

IWH und Kiel Economics: Konjunktur aktuell – Aufschwung in Deutschland setzt sich kraftvoll fort

– unkorrigierte Fassung –

Überblick:

Die konjunkturelle Lage in Deutschland und der Welt

Die Weltwirtschaft befindet sich im Aufschwung. Im Winterhalbjahr 2010/2011 expandieren Produktion und Handel weltweit stark, und die Frühindikatoren auf der Basis von Auftragseingängen und Stimmungsumfragen sprechen dafür, dass sich das Tempo des Produktionsanstiegs in den kommenden Monaten beschleunigen dürfte.

Noch Mitte des vergangenen Jahres schien die Erholung von der Großen Rezession mit dem Nachlassen von Impulsen aus den Lagerzyklen an Schwung zu verlieren. Seit dem Herbst zieht die Weltkonjunktur aber wieder an. So ist es der Geld- und Finanzpolitik in den USA gelungen, die heimische Nachfrage durch eine neue Runde expansiver Maßnahmen zu stimulieren. Auch in den asiatischen Schwellenländern steigt seither die Produktion wieder beschleunigt. Die Anregungen aus den Nachbarländern scheinen zuletzt auch in Japan die Ende letzten Jahres schwächelnde Konjunktur belebt zu haben. Für den Euroraum lässt sich zwar keine Beschleunigung der Produktion erkennen, jedoch ist die Zuversicht von privaten Haushalten und Unternehmen bis zuletzt gestiegen.

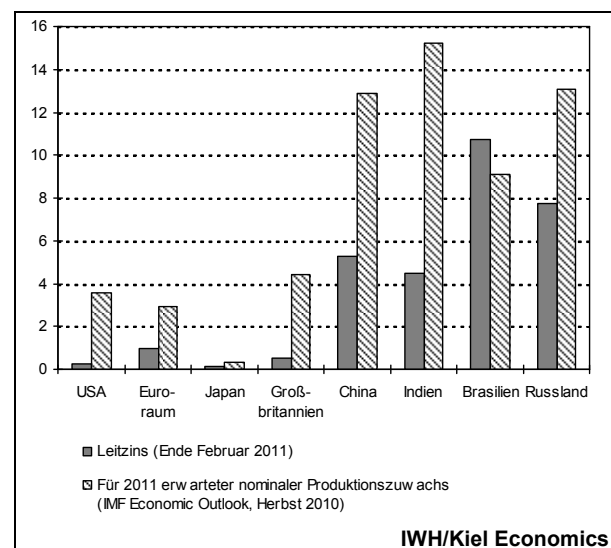
Hintergrund des Aufschwungs ist eine seit Ausbruch der Finanzkrise ausgesprochen expansive Geldpolitik rund um den Globus. Das Niveau der Geldmarktzinsen der großen Notenbanken liegt im Mittel unter 1%; real sind die kurzfristigen Zinsen mit schätzungsweise -2% deutlich negativ. Die US-Notenbank kauft im Rahmen des im August 2010 angekündigten¹ zweiten Programms der quantitativen Lockerung weiter festverzinsliche Wertpapiere auf. In den meisten Schwellenländern ist die Geldpolitik kaum weniger expansiv, obwohl die Große Rezession dort schon überwunden ist. Wie hochgradig expansiv die Geldpolitik in der Regel ist, zeigt ein Vergleich der Leitzinsen mit

dem derzeit erwarteten nominalen Produktionswachstum in den großen Volkswirtschaften (Abbildung 1).

Abbildung 1:

Leitzins und erwarteter Produktionszuwachs in wichtigen Volkswirtschaften

- in Prozent -



Quellen: Nationale Zentralbanken und EZB, IMF World Economic Outlook, Herbst 2010.

Zunehmend freundlichere Konjunkturaussichten bei fortgesetzt sehr niedrigen Zinsen ziehen stark steigende Preise für Vermögenswerte und Rohstoffe nach sich. Seit August 2010 sind die Aktienkurse weltweit (gemessen am MSCI-World-Index) um über 20% und der HWWI-Index für Lebens- und Genussmittel um über 30% gestiegen. Rohöl der Sorte Brent war schon Anfang Januar, also vor den Regimestürzen im arabischen Raum, über 20% teurer als im August 2010. In der Folge beschleunigte sich der weltweite Preisauftrieb. So sind die Inflationsraten seit dem vergangenen Sommer in den USA um 0,5 Prozentpunkte (auf 1,6%), in China und Brasilien um 1,5 Prozentpunkte (auf 4,9 bzw. 1,6%) gestiegen.

Die deutsche Wirtschaft profitiert vom globalen Aufschwung, verleiht ihm aber auch Impulse. Mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 3,6% belegte Deutschland bezüglich des Produktions-

¹ Der offizielle Beschluss wurde im Zentralbankrat am 3. November 2010 gefasst.

zuwachsen im Jahr 2010 unter den Industrieländern einen Spitzenplatz; freilich war das reale Bruttoinlandsprodukt im Zuge der Krise auch besonders stark gesunken. Mittlerweile hat das Niveau des realen Bruttoinlandsprodukts den Stand vom vierten Quartal 2007, also kurz vor Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise, wieder erreicht. Damit ist der Aufholprozess in Deutschland weiter fortgeschritten als in den meisten anderen Ländern des Euroraums. Maßgeblicher Anteil daran hatte die Inlandsnachfrage. Zwar wurde auch der krisenbedingte Einbruch der Ausfuhren mittlerweile mehr als wettgemacht. Aber angesichts einer robusten Binnennachfrage und zeitweise sehr deutlich gesunkener relativer Importpreise ist die Einfuhr in der Krise weniger stark gesunken als die Ausfuhr; in realer Rechnung liegt der Außenbeitrag heute um ein Fünftel unter Vorkrisenniveau.

Frühindikatoren deuten darauf hin, dass sich der Aufschwung kraftvoll fortsetzen dürfte. Der ifo Geschäftsklimaindex befindet sich auf dem höchsten Stand seit Beginn der Erhebung gesamtdeutscher Daten. Die Exporterwartungen der Unternehmen sind ebenfalls so hoch wie zu keinem anderen Zeitpunkt seit 1992 und auf einem historisch sehr hohen Niveau; dies spricht für anhaltend kräftige Impulse von der Ausfuhr für die Konjunktur. Außerordentlich günstig sind auch die Beschäftigungserwartungen der Unternehmen.

Getrieben wird der Aufschwung in Deutschland durch eine Kombination stimulierender Faktoren. Neben dem kräftigen Aufschwung in den Schwellenländern spielt die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) eine wichtige Rolle. Da sich die Konjunktur im übrigen Euroraum zögerlicher erholt als in Deutschland, setzt die EZB derzeit die Leitzinsen niedriger an, als es für Deutschland angemessen wäre. Das für Deutschland angemessene Zinsniveau dürfte mittlerweile in der Nähe von 3% liegen, der Geldmarktzins wird aber – auch wenn die EZB in Kürze die Zinsen anheben dürfte – noch einige Zeit unter diesem Niveau liegen. Dies stimuliert Investitionen und Konsum. Darüber hinaus haben die Reformen am Arbeitsmarkt aus der Mitte des vergangenen Jahrzehnts eine Lohnzurückhaltung ausgelöst, die weiter ihre Wirkung entfaltet. Die niedrigen Arbeitskosten lassen nicht nur die Arbeitsnachfrage steigen, sie erhöhen auch

die Kapitalverzinsung und machen es für die Unternehmen lukrativ, die Investitionen auszuweiten.

