

BVR Research

# Volkswirtschaft **Kompakt**

Wirtschaftspolitik, Finanzmärkte, Konjunktur

## Investitionsschwäche hält 2025 an, Kreditwachstum bleibt schwach

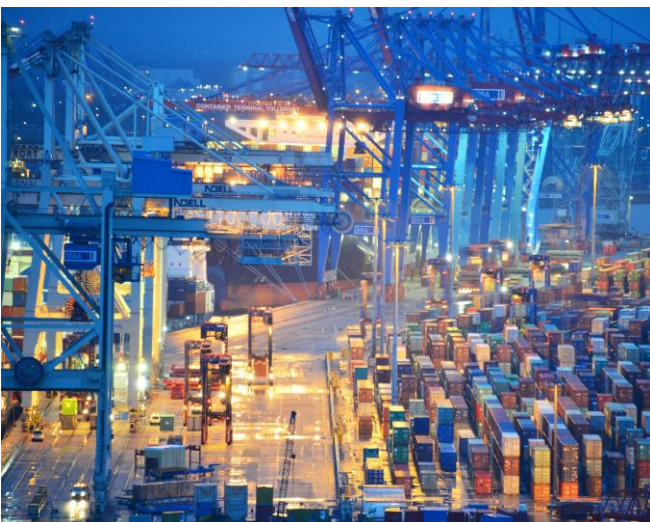
### Executive Summary

Die deutsche Wirtschaft steckt in einer anhaltenden Stagnation und die neue Handelspolitik der USA droht, die erhoffte Frühjahrsbelebung im Keim zu ersticken. Mit der Einführung neuer Zölle und einem zunehmend protektionistischen Kurs sorgt die US-Regierung für Verunsicherung auf den Märkten. Die Folge: Investoren halten sich zurück, Finanzmärkte reagieren nervös – und in Deutschland kommt die Konjunktur erneut ins Straucheln.

Doch es gibt auch Lichtblicke: Deutschland profitiert von seiner Verankerung in der Europäischen Union, dem europäischen Binnenmarkt und Handelsabkommen mit wichtigen Auslandsmärkten. Und mit dem neuen Fiskalpaket, das durch zusätzliche Schulden finanziert wird, soll endlich wieder Schwung in die Binnenkonjunktur kommen.

Das Finanzpaket dürfte nicht nur konjunkturelle Impulse liefern, sondern könnte auch das derzeit stockende Kreditgeschäft anregen und damit die Grundlage für einen breiteren wirtschaftlichen Aufschwung schaffen.

Die entscheidende Frage bleibt jedoch, wann die positiven Effekte tatsächlich spürbar werden. Vieles spricht dafür, dass sich der Aufschwung ins nächste und vor allem die folgenden Jahre verlagert – nicht zuletzt, weil die globalen Rahmenbedingungen, insbesondere durch die US-Handelspolitik, vorerst schwierig bleiben. Die Hoffnung besteht, dass die wirtschaftliche Erholung kommt. Aber sie lässt auf sich warten.



### Inhalt

<b>Investitionsschwäche hält 2025 an, Kreditwachstum bleibt schwach</b> Dr. Andreas Bley Dr. Thomas Haas	<b>2</b>
<b>BVR Inflationsaussichten</b> Dr. Thomas Haas	<b>8</b>
<b>BVR Konjunkturbarometer</b> Dr. Gerit Vogt	<b>9</b>

# Investitionsschwäche hält 2025 an, Kreditwachstum bleibt schwach

Die Konjunktur in Deutschland kommt nicht in Schwung. Seit dem Konjunkturereinbruch infolge der Coronapandemie im Frühjahr 2020 hat sich die Wirtschaft nicht nachhaltig erholt. Betrachtet man die Industrieproduktion, befindet sich diese sogar bereits seit Anfang 2018 in einer Abwärtsbewegung. Mehrmals kam es in den vergangenen Jahren zum Jahresanfang zu konjunkturellen Frühlingsgefühlen. Die Hoffnungen hielten jedoch immer nur wenige Monate an, bevor dann der nächste Rückschlag folgte.

Noch nie war die wirtschaftliche Performance in Deutschland gemessen am Wirtschaftswachstum so schlecht wie in den vergangenen Jahren. Das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt war 2024 praktisch genauso hoch wie 2019, vor der Coronapandemie. Zusammengekommen hat die Wirtschaft somit über fünf Jahre hinweg stagniert.

## US-Zollpolitik bremst Konjunktur

Auch in diesem Jahr hatte sich zum Jahreswechsel eine Stabilisierung angedeutet. Alle positiven Tendenzen sind allerdings nun infolge der handelspolitischen Maßnahmen der USA wieder infrage gestellt. Der ifo Geschäftsklimaindex ist zwar im April überraschenderweise leicht von 86,7 auf 86,9 Punkte gestiegen. Während die Lage etwas besser eingeschätzt wurde, verschlechterten sich die Erwartungen etwas. Weiterhin bewegt sich der Index auf niedrigem Niveau. Die erhoffte Frühjahrsbelebung scheint damit erneut auszufallen.

Die führenden Wirtschaftsforschungsinstitute rechnen in ihrer Gemeinschaftsdiagnose vom 10. April, in die weder die Zollerhöhungen Trumps noch das Finanzpaket der Bundesregierung zur Finanzierung von Verteidigung, Infrastruktur und Klimaschutz umfassend berücksichtigt worden sind mit einem minimalen Anstieg der

