

# 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)

## Energiepreisszenarien lassen anhaltend hohen Inflationsdruck erwarten

Vieles ist zuletzt merklich teurer geworden, auch wegen der Folgen des russischen Militärschlags gegen die Ukraine. Die anziehende Teuerung zeigt sich an verschiedenen Stellen der Preiskette, von den Rohstoffpreisen über die Import- und Erzeugerpreise bis hin zu den Verbraucherpreisen. Der Verbraucherpreisindex Deutschlands stieg im März um 7,3 % und damit so stark wie noch nie seit der Wiedervereinigung. Die verschiedenen Preise bilden ein dynamisches System, dessen repräsentativer Treiber in den Rohölnotierungen zu sehen ist. In diesem Beitrag werden Szenarien zur Ölpreisentwicklung vorgelegt, aus denen modellbasierte Inflationsprognosen generiert werden.

In einem Hauptszenario wird davon ausgegangen, dass die russischen Energielieferungen nach Deutschland durch den Krieg kaum beeinflusst werden und dass die gestiegenen geopolitischen Risiken in der zweiten Jahreshälfte merklich nachlassen werden. Sollte sich dieses Szenario manifestieren, ist im Jahresdurchschnitt 2022 und 2023 mit Inflationsraten von knapp 6 % und von etwa 4 % zu rechnen.

Neben dem Hauptszenario wird auch ein Negativszenario betrachtet, dessen Eintreten eine geringere Wahrscheinlichkeit beigemessen wird. Zentrale Annahme des Szenarios ist, dass die russischen Gas- und Öllieferungen nach Deutschland bald zeitweise eingestellt werden. Wenn dieses Szenario eintreten würde, könnte es 2022 und 2023 zu Inflationsraten von rund 7 % und etwa 6 % kommen. Denkbar, wenngleich weniger wahrscheinlich als die anderen beiden Szenarien, ist aber auch eine günstigere Entwicklung, in welcher die geopolitischen Risiken bereits in den kommenden Tagen und Wochen spürbar nachlassen. In einem solchen Positivszenario wären in den beiden Jahren Inflationsraten von rund 5 % und etwa 3 % zu erwarten.



### Inhalt

<b>Energiepreisszenarien lassen anhaltend hohen Inflationsdruck erwarten</b>	<b>2</b>
Dr. Gerit Vogt E-Mail: <a href="mailto:g.vogt@bvr.de">g.vogt@bvr.de</a>	
<b>Finanzmärkte: Breiter Inflationsdruck trotz konjunktureller Belastung</b>	<b>6</b>
Dr. Alex Korff E-Mail: <a href="mailto:a.korff@bvr.de">a.korff@bvr.de</a>	
<b>Konjunktur: Ukrainekrieg belastet</b>	<b>7</b>
Dr. Gerit Vogt E-Mail: <a href="mailto:g.vogt@bvr.de">g.vogt@bvr.de</a>	

## Energiepreisszenarien lassen anhaltend hohen Inflationsdruck erwarten

### Verbraucherpreise im Höhenflug

Vieles ist zuletzt merklich teurer geworden. Ob beim Einkaufen am Supermarktregal oder beim Tanken an der Zapfsäule, alltäglich spüren die Verbraucherinnen und Verbraucher eine deutliche Erhöhung des allgemeinen Preisniveaus. Die hohe Teuerung belastet die Kaufkraft der Privathaushalte, aber auch die Ertragslage vieler Unternehmen, und dämpft damit erheblich die konjunkturelle Entwicklung.

In den Daten der amtlichen Statistik lässt sich der erhöhte Preisauftrieb ebenfalls ablesen. Im März hat sich der ohnehin schon kräftige Anstieg der Verbraucherpreise in Deutschland nochmals beschleunigt. Nach vorläufigen Angaben des Statistischen Bundesamtes lag der Verbraucherpreisindex (VPI) um 7,3 % über seinem entsprechenden Vorjahresmonatswert. Die Inflationsrate war damit so hoch wie noch nie zuvor im wiedervereinigten Deutschland. Für Westdeutschland wurden letztmalig im Herbst 1981, im Zuge des Iran-Irak-Kriegs, ähnlich hohe Inflationsraten ermittelt. Im Februar 2022 waren die Verbraucherpreise Deutschlands noch um 5,1 % gestiegen.

