinsausgaben der Notenbanken im Euro-Raum kurzfristig um rund vier Milliarden Euro senken. Der Preis dafür wäre jedoch hoch: Ein geldpolitisches Instrument würde zunehmend zur nachträglichen Entlastung der Notenbankbilanzen genutzt und damit die Ertragskraft und die Wettbewerbsfähigkeit der Kreditinstitute geschwächt.

Die Verluste der Notenbanken sind vor allem eine Spätfolge der Anleihekäufe, der hohen Überschussliquidität und der anschließenden Zinswende. Sie spiegeln damit die Bilanzwirkung früherer geldpolitischer Entscheidungen

wider und sind keine Folge einer ungerechtfertigten Subventionierung des Bankensektors.

Historisch wurde die Mindestreserve gerade deshalb verzinst, um Wettbewerbsverzerrungen und eine Verlagerung von Einlagen an andere Finanzplätze zu vermeiden. Eine höhere unverzinsten Mindestreserve würde diese Risiken wieder erhöhen.

Die EZB sollte die Überschussliquidität daher nicht über eine höhere unverzinsten Mindestreserve eindämmen, sondern über den weiteren strukturierten Abbau ihrer Anleihebestände. Die Mindestreserve sollte ein geldpolitisches Instrument bleiben und nicht für quasifiskalische Zwecke zweckentfremdet werden.



Inhalt

Mindestreserve nicht zur EZB-Bilanzreparatur zweckentfremden 2

Dr. Thomas Haas

BVR Inflationsindikator 8

Dr. Thomas Haas

BVR Konjunkturbarometer 9

Dr. Gerit Vogt

Mindestreserve nicht zur EZB-Bilanzreparatur zweckentfremden

Auf der jährlichen Konferenz in Sintra hat der EZB-Rat im Juli mit Notenbankern, Forschern und Bankern aus aller Welt über die aktuelle Geldpolitik, Geopolitik und viele weitere Themen diskutiert. Ein Thema schaffte es erneut auf die Agenda und anschließend auch in die Berichterstattung: die Erhöhung der Mindestreserve für Banken. Vordergründig geht es dabei um eine technische Anpassung des Mindestreservesatzes. Tatsächlich berührt die Debatte jedoch eine grundsätzliche Frage: Soll ein geldpolitisches Instrument genutzt werden, um die Verluste der Notenbanken zu begrenzen?

Konkret soll die Mindestreserve von gegenwärtig 1 % auf künftig 2 % verdoppelt werden. Hintergrund sind die höheren Zinsausgaben der Notenbanken seit dem Ende der Niedrigzinsphase. Diese sorgen seit einiger Zeit für Verluste der Zentralbanken. Durch die Erhöhung der Mindestreserve würde der Anteil der Zentralbankguthaben steigen, den Banken unverzinst bei der Notenbank parken müssen, und damit würden die Zinsausgaben der Notenbanken des Euroraums sinken.

Diese waren durch die Anleihekaufprogramme der vergangenen Jahre auf Billionenhöhe angewachsen. Aktuell zahlen die EZB und die 21 nationalen Zentralbanken des Euroraums 2,25 % Zinsen auf Überschussliquidität in Höhe von rund 2,12 Billionen Euro, was jährliche Ausgaben von etwa 48 Milliarden Euro bedeutet. Eine Verdopplung der unverzinsten Mindestreserve würde diese Zinslast um etwa vier Milliarden Euro verringern. Gerade deshalb mag der Vorschlag attraktiv wirken. Ordnung- und geldpolitisch ist er jedoch problematisch.

Die Debatte berührt den Kern der Geldpolitik

Die Debatte reicht über die unmittelbare Entlastung der Notenbankbilanzen hinaus. Eine höhere Mindestreserve würde ein geldpolitisches Instrument zunehmend für fiskalisch anmutende Zwecke nutzen. Betrachtet man die Diskussionen zur Mindestreserve aus der Zeit der Gründung der EZB, wird deutlich, dass bereits die Entscheidung, die Mindestreserve nicht zu verzinsen, im Widerspruch zu den damaligen Erwägungen steht. Insbesondere mit Blick auf die Wettbewerbsfähigkeit des europäischen Bankensystems und die mögliche Verlagerung von Einlagen an andere Finanzplätze sollten auch die adversen Effekte einer restriktiveren Mindestreservpolitik berücksichtigt werden.

Für die aktuelle Diskussion ist zudem relevant, den Ursprung der heutigen hohen Verluste der Notenbanken zu berücksichtigen. Dieser liegt vor allem in der

unkonventionellen Geldpolitik der 2010er- und frühen 2020er-Jahre. So richtig und angemessen diese geldpolitischen Entscheidungen zur jeweiligen Zeit gewesen sein mögen, sollten die heutigen Konsequenzen daraus nicht nachträglich über eine Zweckentfremdung der Mindestreserve dem Bankensystem aufgebürdet werden. Dies gilt vor allem vor dem Hintergrund, dass dadurch die Effektivität vergleichbarer geldpolitischer Maßnahmen in der Zukunft eingeschränkt werden könnte. Schließlich sollte in der Diskussion zur Mindestreserve insbesondere deren eigentliche Funktion im Blick behalten werden. Eingeführt wurde sie zur Stabilisierung von Geldmarktzinsen und zur Aufrechterhaltung einer Nachfrage nach Zentralbankgeld. In der aktuellen Phase der Überschussliquidität sollte die EZB daher vielmehr prüfen, welche geldpolitische Funktion eine Mindestreserve überhaupt noch erfüllt.