Alles in allem scheinen die Aussichten für die deutsche Konjunktur sehr günstig. Es gibt aber insbesondere von außenwirtschaftlicher Seite erhebliche Risiken: Neben der aktuellen Gefahr einer neuen Ölkrise ergeben sich besonders für die Konjunktur in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften weiterhin Risiken aus den Nachwirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise. Die Kapazitäten bleiben dort wohl in der Regel trotz fortschreitender Erholung über den ganzen Prognosezeitraum unterausgelastet. Das liegt an den von der Finanzkrise aufgedeckten und noch nicht bewältigten Strukturproblemen in den USA und in etlichen europäischen Ländern. Die ursprünglichen Banken- und Immobilienkrisen wandeln sich nach und nach zu Krisen der Staatsfinanzen und der Arbeitsmärkte. In den USA könnten Probleme der Immobilienfinanzierung und die hohe Arbeitslosigkeit dem Aufschwung im Wege stehen, für Großbritannien ist schwer abzuschätzen, wie sehr der außerordentlich scharfe fiskalische Konsolidierungskurs dämpft. Den Peripherieländern im Euroraum zwingt die Schulden- und Vertrauenskrise einen ebenso strikten Konsolidierungskurs auf. Das Krisen bringt dort zusätzlich restriktive Finanzierungsbedingungen nicht nur für die öffentliche Hand, sondern auch für private Haushalte und Unternehmen mit sich.

Die starke Teuerung bei Lebensmitteln hat den Ausbruch von Revolutionen in verschiedenen arabischen Ländern (mit Regimestürzen in Tunesien und Ägypten) entscheidend begünstigt; der politische Umsturz in der Region hat wiederum jüngst den Rohölpreis stark steigen lassen. Das Hauptszenario der vorliegenden Prognose basiert auf einer raschen Beruhigung der Lage in den arabischen Ländern. Auch in diesem Fall werden die Energiepreise zusammen mit anderen Rohstoffpreisen hoch bleiben, weil die Zinsen weiter niedrig sind. Denn der Expansionsgrad der Geldpolitik wird in den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften nur wenig abgeschwächt, vor allem weil die Arbeitslosigkeit vielerorts noch sehr hoch ist. Würde hingegen auch Saudi-Arabien politisch destabilisiert, stünde die Ölversorgung der Weltwirtschaft auf dem Spiel. Eine Ölkrise mit sehr ne-

gativen Effekten für die Konjunktur wäre wohl die Folge.

Internationale Konjunktur

Finanzpolitik stützt Aufschwung in den USA

Die Konjunktur in den USA hat sich im letzten Quartal des vergangenen Jahres beschleunigt; das reale Bruttoinlandsprodukt legte mit einer Rate von 0,7% zu. Insbesondere die privaten Konsumausgaben wurden stark ausgeweitet und lagen um 1% über dem Vorquartalsstand. Da gleichzeitig Importe und Lagerinvestitionen zurückgingen, ist davon auszugehen, dass die gestiegene Konsumnachfrage in erster Linie aus Lagerbeständen bedient wurde. Im Jahresdurchschnitt legte die Gesamtproduktion 2010 um 2,8% zu, so dass am Ende des Jahres das Vorkrisenniveau erstmals übertroffen wurde.

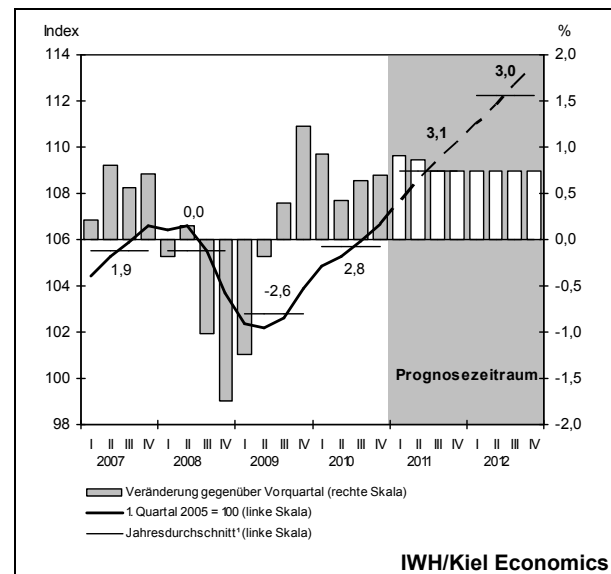
Dies spiegelt sich noch nicht in der Arbeitsmarktentwicklung wider. Zwar sank die Arbeitslosenquote seit November um insgesamt 0,7 Prozentpunkte auf 8,9% im Februar; der Stellenaufbau kommt jedoch nur langsam in Fahrt. Die abermals gesunkene Partizipationsquote zeigt, dass sich Erwerbspersonen vom Arbeitsmarkt zurückziehen, weil sie geringere Jobperspektiven sehen.² Von Seiten der Beschäftigung dürften daher keine großen Impulse auf die Binnennachfrage ausgegangen sein.

Dagegen dürfte die Verabschiedung des deutlich expansiven finanzpolitischen Pakets im vergangenen Dezember den privaten Konsum gestützt haben.³ Neben einigen kleineren Maßnahmen ist vor allem die temporäre Senkung der Einkommenssteuer bis Ende 2012 verlängert worden, wodurch das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte im laufenden und kommenden Jahr um jeweils rund 400 Mrd. US-Dollar entlastet wird.

² Die Langzeitarbeitslosigkeit (27 oder mehr Wochen) ist gegenüber dem Höhepunkt im Mai 2010 nur leicht gesunken und die Zahl der Personen, die angibt wegen der schlechten Arbeitsmarktlage temporär keine Stelle zu suchen lag im Februar immer noch bei gut 1 Mio.

³ Zu Details über den „2010 Tax Act“ siehe Congressional Budget Office (2011:8), The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2011 to 2021, Washington.

Abbildung 2:
Reales Bruttoinlandsprodukt in den USA
- Saisonbereinigter Verlauf -



¹ Zahlenangaben: Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %.

Quellen: Bureau of Economic Analysis; eigene Berechnungen; ab 1. Quartal 2011: eigene Prognosen.

Einen positiven Effekt auf den Konsum dürfte auch die Entwicklung der Vermögens- und Verschuldungssituation der privaten Haushalte seit dem Ausbruch der Großen Rezession gehabt haben; so lag die Verschuldung zuletzt bei 101% des Einkommens, während das Verhältnis Anfang 2009 noch 111% betragen hatte.⁴ Ein Belastungsfaktor dürften aber die Einkommensperspektiven der Haushalte sein; derzeit bestreiten sie ihr Einkommen zu einem weit größeren Teil aus staatlichen Transfers als noch vor der Krise (Kasten 1). Aufgrund des stärker werdenden Konsolidierungsdrucks für die Finanzpolitik wird bis Ende 2012 wohl ein Teil dieser zusätzlichen Transferzahlungen abgebaut werden; dies wird, wie auch die nur schwachen Lohnzuwächse, den Konsumanstieg dämpfen.

Vor diesem Hintergrund und gestützt auf zuletzt positive Konjunkturindikatoren rechnen wir damit, dass sich der Aufschwung in den USA auch in den kommenden Quartalen moderat fortsetzen wird. Die privaten Konsumausgaben dürften mit steigendem Einkommen weiterhin zunehmen.

