

BVR Research

Volkswirtschaft **Kompakt**

Wirtschaftspolitik, Finanzmärkte, Konjunktur

Historisches Schuldenpaket lässt weniger Raum für Zinssenkungen im Euroraum

Executive Summary

Das beschlossene historische Fiskalpaket in Deutschland sowie steigende Staatsausgaben im Euroraum, insbesondere für Verteidigung, eröffnen zusätzliche Wachstumschancen, bergen aber auch Inflationsrisiken. Die Zinserwartungen im Euroraum sind unmittelbar nach der Ankündigung des Pakets deutlich gestiegen. Eine Überschlagsrechnung legt nahe, dass auch das neutrale Zinsniveau um bis zu 50 Basispunkte in den Bereich von etwa 2,25 – 2,50 % steigen könnte. Die EZB sollte den veränderten Ausblick zum Anlass nehmen, bei künftigen Zinsentscheidungen eine vorsichtigeren Haltung einzunehmen.

Nach mehreren Zinssenkungen wird derzeit diskutiert, wie weit die Geldpolitik im Euroraum noch vom neutralen Zinsniveau entfernt ist. Diese theoretische Größe entspricht dem Niveau, bei dem die Geldpolitik weder bremsend noch beschleunigend auf Konjunktur und Inflation wirkt. Einige Studien deuten darauf hin, dass dieses Niveau in den letzten Jahren gestiegen ist. Als

Gründe dafür wird ein erhöhter Investitionsbedarf in den Bereichen Klima, Digitalisierung und Verteidigung genannt, aber auch Arbeitskräftemangel und die voranschreitende De-Globalisierung in Form von Zöllen, anderen Handelshemmnissen und der Umstrukturierung von Lieferketten, die höhere Inflationsrisiken implizieren und einen Aufwärtsdruck auf die Realzinsen ausüben. Steigende Anleiheemissionen in Verbindung mit der Normalisierung der Zentralbankbilanz dürfte ebenfalls zu höheren Realzinsen beigetragen haben, da das Angebot an sicheren Anleihen zugenommen hat.

Diese Gründe dürften durch die auf Jahre hinaus expansivere Fiskalpolitik verstärkt werden. Höhere Wachstums- und Inflationsaussichten lassen ein zukünftig höheres optimales Zinsniveau erwarten, ein höherer neutraler Zins bedeutet weniger Spielraum für Zinssenkungen, ohne zusätzlichen Inflationsdruck auszulösen. Da die Geldpolitik mit langen Wirkungsverzögerungen operiert, sollten diese Entwicklungen bereits jetzt in die Entscheidungen einfließen.



Inhalt

Historisches Schuldenpaket lässt weniger Raum für Zinssenkungen im Euroraum 2

Dr. Thomas Haas

BVR Inflationsaussichten 9

Dr. Thomas Haas

BVR Konjunkturbarometer 10

Dr. Gerit Vogt

Historisches Schuldenpaket lässt weniger Raum für Zinssenkungen im Euroraum

Seit einigen Wochen läuft in der EZB eine Diskussion über ein wichtiges geldpolitisches Konzept, den neutralen Zins. Dieser dient als Referenzwert für die Wirkung der Geldpolitik. Nach einer Reihe von Zinserhöhungen haben die meisten großen Zentralbanken im vergangenen Jahr angesichts sinkender Inflationsraten begonnen, ihre Geldpolitik zu lockern. Im aktuellen Umfeld stellt sich die Frage, ob die Geldpolitik noch restriktiv wirkt und wann der Lockerungszyklus beendet werden sollte. Im EZB-Rat herrschte nach der letzten Zinssenkung im März Einigkeit darüber, dass die Geldpolitik inzwischen zumindest deutlich weniger restriktiv wirkt, man sich also dem neutralen Zinsniveau angenähert hat.

Die Aussicht auf eine auf Jahre hinaus expansivere Fiskalpolitik im Euroraum für zusätzliche Verteidigungs-, aber auch Infrastrukturinvestitionen sollte in dieser Diskussion eine größere Rolle spielen. Die damit verbundenen Wachstums- und Preiseffekte dürften in Zukunft ein höheres Zinsniveau im Euroraum erforderlich machen, als vor der Ankündigung des insbesondere in Deutschland historischen Pakets zu erwarten war. Darüber hinaus könnte die expansive Fiskalpolitik selbst zu einem höheren neutralen Zinsniveau beitragen. Ungeachtet der genauen Auswirkungen der zusätzlichen Ausgaben sollte die EZB bei den nächsten geldpolitischen Sitzungen eine vorsichtigere Haltung einnehmen.

Der neutrale Zins als Anker für die Geldpolitik

Das Konzept des neutralen oder natürlichen Zinssatzes¹ wird häufig auf den Ökonomen Knut Wicksell (1898) zurückgeführt, der „jene Rate des Darlehenszinses“ als natürlichen Zinssatz definierte, der ein Gleichgewicht auf dem Gütermarkt – also Vollbeschäftigung und volle Kapazitätsauslastung – bei gleichzeitiger Preisniveaustabilität auf dem Zielwert der Zentralbank gewährleistet. Der österreichische Ökonom und Nobelpreisträger Friedrich A. von Hayek führt das Konzept sogar auf Henry Thornton zurück, der es 1810 in einer Rede anwandte. Für Zentralbanken hat der neutrale Zinssatz zwei wichtige Funktionen. Zum einen dient er, wie oben beschrieben, als Referenzwert. Die absolute Höhe des Leitzinses allein sagt noch nichts über die Wirksamkeit der Geldpolitik aus. Durch die Referenzgröße des neu-

tralen Zinses kann besser kommuniziert werden, ob die Geldpolitik restriktiv (Leitzins oberhalb des neutralen Zinses) oder expansiv (Leitzins unterhalb des neutralen Zinses) wirkt.² Hält die Zentralbank ihren Leitzins auf dem Niveau des neutralen Zinses, so gibt es weder einen Aufwärts- noch einen Abwärtsdruck auf Inflation und Wachstum. Die Wirtschaft befindet sich also im Gleichgewicht, weder in einer Überhitzung noch in einer Rezession.