Wie die Mindestreserve im Euroraum funktioniert

Banken müssen für bestimmte Verbindlichkeiten, in erster Linie Kundeneinlagen und Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren, einen festgelegten Anteil als Zentralbankreserven auf Konten bei der Notenbank halten. Dieser Anteil ist der Mindestreservesatz; im Euroraum liegt er gegenwärtig bei 1 %. Der Gegenwert von 1 % der betroffenen Verbindlichkeiten entspricht also dem Mindestreservesoll.

Das Soll muss dabei nicht jeden Tag genau erfüllt werden, sondern im Durchschnitt über einen Zeitraum von sechs bis sieben Wochen, die sogenannte Mindestreserve-Erfüllungsperiode. Vor Beginn jeder Periode wird für jede Bank das jeweilige Soll berechnet. Während der Erfüllungsperiode müssen die gehaltenen Reserven im Durchschnitt dem Mindestreservesoll entsprechen. Bei einem Verstoß gegen die Mindestreservepflicht ist die EZB nach EU-Recht befugt, Sanktionen gegen die jeweilige Bank im Verhältnis zur Unterschreitung zu verhängen.

Vom Hauptrefinanzierungssatz zur Nullverzinsung

Der Mindestreservesatz wurde seit Gründung der EZB bislang nur einmal geändert. Zwischen 1999 und 2011 lag der Satz zunächst bei 2 %; seit dem 18. Januar 2012 gilt der bis heute gültige Satz von 1 %.

Häufiger geändert haben sich hingegen die Verzinsungsmodalitäten von Zentralbankguthaben. Die

Guthaben in der Mindestreserve wurden bis Ende 2022 mit dem durchschnittlichen Zinssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte verzinst. Bis Mitte 2023 wurde die Verzinsung dann auf den Satz der Einlagefazilität gesenkt; seit September 2023 werden Mindestreserveguthaben überhaupt nicht mehr verzinst.

Jenseits der Mindestreserve liegt die Überschussliquidität

Zentralbankguthaben, die von Banken über die Mindestreserve hinaus gehalten werden, können entweder auf Mindestreservekonten oder in der Einlagefazilität gehalten werden. Zentralbankguthaben auf Mindestreservekonten – sogenannte Überschussreserven – wurden zunächst gar nicht verzinst. 2014 wurde beschlossen, diese mit 0 % oder dem Zinssatz der Einlagefazilität zu verzinsen, je nachdem, welcher Satz niedriger ist (dies erklärt die Verschiebung der Überschussreserven in die Einlagefazilität im September 2022 nach der Erhöhung des Einlagesatzes von 0 % auf 0,75 % (siehe Abb. 1)). Seit Juni 2026 werden Überschussreserven auf den Mindestreservekonten der Einfachheit halber mit dem Zinssatz der Einlagefazilität verzinst.

Die Einlagen in der Einlagefazilität werden ebenfalls mit dem Zinssatz der Einlagefazilität verzinst. Die Summe aus Einlagen in der Einlagefazilität und Überschussreserven auf den Mindestreservekonten ergibt insgesamt die Überschussliquidität des Bankensystems im Euroraum. Gegenwärtig wird also die gesamte Überschussliquidität mit dem Zinssatz der Einlagefazilität verzinst (Abb. 1).

Mindestreserve stabilisiert den Geldmarkt

Der Hintergrund des im Durchschnitt zu erfüllenden Mindestreservesolls ist zugleich eine zentrale Funktion der Mindestreserve: die Glättung von Geldmarktzinsen. Wie beschrieben, waren Überschussreserven lange unverzinst, und der Zins der Einlagefazilität liegt in der Regel unterhalb des Interbankensatzes. Hatte eine Bank relativ zur Vorgabe der Mindestreserve zu viel

Notenbankguthaben auf ihrem Konto, würde sie versuchen, möglichst schnell am Geldmarkt aktiv zu werden und die Guthaben zu einem höheren Zins zu verleihen. Fließen umgekehrt Zentralbankguthaben ab und wird das Soll unterschritten, müsste sich die Bank sofort am Geldmarkt refinanzieren. In beiden Fällen könnte es regelmäßig zu starken kurzfristigen Schwankungen bei den Geldmarktzinsen kommen, und die Notenbank müsste mit Offenmarktgeschäften gegensteuern. Durch die Erfüllung der Mindestreservepflicht im Durchschnitt der Erfüllungsperiode kann eine Bank zu hohe bzw. zu niedrige Guthaben im Verlauf der laufenden Periode über ein entsprechend geringeres bzw. höheres Guthaben ausgleichen und starke Schwankungen der Geldmarktzinsen dämpfen.