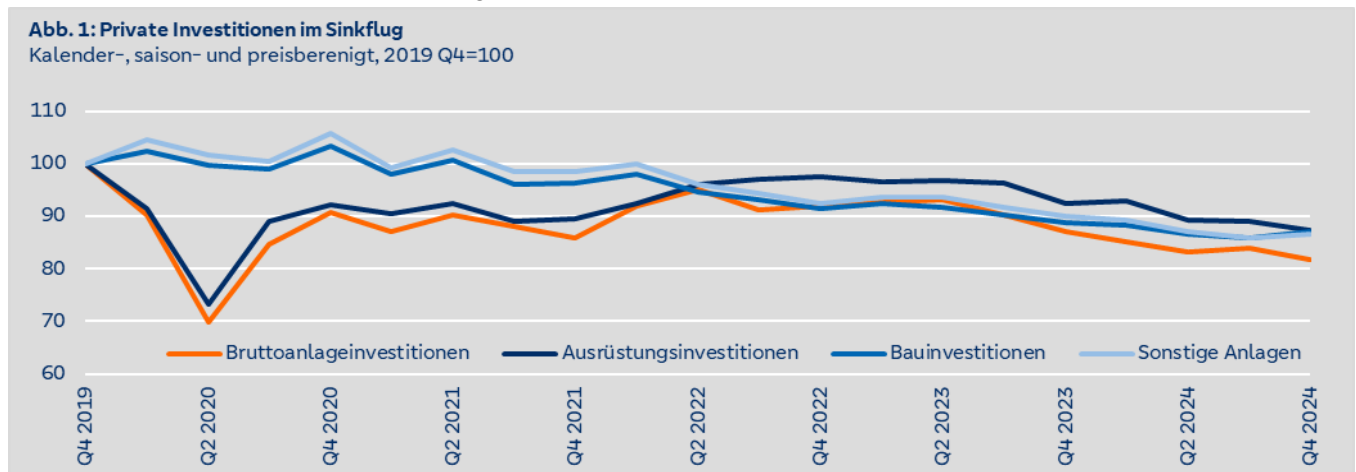
Wirtschaftsleistung um 0,1 %. Unter Berücksichtigung der US-Zölle dürfte die Wirtschaft 2025 erneut stagnieren (+0,0 %).

Besonders enttäuschend entwickelte sich zuletzt der private Konsum. Nach den Lockdown-bedingten Konsumeinschränkungen im Jahr 2021 hatten viele auf eine Normalisierung des Verbrauchs gesetzt. Diese wurde zunächst durch die inflationsbedingten Kaufkraftverluste verhindert. Doch auch aktuell ist trotz eines weitgehenden Abklingens der Inflation, eines Aufholens der Kaufkraftverluste durch höhere Löhne und Gehälter sowie durch steigende Transferleistungen des Staates die Verbraucherstimmung weiterhin schlecht.

## Markanter Rückgang der Investitionen

Besonders markant war in den vergangenen Jahren der Rückgang der privaten Investitionen (siehe Abb. 1). Die Ausrüstungs- und Bauinvestitionen lagen Ende 2024 preisbereinigt um 13 % niedriger als fünf Jahre zuvor. Dies zeigt, dass der Rückgang der Investitionstätigkeit nicht allein auf die Baukonjunktur entfiel, die durch die Normalisierung der Zinsen ab dem Sommer 2022 belastet wurde, sondern ebenso stark die Ausrüstungsinvestitionen, also Ausgaben für Fahrzeuge und Maschinen, umfasste.

Auch vom Außenhandel gingen zuletzt keine Wachstumsimpulse aus. Stabilisierend wirkte in den vergangenen Jahren die öffentliche Hand, deren preisbereinigte Konsumausgaben, etwa für öffentliche Dienstleistungen wie das Schul- und Gesundheitswesen sowie die öffentliche Verwaltung, deutlich um rund 13 % stiegen und das Niveau der Investitionen etwa konstant hielt.



## Trump zunächst mit Kursgewinnen

Nach der Wahl war die 2. Präsidentschaft Donald Trumps Anfang November 2024 an den Finanzmärkten zunächst eher positiv wahrgenommen worden, vor allem wegen der Aussicht auf höhere Unternehmensgewinne infolge der angekündigten Steuersenkungen. Die wachstumsdämpfenden und inflationssteigernden Wirkungen der gleichzeitig geforderten Massendeportation illegaler Einwanderer, die auf dem US-Arbeitsmarkt eine wichtige Rolle spielen, sowie von Zollerhöhungen prägten demgegenüber das Kursgeschehen am Aktienmarkt nicht spürbar. Der S&P 500 erreichte im Februar mit 6.144 Punkten ein Allzeit-Hoch. Wichtiger Treiber des Kursanstiegs war die Erwartung einer robusten US-Konjunktur und Hoffnungen auf produktivitätssteigernde Wirkungen der Künstlichen Intelligenz.

## Größter Zollschock seit 100 Jahren

Die Stimmung kippte spätestens mit dem von Donald Trump angekündigten „Befreiungstag“ am 2. April. Im Durchschnitt kündigte der US-Präsident auf der Basis einer fragwürdigen Formel Zölle von rund 20 % für die Handelspartner an, zuvor hatte ein Zollsatz von rund 2 % gegolten. Die Zollsätze erreichten damit ungefähr das gleiche Niveau wie während der Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre und die Entscheidung war damit buchstäblich ein Jahrhundertereignis. Für die EU lag der angekündigte Zollsatz mit 20 % ähnlich hoch wie im Durchschnitt der US-Handelspartner.

Das enorme Ausmaß der Zollerhöhungen führte zu einem Kurssturz am Aktienmarkt. Der breit gestreute S&P 500 verlor am Tag nach dem Zollschock 6 % seines Wertes. Ähnliche Verluste wiesen auch andere Aktienindizes, wie etwa der deutsche Leitindex DAX, auf. Die Zinsen für die zehnjährigen amerikanischen Staatsanleihen stiegen innerhalb weniger Handelstage um etwa 50 Basispunkte, der US-Dollar wertete gleichzeitig ab. Die massive Marktreaktion veranlasste dann den US-Präsidenten am 10. April zu einer Aussetzung der Zollerhöhungen mit Ausnahme Chinas über eine Frist von 90 Tagen. Abgesehen von China gilt seitdem für die Handels-

partner ein Mindestzoll von 10 Prozent, immer noch die größte Zollerhöhung seit der Weltwirtschaftskrise.