⁴ Zu Details über die Verschuldung der privaten Haushalte siehe Federal Reserve Board (2010), Flow of Funds Accounts of the United States, Flows and Outstandings Third Quarter 2010, Washington.

Kasten 1:

Zu den privaten Einkommen in den USA

Der private Konsum hat sich zuletzt wieder als Stütze der US-Konjunktur erwiesen. Mittlerweile übertreffen die privaten Konsumausgaben ihr Vorkrisenniveau um 1%. Ein Blick auf die Quellen des Einkommens der Verbraucher zeigt allerdings, dass die Wirtschaftspolitik die private Nachfrage immer noch in erheblichem Maße stützt (Tabelle). Ein um staatliche Transferzahlungen bereinigtes Einkommen läge heute noch mehr als 4% unter seinem Wert von Ende 2007, während das Gesamteinkommen diesen bereits überschritten hat.

Tabelle A:
Einkommensquellen privater Haushalte^a
- in % des Gesamteinkommens^b -

	1980er	1990er	2000-06	2007	2008	2009	2010
Privates Gesamteinkommen ^b	100	100	100	100	100	100	100
Arbeitseinkommen	58,7	56,4	56,3	54,9	54,2	53,2	53,0
Miet- und Pachteinkommen ^b	12,6	14,5	16,1	15,1	15,3	15,2	15,1
Zins- und Dividendeneinkommen	17,0	16,1	14,3	16,3	16,1	15,0	14,5
Transfereinkommen	11,7	13,0	13,3	13,7	14,4	16,6	17,4
Renten-, Kranken-, Invalidenversicherung	6,9	7,5	7,5	8,0	8,2	9,1	9,2
Arbeitslosenversicherung	0,5	0,4	0,4	0,3	0,4	1,0	1,1
Medicaid	1,1	2,1	2,6	2,6	2,6	2,9	3,1
Sonstiges Transfers	3,2	3,0	2,9	2,9	3,2	3,7	4,1

a Durchschnittswerte über die jeweilige Periode . – b Um Zinszahlungen auf Hypothekenkredite erweitert.

Quellen: Bureau of Economic Analysis, eigene Berechnungen IWH/Kiel Economics.

Während die staatlichen Transfers seit Beginn der 1980er Jahre relativ konstant zwischen 14% und 16% des verfügbaren Einkommens lagen, schnellte diese Quote auf 20% im vierten Quartal 2010 hoch. Verantwortlich dafür waren sowohl „normale“ konjunkturelle Phänomene, z.B. der Anstieg der Arbeitslosenquote, und deren Nebeneffekte, z. B. gestiegene Kosten für das Fürsorgeprogramm Medicaid, als auch diskretionäre wirtschaftspolitische Maßnahmen, z. B. die Verlängerung der Bezugsdauer von Arbeitslosenunterstützung. Betrachtet man den Durchschnitt als Vergleichsgröße für die Höhe von Transfers in Normalphasen, lassen sich die zusätzlichen, rezessionsbedingten Transferzahlungen an die privaten Haushalte abschätzen, die demnach in den vergangenen zwei Jahren in einer Größenordnung von durchschnittlich 25% der üblichen Zuwendungen lagen. Diese Transfers erhöhen das private Einkommen gegenüber dem Fall einer „normalen“ Transferquote gegenwärtig um 4%. Ein erheblicher Teil dieses Transfereinkommens wird vermutlich konsumwirksam: Betrachtet man die tatsächlich realisierte Sparquote als gegeben, lassen sich in den Jahren 2009 und 2010 durchschnittlich 3,7% und Ende 2010 4,5% der gesamten Konsumausgaben auf gestiegene Transferzahlungen zurückführen. Mit Fortschreiten der konjunkturellen Erholung ist allerdings mit einem Rückgang der Transferausgaben zu rechnen. Durch die Rücknahme von Sonderleistungen wird die staatliche Transferpolitik den Anstieg von privaten Einkommen und Konsum in ähnlichem Maß dämpfen, wie sie deren Rückgang in der Rezession gemindert haben.

Ein anderer Trend, der das verfügbare Einkommen zuletzt gestützt hat, wird sich wohl dagegen noch eine Zeit lang fortsetzen: Die Zinsausgaben der privaten Haushalte sind seit dem Beginn der Rezession zurückgegangen (Tabelle B), vom Höhepunkt Mitte 2007 um knapp zwei Prozentpunkte relativ zum verfügbaren Einkommen auf 6,6% im vierten Quartal 2010.* Nach und nach profitieren immer mehr Haushalte vom gesunkenen Zinsniveau; so sind die effektiven Hypothekenzinsen um 40 Basispunkte niedriger als 2007. In geringem Ausmaß hat auch der Abbau der Verschuldungslast der privaten Haushalte die Zinszahlungen sinken lassen.

* Um die Entwicklung der Zinszahlungen auf Hypothekenkredite zu erfassen, sind das Gesamteinkommen, die Mieteinkommen, das verfügbare Einkommen sowie die Ausgaben privater Haushalte – anders als in der Statistik des Bureau of Economic Analysis (BEA) – um diese erweitert.

Fortsetzung Kasten1:
Zu den privaten Einkommen in den USA

Tabelle B:
Ausgaben der privaten Haushalte^a
in % des privaten verfügbaren Einkommens^b -

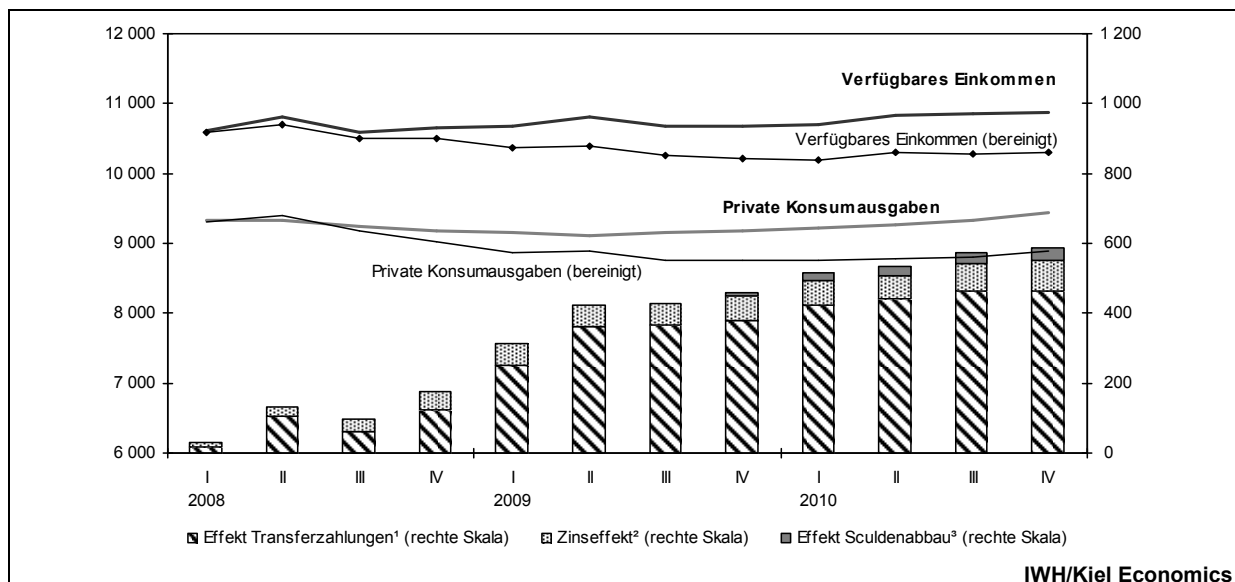
	1980er	1990er	2000-06	2007	2008	2009	2010
Verfügbares Einkommen ^b	100	100	100	100	100	100	100
Konsumausgaben	83,5	86,5	88,7	88,4	86,9	85,5	86,2
Zinszahlungen	7,7	7,4	7,4	8,4	7,9	7,6	7,0
Hypothekenkredite	5,3	5,1	5,1	6,1	5,8	5,7	5,3
Sonstige Konsumentenkredite	2,4	2,3	2,3	2,4	2,1	1,9	1,7
Transferzahlungen	0,6	0,9	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4
Ersparnis	8,2	5,2	2,7	2,0	3,9	5,6	5,5

a) Durchschnittswerte über die jeweilige Periode. – b) Um Zinszahlungen auf Hypothekenkredite erweitert.