Darüber hinaus bildet der neutrale Zins die Grundlage für geldpolitische Daumenregeln (Heuristiken), die der Zentralbank eine Orientierung über das optimale Zinsniveau bieten. Die bekannteste Heuristik in diesem Zusammenhang ist die sogenannte Taylor-Regel, benannt nach dem Ökonomen John B. Taylor (1993), die für Zentralbanken ein optimales Zinsniveau in Abhängigkeit vom neutralen Zins und der aktuellen wirtschaftlichen Entwicklung liefert. Nach der Taylor-Regel setzt sich der optimale Zinssatz aus dem neutralen Zinssatz plus der Abweichung des Wirtschaftswachstums vom Potenzialwachstum und der Abweichung der Inflationsrate vom Zielwert zusammen. Je nach Mandat oder Präferenz der Zentralbank können Wachstum und Inflation dabei unterschiedlich gewichtet werden.

Ein zentrales Problem des neutralen Zinses besteht jedoch darin, dass es sich um ein theoretisches Konzept handelt. Der neutrale Zins ist daher nicht beobachtbar. Zentralbanken und Forschungseinrichtungen greifen deshalb auf verschiedene Methoden zurück, um eine Einschätzung über das Niveau und die Entwicklung des neutralen Zinses zu erhalten (Übersicht zu den gängigsten Methoden siehe Infobox 1).

¹ Neben dem Begriff des neutralen Zinssatzes gibt es eine Reihe weiterer Begriffe wie natürlicher Zins, langfristiger Gleichgewichtszins oder r -star. Einige Autoren (Obstfeld, 2023) verwenden unterschiedliche Definitionen für den natürlichen und den neutralen Zins, die jedoch nicht immer trennscharf sind. In Anlehnung an die Europäische Zentralbank (EZB) (2024) werden diese Begriffe hier der Einfachheit halber synonym verwendet.

² An dieser Stelle sei angemerkt, dass es sich bei dieser Definition – der Höhe des Leitzinses, der weder expansiv noch restriktiv wirkt – eher um einen kurzfristigen

neutralen Zins handelt. Eigentlich von Wicksell konzipiert war der neutrale Zins eher als langfristiges Konzept. Häufig wird daher von einem langfristigen neutralen Zinssatz gesprochen, der von langfristigen Trends beeinflusst wird, und von einem kurzfristigen neutralen Zinssatz, der für die Geldpolitik relevanter ist und um das langfristige Niveau schwankt (Seim 2024).

Trotz der Unsicherheiten bei der Bestimmung des neutralen Zinses besteht in der Literatur weitgehend Einigkeit darüber, dass das Niveau des neutralen Zinses zusammen mit den Realzinsen auf Staatsanleihen seit den 1980er Jahren tendenziell gesunken ist. Dieser Gleichlauf ist nicht überraschend, da sich beide Größen aufgrund ähnlicher langfristiger Determinanten auch langfristig ähnlich entwickeln sollten.

Als Ursachen für den Rückgang werden häufig die Verlangsamung des Produktivitätswachstums und die Alterung der Gesellschaft, die zu einem Rückgang der Investitionen und einer stärkeren Konsumzurückhaltung beitragen (in der Literatur oft als säkulare Stagnation bezeichnet), zitiert. Darüber hinaus dürften auch Faktoren wie zunehmende Ungleichheit und gestiegene Risikoaversion, insbesondere im Zuge der Finanzkrise, eine Rolle gespielt haben (Übersicht der wichtigsten Einflussfaktoren auf den neutralen Zins siehe Infobox 2).

Neutraler Zins dürfte in den letzten Jahren gestiegen sein

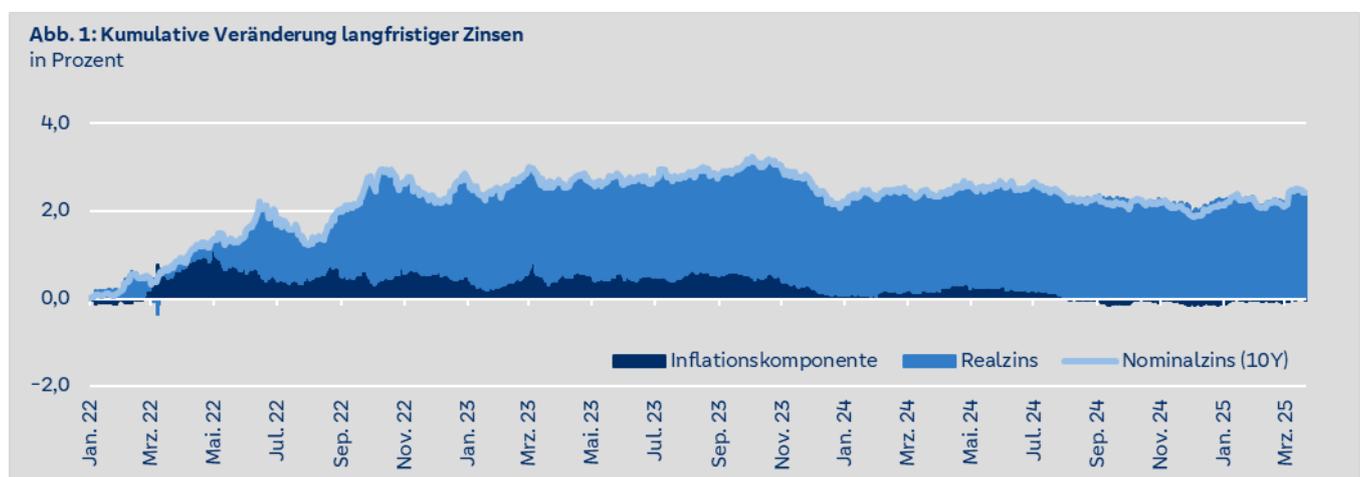
Während die meisten Schätzungen des neutralen Zinssatzes in den Jahren der Covid-19-Pandemie einen Tiefpunkt erreichten, kommen Studien wie die der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2023) zu dem Schluss, dass es danach zumindest zu einem vorübergehenden Anstieg des neutralen Zinssatzes gekommen ist. Kürzlich veröffentlichte Schätzungen der EZB (2025) verwenden beispielsweise eine Kombination der in der Infobox 1 beschriebenen Methoden, um ein aktuelles neutrales Zinsniveau für den Euroraum von -0,5 bis +0,5 % in realen Werten zu ermitteln, was nominal einem Niveau von 1,75 bis 2,25 % entsprechen dürfte. Diese Schätzungen verwenden dabei Daten bis Ende des Jahres 2024, folglich sind die Auswirkungen des Finanzpakets noch nicht enthalten. Obwohl die Unsicherheit dieser Schätzungen sehr hoch ist, gibt es eine relativ breite Übereinstimmung über einen Anstieg des neutralen Zinssatzes in der jüngeren Vergangenheit. Dies