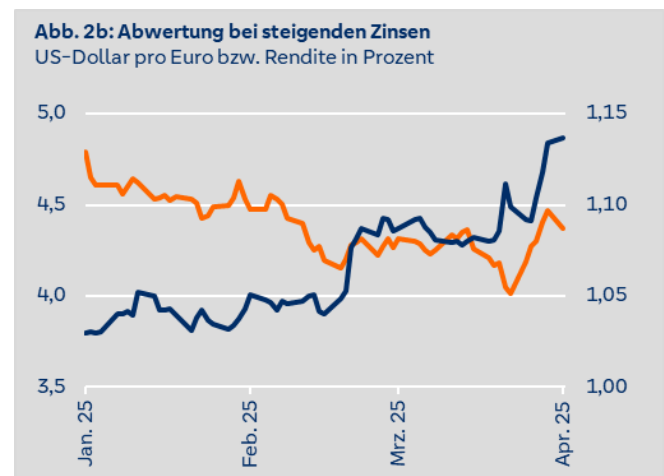
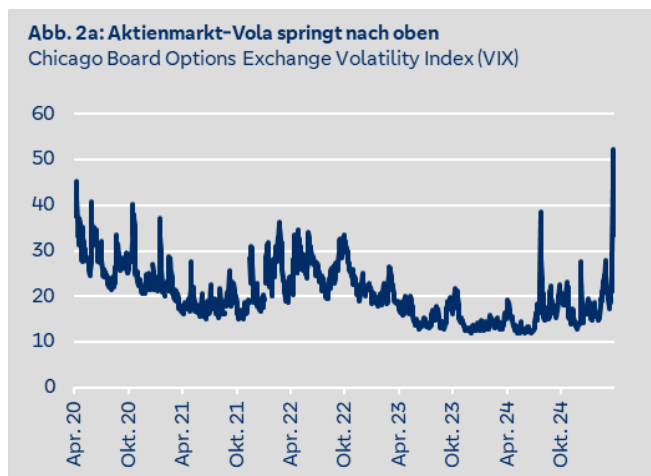
## Trump spielt mit dem Feuer

Das Zurückrudern Donald Trumps dürfte auf Warnzeichen an den Finanzmärkten zurückzuführen sein. Die Volatilität an den Aktienmärkten schnellte nach oben. Dies zeigt der an der Chicagoer Terminbörse ermittelte VIX, der die erwartete Schwankungsbreite des US-amerikanischen Aktienindex S&P 500 ausdrückt (siehe Abb. 2a). Die Volatilität war in der Spitze noch deutlich höher als am Anfang des Ukrainekriegs. Deutlich höher war sie nur beim Ausbruch der Finanzkrise 2008 und am Beginn der Coronapandemie gewesen.

Noch wichtiger als die Aktienmärkte war die Entwicklung auf dem Devisen- und dem Bondmarkt. Der Dollar wertete in den Tagen nach dem Zollschock stark ab und gleichzeitig stieg die Rendite auf US-Bundesanleihen deutlich an (siehe Abb. 2b). Erwartungsgemäß wäre die Folge höherer Zölle und Zinsen eine Aufwertung des Dollars gewesen. Hinzu kommt, dass die USA in Zeiten hoher Unsicherheit normalerweise als „sicherer Hafen“ angesehen werden, was dazu führt, dass Anleger ihr Geld in die USA verlagern. Dies führt zu einer Aufwertung des US-Dollars und einem Rückgang der Renditen von US-Bundesanleihen. Der Zollschock führte offensichtlich zu Geldströmen aus den USA heraus. Doch auch nach dem teilweisen Aussetzen der US-Zölle für 90 Tage bleibt die Lage sehr unübersichtlich und die Unsicherheit ist stark erhöht.

## Unsicherheit schreckt Investoren ab

Investoren binden Finanzmittel über sehr lange Zeiträume. Berechenbare Rahmenbedingungen sind eine wichtige Voraussetzung für solche Entscheidungen und hohe Unsicherheiten entsprechend Gift für Investitionen. Wirtschaftspolitische Unsicherheiten können gemessen werden. Dies geschieht über die Verwendung relevanter Schlagwörter in der Wirtschaftspresse.



Die Daten zeigen, dass die wirtschaftspolitische Unsicherheit in Deutschland seit mehreren Jahren stark erhöht ist (siehe Abb. 3). Ursache ist die schwache Wirtschaftsentwicklung im Nachgang der Corona-Pandemie und des Beginns des Ukraine-Kriegs, die zur Debatte über die Zukunft des Wirtschaftsstandorts Deutschland geführt hatten. In Europa insgesamt waren die Unsicherheiten nicht ganz so hoch. Seit der Wahl Donald Trumps zum US-Präsidenten im vergangenen Herbst ist die Unsicherheit vor allem in den USA deutlich gestiegen. Noch nicht in der Abbildung enthalten sind die Aprilwerte, die aller Voraussicht nach einen weiteren Anstieg der Unsicherheit zeigen sollten.

### Zölle dämpfen Exporte und Wachstum

Die Politik der neuen US-Regierung stellt eine zusätzliche Belastung der Konjunktur in Deutschland dar. Bislang ist zwar schwer absehbar, welche Zölle wann tatsächlich gelten werden. Doch dürften die Zölle allein in diesem Jahr das Wachstum geringfügig und im kommenden Jahr spürbar verringern. Hinzu kommt die Verteuerung deutscher Exporte durch die Euro-Aufwertung, sofern diese anhält. Weiterhin gäbe es wachstumsdämpfende Wirkungen, wenn die EU in großem Umfang Gegenzölle erhebt, die die Kosten für Importeure und Verbraucher erhöhen würden. Und schließlich wird durch die Rundum-Zölle der USA das Weltwirtschaftswachstum insgesamt geringer ausfallen, was die deutschen Exporte ebenfalls belastet.

### Deutschland durch EU-Binnenmarkt geschützt

Für Deutschland ist die erratische und auch für die USA schädliche Zollpolitik ein weiterer Rückschlag. Deutschland ist durch den europäischen Binnenmarkt und die gemeinsame Handelspolitik jedoch deutlich besser abgeschirmt als es eine einzelne Volkswirtschaft wäre. China und die EU sind die größten Wirtschaftsräume nach den USA und insofern in einer guten Verhandlungsposition. Außerdem bestehen mit anderen wichtigen Wirtschaftsräumen Handelsabkommen, die zum Teil auch kurzfristig erweitert werden können, wie etwa mit Südamerika, falls das bereits verhandelte Mercosur-Abkommen bald ratifiziert würde.