Maßgeblich für die jüngste Zunahme der Inflationsrate waren die Energiepreise, die sich stärker verteuerten als zuvor (+39,5 % nach +22,5 % im Februar). Auch die Nahrungsmittelpreise legten deutlicher zu (+6,2 % nach zuvor +5,3 %). Bei den Dienstleistungspreisen blieb die Preisdynamik hingegen deutlich niedriger und zum Vormonat unverändert (+2,8 % nach +2,8 % im Februar).

### Ukrainekrieg erzeugt zusätzlichen Preisauftrieb

Die Gründe für den weiteren Anstieg der Inflationsrate liegen auf der Hand. Zu einigen, bereits im Vorjahr wirkenden preistreibenden Effekten sind die Folgen des russischen Militärschlags gegen die Ukraine hinzugekommen. So ist Russland bekanntermaßen in vielen Bereichen einer der wichtigsten Rohstofflieferanten Deutschlands, insbesondere was die Lieferungen von Rohöl und Erdgas betrifft. Die Erwartung, dass der Krieg zu Einschränkungen des globalen Öl- und Gasangebots führen könnte, hat die Energiepreise weiter steigen lassen. Auch sind Russland und die Ukraine wichtige Lieferanten für Lebensmittel und Lebensmit-

telgrundstoffe, wie beispielsweise Weizen und Sonnenblumenöl, deren Preise zuletzt ebenfalls stark gestiegen sind.

Wie erwähnt sind zudem noch einige Faktoren aus dem vergangenen Jahr am Wirken. Im Verlauf von 2021 hatte vor allem die Normalisierung der Rohölpreise vom pandemiebedingten Einbruch im 1. Halbjahr 2020 die Inflationsrate sichtlich steigen lassen (siehe BVR Volkswirtschaft Kompakt vom 1. Dezember 2021). Hinzu kamen einige Sonderfaktoren, wie die Effekte der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung von 2020 und die Effekte der ungewöhnlich stark zunehmenden Lieferengpässe bei wichtigen Vorleistungsgütern. Vor diesem Hintergrund ist die Inflationsrate Deutschlands im Jahresdurchschnitt 2021, wie vom BVR im Dezember prognostiziert, um deutliche 3,1 % gestiegen, nachdem sie im Jahr 2020 lediglich bei 0,5 % gelegen hatte. Die unmittelbaren Folgen der Mehrwertsteuersenkung sind zu Jahresbeginn 2022 ausgelaufen, die Lieferengpässe und der Anstieg der Energiepreise dauern aber weiter an und haben sich durch den Ukrainekrieg nochmals verschärft.

### Rohöl als wichtigster Preistreiber

Die anziehende Teuerung macht sich an verschiedenen Stellen der Preiskette bemerkbar, von den Rohstoffpreisen über die Import- und Erzeugerpreise bis hin zu den Verbraucherpreisen (siehe Abb. 1). Schon in der Vergangenheit zeigten die Elemente dieser Kette vielfach einen positiven Zusammenhang, im Sinne statistisch messbarer Korrelationen oder Kointegrationsbeziehungen. Dies trifft auch auf den in der Abbildung 1 gezeigten Rohölpreis der Nordsee-Sorte Brent und den Preis für niederländisches TTF-Erdgas zu. Im dargestellten Zeitraum beträgt der Korrelationskoeffizient zwischen den beiden Reihen 0,32.

Auch zuletzt folgen die in der Abbildung 1 präsentierten Preisreihen einem gemeinsamen Trend, und zwar einem deutlich aufwärtsgerichteten. Die verschiedenen Preise bilden ein dynamisches System, dessen repräsentativer Treiber in den Ölnotierungen zu sehen ist. Der Ölpreis besitzt nämlich gegenüber anderen Preisvariablen eher einen Vor- als einen Nachlauf. So ist beispielsweise die Korrelation zwischen den in Verän-

derungen zum Vorjahresmonat transformierten Industrie-Erzeugerpreisindex und den entsprechenden Veränderungen des Brent-Rohölpreises dann am höchsten, wenn der Ölpreis um drei Monate in die Zukunft verschoben wird (Korrelationskoeffizient: 0,65).