spiegelt sich auch in den realen Marktzinsen (siehe Abb. 1) und den höheren Markterwartungen zum neutralen Zins wider.

Mit den Gründen für diesen Anstieg hat sich unter anderem Isabel Schnabel (2024, 2025), Mitglied im EZB-Direktorium, kürzlich in zwei Reden auseinandergesetzt. Zusätzliche Investitionsbedarfe, expansive Fiskalpolitik mit steigenden Schuldenständen, De-Globalisierung in Form von Zöllen, weiteren Handelshemmnissen und der Restrukturierung von Lieferketten sowie Arbeitskräftemangel dürften einerseits höhere Inflationsrisiken implizieren, die Aufwärtsdruck auf die Realzinsen ausüben und für eine Veränderung des neutralen Zinsniveaus nach oben sprechen.

Weiterhin könnte auch ein verändertes Anlegerverhalten zum Anstieg der Realzinsen beigetragen haben. Investoren sind bereit eine Prämie für das Halten knapper, aber sehr sicherer und liquider Staatsanleihen zu zahlen („convenience yield“). Die durch die Finanzkrise ausgelöste erhöhte Risikoaversion, die Anleihekäufe der Zentralbanken und regulatorische Liquiditätsanforderungen an Banken haben zu einem außerordentlichen Anstieg der Nachfrage nach sicheren und liquiden Anlagen und damit zu einer Erhöhung dieser nicht ganz trennscharf zu messenden Prämie in Form von Preisauflägen beigetragen. Die daraus resultierende Verknappung des Angebots an sicheren Anlagen hat somit wesentlich zum Rückgang der langfristigen Realzinsen und des neutralen Zinsniveaus beigetragen.

Steigende Haushaltsdefizite und der Abbau von Anleihebeständen der Zentralbanken verringern nun diese Prämie, wodurch die Kapitalmarktzinsen ansteigen. Schnabel spricht in ihrer Rede von einer Flut an Anleihen („bond glut“), die den Haltenutzen von Staatsanleihen reduziert haben. Nach Schätzungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) aus dem Jahr 2023 könnte die Umkehrung dieser „convenience yield“ den neutralen Zinssatz um bis zu 70 Basispunkte erhöhen. Dass der Anstieg



Hinweis: Kumulative Veränderung seit Januar 2022. Der zehnjährige Nominalzins entspricht dem zehnjährigen Euro Tagesgeldsatz-Swap. Für die Berechnung des Realzinses wird die Rate eines inflationsgebundenen Swaps mit gleicher Laufzeit abgezogen.

Quelle: LSEG Datastream

der Realzinsen nicht nur auf die Straffung der Geldpolitik zurückzuführen ist, zeigt sich laut Schnabel auch an den deutlich höheren erwarteten kurzfristigen Realzinsen. Die Marktteilnehmer erwarten, dass diese Realzinsen auch längerfristig, also auch nach einer Rückkehr der Inflation auf ihren Zielwert, deutlich über den Werten der vergangenen Jahre liegen werden.

Fiskalpaket sorgt für historischen Zinsanstieg

Seit der Veröffentlichung der EZB-Schätzungen zum aktuellen neutralen Zinssatz und der Rede von Isabel Schnabel hat die prospektive neue Bundesregierung aus Union und SPD ein großes Fiskalpaket für Verteidigung und Infrastruktur für die kommenden Jahre angekündigt und mit den Stimmen der Grünen beschlossen. Vom Volumen her handelt es sich um das größte Paket seit der deutschen Wiedervereinigung. Das Gesamtvolumen wird von Wirtschaftsforschern auf 1.500 bis 2.000 Mrd. Euro für die kommenden zwölf Jahre geschätzt, die staatliche Schuldenquote könnte von aktuell 63 % auf über 80 % des Bruttoinlandsprodukts steigen. Auch der Euroraum insgesamt dürfte in den kommenden Jahren seine Verteidigungsausgaben deutlich ausweiten und bestehende Verschuldungsgrenzen zumindest temporär und zweckgebunden aussetzen.

Unmittelbar nach Bekanntgabe der umfangreichen Verschuldungspläne kam es zu einem beispiellosen Anstieg der Renditen zehnjähriger Bundesanleihen um über 30 Basispunkte innerhalb eines Tages. In ähnlicher Weise stiegen auch die Zinsen für Anleihen anderer europäischer Länder, so dass es zu einer breiten Renditeverschiebung kam (siehe Abb. 2).