### Konjunkturimpuls durch Finanzpaket

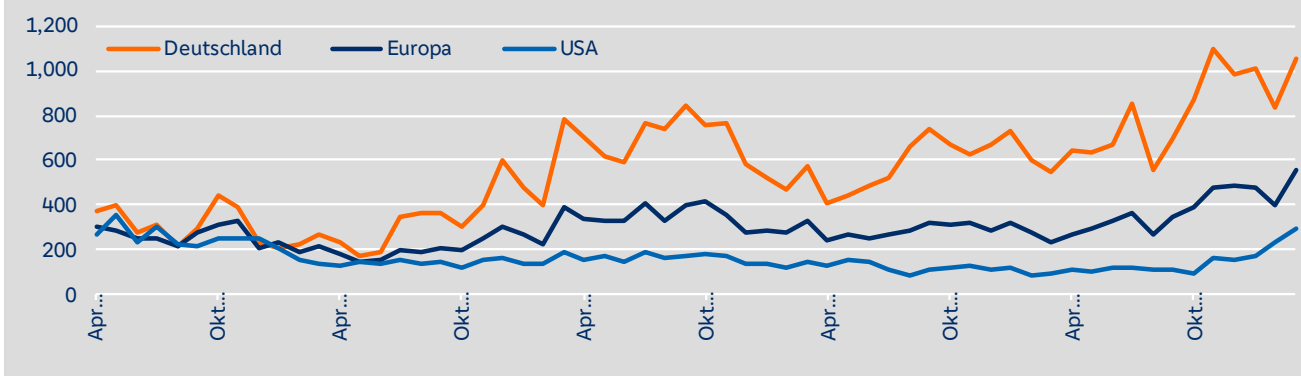
Mittelfristig erhält die deutsche Konjunktur erhebliche Impulse durch das XXL-Finanzpaket der Bundesregierung, dass im März im Zuge einer Änderung des Grundgesetzes von der Union, der SPD und den Grünen beschlossen wurde. Das Finanzpaket ermöglicht es somit einerseits, die Verteidigungsfähigkeit wieder herzustellen und andererseits dringend notwendige staatliche Investitionen auf den Weg zu bringen. Das Finanzpaket enthält ein 500 Mrd. Euro schweres Sondervermögen für Infrastruktur und Klimaschutz mit einer Laufzeit von 12 Jahren, dauerhafte Verschuldungsspielräume für die Länder im Rahmen der Schuldenbremse und eine Ausnahmeregelung von der Schuldenbremse für Verteidigungsausgaben im weiteren Sinn oberhalb von 1 % des Bruttoinlandsprodukts.



#### Bestandteile des Finanzpakets

- Ausnahme von Schuldenbremse für folgende Ausgabenkategorien oberhalb von 1 % des BIPs (= kein „Deckel“ nach oben)
  - Verteidigungsausgaben
  - Zivil- und Bevölkerungsschutz,
  - Nachrichtendienste
  - Schutz informationstechnischer Systeme sowie
  - Ukrainehilfe
- Sondervermögen Infrastruktur und Klimaschutz in Höhe von 500 Mrd. Euro mit Laufzeit von 12 Jahren, davon:
  - 300 Mrd. Euro Infrastruktur Bund
  - 100 Mrd. Euro Klimaschutz (Übertragung in Klimatransformationsfonds)
  - 100 Mrd. Euro für Infrastruktur Länder
- Zusätzlicher Verschuldungsspielraum für die Länder in Höhe von 0,35 % des BIPs (aktuell rund 15 Mrd. Euro)

**Abb. 3: Unsicherheit extrem hoch**  
Wirtschaftspolitische Unsicherheit, historischer Durchschnitt (bis 2011)=100



Quelle: LSEG Datastream

Die in der aktuellen Situation wünschenswerten Konjunkturimpulse werden allerdings erst allmählich die Nachfrage beleben.

- Bei den Verteidigungsausgaben hat die Beschaffung von Rüstungsgütern einen langen zeitlichen Vorlauf. Auch hängt die Errichtung und Modernisierung von Kasernen bei einer Ausweitung der Bundeswehr von der entsprechenden Gesetzgebung, die die neue Bundesregierung erst auf den Weg bringen muss, und den anschließenden Planungsverfahren ab.
- Ähnlich sieht es auch bei den Infrastrukturinvestitionen aus, die ebenfalls in der Regel lange Vorlaufzeiten haben, selbst wenn die Planungs- und Genehmigungsverfahren beschleunigt werden sollten.
- Schneller auf die Investitionen und die Finanzierung durchschlagen könnte die von den Grünen durchgesetzte Tranche von 100 Mrd. Euro für den Klimaschutz, beispielsweise wenn Teile davon über attraktiv gestaltete Förderkreditprogramme vergeben werden.
- Für die mittelfristigen Wachstums- und Potenzialauswirkungen des Finanzpakets ist es ohnehin entscheidend, in welchem Umfang die betroffenen Branchen in der Lage sein werden, entstehende Kapazitätsengpässe zu bewältigen. Je weniger dies gelingt, umso weniger entsteht zusätzliches Wirtschaftswachstum und umso mehr steigen die Preise.

### Größtes Programm seit Wiedervereinigung

Das Gesamtvolumen des Finanzpakets stellt alle bisherigen fiskalischen Impulse seit der Wiedervereinigung in den Schatten. Unter der Annahme, dass die Verteidigungsausgaben mittelfristig auf 3 % des BIPs steigen, also 2 Prozentpunkte höher als in der Schuldenbremse berücksichtigt, der Verschuldungsspielraum der Länder von 0,35 % des BIPs ausgeschöpft werden und das Sondervermögen gleichmäßig aufgezehrt wird, ergibt sich auf der Grundlage des BIPs von 2024 in Höhe von rund 4.300 Mrd. Euro als grobe Orientierung ein jährlicher Betrag von 120 bis 150 Mrd. Euro oder gut 3 % des BIPs.