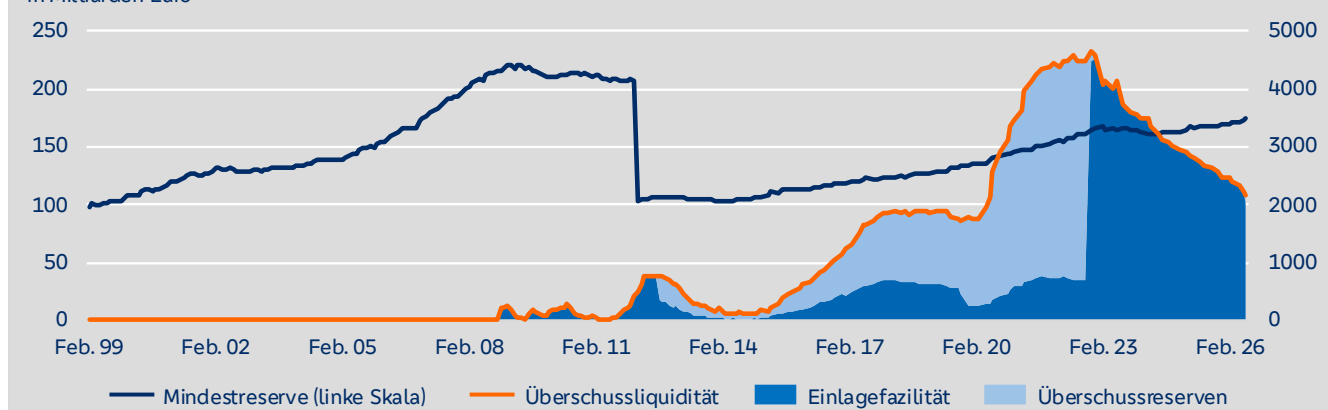
Neben der Glättung von Geldmarktzinsen sorgt die Mindestreserve – zusammen mit der Bargeldnachfrage und dem Bedarf an Zentralbankguthaben für den Interbanken-Zahlungsverkehr – auch für eine konstante Nachfrage des Bankensystems nach Zentralbankgeld. Dies gilt jedoch nur in Zeiten struktureller Liquiditätsknappheit, wie es im Euroraum bis 2008 der Fall war.

Seit der Finanzkrise hat die Mindestreserve an Bedeutung verloren

Mit Ausbruch der Finanzkrise 2007/2008 schwand das Vertrauen der Banken untereinander, und der Interbankenmarkt kam zum Erliegen. Stattdessen liehen sich die Banken zunehmend Liquidität von der Notenbank und horten lieber mehr Liquidität als zur Erfüllung der Mindestreserve notwendig war. Diese diente einerseits als Liquiditätspuffer, andererseits aber auch der Erfüllung aufsichtsrechtlicher Vorgaben.

Die anschließenden unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen der EZB sorgten in den folgenden Jahren für eine zunehmende Ausweitung der Überschussliquidität im Euroraum. Damit hat die Mindestreserve aus geldpolitischer Sicht faktisch an Bedeutung verloren, da eine

Abb. 1: Mindestreserve und Überschussliquidität in Milliarden Euro



Quelle: EZB, letzte Beobachtung August 2026.

mehr als ausreichende Versorgung mit Notenbankgeld gewährleistet ist und die Geldmarktzinsen dadurch am unteren Ende des Zinskorridors der EZB, der Einlagefazilität, hängen (Abb. 2).

Schon bei der EZB-Gründung war die Mindestreserve umstritten

Historisch wurde die Mindestreserve verstärkt als geldpolitisches Instrument verwendet, um die Nachfrage nach Zentralbankgeld gezielt zu steuern. Darauf wurde im Rahmen der geldpolitischen Strategie der EZB von Beginn an verzichtet, wie die geringfügigen Anpassungen des Mindestreservesatzes zeigen.

Bereits zur Gründung der EZB wurde sowohl im EZB-Rat als auch im Europäischen Parlament kontrovers über die Mindestreserve diskutiert. Dies ist vor dem Hintergrund zu sehen, dass es auch Jurisdiktionen gab und gibt, die völlig ohne Mindestreserve auskommen. Die EZB beschrieb bereits 1998 die beiden zentralen Funktionen der Mindestreserve – die Stabilisierung der Geldmarktzinsen und die Gewährleistung einer Nachfrage nach Zentralbankgeld – und machte zugleich deutlich, dass sie sich der potenziellen Belastung des Privatsektors und der Kreditvergabe im Euroraum bewusst sei. Die Mindestreserve solle deshalb primär so gestaltet werden, dass sie die beiden beschriebenen Funktionen erfüllt und gleichzeitig eine adäquate Verzinsung bietet (EZB, 1998a; EZB, 1998b; McCauley und Pinter, 2024a).

Verzinsung als politischer Kompromiss

Die Verzinsung kann dabei auch als Kompromiss in der damaligen Debatte verstanden werden. Mehrere nationale Notenbanken äußerten beispielsweise Skepsis gegenüber der Mindestreserve und Sorge vor einer Abwanderung von Bankgeschäften in Finanzzentren außerhalb des Euroraums (Galvenius und Mercier, 2011; McCauley und Pinter, 2024a).