Quellen: Bureau of Economic Analysis, eigene Berechnungen IWH/Kiel Economics.

Unter dem Strich erhöhten gestiegene Transferzahlungen und die aufgrund von geringerem Zinsniveau und niedrigerer Verschuldung gesunkenen Zinszahlungen das verfügbare Einkommen der Haushalte zum Ende des vergangenen Jahres um mehr als 5% und die privaten Konsumausgaben um 6% (vgl. Abbildung).

Abbildung:
Effekte höherer Transfer- und niedrigerer Zinszahlungen auf verfügbares Einkommen und Konsumausgaben
- in Mrd. US-Dollar von 2005 -



¹ Differenz aus tatsächlichen und hypothetischen Transferzahlungen (bei konstanter Transferquote). – ² Differenz aus hypothetischen Zinszahlungen (bei konstant gehaltenem Zinsniveau vom 4. Quartal 2007) und tatsächlichen Zinszahlungen. – ³ Differenz aus dem Rückgang der Zinszahlungen seit dem 4. Quartal 2007 und dem Zinseffekt.

Quellen: Bureau of Economic Analysis; Federal Reserve Board; eigene Berechnungen.

Bei den Lagerinvestitionen und den Importen wird es kurzfristig wohl eine Gegenbewegung zur starken Dynamik im Schlussquartal des Jahres 2010 geben. Insgesamt erwarten wir einen Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts von 3,1% im laufenden Jahr, und von 3% für 2012 (Abbildung 2). Dabei wird die Arbeitslosigkeit nur allmählich zurückgehen, auch weil jene, die sich vorübergehend vom Arbeitsmarkt abgewendet haben, wieder auf Arbeitssuche gehen werden, sobald sich die konjunkturelle Lage bessert. Im Jahresdurchschnitt dürfte die Arbeitslosenquote im kommenden Jahr 7,7% betragen, nach 8,5% in diesem Jahr (Tabelle 1). Vor dem Hintergrund einer andauernden Unterauslastung der Produktionskapazitäten wird sich die Kerninflation wohl erst im Laufe des kommenden Jahres merklich beschleunigen. Im Jahresdurchschnitt dürften die Lebenshaltungskosten insgesamt in diesem und im kommenden Jahr um jeweils 1,7% zulegen, wobei sich der Preisauftrieb vor allem im kommenden Jahr beschleunigen dürfte. Mittelfristig ist mit deutlich höheren Preissteigerungen zu rechnen, sobald die Kapazitäten wieder normal ausgelastet sind und größere Preiserhöhungsspielräume für die Unternehmen bestehen.

Tabelle 1:
Eckdaten zur Wirtschaftsentwicklung in den USA

	2010	2011	2012
	<i>Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %</i>		
Reales Bruttoinlandsprodukt	2,8	3,1	3,0
Privater Konsum	1,8	2,9	3,0
Staatskonsum	1,0	0,9	0,9
Bruttoanlageinvestitionen	3,8	5,9	5,3
Inländische Verwendung	3,2	3,0	2,8
Exporte	11,8	8,9	8,5
Importe	12,7	7,6	6,2
Außenbeitrag ¹	-0,5	-0,1	0,0
Verbraucherpreise	1,6	1,7	1,7
	<i>in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts</i>		
Budgetsaldo ²	-8,9	-9,8	-7,8
Leistungsbilanzsaldo	-3,3	-3,3	-3,1
	<i>in % der Erwerbspersonen</i>		
Arbeitslosenquote	9,6	8,5	7,7

¹ Wachstumsbeitrag. – ² Bund, Fiskaljahr.

Quellen: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics; eigene Prognose. Derzeit noch geringe Evidenz für Überhitzung in Asien

In Asien hatte das Auslaufen der Impulse von Finanzpolitik und Lagerzyklus im vergangenen Sommer zu einer vorübergehenden Abschwächung der Konjunktur geführt. In den letzten Monaten des Jahres 2010 zogen Industrieproduktion und Handel aber wieder kräftig an. Der gesamtwirtschaftliche Produktionszuwachs ist in China im vierten Quartal 2010 von einem ohnehin hohen Niveau aus nochmals gestiegen (von 9,6% auf 9,8% gegenüber Vorjahresquartal). In Indien blieb die Wachstumsdynamik in etwa unverändert, in Japan schwächten sich Produktion und heimische Nachfrage ab. Dafür war vor allem das Auslaufen steuerlicher Konsumanreize im September verantwortlich. Die jüngsten Zahlen zum Außenhandel und zur Industrieproduktion im Winter zeigen eine kräftige Belebung auch in Japan.

In Anbetracht der kräftigen Konjunktur ist die Geldpolitik in den meisten asiatischen Ländern trotz einiger restriktiver Schritte insgesamt nach wie vor deutlich expansiv. Dies wird wohl für den gesamten Prognosezeitraum gelten. Auf Dauer muss eine solche Konstellation zur Überhitzung der Wirtschaft und zu Risiken für die Preisstabilität führen. Es ist aber gegenwärtig nicht leicht, zweifelsfreie Indizien für eine solche Entwicklung zu finden. Das gilt zumal für China, das große Wachstumszentrum der Region. Der Verbraucherpreisanstieg hat sich dort in den vergangenen Monaten auf knapp 5% beschleunigt, vor allem aufgrund der Preisanstiege bei Energie und Nahrungsmitteln. Ohne diese Komponenten beträgt die Rate nur rund 2%. Auch Berichte über Lohnzuschläge von vielfach über 10% (offizielle Statistiken über die aktuelle Lohnentwicklung fehlen) sind kaum als Belege für das Entstehen einer Lohn-Preisspirale zu deuten, denn die Produktivitätszuwächse im verarbeitenden Gewerbe sind im Schnitt der vergangenen Jahre nicht niedriger. Vor dem Hintergrund eines nominalen Produktionszuwachses von knapp 17% im Jahr 2010 (was etwa dem Mittelwert der vergangenen 5 Jahre entspricht) deutet auch der gegenwärtige Immobilienpreisanstieg von landesweit 6 bis 7% kaum auf das Entstehen einer Hauspreisblase hin.