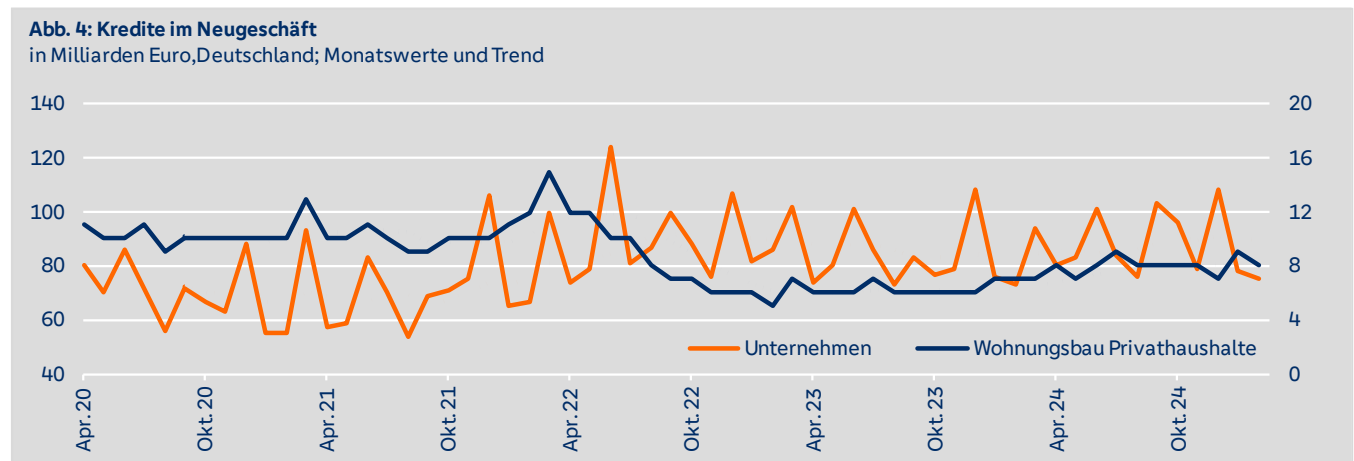
Damit wäre der Impuls etwas schwächer als während der Corona-Pandemie („Bazooka“), aber dafür beständig und planbar über einen sehr langen Zeitraum angelegt.

### Chancen für das Kreditgeschäft

Der geldpolitische Straffungskurs sowie die hohe Unsicherheit hatte in den vergangenen Jahren auch eine dämpfende Wirkung auf das Kreditwachstum in Deutschland und dem Euroraum. Die zusätzlichen Verteidigungsausgaben dürften über Zulieferer, Baumaßnahmen und indirekte Effekte – wie etwa zusätzliches Personal und damit verbundene Einkommens- und Konsumeffekte – zu Investitions- und Wachstumsimpulsen führen. Aus diesen Bereichen sind auch Impulse für die Kreditwirtschaft zu erwarten. Ähnlich kann auch beim Sondervermögen in den Bereichen Verkehrs- und Energieinfrastruktur ebenfalls mit Impulsen gerechnet werden, z. B. durch Förderprogramme zur energetischen Gebäudesanierung.

Es besteht die vorsichtige Hoffnung, dass die Aussicht auf eine längerfristige Erhöhung der öffentlichen Investitionen auch zusätzliche private Investitionen nach sich zieht, die das Wachstumspotenzial weiter erhöhen. Auch vom Sondervermögen sind indirekte Nachfrageeffekte über zusätzliche Beschäftigung und Einkommen zu erwarten. Insgesamt ergeben sich daraus ebenfalls Impulse für die Vergabe von Wohnungsbau- und Unternehmenskrediten.

Frühestens in der zweiten Jahreshälfte 2025 dürfte das Finanzpaket wegen seines langen Vorlaufs erste Auswirkungen auf die Finanzierung haben. Seine volle Wirkung dürfte es u.a. aufgrund langer Planungs- und Genehmigungsverfahren voraussichtlich aber erst 2028/29 entfalten. Die Wirtschaftsberatungsgesellschaft McKinsey rechnet infolge der allmählich zunehmenden Nachfrageimpulse mit einem Anstieg des jährlichen Wachstums der Firmenkundenkredite auf 5 %. Eine verbesserte Wirtschaftsleistung dürfte zudem die Kreditausfallrisiken verringern.



Quelle: LSEG Datastream

## Neugeschäft noch schwach

Bislang weist die Kreditvergabe in Deutschland sowohl im Privatkundengeschäft als auch bei den Unternehmenskrediten noch geringe Wachstumsraten und wenig Dynamik auf (Abb. 4). Durch die Zinssenkungen der Europäischen Zentralbank (EZB) sind die Finanzierungskosten zwar bereits gesunken, liegen aber immer noch deutlich über den außergewöhnlich niedrigen Niveaus vor Beginn der geldpolitischen Straffung im Zuge des Inflationsanstiegs.

Eine zusätzliche Belastung dürfte der Anstieg der längerfristigen Zinsen im Euroraum mit der Ankündigung des deutschen Fiskalpakets darstellen. Unmittelbar nach Bekanntgabe der Schuldenpläne kam es innerhalb eines Tages zu einem beispiellosen Anstieg der zehnjährigen Bundrenditen, dem auch die Zinsen anderer europäischer Länder folgten. Dieser Anstieg ist im Wesentlichen auf einen Anstieg der risikolosen Zinsen zurückzuführen und deutet auf gestiegene Wachstumserwartungen hin.

Auch wenn die Bundrenditen seit den jüngsten Zollerhöhungen der US-Regierung wieder gesunken sind, ist davon auszugehen, dass die zusätzliche Kreditaufnahme zu dauerhaft höheren Anleiherenditen führen wird. Da die längerfristigen Kreditzinsen, z. B. für den Wohnungsbau, eng an diese Zinsen gekoppelt sind, ist auch hier mit steigenden Kosten zu rechnen. Bei den Zinsen für Wohnungsbaukredite deutet sich bereits ein leichter Anstieg an. Auch ist mit zusätzlichem Preisdruck durch eine sehr expansive Fiskalpolitik zu rechnen. Diesen Effekten stehen die positiven Wachstums- und Einkommenseffekte für Unternehmen und Haushalte gegenüber.