Dieser Anstieg ist vor allem auf die gestiegenen Zinserwartungen, d. h. den Anstieg des risikolosen Zinssatzes, zurückzuführen. Bislang verharren die Realzinsen in etwa auf diesem erhöhten Niveau. Geht man davon aus, dass dieser Anstieg längerfristiger Natur ist oder sich sogar fortsetzt, könnte dies neben den höheren Zinserwartungen auch auf einen höheren neutralen Zins hindeuten. Schätzungen des IWF zeigen einen Zusammen-

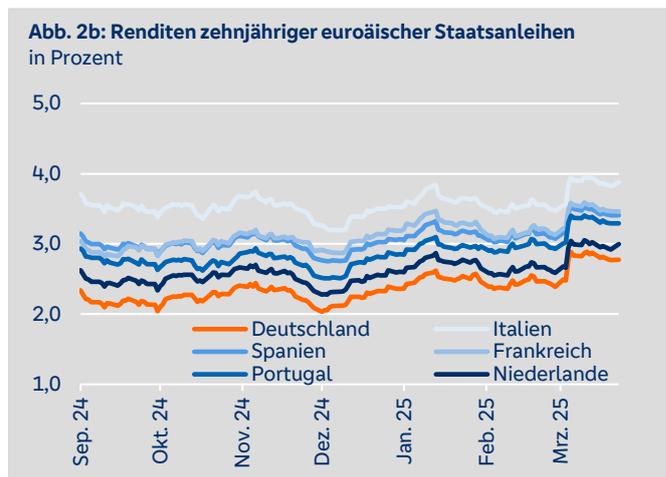
hang zwischen zusätzlichen Staatsausgaben und einem Anstieg des neutralen Zinsniveaus.

Angesichts der zu erwartenden verstärkten Emission deutscher, aber auch anderer europäischer Anleihen in Verbindung mit dem weiteren Abbau der Anleihebestände des Eurosystems dürfte das Angebot an europäischen Anleihen deutlich höher ausfallen als bisher angenommen. Anders als beispielsweise während der Covid-19-Pandemie ist nun jedoch nicht davon auszugehen, dass die Zentralbanken zumindest einen Teil dieser zusätzlichen Anleihen über Ankaufprogramme aufkaufen werden. Da der bisherige Anstieg der Realzinsen lediglich auf die noch unsichere Ankündigung des Ausgabenprogramms zurückzuführen ist, ist es außerdem wahrscheinlich, dass angesichts der historischen Dimension weiterer Druck auf die Realzinsen nach oben entstehen dürfte.

Höhere Wachstumschancen und Inflationsrisiken im Euroraum

Zumindest temporär dürfte die zusätzliche Verschuldung auch für zusätzliches Wachstum im Euroraum sorgen. Allein das deutsche Fiskalpaket dürfte einen Umfang von rund 3 % des BIP haben, wovon 1 % auf zusätzliche Infrastrukturausgaben und 2 % auf zusätzliche Verteidigungsausgaben entfallen dürften. Hinzu kommen die zusätzlichen Ausgaben auf europäischer Ebene, insbesondere für Verteidigung.

Selbst bei einem niedrigeren Multiplikator, z. B. aufgrund begrenzter Kapazitäten, dürfte das Paket einen Wachstumseffekt von rund einem Prozentpunkt pro Jahr haben. Aufgrund der über mehrere Jahre gestreckten Ausgabensteigerungen ist jedoch auch mit Kapazitätserweiterungen und Investitionen zu rechnen. Neben höheren Verteidigungsausgaben aufgrund geopolitischer Spannungen wird auch der Bedarf an öffentlichen und privaten Investitionen in Klima, grüne Transformation und Digitalisierung weiter steigen. Dies dürfte zu einem Anstieg der langfristigen Realzinsen führen. Der IWF (2023) geht beispielsweise in seinen Schätzungen von



Quelle: LSEG Datastream

einem temporären Anstieg des neutralen Zinssatzes um rund 30 Basispunkte aus, wenn eine grüne Transformation durch höhere Fiskaldefizite finanziert wird.

Neben zusätzlichem Wachstum dürften die schuldenfinanzierten Ausgaben im Euroraum aber auch für neuen Preisdruck sorgen. Entscheidend für die Eindämmung von Inflationsprozessen dürften die verfügbaren Produktionskapazitäten sein. Da diese vermutlich nur mittelfristig ausgeweitet werden können, ist insbesondere in Deutschland, aber wohl auch im Euroraum insgesamt, aufgrund des hohen Gewichts Deutschlands in der Währungsunion, zumindest temporär mit zusätzlichem Inflationsdruck zu rechnen, dem die Geldpolitik bei ihren Entscheidungen Rechnung tragen muss.

Der neutrale Zins könnte weiter ansteigen

Das beschlossene deutsche Fiskalpaket stellt einen historischen Wendepunkt dar. Neben optimistischeren Wachstumsaussichten ging bereits die Ankündigung des Pakets mit einem deutlichen Anstieg der Zinserwartungen einher. Dies dürfte auch die oben genannten Argumente für einen Anstieg der langfristigen Realzinsen verstärken. Auch wenn einige Effekte wie z. B. die Veränderung der „convenience yield“ bereits teilweise eingepreist sind, deutet eine grobe Überschlagsrechnung der beschriebenen Effekte auf einen zusätzlichen möglichen Anstieg des neutralen Zinssatzes um bis zu 0,5 Prozentpunkte hin. Legt man die oben genannten Schätzungen der EZB zugrunde, so würde sich ein neutraler Zinssatz eher in der Bandbreite von 2,25 bis 2,75 % ergeben. Dies entspräche nach denselben Schätzungen der EZB in etwa dem neutralen Zinsniveau, das nach der Finanzkrise und vor Beginn der unkonventionellen Geldpolitik bestand.