Im chinesischen Wirtschaftssystem verfügt die Politik wohl über genügend, vorwiegend nicht marktkonforme Mittel, um für eine ganze Weile, und unter Inkaufnahme von Ineffizienzen, die ex-

pansiven Effekte niedriger Zinsen und hoher Wachstumsraten von Geld und Kredit abzdämpfen. Wo sich die Wirtschaftspolitik eher an marktwirtschaftlichen Prinzipien orientiert, etwa in Korea oder (mit einigen Abstrichen) Indien, ist die Überhitzungsgefahr drängender. Aber auch dort liefern die Daten gegenwärtig kaum mehr als Warnsignale: In Korea ist der Anstieg der Verbraucherpreisinflation zwar besonders rasch, aber mit 4,5% (Februar) für das Land noch nicht außergewöhnlich hoch. In Indien steigen die Verbraucherpreise derzeit mit 9,3% (Januar) erheblich, aber die Preisdynamik ist schon seit Herbst 2008 so hoch und war zwischenzeitlich sogar noch deutlich ausgeprägter.

Europäische Union

Euroraum der drei Geschwindigkeiten

In der Währungsunion hat die Produktion im vergangenen Jahr um 1,7% zugenommen. Die deutliche Erholung im ersten Halbjahr stammte vorwiegend von einem kräftigen Lageraufbau, ihre schwächere Fortsetzung im zweiten Halbjahr verdankt sie vor allem dem Außenhandel. Seit Beginn der Erholung gibt es ein Europa der drei Geschwindigkeiten, mit Rezession oder Stagnation in von der Schulden- und Vertrauenskrise betroffenen Ländern (Griechenland und Portugal, sowie Spanien), einem kräftigen Aufschwung insbesondere in Deutschland und einer langsamen Erholung zum Beispiel in Frankreich und Italien. Typischerweise reagieren diese beiden Volkswirtschaften weniger stark auf weltwirtschaftliche Schwankungen, als es die deutsche tut. Denn Industriegüter, deren Nachfrage mit der internationalen Konjunktur stark schwankt, spielen für die Exportwirtschaften Frankreichs und Italiens eine geringere Rolle. Zudem profitieren die Immobiliensektoren dieser Länder weniger vom günstigen Zinsniveau. Hier dürfte ins Gewicht fallen, dass die Preise für Immobilien in Frankreich und Italien in den Jahren vor der Finanzkrise stark gestiegen waren. Das Preissteigerungspotential scheint deshalb, anders als in Deutschland, gegenwärtig recht gering.

Gravierend sind auch die Unterschiede auf den nationalen Arbeitsmärkten: Im Euroraum insgesamt blieben Beschäftigung und Arbeitslosigkeit

im Jahr 2010 nahezu unverändert. Während die Arbeitslosenquote aber in Deutschland im Januar 2011 (nach Eurostat-Berechnung) um 0,8 Prozentpunkte niedriger lag als vor einem Jahr, ist sie etwa in Spanien noch einmal um 1,2 Prozentpunkte auf 20,4% gestiegen. Wo die Arbeitsmarktlage besonders schlecht ist, geraten die Löhne stark unter Druck. So sind die Arbeitskosten in der gewerblichen Wirtschaft in Spanien und Griechenland im vergangenen Jahr wohl gesunken. Auf den Verbraucherpreisanstieg schlägt die Lohnmoderation noch kaum durch; dem wirkt in den Krisenländern die Erhöhung indirekter Steuern und administrierter Preise entgegen. Ab Herbst hat sich der Preisauftrieb im gesamten Euroraum aufgrund gestiegener Rohstoffpreise beschleunigt – auf 2,4% gegenüber der Vorjahresperiode im Februar. Die Kernrate (Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel) liegt hingegen bei wenig über 1%.

Die Europäische Zentralbank wird im Prognosezeitraum den Expansionsgrad ihrer Politik nur nach und nach zurückfahren. Wir rechnen mit einem ersten Zinsschritt im zweiten Quartal und weiteren Schritten bis auf 2% Ende 2012 (Kasten 2). Die Finanzpolitik wird im Prognosezeitraum die Konjunktur hingegen erheblich dämpfen. Die letzten expansiven Wirkungen der Konjunkturpakete laufen aus; an ihre Stelle sind zum Teil drastische Konsolidierungsmaßnahmen getreten, so in Spanien (mit einer geplanten Rückführung des konjunkturbereinigten Defizits um 2½ Prozentpunkte relativ zum Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2011), aber auch in Frankreich (1½ Prozentpunkte). Trotz – oder wegen – dieser Pläne hat sich die Stimmung im Euroraum im Trend deutlich aufgehellt. Das von der Europäischen Kommission erhobene Wirtschaftsvertrauen (Economic Sentiment) hat im Februar seinen höchsten Stand seit Oktober 2007 erklommen. Aber natürlich gibt es auch hier die regionalen Unterschiede: Für die Mittelmeerländer liegt der Indikator noch immer unter seinem langjährigen Durchschnitt.

Tabelle 2:
Eckdaten zur Wirtschaftsentwicklung im Euroraum

	2010	2011	2012
	<i>Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %</i>		
Reales Bruttoinlandsprodukt	1,7	1,9	1,5
Privater Konsum	0,7	0,9	1,4
Öffentlicher Konsum	0,7	0,1	0,3
Bruttoanlageinvestitionen	-0,8	3,3	3,0
Inländische Verwendung	0,8	1,1	1,4
Exporte ¹	10,6	8,2	6,6
Importe ¹	8,7	6,8	6,5
Außenbeitrag ²	0,8	0,5	0,1
Verbraucherpreise ³	1,6	2,4	2,0
Lohnstückkosten	-0,4	0,7	0,8
	<i>in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts</i>		
Budgetsaldo ⁴	-6,1	-4,5	-3,9
Leistungsbilanzsaldo	-0,4	-0,3	-0,3
	<i>in % der Erwerbspersonen</i>		
Arbeitslosenquote ⁵	10,0	9,7	9,5

¹ Einschließlich Intrahandel. – ² Wachstumsbeitrag. – ³ Harmonisierter Verbraucherpreisindex. – ⁴ Gesamtstaatlich. – ⁵ Standardisiert.

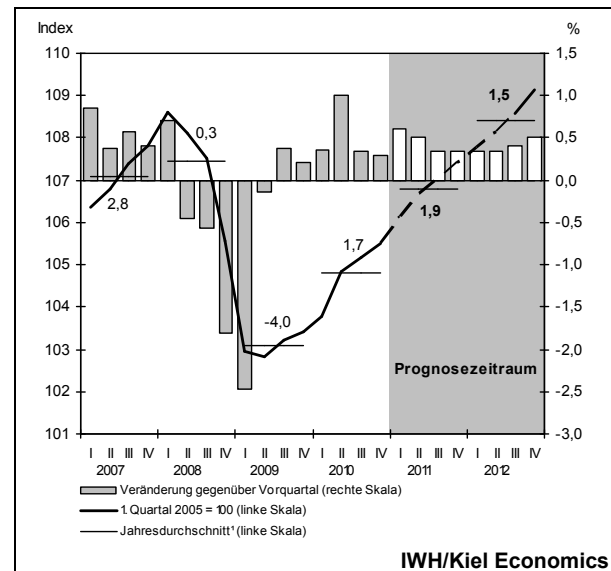
Quellen: Eurostat; Prognose

Die vorliegende Prognose unterstellt, dass sich die Schulden- und Vertrauenskrise im Euroraum nicht ausweitet. Aufgrund des günstigen weltwirtschaftlichen Umfelds ist dann für das erste Halbjahr des laufenden Jahres mit einer deutlichen Zunahme der Produktion zu rechnen. In der zweiten Jahreshälfte wird aber die restriktive Finanzpolitik den Produktionsanstieg verlangsamen. Insgesamt rechnen wir mit einem Produktionszuwachs von 1,9% im laufenden Jahr (Tabelle 2). Hierbei werden der Außenhandel und die Anlageninvestitionen die wesentlichen Impulsgeber sein. Die regionalen Divergenzen setzen sich fort: insbesondere bleibt die konjunkturelle Dynamik in der Peripherie schwach. Auch im Jahr 2012 belasten die Konsolidierungsmaßnahmen die Konjunktur, der Restriktionsgrad lässt aber im Verlauf nach (Abbildung 2). Insgesamt rechnen wir mit einem Zuwachs der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage um 1,5%. Dazu trägt neben den Anlageinvestitionen wesentlich der private Konsum bei.