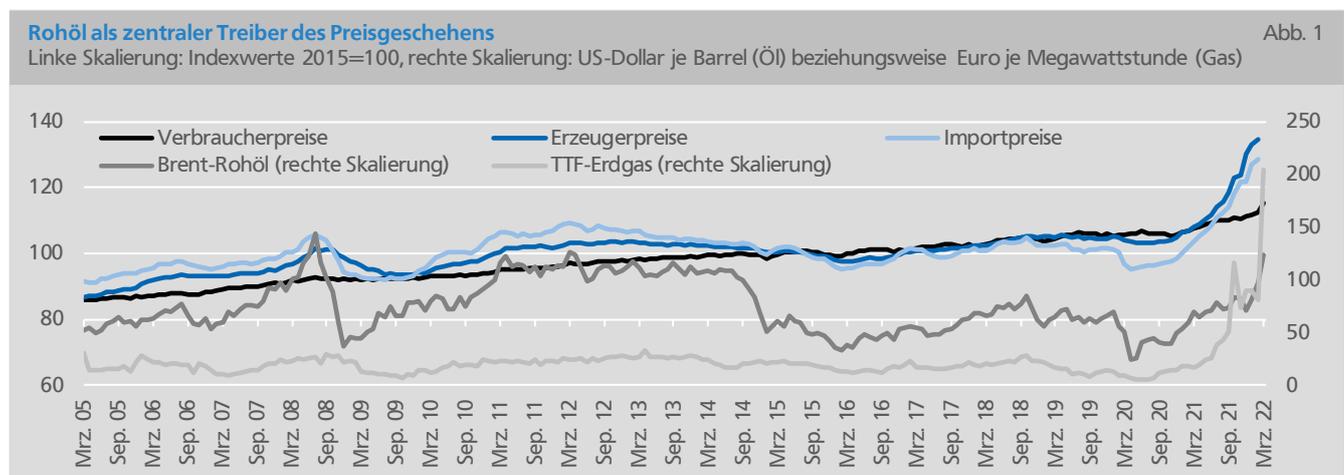
Da im Ölpreis der derzeit wichtigste Einflussfaktor für das Preisgeschehen zu sehen ist, basieren die nachfolgend skizzierten Szenarien auf verschiedenen Annahmen und Prognosen zum künftigen Verlauf dieser Größe. Basis zur Erstellung der Szenarien ist ein sogenanntes ARX-Zeitreihenmodell. In diesem Modell werden die jährlichen Veränderungsraten des Verbraucherpreisindex durch eigene verzögerte Werte sowie durch zeitgleiche und verzögerte Werte der jährlichen Veränderungen des Brent-Rohölpreises bestimmt. Ein „general-to-specific“-Ansatz führt unter Einbeziehung der Daten des Zeitraums vom 1. Quartal 1992 bis zum 1. Quartal 2022 zu einem Modell, das neben einer Konstanten, die um ein Quartal verzögerten Inflationsraten sowie die kontemporären Ölpreisveränderungen und die um ein Quartal verzögerten Ölpreisveränderungen umfasst.

### Szenarien zur künftigen Ölpreisentwicklung

In seinem aktuellen Konjunktur-Hauptszenario geht der BVR davon aus, dass die russischen Rohstofflieferungen nach Deutschland durch den Krieg kaum beeinflusst werden (zu den weiteren Annahmen dieses

Szenarios und der Alternativ-Szenarien siehe auch das BVR Volkswirtschaft Kompakt vom 29. März 2022). Zwar haben die EU-Staaten in der vergangenen Woche ein Importverbot unter anderem für Kohle und Holz aus Russland beschlossen. Aber die für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung Deutschlands viel wichtigeren Öl- und Gasimporte aus Russland blieben davon unberührt. Der durch den Ukrainekrieg ausgelöste Anstieg der Rohstoffpreise und der Lieferengpässe wird in diesem Szenario zunächst noch andauern. Die gestiegenen geopolitischen Risiken werden annahmegemäß in der zweiten Jahreshälfte merklich nachlassen. In Hinblick auf den Brent-Rohölpreis wird, dem jüngsten U.S. Energy Information Administration (EIA) Ausblick von Anfang März folgend, in dem Hauptszenario erwartet, dass dieser von 116 US-Dollar je Barrel im laufenden 2. Quartal kontinuierlich auf 84 US-Dollar zum Jahresende 2023 fallen wird (siehe Abb. 2).