## Kreditnachfrage im Wohnungsbau zieht an

Die jüngsten Veröffentlichungen des Bank Lending Survey der EZB für das erste Quartal 2025 geben einen Einblick in die Kreditvergabe in Deutschland und die Erwartungen der Banken (Abb. 5a und 5b). Sie zeigen eine geringfügige Verschärfung der Kreditstandards für

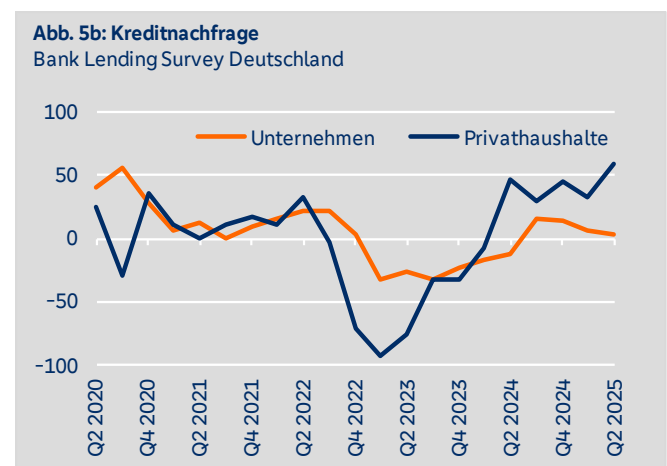
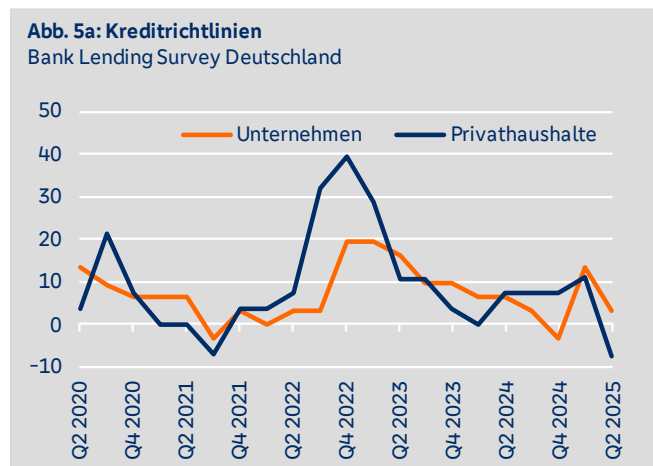
Unternehmenskrediten aufgrund der gestiegenen Risikowahrnehmung im Zusammenhang mit den wirtschaftlichen Aussichten und der erhöhten Unsicherheit an. Für das zweite Quartal erwarten die Banken eine weitere moderate Verschärfung der Kreditstandards. Bei Wohnungsbaukrediten kam es in Deutschland zu einer Lockerung der Kreditstandards, für das zweite Quartal erwarten die Banken jedoch eine deutliche Verschärfung.

Gleichzeitig stieg die Nachfrage nach Unternehmenskrediten aus Deutschland leicht, dämpfend wirkt die geringe Investitionstätigkeit, wobei die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten besonders stark zunahm. Die steigende Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten ist auf die gesunkenen Finanzierungskosten zurückzuführen, und es wird erwartet, dass die Nachfrage im zweiten Quartal weiter zunimmt, wenn auch moderater. Die Erwartungen für die Nachfrage nach Unternehmenskrediten sind etwas optimistischer.

## Fazit: Zaghafte Erholungstendenzen

Insgesamt hat das jüngst beschlossene Konjunkturpaket das Potenzial, die deutsche Wirtschaft nach einer längeren Phase der Stagnation endlich wieder auf Wachstumskurs zu bringen. Das auf mehrere Jahre angelegte Programm bietet insbesondere die Chance, neben den staatlichen Mehrausgaben auch die private Investitionstätigkeit wieder anzukurbeln. Die US-Handelspolitik wirkt wie Sand im Getriebe der deutschen Wirtschaft und dürfte den Aufschwung etwas ins Stottern bringen.

Konkret dürfte sich die konjunkturelle Belebung etwas weiter verzögern, ein Ausbleiben des Aufschwungs ist aber gleichzeitig unwahrscheinlich. Gleichmaßen dürfte die Belebung des Kreditgeschäfts mit einer gewissen Verzögerung kommen, deutet sich aber in den Umfragen bereits vorsichtig an. Die jüngsten Zinssenkungen der EZB im Zusammenhang mit der gestiegenen Unsicherheit könnten für zusätzliche Impulse sorgen, die Geldpolitik wirkt laut Bank Lending Survey bereits heute nicht mehr bremsend.



# BVR Inflationsaussichten

## Inflationsaussichten bleiben verhalten

Die Bodenbildung der BVR- Inflationsaussichten im Bereich von 40 Punkten setzt sich fort. Im April notiert der Indikator bei 41 Punkten. Damit bleiben die Inflationsaussichten gedämpft und unter der neutralen Marke von 50 Punkten.

## Konjunkturschwäche besteht weiter

Die Konjunktur bleibt die schwächste Komponente des Indikators. Sie liegt im April mit 34 Punkten deutlich unter der neutralen Marke von 50 Punkten und geringfügig unter den Werten der Vormonate.