Die Inflation wird im Jahr 2011 vom Anstieg der Rohstoffpreise getrieben. Mehr und mehr gewinnt aber die anziehende Lohndynamik in den Aufschwung-Ländern an Bedeutung. Unter der Annahme, dass der relative Preis von Energie ab Frühjahr 2011 nicht mehr steigt, beträgt die Ver-

braucherpreisinflation im Jahr 2011 knapp 2½%. Im Jahr 2012 bewegt sich der Verbraucherpreisanstieg an der 2%-Marke.

Abbildung 3:
Reales Bruttoinlandsprodukt im Euroraum
- Saisonbereinigter Verlauf -



¹ Zahlenangaben: Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %.

Quellen: Eurostat; eigene Berechnungen; ab 1. Quartal 2011: eigene Prognose.

Drastischer Policy-Mix in Großbritannien

In Großbritannien scheint die Erholung Ende 2010 ins Stocken geraten zu sein: Das reale Bruttoinlandsprodukt sank im vierten Quartal um 0,6%. Ein Gutteil des Rückgangs ist auf Behinderungen der Bauwirtschaft durch den ungewöhnlich frostigen Winter zurückzuführen. Auf der anderen Seite hat sich die Expansion der Industrieproduktion bis zuletzt fortgesetzt, und die Exporte zogen im Herbst weiter an. Offensichtlich profitiert der Produktionsstandort Großbritannien erst nach und nach von der massiven Abwertung des Pfundes in der Finanzkrise vor zwei Jahren. Was die Binnen- nachfrage aber zuletzt geschwächt hat und auch im Prognosezeitraum einen kräftigen Aufschwung verhindern wird, ist eine andere Hinterlassenschaft der Finanzkrise: Das gesamtstaatliche Budgetdefizit betrug in den vergangenen beiden Jahren deutlich über 10% in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. Die seit Mai amtierende konservative Regierung hat sich rasch auf einen steilen Konsolidierungspfad festgelegt. Für das Jahr 2011 beinhaltet er, dass das konjunkturbereinigte Defizit um 2,3%

Kasten 2:

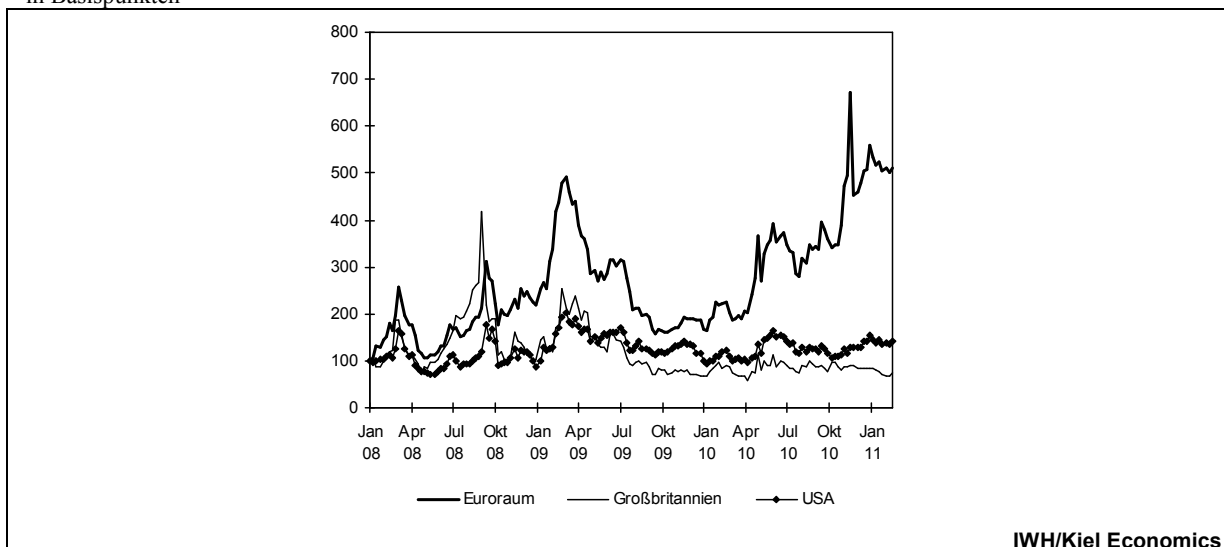
Monetäre Rahmenbedingungen im Euroraum günstig – Leitzinserhöhung in Sicht

Weiterhin herrscht auf den Finanzmärkten Misstrauen gegenüber Banken im Euroraum: Die Versicherungsprämien für Ausfälle von Bankschulden sind seit Jahresbeginn anhaltend auf hohem Niveau (Abbildung). Dass sich auch der Interbankenmarkt noch nicht wieder vollständig normalisiert hat, ist wohl auch der Grund für die nach wie vor recht hohe Volatilität der Zentralbankguthaben und die umfangreichen Überschussreserven der Kreditinstitute.

Abbildung:

Mittlere Preise für Kreditausfallversicherungen bei Bankschuldverschreibungen mit einer Restlaufzeit von fünf Jahren (Januar 2008=100)

- in Basispunkten -



IWH/Kiel Economics

Quellen: Thomson Financial.

Sehr niedrig ist das Zinsniveau am kurzen Ende. Der maßgebliche Leitzins der Europäischen Zentralbank (EZB) liegt bislang unverändert auf dem niedrigen Niveau von 1%. Bis Ende Februar erwarteten die Märkte keine rasche Änderung der Leitzinspolitik: Der durchschnittliche Zinssatz für unbesichertes Dreimonatsgeld (Euribor) lag im Februar bei durchschnittlich 1,1%, für besichertes Dreimonatsgeld lag der Zins (Eurepo) sogar noch einmal knapp 30 Basispunkte darunter. Auf der Pressekonferenz nach der Sitzung des EZB-Zentralbankrats am 3. März 2011 wurde allerdings eine baldige Leitzinserhöhung signalisiert. Es ist damit zu rechnen, dass die EZB einen ersten Zinsschritt im zweiten Quartal 2011 durchführen wird und weitere folgend werden, so dass der Leitzins Ende 2012 bei 2% liegt. Es wird angenommen, dass so einerseits die Preisstabilität im Euroraum und andererseits die Stabilität am Interbankenmarkt gewährleistet bleibt. Letzteres wird zudem durch die Fortführung der Hauptrefinanzierungsgeschäfte als Mengentender mit Vollzuteilung bis mindestens Mitte 2011 sichergestellt.

Die Umlaufrenditen 10-jähriger Staatsanleihen mit AAA-Rating im Euroraum sind seit Jahresbeginn leicht gestiegen und lagen im Februar bei durchschnittlich 3,5%. Die Bedingungen für die Finanzierung nichtfinanzieller Unternehmen an den Kapitalmärkten blieben weitgehend unverändert, so lagen die durchschnittlichen Umlaufrenditen in den ersten beiden Monaten 2011 bei 3,2 (3,8)% für Schuldner mit höchster (mittlerer) Bonität.