Die möglichen adversen Effekte waren auch im Europäischen Parlament in der Debatte über die Einführung

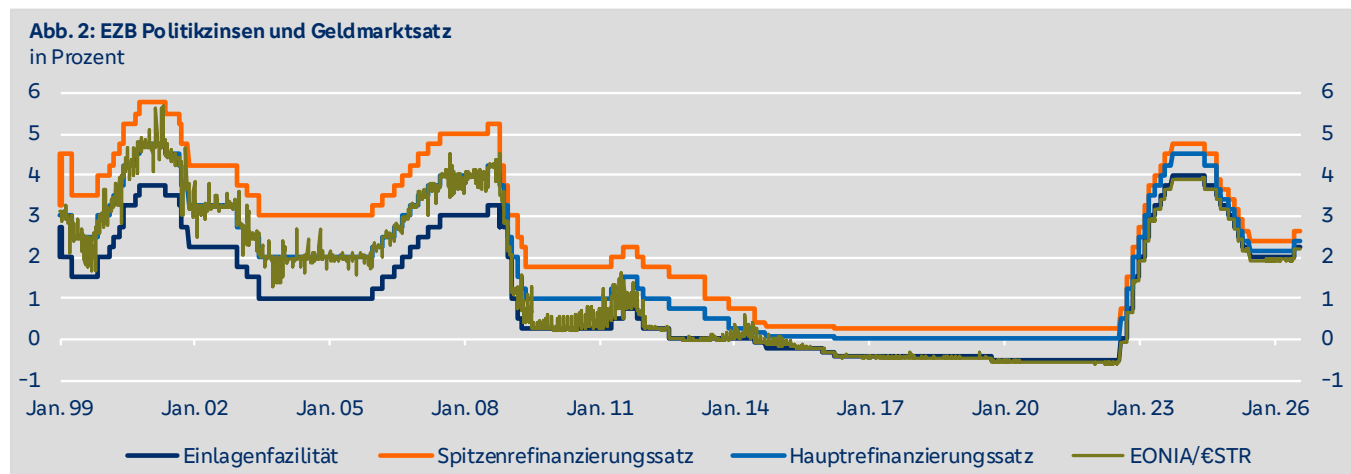
einer Mindestreserve durch die EZB 1998 präsent. So wurde vor einem Wettbewerbsnachteil der Banken im Euroraum gegenüber anderen Finanzplätzen mit weniger strengen Anforderungen gewarnt und die Mindestreserve als Steuer auf Einlagen bezeichnet. Um dieses Problem zu lösen, schlug das Parlament vor, die Mindestreserve zu verzinsen. Der Zinssatz könne dabei von der EZB festgelegt werden, sollte sich jedoch an den geltenden Marktsätzen orientieren (Europäisches Parlament, 1998).

Hohe unverzinsten Reserve könnte Einlagen verlagern

Eine deutliche Erhöhung des Mindestreservesatzes würde wie eine Steuer auf Bankeinlagen wirken (z. B. Reinhart und Reinhart, 1999; Bindseil, 2014; McCauley und Pinter, 2024a). Historisch betrachtet haben hohe Reservesätze zu Abflüssen und Verlagerungen von Bankeinlagen an andere Finanzplätze geführt, an denen keine oder geringere Mindestreservepflichten bestanden. Dies gilt sowohl für den Eurodollar-Markt in den 1970er-Jahren als auch für die starke Erhöhung der Mindestreservepflicht durch die Bundesbank in den 1970er-Jahren, die zu einer Verlagerung von Bankeinlagen nach Luxemburg führte, wo keine Mindestreservepflicht bestand. Ein ähnlicher Mechanismus wäre heute im Euroraum z. B. mit Blick auf London denkbar (Bofinger, 2023; McCauley und Pinter, 2024a; McCauley und Pinter, 2024b).

Notenbankverluste sind keine Mindestreservefrage

Die aktuelle Diskussion über eine Erhöhung der Mindestreserve hat vor allem die seit mehreren Jahren anhaltenden Verluste der Notenbanken des Euroraums im Blick, die zu ausbleibenden Ausschüttungen an die Finanzminister der Mitgliedsländer führen (Abb. 3). Ein wesentlicher Grund für diese Verluste liegt in den gestiegenen Zinsausgaben der Notenbanken an die Banken des Euroraums. Kritiker sehen darin eine ungerechtfertigte Subventionierung des Bankensektors auf Kosten



Quelle: LSEG Workspace/Datastream, EZB. Hinweis: Zur Vereinheitlichung mit der €STR-Reihe wurden von der EONIA-Rate 8,5 Basispunkte abgezogen. Letzte Beobachtung Juli 2026.

der Steuerzahler. Eine Erhöhung der unverzinsten Mindestreserve könnte die Zinsausgaben der Notenbanken deutlich senken. Diese Maßnahme zur Bilanzreparatur wäre dabei aber eine Zweckentfremdung der Mindestreserve und hätte nichts mit den eigentlichen Funktionen dieses geldpolitischen Instruments zu tun.

Unabhängig von der Zweckentfremdung ist für diese Diskussion aber auch eine Einordnung relevant, wie die hohen Verluste der Notenbanken entstanden sind. Der Hintergrund liegt in der unkonventionellen Geldpolitik der 2010er-Jahre, der Covid-19-Pandemie und der darauffolgenden Zinswende ab dem Jahr 2022.