Dabei ist jedoch zu beachten, dass es sich um eine sehr grobe Überschlagsrechnung handelt. Genauere Berechnungen würden detailliertere Annahmen zu Finanzierung, Produktivitätssteigerungen und Marktreaktionen erfordern. Unabhängig von der genauen Höhe ist es sehr wahrscheinlich, dass die Mehrausgaben in den kommenden Jahren zu einem Anstieg der langfristigen Zinsen führen werden.

Dass es sich bei der Annahme eines um etwa 0,5 Prozentpunkte höheren neutralen Zinsniveaus um eine eher konservative Schätzung handelt, zeigt sich auch daran, dass Schätzungen der Bundesbank mit Daten bis Ende 2024 von einem neutralen Zinsniveau in einer Bandbreite von 1,8 bis 2,5 % ausgehen. Ergänzt man die Schätzungen der EZB um Modellergebnisse, die aufgrund der Datenverfügbarkeit nur bis zum dritten Quartal 2024 reichen, liegt die von der EZB verwendete Obergrenze für das neutrale Zinsniveau sogar bei 3 %.

Die Geldpolitik sollte vorsichtig und vorausschauend agieren

Für die Geldpolitik ergeben sich zwei gleichgerichtete Schlussfolgerungen. Zum einen könnte sich, wie beschrieben, das neutrale Zinsniveau erhöhen. Die schwedische Notenbankerin Anna Seim (2024) hat kürzlich die Auswirkungen eines expansiven Fiskalpakets skizziert, das ausgehend von einer Gleichgewichtssituation die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und die Inflation erhöht: „[...] let us assume that the government temporarily pursues a more expansionary fiscal policy that increases general demand and pushes up inflation. [...] In other words, there has been a change in the economy that has caused the neutral interest rate to rise temporarily and, in order to stabilise inflation and the economy, the central bank needs to raise the policy rate.“ Geht man davon aus, dass die Geldpolitik im Euroraum bislang noch im leicht restriktiven Bereich lag, könnte ein Anstieg des neutralen Zinsniveaus selbst dazu beitragen, dass die Geldpolitik bereits auf dem aktuellen Zinsniveau nicht mehr restriktiv wirkt.

Da die Entwicklung des neutralen Zinses mit hoher Unsicherheit behaftet ist, kann man sich der Frage nach geldpolitischen Schlussfolgerungen ebenfalls über geldpolitische Heuristiken nähern. Auch ohne eine signifikante Veränderung des neutralen Zinses dürfte die expansive Fiskalpolitik sowohl für zusätzliches Wachstum als auch für zusätzlichen Preisdruck im Euroraum insgesamt sorgen. Legt man die eingangs vorgestellte Taylor-Regel zugrunde, so würde dies zu einem zukünftig höheren optimalen Zinssatz im Euroraum im Vergleich zur Situation vor der Ankündigung führen. Die langen Wirkungsverzögerungen in der geldpolitischen Transmission würden daher bereits jetzt eine höhere Vorsicht und Zurückhaltung bei weiteren Zinssenkungen nahelegen.

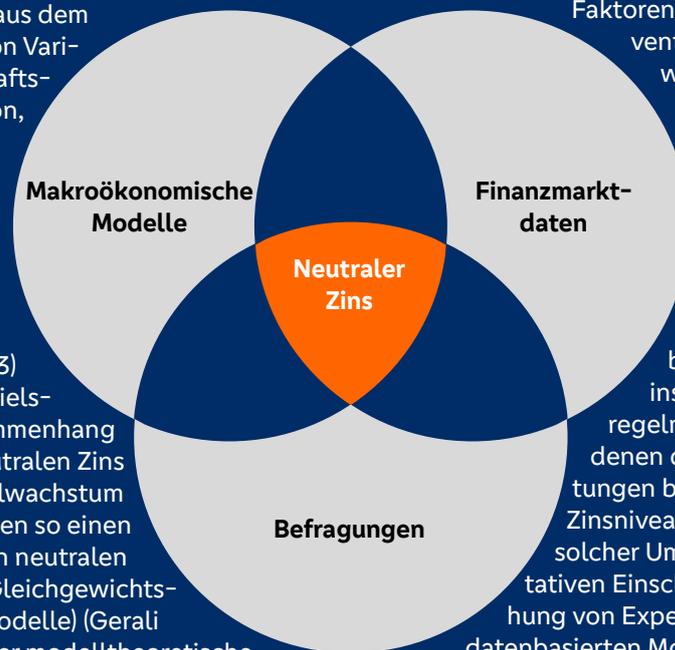
Auch wenn Zinserhöhungen in der aktuellen Situation noch verfrüht wären, sprechen der Umfang des Fiskalpakets und der volkswirtschaftliche Ausblick dafür, dass bei einer vorausschauenden Geldpolitik und unter Berücksichtigung von Wirkungsverzögerungen vorerst weniger Spielraum für weitere Zinssenkungen besteht. Die EZB sollte daher vorsichtiger agieren und bei künftigen Ratssitzungen eine abwartende Haltung einnehmen, bis die Effekte der bisherigen geldpolitischen Lockerung deutlicher sichtbar werden und die Auswirkungen der expansiveren Fiskalpolitik klarer hervortreten. Ein stärkerer Anstieg des neutralen Zinsniveaus könnte die Geldpolitik auch bei unveränderten Leitzinsen noch weiter in eine expansive Richtung bewegen. Im schlimmsten Fall wäre dann sogar ein Gegensteuern der Geldpolitik nach oben erforderlich.



Infobox 1: Bestimmungsmethoden des neutralen Zinses

Da der neutrale Zinssatz nicht direkt beobachtbar und messbar ist, wurden verschiedene Methoden entwickelt, um ihn zu schätzen. Grob lassen sich drei Kategorien von Methoden unterscheiden: modellbasierte Schätzungen, Finanzmarktdaten und Umfrageergebnisse.