Das Kreditwachstum an nichtfinanzielle Unternehmen ist seit Sommer 2009 das erste Mal leicht gestiegen. Die Ergebnisse der jüngsten Umfrage unter den Banken im Eurosystem (Bank Lending Survey) zeigen, dass die Kreditvergabebedingungen europäischer Banken an Unternehmen im vierten Quartal 2010 per saldo nicht mehr verschärft wurden. Jedoch wird erwartet, dass die Banken in den nächsten 3 Monaten ihre Kreditrichtlinien wieder leicht verschärfen werden.

Der Dollar-Wechselkurs des Euro ist seit Jahresbeginn von 1,32 auf rund 1,40 US-Dollar pro Euro Anfang März gestiegen. Gemessen am real effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den wichtigsten Handelspartnern entspricht die Wettbewerbsfähigkeit von Produzenten im Euroraum zurzeit in etwa dem langjährigen Mittel.

zurückgeführt werden soll. Die Mehrwertsteueranhebung zu Jahresbeginn hat zusammen mit der Teuerung bei den Rohstoffen den Anstieg der Verbraucherpreise auf 4% springen lassen. Vermutlich wird sich die Bank von England im Sommer genötigt sehen, das historisch niedrige Niveau des Leitzinses von 0,5% anzuheben – aber nur leicht, denn es gibt kaum Anzeichen für das Entstehen einer Lohn-Preis-Spirale. Die weiterhin sehr expansive Geldpolitik wird wohl verhindern, dass die drastischen Konsolidierungsmaßnahmen die britische Wirtschaft wieder in die Rezession treiben. Stattdessen dürfte die Produktion in Großbritannien in diesem Jahr um 1½% expandieren. Im Jahr 2012 dürfte sich der Zuwachs auf knapp 2% erhöhen, denn die finanzpolitische Restriktion lässt etwas nach.

Mittel- und osteuropäische Länder profitieren von anziehender Auslandsnachfrage

In den mittel- und osteuropäischen Mitgliedsländern⁵ der Europäischen Union hat sich die konjunkturelle Erholung im zweiten Halbjahr 2010 fast überall durchgesetzt. Die wesentlichen Impulse dafür kamen vom Export, insbesondere die Nachfrage aus Deutschland zog deutlich an. Von der sich nur zögerlich entwickelnden Inlandsnachfrage sind hingegen bis zuletzt kaum Impulse ausgegangen.

Angesichts wieder steigender Inflationsraten und höherer Inflationserwartungen haben einige Zentralbanken ihre Zinsen in den letzten Monaten leicht angehoben. In den meisten Ländern wird die Geldpolitik aber auch im Prognosezeitraum expansiv wirken. Anders die Finanzpolitik: Die Budgetdefizite lagen im Jahr 2010 mit Ausnahme Estlands in allen Ländern weit über der Grenze von 3% im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt. In einigen Ländern – etwa Ungarn – gehen die Konsolidierungsbemühungen aus dem Jahr 2010 im Prognosezeitraum weiter, andernorts – etwa in Polen – soll mit der Konsolidierung dieses Jahr begonnen werden.

Auf den Arbeitsmärkten zeichnet sich trotz konjunktureller Erholung nur wenig Entspannung

⁵ Gemeint sind hier die zehn der Europäischen Union beigetretenen Länder Bulgarien, Estland, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Slowenien, Slowakei, Tschechien und Ungarn.

ab. Die Arbeitslosenquoten liegen in der Region um die 10%, in den baltischen Ländern sogar noch deutlich höher. Die vollständige Öffnung des deutschen Arbeitsmarkts für die mittel- und osteuropäischen Mitgliedsländer ab Mai dieses Jahres könnte, vor allem im Segment der besser qualifizierten Arbeitskräfte, eine zusätzliche Entlastung bringen.

Die moderate wirtschaftliche Expansion in der Region wird sich im Prognosezeitraum fortsetzen. Das Bruttoinlandsprodukt wird im gewichteten Länderdurchschnitt nach rund 2% im vergangenen Jahr um gut 3% in diesem Jahr und 2012 um 4% zulegen.

Deutsche Konjunktur

Aufschwungkräfte entfalten sich nach frühem Wintereinbruch weiter

Der Winter hatte Deutschland ungewöhnlich früh im Griff. Dies dürfte der wichtigste Grund dafür sein, dass die wirtschaftliche Aktivität im Baugewerbe (-3,5% gegenüber Vorquartal) und im Handel (-0,7%) im vierten Quartal 2010 zurückging. Das Verarbeitende Gewerbe legte allerdings weiter zu (+0,4%), genau wie die öffentlichen und privaten Dienstleister (+0,8%). Insgesamt blieb der Aufschwung somit intakt; die preisbereinigte Bruttowertschöpfung stieg um 0,6% und das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt um 0,4%. Die über 160 Wirtschaftsindikatoren, die der IWH-Flash-Indikator⁶ berücksichtigt, deuten insgesamt darauf hin, dass die wirtschaftliche Aktivität nun wieder etwas stärker zunimmt. Im ersten Quartal 2011 dürfte das reale Bruttoinlandsprodukt um 0,8% und im zweiten Quartal um 0,9% steigen (Tabelle 3). Für das Jahr 2011 rechnen wir insgesamt mit einer jahresdurchschnittlichen Wachstumsrate von 3,0% (Abbildung 4 und Tabelle 4). Das 66%-Prognoseintervall reicht von 2,5% bis 3,5% (Abbildung 5).⁷ Dieses Intervall beziffert die

⁶ Eine ausführliche Beschreibung des IWH-Flash Indikators findet sich in IWH, Wirtschaft im Wandel, Jg. 17 (1), 2011, S. 13.

⁷ Das 66%-Prognoseintervall überlagert die Wachstumsrate mit einer Wahrscheinlichkeit von 66% – sofern das Basisszenario zutreffend ist. Zur Berechnung werden die Prognosefehler der Vergangenheit herangezogen und

Tabelle 3:
 Quartalsdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung^a
 - Veränderung in % gegenüber dem Vorquartal -

	2010				2011				2012			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Inländische Verwendung	1,9	2,1	0,0	-0,4	0,7	0,8	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4
Private Konsumausgaben	0,2	0,4	0,5	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Öffentlicher Konsum	1,9	-1,0	1,5	0,6	-0,3	-0,3	1,0	0,8	-0,6	-0,5	1,2	1,0
Ausrüstungen	5,2	4,1	5,0	2,6	0,5	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	1,8	1,8
Bauten	-0,8	7,0	-0,8	-3,9	2,2	1,8	-0,2	-0,2	0,6	0,5	0,5	0,5
Sonstige Anlagen	0,5	2,0	1,6	1,7	0,8	1,8	2,0	2,0	1,6	1,6	1,5	1,5
Vorratsinvestitionen ^b	0,9	0,9	-0,8	0,4	0,3	0,4	-0,1	-0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,2
Außenbeitrag ^b	-1,1	0,3	0,7	0,7	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Exporte	2,2	7,6	2,7	2,5	1,9	1,8	1,6	1,6	1,7	1,7	1,8	1,9
Importe	5,5	7,9	1,4	0,9	1,7	1,6	1,6	1,7	1,8	1,8	1,8	1,9
Bruttoinlandsprodukt	0,6	2,2	0,7	0,4	0,8	0,9	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5

^a Saison- und arbeitstägliche bereinigte Werte; in Vorjahrespreisen. – ^b Beitrag zur Veränderung des Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten (Lundberg-Komponenten).