Neben dem Hauptszenario wird auch ein Negativszenario betrachtet, dessen Eintreten eine geringere Wahrscheinlichkeit beigemessen wird. Zentrale Annahme des Szenarios ist, dass die russischen Gas- und Öllieferungen nach Deutschland in naher Zukunft zeitweise eingestellt werden. In einem solchen Szenario könnte der Brent-Preis im laufenden 2. Quartal auf 160 US-Dollar steigen (also etwas über seinem Anfang Juli 2008 erreichten bisherigen historischen Höchststand von rund 144 US-Dollar) und bis zum Ende des



Quellen: BVR, Refinitiv Datastream

Prognosezeitraums auf diesem Niveau verharren.

Denkbar ist aber auch eine günstigere Entwicklung, in welcher die geopolitischen Risiken bereits in den kommenden Tagen und Wochen spürbar nachlassen. In diesem Positivszenario, das weniger wahrscheinlich als die anderen beiden Szenarien ist, könnte der Brent-Preis im 2. Quartal auf dem Stand vom Jahresauftaktquartal verharren (rund 100 US-Dollar) und bis zum Jahresende 2023 auf etwa 68 US-Dollar fallen.

### Inflationsraten dürften zunächst hoch bleiben

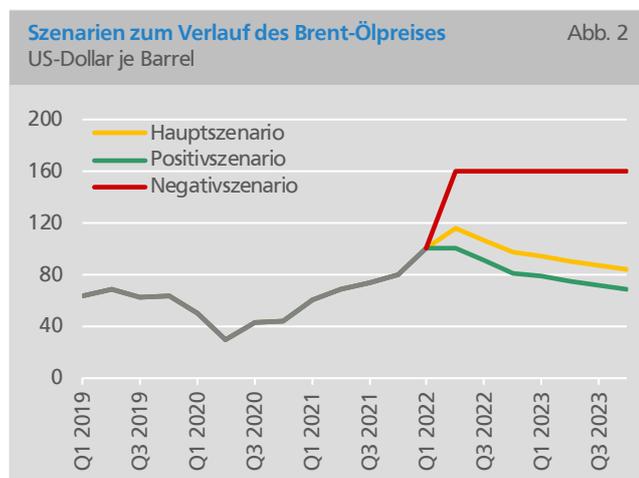
Aus den so spezifizierten Ölpreis-Szenarien lassen sich nun mit Hilfe des ARX-Modells verschiedene Prognosen zum künftigen Verlauf der Verbraucherpreise erstellen (siehe Abb. 3). Sollte sich das Hauptszenario manifestieren, würde die VPI-Inflationsrate Deutschlands gemäß dem Prognosemodell im 2. Quartal 2022 zunächst auf dem hohen Niveau des Vorquartals von 5,8 % verharren. Im weiteren Verlauf des Jahres und auch im kommenden Jahr wäre mit einem kontinuierlichen Rückgang des Preisauftriebs zu rechnen. Im 4. Quartal 2023 würde die Inflationsrate dann auf 2,7 % sinken.

Wenn hingegen das Negativszenario eintreten würde, wäre bis zum Jahresende 2022 mit einer weiteren Zunahme des Preisdrucks zu rechnen. Für diesen Fall liegen die Modellprognosen einer Erhöhung der Inflationsrate auf 6,8 % im 2. Quartal, 7,0 % im 3. Quartal und

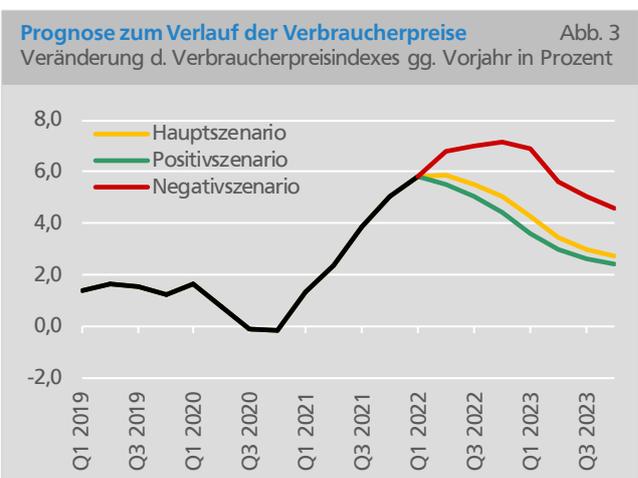
schließlich 7,1 % im 4. Quartal nahe. Dem dürfte sich dann ein kontinuierlicher Rückgang anschließen, der im 4. Quartal 2023 zu einer Inflationsrate von 4,6 % führen würde.