- Die erste Bestimmungsmethode stützt sich auf **makroökonomische Modelle**, in denen der neutrale Zinssatz aus dem Zusammenspiel von Variablen wie Wirtschaftswachstum, Inflation, Zinssätzen und anderen Variablen abgeleitet wird. Semi-strukturelle Modelle wie der häufig zitierte Ansatz von Laubach und Williams (2003) unterstellen beispielsweise einen Zusammenhang zwischen dem neutralen Zins und dem Potenzialwachstum des BIP und erhalten so einen Schätzwert für den neutralen Zins. Allgemeine Gleichgewichtsmodelle (DSGE-Modelle) (Gerali und Neri 2019) oder modelltheoretische Ansätze (Bofinger und Haas, 2023) leiten den neutralen Zins ebenfalls aus makroökonomischen Zusammenhängen ab.
- Ein zweiter Ansatz verwendet **Finanzmarktdaten** zur Bestimmung des neutralen Zinssatzes. Die Grundidee liegt dabei in der Beobachtung, dass sich tatsächliche langfristige Realzinsen beispielsweise von Staatsanleihen langfristig ähnlich wie modellbasierte Schätzung zum neutralen Zins entwickeln. So können beispielsweise die Renditen inflationsgeschützter Anleihen als direkte Schätzung des realen risikofreien Zinssatzes verwendet werden. Forward Rates und Inflations-Swaps können verwendet werden, um die Erwartungen der Investoren über zukünftige Zinssätze zu erhalten und daraus die langfristige Entwicklung der realen Finanzierungsbedingungen abzuleiten. Fortgeschrittener sind Zinsstrukturmo-



delle, die die Laufzeitstruktur der Zinsen analysieren und in Komponenten wie Zinserwartungen und Risikoprämien zerlegen (Geiger und Schupp 2018). Dadurch können arbitragefreie, risikoneutrale Zinssätze von Verzerrungen der tatsächlichen Erwartungen durch Risikoprämien isoliert werden. Der Vorteil der Verwendung von Finanzmarktdaten gegenüber makroökonomischen Modellen liegt in der Verfügbarkeit tagesaktueller Daten, wohingegen makroökonomische Variablen in geringerer Frequenz und mit großer zeitlicher Verzögerung veröffentlicht und häufig nachträglich revidiert werden. Allerdings können Finanzmarktdaten auch durch spekulative Faktoren oder Zentralbankinterventionen beeinflusst werden, was ihre Interpretation erschweren kann.

- Eine weitere Möglichkeit zur Bestimmung des neutralen Zinssatzes ist die **Befragung** von Experten, Marktteilnehmern oder Zentralbankern. Zentralbanken oder Forschungsinstitute veröffentlichen regelmäßig solche Umfragen, in denen die Befragten ihre Erwartungen bezüglich des langfristigen Zinsniveaus offenlegen. Der Vorteil solcher Umfragen liegt in der qualitativen Einschätzung und der Einbeziehung von Expertenwissen, das in rein datenbasierten Modellen nur schwer abgebildet werden kann. Der Nachteil kann dabei darin liegen, dass z. B. Umfragen unter Notenbankern Erwartungen kommunizieren, die Finanzmarktteilnehmer in ihrer längerfristigen Entscheidungsfindung beeinflussen, während sich bereits wichtige Determinanten ändern. So könnte dies beispielsweise der Hintergrund gewesen sein, dass bis kurz vor dem Zinsschock im Jahr 2022 die weit verbreitete Überzeugung unter Finanzmarktteilnehmern herrschte, dass die Niedrigzinsphase noch längerfristig anhält.

Allen Ansätzen ist gemeinsam, dass sie nur Annäherungen an den neutralen Zinssatz darstellen. Jede Schätzung für sich hat ein breites Konfidenzintervall von oft mehreren Prozentpunkten. Zudem liefern verschiedene Ansätze unterschiedliche Ergebnisse, was die Unsicherheit erhöht.



Infobox 2: Einflussfaktoren für den neutralen Zins

Im rein theoretischen Modell wird der neutrale Zinssatz nicht von der Zentralbank beeinflusst, sondern spiegelt lediglich das Gleichgewicht realwirtschaftlicher Faktoren wider. Die Literatur geht heute jedoch von einem breiteren Spektrum von Einflussfaktoren aus, zu denen nicht zuletzt auch die Geldpolitik selbst zählt. Der neutrale Zins ergibt sich somit aus einem komplexen Zusammenspiel verschiedener Faktoren, die gleichzeitig in unterschiedlicher Richtung und Intensität auf die Entwicklung des neutralen Zinses einwirken. Trotz der unsicheren Bestimmung mag es dennoch hilfreich und wichtig sein mögliche Einflussfaktoren zu kennen, um Narrative zu entwickeln, die dabei helfen aktuelle Entwicklungen einzuordnen und zu erklären.