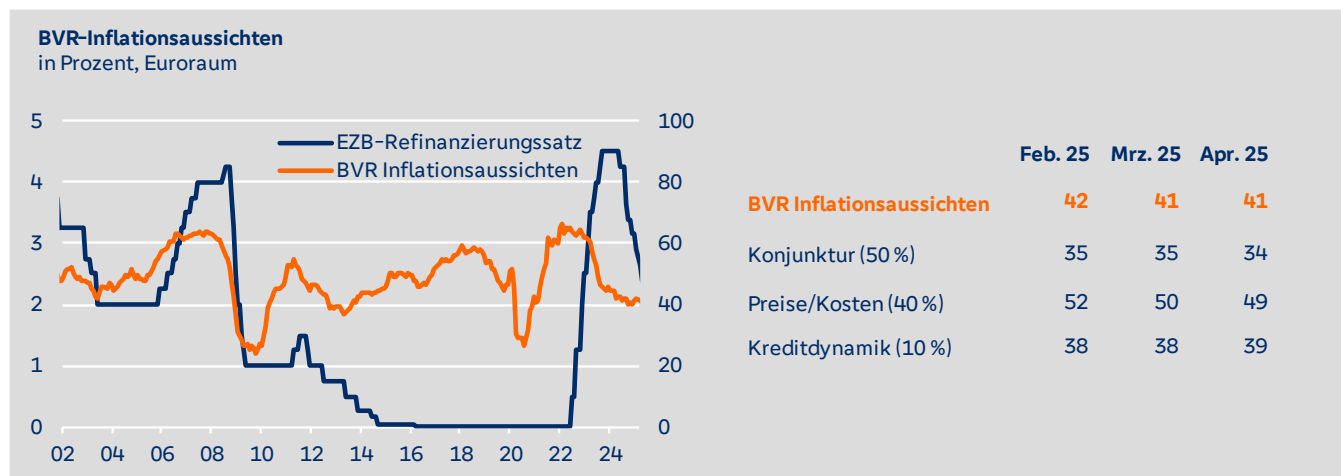
Die Auftragsbestände im verarbeitenden Gewerbe des Euroraums sind nach den jüngsten Daten weiter rückläufig. Die Industrieproduktion setzt ihre vorsichtige Erholung fort und ist zuletzt leicht gestiegen. Das Geschäftsklima bleibt jedoch eingetrübt und hat sich zuletzt wieder etwas verschlechtert. Die jüngste handelspolitische Zuspitzung dürfte das Geschäftsklima weiter belasten. Bei der Kapazitätsauslastung gibt es relativ wenig Bewegung, sie verharrt in etwa auf dem Niveau der Vorquartale. Die Zinssenkungen der EZB und die Aussicht auf eine auf Jahre hinaus expansiv ausgerichtete Fiskalpolitik in Deutschland, aber auch im Euroraum insgesamt, sorgen für vorsichtigen, mittelfristigen Konjunkturoptimismus. Gleichzeitig belastet die protektionistische Handelspolitik der USA und die konjunkturelle Erholung dürfte sich weiter verzögern.

## Preisdruck weiter rückläufig

Der Teilindikator für Preise/Kosten liegt mit 49 Punkten erstmals seit Ende 2021 wieder knapp unter der neutralen Marke von 50 Punkten und unter den Werten der Vormonate. Die Lohnstückkosten sind zuletzt weiter gesunken und der Lohnanstieg im Euroraum dürfte sich im Jahresverlauf weiter abschwächen. Der HWWI-Energiepreisindikator ist zuletzt wieder gestiegen, der trendmäßige Rückgang des Ölpreises dürfte aber zu einem Nachlassen des Preisdrucks beitragen. Insbesondere die deutliche und nachhaltige Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar im Zuge der jüngsten Zollankündigungen der US-Regierung dürfte dämpfend wirken. Gleichzeitig dürften die Inflationsrisiken im Euroraum aufgrund der expansiveren Finanzpolitik etwas zugenommen haben.

## Kreditwachstum moderat mit leichter Erholung

Die Kreditdynamik ist gegenüber dem Vormonat leicht auf 39 Punkte gestiegen. Sie liegt damit aber weiterhin deutlich unter der neutralen Marke von 50 Punkten. Die Kredite an Unternehmen und Privatpersonen stiegen zuletzt um 2,5 % und damit etwas stärker als im Vormonat. Dabei lag das Wachstum der Unternehmenskredite mit 2,2 % etwas höher als das der Kredite an private Haushalte. Letztere stiegen zuletzt um 1,5%. In beiden Kategorien nimmt das Kreditwachstum stetig zu und erreicht Werte wie zuletzt im Juli 2023. Nach der jüngsten Zinssenkung im April hat die EZB in ihrer geldpolitischen Stellungnahme den Passus gestrichen, dass die Geldpolitik restriktiv wirke.



Die BVR Inflationsaussichten sind ein Indikator für die mittelfristige Inflationsentwicklung im Euroraum mit Werten zwischen null und 100. Der Indikatorwert von 50 ist mit dem Erreichen des impliziten Inflationsziels der EZB von 2 % verbunden. Geringere (höhere) Werte signalisieren eine geringere (höhere) mittelfristige Inflationstendenz. Die Konjunkturkomponente enthält die Industrieproduktion, den Auftragsbestand im Verarbeitenden Gewerbe, das Wirtschaftsklima und die Kapazitätsauslastung im Euroraum. Die Komponente für Preise/Kosten beinhaltet den HWWI-Energiepreisindex, die Lohnstückkosten und den handelsgewichteten Euro-Wechselkurs. Die Kreditdynamik wird anhand der Jahreswachstumsrate der Kredite an Unternehmen und Privathaushalte gemessen.

Quelle: BVR, LSEG Datastream

# BVR Konjunkturbarometer

## US-Handelspolitik lastet auf dem Barometer

Im April hat sich das gesamtwirtschaftliche Umfeld in Deutschland deutlich verändert. Während im Vormonat noch die Hoffnung auf eine bevorstehende Belebung durch das große Fiskalpaket von CDU/CSU und SPD dominierte, sind nun die Sorgen um die US-Handelspolitik wieder stärker in den Fokus gerückt.

Auslöser hierfür war US-Präsident Donald Trump, der am 2. April generell Zölle in Höhe von 10 % auf US-Importe aus allen Staaten der Welt ankündigte, die ab dem 5. April wirksam wurden. Darüber hinaus veranlasste Trump individuelle Strafabbgaben, je nach Handelsdefizit mit den USA. Für Einfuhren aus der EU wurden neue Zölle von 20 % eingeführt, die jedoch zwischenzeitlich für 90 Tage ausgesetzt wurden.