Negative Zinsen belasteten zunächst die Banken

Im Juni 2014 führte die EZB erstmals negative Zinsen ein; der Zinssatz der Einlagefazilität wurde auf $-0,1\%$ gesenkt. Dieser Negativzins fand dabei auch Anwendung auf die das Mindestreservesoll übersteigenden Reserveguthaben. Die Verzinsung von Einlagen in der Einlagefazilität und Überschussreserven auf Mindestreservekonten war also bereits zu diesem Zeitpunkt gleich. Banken mussten für ihre Überschussliquidität damit zwangsläufig den Negativzins zahlen, der auf weiteren geldpolitischen Sitzungen bis auf $-0,5\%$ gesenkt wurde. Im September 2019 beschloss der EZB-Rat dann ein zweistufiges Verzinsungssystem für die Überschussliquidität, bei dem ein Teil der Überschussreserven – das Sechsfache des Mindestreservesolls – von der Negativverzinsung ausgenommen und mit 0% verzinst wurde. Die verbleibenden Überschussreserven und Einlagen in der Einlagefazilität wurden weiterhin mit dem Satz der Einlagefazilität verzinst.

Mit der Zinswende kehrte sich die Belastung um

Mit dem Ende der negativen Verzinsung der Einlagefazilität im Jahr 2022 wurde das zweistufige System überflüssig. Die anschließenden Zinserhöhungen der Einlagefazilität auf bis zu $4,0\%$ im September 2023 und

gegenwärtig $2,25\%$ führten dann zu einer positiven Verzinsung der Überschussliquidität der Banken im Euro-Raum und spiegelbildlich zu entsprechenden Verlusten der Zentralbanken des Eurosystems.

Ursächlich ist also die Überschussliquidität, die größtenteils auf die unkonventionelle Geldpolitik der EZB zurückzuführen ist. Dazu zählten zunächst 2011 und 2012 die längerfristigen Refinanzierungsoperationen (LTROs) und anschließend ab 2014 die gezielten längerfristigen Refinanzierungsoperationen (TLTROs), mit denen Banken vor allem Staatsanleihen aufgekauft haben. Die Banken haben damit eine langfristige Aktivposition mit fester Verzinsung erworben.

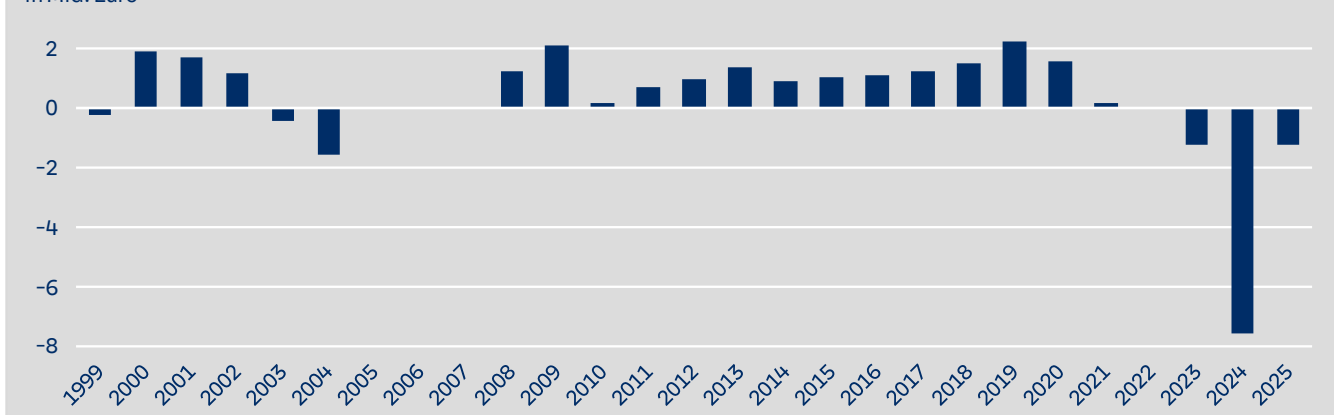
Anleihekäufe tauschten feste gegen variable Zinsen

Die 2014 gestarteten Anleiheankaufprogramme des Eurosystems (APP und PEPP) stellten dann einen Aktivtausch in den Bilanzen der Banken dar. Die langfristigen, festverzinslichen Anleihen wurden gegen kurzfristige und variabel verzinsten Zentralbankreserven getauscht. Für die Notenbanken stellten sie eine Bilanzverlängerung dar. Auf der Aktivseite die langfristigen, festverzinsten Anleihen und auf der Passivseite die kurzfristigen und variabel verzinsten Zentralbankreserven (Abb. 4).

In der Phase der Negativ- und Niedrigzinsen führte dies zu Kosten für Banken und Gewinnen bei den Notenbanken. Im gegenwärtig höheren Zinsumfeld profitieren Banken dagegen von den höheren variablen Zinsen, während die Notenbanken weiterhin niedrig verzinsten langfristige Papiere auf ihrer Aktivseite halten und zugleich höher verzinsten Passiva bedienen müssen. Wären die Zinsen weiterhin niedrig oder negativ geblieben, hätten vermutlich die Notenbanken weiterhin Gewinne aus den festverzinsten Anleihen erzielt.

Der historische Ursprung der Überschussliquidität zeigt deutlich, dass es sich bei den Zinseinnahmen des Bankensystems im Euroraum nicht um ungerechtfertigte

Abb. 3: Gewinne/Verluste der EZB
in Mrd. Euro



Quelle: EZB

Subventionen handelt. Die Verluste der Notenbanken sind eine Spätfolge ihrer eigenen unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen, die zur damaligen Zeit zwar durchaus angemessen waren, heute aber zu den Verlusten beitragen.