- Zu den wichtigsten langfristigen Einflussfaktoren zählen makroökonomische Faktoren, wie die Produktivität und das Wachstum einer Volkswirtschaft. Ein höheres Potenzialwachstum führt dabei zu einem höheren neutralen Zins.
 - Auch die Altersstruktur der Bevölkerung beeinflusst den neutralen Zinssatz. Einerseits wirkt sich die Demographie auf das Sparverhalten aus, eine alternde Gesellschaft spart tendenziell mehr für die Vorsorge, eine stärkere Kaufzurückhaltung wirkt sich senkend auf den neutralen Zinssatz aus. Mit dem Eintritt in den Ruhestand könnte die Sparneigung sinken und der neutrale Zins wieder steigen.
 - Ähnlich wie der demographische Wandel wirkt auch eine Zunahme der Einkommens- und Vermögensungleichheit. Die Konsumneigung bei Haushalten mit höherem Einkommen ist tendenziell geringer, bzw. die Sparneigung höher. Geht ein größerer Anteil des gesamtwirtschaftlichen Einkommens an Haushalte mit höherem Einkommen, wird weniger davon ausgegeben.
 - Daneben haben finanzwirtschaftliche Faktoren einen Einfluss auf den neutralen Zinssatz. Dazu gehört beispielsweise die Risikoneigung der Anleger. Die Präferenz für sichere Anlagen kann die Nachfrage nach sicheren Anlagen beeinflussen.
- Zusammen mit der Knappheit sicherer Anleihen kann dies ebenfalls einen Einfluss auf den neutralen Zins haben.
- Auch globale Kapitalströme können den neutralen Zins einer Region beeinflussen. So kann die ausländische Nachfrage nach heimischen Anleihen ebenfalls zu niedrigeren Renditen beitragen. Die starke Nachfrage asiatischer Zentralbanken nach US-Anleihen hat beispielsweise zu einem Rückgang der Renditen dieser Anleihen beigetragen. Verschiebungen dieser Kapitalströme können sich ebenfalls auf die Renditen auswirken.
 - Die Fiskalpolitik trägt ebenfalls zur Entwicklung des neutralen Zinssatzes bei. Höhere Staatsausgaben erhöhen das Angebot an Anleihen am Kapitalmarkt, was tendenziell zu höheren Zinsen führen kann. Außerdem kann eine expansive Fiskalpolitik für zusätzliche Wachstums- und Inflationsimpulse sorgen.
 - Schließlich kann auch die Zentralbank den neutralen Zins beeinflussen. Zwar kann die Zentralbank mit ihrer konventionellen Zinspolitik nur die von ihr festgelegten Leitzinsen und nicht den langfristigen neutralen Zinssatz direkt beeinflussen, doch kann ihre Geldpolitik indirekt auf den neutralen Zinssatz einwirken. Unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen wie Anleihekäufe zielen hingegen darauf ab auch das langfristige Zinsniveau zu beeinflussen, indem sie die Nachfrage nach sicheren Anlagen deutlich erhöhen, bzw. das Angebot an außerhalb der Notenbankbilanz umlaufenden Anleihen künstlich verknappt und damit die langfristigen Zinsen senkt. Auch geldpolitische Ankündigungen (Forward Guidance) können die langfristigen Zinsen beeinflussen, wenn sich Finanzmarktteilnehmer auf eine bestimmte geldpolitische Ausrichtung einstellen. Geldpolitische Entscheidungen können auch direkt realwirtschaftliche Konsum- und Investitionsentscheidungen beeinflussen und damit zu einer Veränderung des neutralen Zinsniveaus beitragen.

BVR Inflationsaussichten

Inflationsaussichten leicht rückläufig

Die BVR-Inflationsaussichten deuten auf eine Bodenbildung im Bereich von 40 Punkten hin. Im März liegt der Indikator bei 41 Punkten. Die Vormonatswerte wurden aufgrund neuer Datenveröffentlichungen leicht nach oben revidiert und liegen für Januar und Februar bei 41 bzw. 42 Punkten. Insgesamt liegt der Indikator aber weiterhin unter der neutralen Marke von 50 Punkten.

Konjunkturkomponente weiter schwach

Die Konjunktur bleibt die schwächste Komponente des Indikators. Diese liegt im März mit 34 Punkten deutlich unter der neutralen Marke von 50 Punkten und in einem ähnlichen Bereich wie in den Vormonaten.

Die Auftragsbestände im Verarbeitenden Gewerbe der Eurozone sind den jüngsten Daten zufolge weiterhin rückläufig. Auch die Industrieproduktion ist seit Mai 2023 rückläufig, allerdings zeichnet sich hier eine deutlichere Erholung ab. Auch das Geschäftsklima hat sich leicht verbessert und zeigt einen etwas optimistischeren Ausblick. Die Kapazitätsauslastung bleibt in etwa auf dem Niveau der Vorquartale. Der Konsum der privaten Haushalte bleibt angesichts der hohen Unsicherheit gedämpft. Neben den Zinssenkungen der EZB dürfte vor allem die Aussicht auf eine auf Jahre hinaus expansiv ausgerichtete Fiskalpolitik in Deutschland, aber auch im Euroraum insgesamt, für einen optimistischeren Ausblick sorgen. Die Wachstumsaussichten für Deutschland wurden bereits verschiedentlich nach oben revidiert.

Preisdruck kurzfristig gering

Der Teilindikator für Preise/Kosten liegt mit 51 Punkten knapp über der neutralen Marke von 50 Punkten, aber immer noch unter den Werten der Vormonate. Die Lohnstückkosten sind zuletzt weiter gesunken, und die jüngsten Daten des Wage Trackers der EZB deuten weiterhin auf ein schwächeres Lohnwachstum im Euroraum im Verlauf des Jahres 2025 hin. Der HWWI-Energiepreisindikator ist zwar zuletzt leicht gestiegen, insbesondere der trendmäßige Rückgang des Ölpreises dürfte aber zu einem nachlassenden Preisdruck beitragen. Auch die deutliche und nachhaltige Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar im Zuge der Ankündigung des deutschen Fiskalpakets dürfte eher dämpfend wirken. Gleichzeitig dürften die Inflationsrisiken im Euroraum durch die expansivere Fiskalpolitik eher zugenommen haben.

Kreditwachstum bleibt unterdurchschnittlich

Die Kreditdynamik bleibt gegenüber dem Vormonat unverändert bei 38 Punkten. Sie liegt damit weiterhin unter der neutralen Marke von 50 Punkten. Die Kredite an Unternehmen und Privatpersonen stiegen im Februar um 2,5 % und damit etwas stärker als im Vormonat. Dabei beschleunigte sich das Wachstum der Unternehmenskredite auf 2,2 % nach 2,0 % zu Jahresbeginn. Die Wachstumsrate der Kredite an private Haushalte erhöhte sich ebenfalls leicht um 0,2 Prozentpunkte auf 1,5 %. Die Geldpolitik wirkt aufgrund der Zinssenkungen der EZB mittlerweile weniger restriktiv. Gleichzeitig liegen die Wachstumsraten der Kreditvergabe immer noch unter den Durchschnittswerten vor der Covid-19-Pandemie.