Sollte das Positivszenario eintreten wäre bereits im laufenden 2. Quartal ein nachlassender Anstieg der Verbraucherpreise zu erwarten. Die Inflationsrate könnte von 5,8 % im Jahresauftaktquartal auf 5,5 % im Frühjahrsquartal zurückgehen. Die rückläufige Entwicklung würde in der zweiten Jahreshälfte und im kommenden Jahr anhalten und Ende 2023 zu einer Inflationsrate von 2,4 % führen.

Die aus den Ölpreisszenarien abgeleiteten Inflationsraten müssen noch um einige weitere preiswirksame Effekte korrigiert werden. So wurden für Juli und Oktober 2022 deutliche Erhöhungen des gesetzlichen Mindestlohns (die Lohnuntergrenze steigt ab Oktober auf 12 Euro je Arbeitsstunde) beschlossen. Diese Anhebungen dürften nach Schätzungen des ifo Instituts die jahresdurchschnittlichen Inflationsraten für sich genommen um 0,05 Prozentpunkte (2022) und 0,34 Prozentpunkte (2023) höher ausfallen lassen. Preistreibend wirkt zudem die Erhöhung der CO<sub>2</sub>-Preise für die Sektoren Verkehr und Wärme. Diese dürfte nach Berechnungen der Deutschen Bundesbank ceteris paribus sowohl 2022 als auch 2023 zu einer jeweils um 0,2 Prozentpunkte höheren Inflationsrate führen. Inflations-senkend wirkt hingegen der beschlossene Wegfall der



Quellen: BVR, Destatis, EIA



EEG-Umlage. Nach Einschätzung des ifo Instituts dürfte der Strompreis im Zuge des Wegfalls ab Juli 2022 in einer Größenordnung von 10 % sinken und für sich betrachtet die Inflationsraten in diesem und im kommenden Jahr um jeweils knapp 0,2 Prozentpunkte vermindern.

Unter Berücksichtigung der genannten Mindestlohn-CO2-EEG-Effekte ist im Jahresdurchschnitt 2022 im Hauptszenario mit einer Inflationsrate von knapp 6 % zu rechnen und im kommenden Jahr mit einer Inflationsrate von etwa 4 % (siehe untere Zeilen von Tab. 1). Wenn das Negativszenario eintreten würde, wäre unter Berücksichtigung der Effekte 2022 und 2023 Inflationsraten von rund 7 % und etwa 6 % zu erwarten. Im Positivszenario schließlich werden unter Einbeziehung der Effekte für 2022 und 2023 Inflationsraten von rund 5 % und etwa 3 % prognostiziert. ■

### Übersicht über die Prognosewerte

Tab. 1

Jahresdurchschnitte

	Hauptszenario	Positivszenario	Negativszenario
<b>Brent-Rohölpreise in US-Dollar je Barrel</b>			
2022	105,1	93,2	145,1
2023	89,0	73,2	160,0
<b>Mit den Ölpreisszenarien prognostizierte VPI-Inflationsraten</b>			
2022	5,5	5,2	6,7
2023	3,3	2,9	5,5
<b>VPI-Inflationsraten korrigiert um Mindestlohn-CO2-EEG-Effekte</b>			
2022	5,6	5,2	6,7
2023	3,7	3,3	5,9

Quellen: BVR, EIA

## Finanzmärkte: Breiter Inflationsdruck trotz konjunktureller Belastung

Der BVR Indikator für die Inflationsoaussichten im Euroraum liegt im April bei 55 Punkten. Der Wert für März beträgt rückwirkend, nach Korrekturen der zugrundeliegenden Statistiken, 57 statt 58 Punkten. Damit wird das neutrale Niveau von 50 Punkten, welches auf einen mittelfristigen Preisauftrieb im Sinne des Zweiprozentziels der EZB weiterhin übertroffen.

Die ersten Folgen des Russisch-Ukrainischen-Krieges sind in Form erster Märzdaten inzwischen eingeflossen. Sie werden jedoch im Indikator, ähnlich zur Einschätzung der EZB und der Wirtschaftsforschungsinstitute, noch als temporär wahrgenommen.