Die Mindestreserve sollte geldpolitisches Instrument bleiben

Bereits die Einstellung der Verzinsung der Mindestreserve wirkt wie eine unerwartete Besteuerung von Notenbankguthaben. Eine Erhöhung der Mindestreserve würde diesen Effekt zusätzlich verstärken. Diese Abwägung scheint zumindest auch in Teilen des EZB-Rats präsent zu sein. So äußerte der Gouverneur der belgischen Zentralbank, Pierre Wunsch, bereits vor einigen Jahren, dass es die Effektivität künftiger Ankaufsprogramme beeinträchtigen könnte, wenn Banken davon ausgehen, dass es bei einer nachteiligen Entwicklung der Notenbankbilanz zu einer Besteuerung kommt (McCauley und Pinter, 2024a). Mit einer ähnlichen Sorge äußerte sich Wunsch auch jüngst in der gegenwärtigen Debatte. Die Erhöhung der Mindestreserve sei ein „quasifiskalisches Instrument“, mit dem die Notenbank den Eindruck erwecken könnte, „fiskalische Macht gegen Banken einzusetzen“ (Reccius und Exuzidis, 2026).

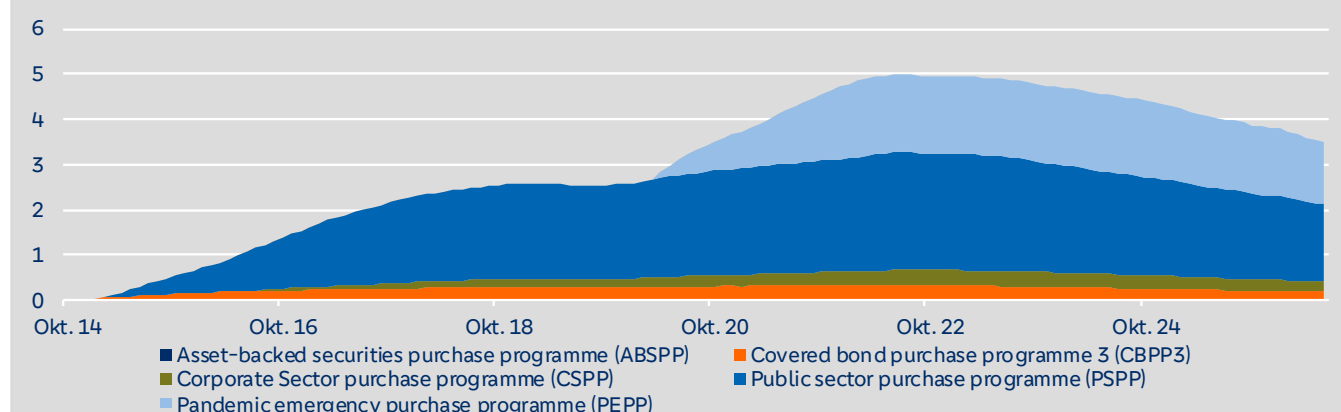
Diese Bedenken werden in Kreisen des EZB-Rats geteilt, die in der Mindestreserve ein rein geldpolitisches Instrument sehen. Die Tatsache, dass die Banken während der Niedrigzinsphase die negative Verzinsung zahlen mussten, zeigt zudem, dass die Kritik an einer einseitigen Ausgestaltung der Geldpolitik fehlgeleitet ist.

Auch der positive Effekt auf die Erträge der Notenbanken könnte bei Betrachtung der historischen Erfahrungen überzeichnet sein. Eine deutliche Erhöhung der Mindestreserve würde die Gewinne der Banken belasten

und sich wahrscheinlich auf die Finanzierungsbedingungen oder die Einlagenverzinsung auswirken, um diesen Effekt zu kompensieren. Banken außerhalb des Euroraums könnten dann Euro-Konten zu besseren Konditionen anbieten und insbesondere für Unternehmen und Haushalte mit größeren Vermögen eine attraktive Alternative mit vergleichbarem Risikoprofil wie heimische Banken darstellen. Besonders kleinere und weniger vermögende Einleger mit weniger Ausweichmöglichkeiten würden dann indirekt belastet (McCauley und Pinter, 2024b).

Der sachgerechtere Weg zur Lösung des Problems der Notenbankverluste liegt deshalb nicht in einer höheren Mindestreserve, sondern in einem strukturierten Abbau der Anleihebestände durch die EZB selbst. Mit dem Rückgang dieser Bestände sinkt perspektivisch auch die Überschussliquidität. Dieser Prozess erfolgt nicht über Nacht, ist aber bereits in vollem Gange. Die Mindestreserve sollte daher bleiben, was sie ist: ein geldpolitisches Instrument – kein Mittel zur nachträglichen Bilanzreparatur.

Abb. 4: EZB Anleihebestände aus Ankaufprogrammen
in Billionen Euro



Quelle: EZB. Letzte Beobachtung Juli 2026.

BVR Inflationsindikator

Inflationsdruck steigt weiter an

Der BVR Inflationsindikator ist im August erneut leicht gestiegen und liegt weiterhin moderat im positiven Bereich. Ausschlaggebend waren vor allem höhere Nachfrage- und Kostenbeiträge, während der Beitrag der Erwartungen zurückging. Die weiterhin unsichere Lage an der Straße von Hormus und die zuletzt wieder gestiegenen Ölpreise halten zugleich die energiepreisbedingten Aufwärtsrisiken für die Inflation erhöht.