Die gestiegenen Sorgen um die wirtschaftlichen Folgen der US-Handelspolitik spiegeln sich auch im BVR Konjunkturbarometer wider. Das Barometer ist nach aktuellem Rechenstand von (leicht aufwärtsrevidierten) 36 Punkten im März auf 27 Punkte im April gesunken. Der Rückgang und das niedrige Niveau des Indikators lässt für das laufende 2. Quartal ein Andauern der hartnäckigen Wirtschaftsschwäche in Deutschland erwarten.

## Konjunkturerwartungen sind eingebrochen

Im Zuge der jüngsten Zollerhöhungen des US-Präsidenten und der Unberechenbarkeit von dessen Handelspolitik haben sich die ZEW-Konjunkturerwartungen im April stark eingetrübt. Der Indikator brach um 65,6 Punkte

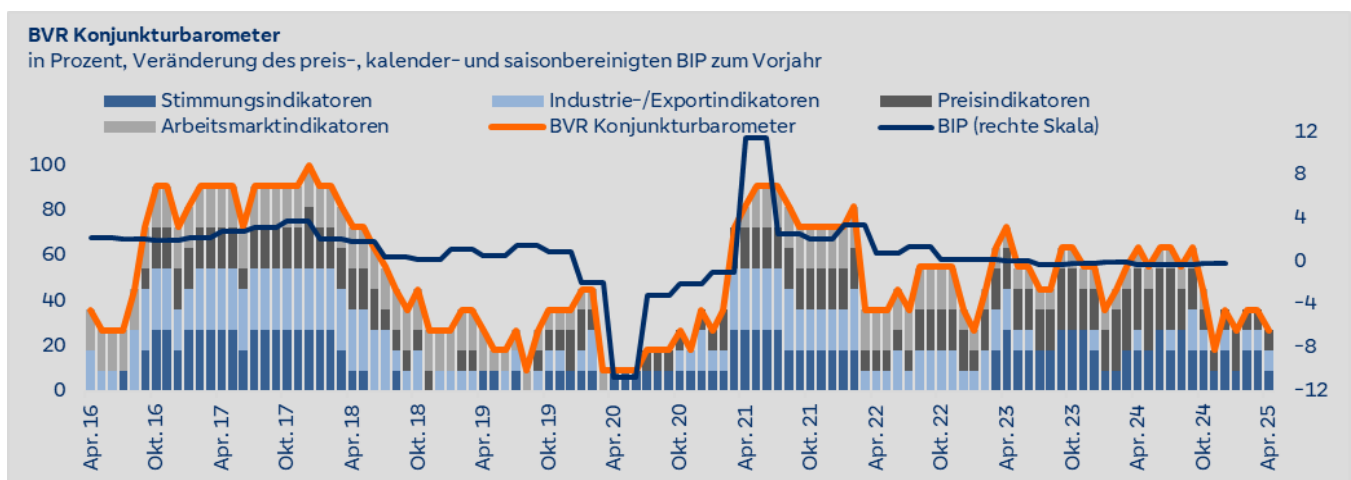
auf -14,0 Punkte ein und damit so stark wie seit Beginn des russischen Angriffskriegs gegen die Ukraine im Jahr 2022 nicht mehr. Nach dem Einbruch des ZEW-Indikators geht von den Stimmungsindikatoren nur noch eine leichte Steigerungswirkung auf das BVR Konjunkturbarometer aus. Zuletzt übertraf nur noch das Verbrauchervertrauen seinen entsprechenden Vorjahresmonatswert.

## Industrie noch schwach, aber leichte Belebung der Warenexporte

Die konjunkturelle Trendwende der deutschen Industrie lässt weiter auf sich warten. Im Februar ist die Industrieproduktion gegenüber dem Vormonat preis-, kalender- und saisonbereinigt um 0,5 % gesunken, während die Neuaufträge stagnierten. Das Exportgeschäft der deutschen Wirtschaft hat aber nach dem schwachen Jahreswechsel etwas an Fahrt aufgenommen. Die Wareneinfuhren sind im Februar um 1,8 % gestiegen. Sie befinden sich damit wieder über ihrem Vorjahresmonatswert, was zu einer Aufwärtskorrektur der Februar- und Märzwerte des BVR Konjunkturbarometers führte.

## Viel Bewegung bei den Preisindikatoren

Nach den Zollankündigungen des US-Präsidenten hat die Volatilität an den Finanzmärkten deutlich zugenommen. Der DAX brach zeitweise an einem Handelstag über 10 % ein, befand sich jüngst aber weiterhin über seinen Vorjahresmonatsstand. Der Brent-Ölpreis sank zuletzt unter die Marke von 70 US-Dollar, gedämpft durch die Erwartung einer geringeren globalen Nachfrage und die US-Dollar-Abwertung im Zuge der Zollankündigungen.



Das BVR Konjunkturbarometer ist ein Indikator für die konjunkturelle Entwicklung Deutschlands und kann Werte zwischen null und 100 annehmen. Es verdichtet die Signale von 3 Stimmungsindikatoren (ifo Geschäftsklima, ZEW-Konjunkturerwartungen, Verbrauchervertrauen), 3 Industrie-/Exportindikatoren (Industrie-Auftragseingang, Industrieproduktion, Ausfuhren), 3 Preisindikatoren (DAX, Geldmarktzins, Rohölpreis) und 2 Arbeitsmarktindikatoren (Erwerbstätige, Offene Stellen). Als Diffusionsindex misst das BVR Konjunkturbarometer den prozentualen Anteil der Indikatoren an allen 11 einbezogenen Indikatoren, die gegenüber dem Vorjahresmonat gestiegen sind. Liegen für einen Indikator aktuell noch keine Werte vor, wird das Signal des Vormonats verwendet.

Quelle: BVR, LSEG 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](mailto:volkswirtschaft@bvr.de)  
Internet: [www.bvr.de](http://www.bvr.de)