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

Barometer noch bei niedrigen 27 Punkten

Derzeit verdichten sich die Zeichen für eine allmähliche Überwindung der hartnäckigen Wirtschaftsflaute in Deutschland. Ein „Game Changer“ ist das von CDU/CSU und SPD geplante Fiskalpaket, das auch parlamentarische Unterstützung erhielt. Die Wachstumsimpulse aus den vorgesehenen Mehrausgaben für Verteidigung und Infrastruktur dürften jedoch frühestens ab dem Sommer wirksam werden, wenn eine neue handlungsfähige Regierung gebildet ist.

Noch hält die gesamtwirtschaftliche Flaute aber an, wie auch die jüngsten Zahlen des BVR Konjunkturbarometers verdeutlichen. Das Barometer ist zwar leicht von 18 Punkten im Januar auf (abwärtsrevidierte) 27 Punkte im Februar gestiegen und wird nach aktuellem Datenstand im März bei 27 Punkten verharren. Der Indikator befindet sich damit aber weiterhin auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau.

Der niedrige Stand und die Entwicklung des BVR Konjunkturbarometers lassen für das zu Ende gegangene 1. Quartal bestenfalls eine Stagnation des preis-, kalender- und saisonbereinigten Bruttoinlandsprodukts (BIP) erwarten. Das BIP war im 4. Quartal gegenüber dem Vorjahresquartal um 0,2 % gesunken.

Stimmung hellt sich auf

Die Aussichten auf die geplanten Staatsausgabenerhöhungen in Deutschland und möglicherweise weiter sinkende Leitzinsen haben die Stimmungsindikatoren merklich steigen lassen. Der ifo Geschäftsklimaindex

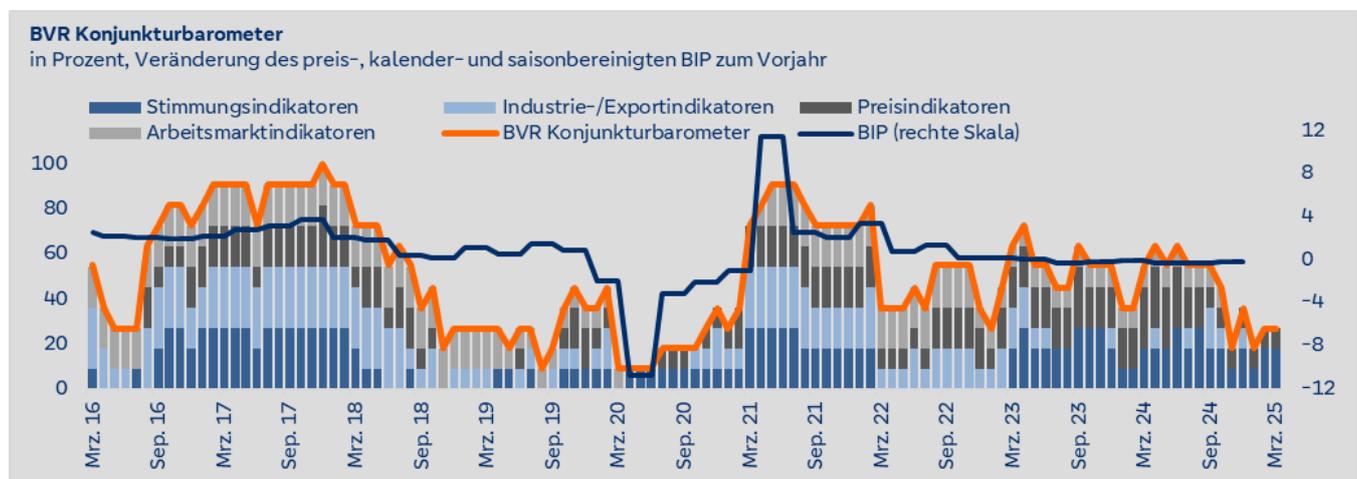
legte im März um 1,4 Punkte auf 86,7 Punkte zu. Im Gegensatz zu den ZEW-Konjunkturerwartungen und dem Verbrauchervertrauen befindet er sich aber weiterhin unter seinem entsprechenden Vorjahresmonatswert. Die Aufhellung des Geschäftsklimas war innerhalb der Wirtschaft breit angelegt. Innerhalb des Dienstleistungssektors keimte insbesondere bei Architektur- und Ingenieurbüros wieder vermehrt Hoffnung auf.

Industriekonjunktur bleibt schwach

Zu Jahresbeginn hat sich die Schwächephase in der Industrie fortgesetzt. Die Industrieproduktion ist im Januar gegenüber dem Vormonat preis-, kalender- und saisonbereinigt zwar um 2,6 % gestiegen. Hauptgrund für den Anstieg dürfte jedoch nicht das aktuelle konjunkturelle Umfeld, sondern der Sondereffekt des Wegfalls der Warnstreiks in der Automobilindustrie gewesen sein. Dass die Industrieflout noch immer andauert, unterstreichen auch die jüngsten Zahlen zu den Neuaufträgen des Verarbeitenden Gewerbes (-7,0 %) und den Wareneinfuhren der Gesamtwirtschaft (-1,4 %). Seit Januar geht daher von den Industrie-/Exportindikatoren keine Steigerungswirkung mehr auf das BVR Konjunkturbarometer aus.

Schwache Impulse von der Preiskomponente

Neben den sich aufhellenden Stimmungsindikatoren trägt auch die Preiskomponente dazu bei, dass das BVR Konjunkturbarometer nicht noch niedriger notiert. Das Börsenbarometer DAX markierte zuletzt mit zeitweise über 23.000 Punkten neue Höchststände.



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 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