Kosten- und Erwartungskomponente bleiben größte Treiber

Die Nachfragesignale hellen sich zuletzt auf. Einkaufsmanagerindizes, Sentix und ZEW haben sich im Juli sowie Anfang August verbessert, und Economic Surprise Indikatoren sind zuletzt deutlich positiv. Die Industrieproduktion stagniert jedoch weiterhin, während Auftragseingänge und Beschäftigungserwartungen schwach bleiben.

Der Kostendruck nimmt wieder zu. Insbesondere Öl- und Gaspreise sind zuletzt wieder angestiegen; auch Import- und Erzeugerpreise weisen höhere Zuwachsraten auf. Der Euro hat gegenüber dem Vormonat im Schnitt leicht aufgewertet.

Die kurzfristigen marktimpliziten Inflationserwartungen sind im August wieder leicht gestiegen, liegen aber deutlich unter ihren Frühjahrshochs. Die längerfristigen Erwartungen bleiben nahe 2 % verankert. Verkaufs- und Konsumentenpreiserwartungen sind zurückgegangen,

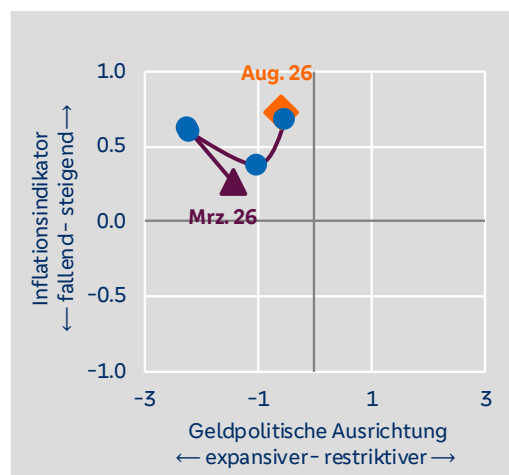
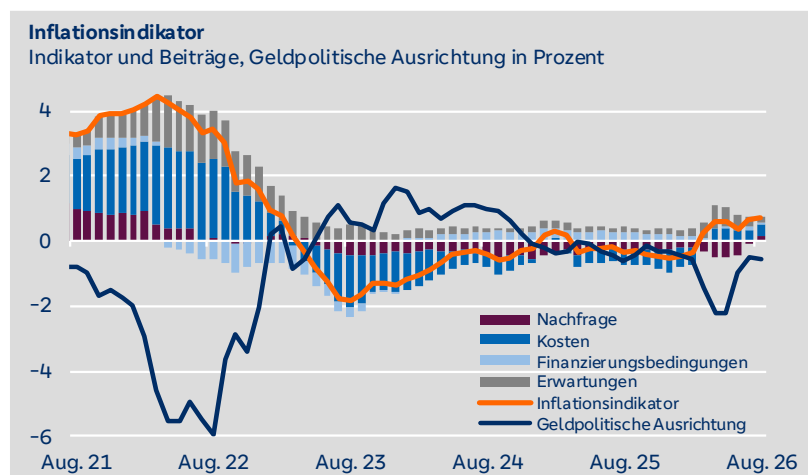
liegen jedoch weiterhin über ihren historischen Mittelwerten.

Die Finanzierungsbedingungen haben sich wieder etwas entspannt und zeigen keine Stresssignale. Die Bundrenditen sind leicht gestiegen; die Zinsstruktur bleibt aufwärtsgerichtet. Die Kreditnachfrage der Haushalte nimmt langsam zu, während sie bei Unternehmen zuletzt stärker zugenommen hat.

Geldpolitische Ausrichtung wenig verändert

Der erhöhte Inflationsindikator ist weiterhin wesentlich durch den energiepreisgetriebenen Angebotsschock geprägt. Die geldpolitische Ausrichtung bleibt, gemessen am realen Zinsniveau, eher expansiv und hat sich zuletzt wieder leicht gelockert. Die kurzfristigen Realzinsen liegen weiterhin deutlich unter den langfristigen Realzinsen. Sowohl die Entwicklung der Nominalzinsen als auch der Inflationserwartungen trägt aktuell zur expansiven Ausrichtung bei. Nach der Zinspause der EZB im Juli richtet sich der Blick auf die Sitzung im September. Angesichts des erhöhten Inflationsdrucks und der geopolitischen Risiken bleibt eine weitere Zinserhöhung möglich; der weitere Kurs dürfte jedoch von den kommenden Inflations- und Konjunkturdaten abhängen.

Hinweis: Durch die zeitliche Nähe zur letzten Veröffentlichung am 18. August hat sich der Indikator seitdem nicht wesentlich verändert und die zentralen Ergebnisse werden hier wiederholt.



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 weiterhin bei 55 Punkten

Das BVR Konjunkturbarometer hat sich seit der letzten Ausgabe des „Volkswirtschaft Kompakt“, die am 18. August veröffentlicht wurde nicht verändert. Daher werden im Folgenden die zentralen Ergebnisse wiederholt.

Das BVR Konjunkturbarometer wird nach aktuellem Datenstand im August mit 55 Punkten auf dem Wert der Vormonate verharren. Es befindet sich damit noch immer auf einem Niveau, dass weder auf einen merklichen Anstieg noch auf einen deutlichen Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Aktivitäten in Deutschland schließen lässt.