Dass die mittelfristigen Inflationsoaussichten dennoch über dem Zweiprozentziel liegen, kann daher als Warnzeichen für eine Anpassung der Inflationserwartungen verstanden werden.

### Konjunktur: Starker Abfall

Der Effekt der Coronalockerungen ist in Rekordtempo verpufft, überlagert von Kriegs- und verwandten Inflationssorgen. Der konjunkturelle Inflationsdruck liegt nunmehr nur noch bei 57 Punkten. Im vergangenen Sommer hatte er noch bei 82 gelegen. Ein etwaiges Energieembargo, aber auch eine Ausweitung des Rus-

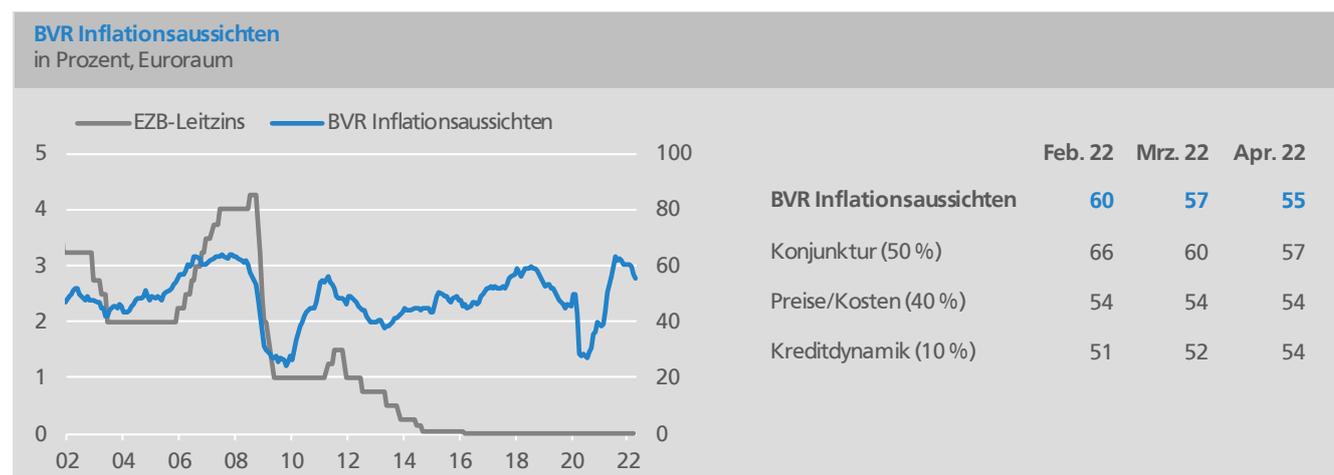
sischen Angriffskrieges könnte diese rückläufige Entwicklung noch verstärken.

### Preise und Kosten: Stabil überdurchschnittlich

Mit 54 Punkten deutet auch der Block Preise und Kosten auf eine mittelfristige Inflation oberhalb des EZB-Ziels von 2 % hin. Der Wert für März wurde nachträglich ebenfalls auf diese 54 Punkte korrigiert. Ursächlich sind in beiden Fällen die gestiegenen Rohstoff- und Energiepreise. Eine weitere Unsicherheit sind die noch nicht vorliegenden Daten zu den Lohnstückkosten der Eurozone im 1. Quartal 2022. Sie könnten dem Indikator auch rückwirkend noch weiteren Auftrieb verleihen.

### Kreditdynamik: Weiterer Anstieg

Nachdem die Kreditdynamik im 1. Quartal weitgehend neutral zwischen 49 Punkten im Januar und 52 im März lag, trägt auch sie nun zu einem Anstieg der Inflationsoaussichten über das neutrale Niveau bei. Damit werden die gestiegenen Inflationsoaussichten von allen drei Komponenten getragen. Die gestiegene Kreditdynamik deckt sich zudem mit Warnungen vor einer möglichen Blasenbildung an den Immobilienmärkten. ■



Die BVR Inflationsoaussichten sind ein Indikator für die mittelfristige Inflationsoentwicklung im Euroraum mit Werten zwischen null und 100. Der Indikatorwert von 50 ist mit dem Erreichen des impliziten Inflationsoziels 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: Ukrainekrieg belastet