Dennoch verfestigen sich derzeit die Zeichen, die auf eine allmähliche Konjunkturbelebung deuten. So haben sich wichtige Stimmungsindikatoren aufgehellt und die amtlichen Zahlen zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung fielen zuletzt vielfach günstiger aus, als zuvor allgemein erwartet. So ist das preis-, kalender- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) nach ersten Schätzungen des Statistischen Bundesamtes im 2. Quartal gegenüber dem Vorquartal um 0,2 % gestiegen. Maßgeblich für den dritten BIP-Zuwachs in Folge waren die weiter zunehmenden Exporte. Die Konsumausgaben und die privaten Investitionen blieben hingegen verhalten. Auch deshalb fehlt es sich abzeichnenden Aufschwung noch an Kraft und Breite.

Weiterer Anstieg der Konjunkturerwartungen

Im August blickten Finanzmarktfachleute den wirtschaftlichen Perspektiven Deutschlands erneut mit

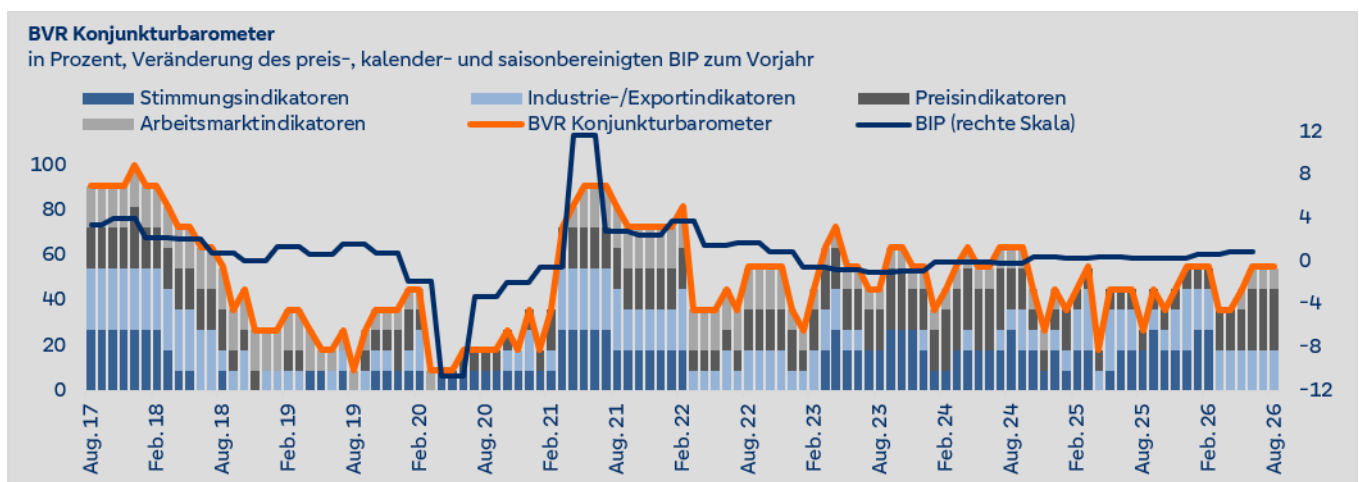
mehr Optimismus entgegen. Die auf einer monatlichen Umfrage unter diesen Fachleuten ermittelten ZEW-Konjunkturerwartungen legten gegenüber Juli um 7,9 auf 34,2 Punkte zu. Sie befinden sich damit aber weiterhin unter dem Stand des entsprechenden Vorjahresmonats. Auch die ifo Geschäftserwartungen und das Verbrauchervertrauen lagen zuletzt noch unter ihren Vorjahresmonatswerten, sodass von den Stimmungsindikatoren nach wie vor keine Steigerungswirkung auf das BVR Konjunkturbarometer ausgeht.

Industrie- /Exportindikatoren vielfach im Plus

Die deutsche Industriekonjunktur hat zuletzt weiter Tritt gefasst. Zwar stagnierte die preis-, kalender- und saisonbereinigte Industrieproduktion im Juni gegenüber dem Vormonat (0,0 %). Die Neuaufträge des Verarbeitenden Gewerbes sind jedoch um merkbare 3,1 % gestiegen, gestützt durch die staatlichen Mehrausgaben für Verteidigung, Infrastruktur und Klimaschutz. Zudem legte die Wareneinfuhren bereits den fünften Monat in Folge zu (+0,9 %). Ein Grund für den Zuwachs dürfte sein, dass die deutsche Wirtschaft von durch den Irankrieg ausgelösten Lieferkettenproblemen weniger stark betroffen ist als die Wirtschaften wichtiger Konkurrenzstaaten, insbesondere aus Asien. Insgesamt wirken die Industrie-/Exportindikatoren damit weiterhin moderat erhöhend auf das BVR-Konjunkturbarometer.

Aufwärtsgerichtete Preisindikatoren

Die deutlichste Steigerungswirkung auf das Barometer geht aber unverändert von den Preisindikatoren aus. DAX, Geldmarktzins und Rohölpreis lagen jüngst weiterhin über ihren Vorjahresmonatsständen.



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 Stimmungsindekatoren (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