### BVR Konjunkturbarometer bei 55 Punkten

Die Folgen des russischen Überfalls auf die Ukraine belasten mehr und mehr die Konsumneigung, das Investitionsklima und den Außenhandel Deutschlands. Sie schlagen sich zunehmend auch in den in das BVR Konjunkturbarometer eingehenden Indikatoren nieder. Wegen des zuvor erwarteten und nun eingetretenen Rückgangs des Verbrauchervertrauens wurde der Märzwert des Barometers leicht von 64 auf 55 Punkte abwärtsrevidiert. Nach aktuellem Datenstand dürfte das BVR Konjunkturbarometer im April bei 55 Punkten bleiben. Es befindet sich damit deutlich unter dem zu Jahresbeginn erreichten Stand und signalisiert damit ein merkliches Nachlassen der konjunkturellen Auftriebskräfte.

### Unisono eingetrübte Stimmungsindikatoren

Wie bereits erwähnt, hat sich das Verbrauchervertrauen zuletzt, im März, spürbar eingetrübt. Der von der EU-Kommission ermittelte Indikator ist von -5,6 Punkte im Februar auf -12,7 Punkte gesunken, was angesichts des andauernden Höhenflugs der Verbraucherpreise und der hohen Unsicherheiten nicht verwundert. Nunmehr befinden sich das ifo Geschäfts-

klima, die ZEW-Konjunkturerwartungen und das Verbrauchervertrauen unter ihren entsprechenden Vorjahresmonatsständen. Von den Stimmungsindikatoren geht daher keine Steigerungswirkung mehr auf das Konjunkturbarometer aus.

### Gemischt ausgefallene Industrie-/Exportdaten

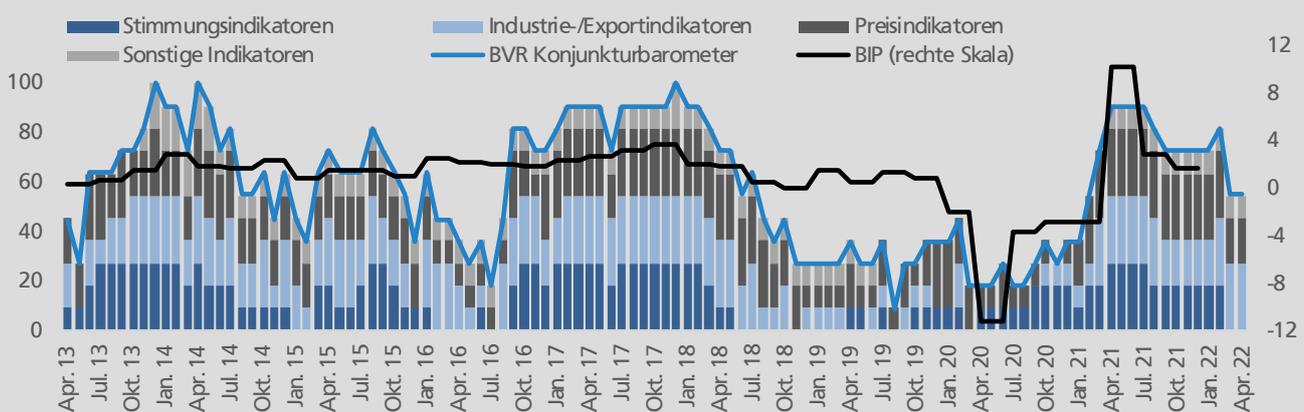
Die einbezogenen Industrie-/Exportdaten liegen demgegenüber im Vorjahresvergleich noch im Plus. Sie sind derzeit bis Februar verfügbar und können damit das Ausmaß der Kriegsfolgen noch nicht vollständig abbilden. Die Industrieproduktion und die Ausfuhren Deutschlands sind im Februar trotz wieder zunehmender Materialknappheiten gegenüber dem Vormonat gestiegen. Bei den Neuaufträgen kam es aber, nach zuvor kräftigen Anstiegen, zu einem Rückgang.

### Preisindikatoren bleiben vielfach aufwärtsgerichtet

Das Deutsche Börsenbarometer DAX hat sich jüngst etwas vom kriegsbedingten Einbruch erholt. Der DAX notiert aber weiterhin unter seinem entsprechenden Vorjahresmonatswert. Der Ölpreis und der Verbraucherpreisindex liegen hingegen weiterhin deutlich über ihren Vorjahresmonatsständen. ■

### 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-Auftragsengang, 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.

Quellen: BVR, Refinitiv Datastream