Quellen: Statistisches Bundesamt; ab 2011: eigene Prognose.

mit dem Basisszenario, dessen Rahmenbedingungen in Kasten 3 beschrieben werden, verbundene Prognoseunsicherheit; es beinhaltet keine Extremrisiken (zum Beispiel eine erhebliche Verschärfung der Schulden- und Vertrauenskrise im Euro-Raum oder eine erhebliche Verschlechterung der Lage in wichtigen ölexportierenden Ländern). In Ostdeutschland dürfte das reale Bruttoinlandsprodukt 2011 um 2,1% zulegen.

Die Beschäftigung wird weiter kräftig ausgeweitet; die Anzahl der Erwerbstätigen wird um etwa eine halbe Million zunehmen und die Arbeitslosenquote auf 6,6% (Ostdeutschland 11,1%) sinken. Außerdem wird die Produktivität weiter deutlich zunehmen und das Vorkrisenniveau überschreiten. Die Unterauslastung, die durch die Große Rezession im Zuge der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise entstanden war, ist mittlerweile abgebaut; und das reale Bruttoinlandsprodukt wird im Verlauf des Jahres 2011 wieder den Höchststand von Anfang 2008 erreichen. Wichtige Impulse gehen dabei vom privaten Konsum und von den Ausrüstungsinvestitionen aus (Tabelle 5), aber auch der Außenhandel wird die Konjunktur noch eine Zeit lang beflügeln. Sein Beitrag wird allerdings im weiteren Verlauf abnehmen, da die Importe, begünstigt durch die positive Entwicklung der inländischen Nachfrage, an Bedeutung gewinnen werden und die Exporte

aufgrund der langsameren wirtschaftlichen Erholung in wichtigen europäischen Partnerländern tendenziell etwas moderater zulegen dürften. Somit wird sich auch das konjunkturelle Tempo im Jahr 2012 etwas verlangsamen. Nichtsdestotrotz wird das reale Bruttoinlandsprodukt 2012 mit 1,9% (Ostdeutschland 1,8%) weiter über Potenzialwachstum zulegen, und die Arbeitslosenquote dürfte weiter auf 5,8% (Ostdeutschland 10,5%) sinken. Die zunehmende Knappheit auf dem Arbeitsmarkt führt zu steigenden Löhnen und Preisen. Der Anstieg der Verbraucherpreise wird 2011, auch wegen des Ölpreissprungs Anfang des Jahres, voraussichtlich 2,3% und 2012 dann 1,8% betragen. Der Deflator des Bruttoinlandsproduktes wird – unter anderem aufgrund steigender Importpreise – mit je 1,4% in den Jahren 2011 und 2012 weniger zunehmen als die Verbraucherpreise. Somit steigt das nominale Bruttoinlandsprodukt 2011 um 4,5% und 2012 um 3,4%.

Risikoszenarien ausgeblendet, d.h. die tatsächliche Prognoseunsicherheit unter Einbeziehung extremer Risiken ist höher als hier angegeben.

Kasten 3:

Rahmenbedingungen für die Prognose

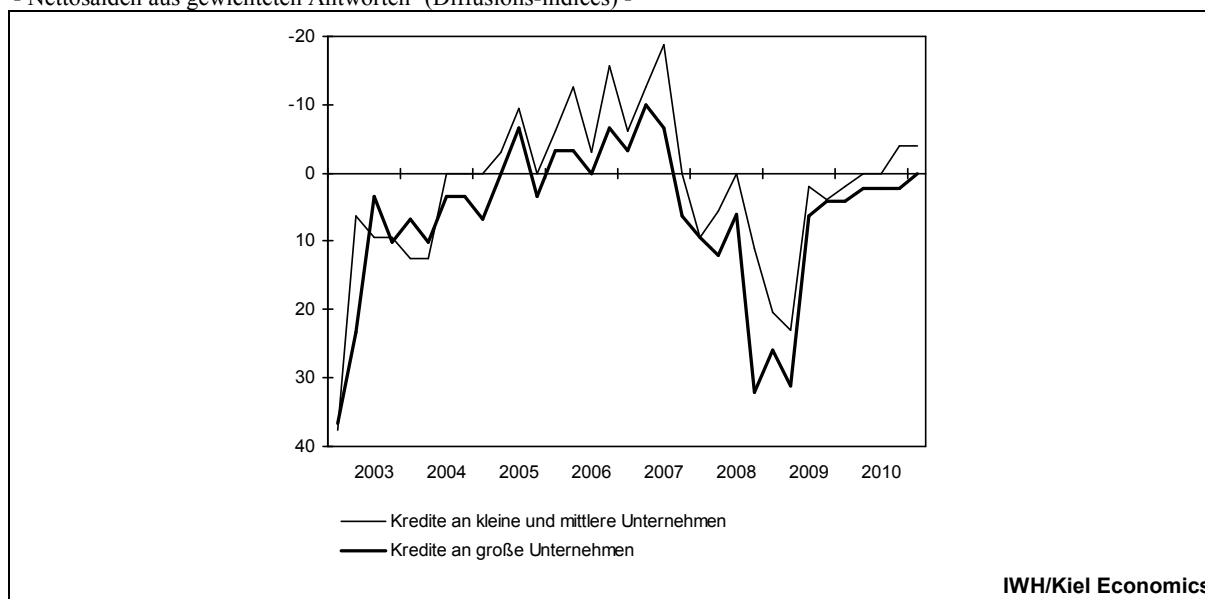
Für die Prognose wird ein US-Dollar-Kurs des Euro von 1,35 in den Jahren 2011 und 2012 angenommen. Die Prognose unterstellt, dass der Ölpreis (Brent) im Jahr 2011 bei durchschnittlich 110 und im Jahr 2012 bei durchschnittlich 113 US-Dollar pro Barrel liegen wird. Der Welthandel dürfte im Jahr 2011 um 9% und im nächsten Jahr um 7,2% zulegen. Der Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft ist im Januar um 5,2% gegenüber dem Vorjahr gefallen. Damit hat sich die deutsche Wettbewerbsfähigkeit zu Beginn des Jahres weiterhin leicht verbessert.

Seit Ende des Jahres 2010 sind die Umlaufrenditen deutscher Staatsanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit um knapp 0,5 Prozentpunkte auf 3,2% gestiegen. Die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und private Haushalte in Deutschland haben sich leicht verbessert. Die Kreditentwicklung an Unternehmen und an private Haushalte verläuft weiterhin unterschiedlich. Bei den privaten Haushalten wurde die Kreditentwicklung nach wie vor durch eine erhöhte Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten mit einem Zuwachs von über 10% im Dezember gegenüber dem Vorjahr getrieben. Insgesamt sind vor allem längerfristige Kredite für den Zuwachs im Kreditneugeschäft der Banken verantwortlich. Die Ergebnisse der jüngsten Umfrage unter den Banken in Deutschland (Bank Lending Survey) zeigen, dass sich die Kreditvergabebedingungen der Banken an Unternehmen insgesamt im vierten Quartal 2010 per Saldo weiter gelockert haben; für Großunternehmen wurden sie nicht mehr verschärft und für kleine und mittlere Unternehmen gelockert (Abbildung). Für die kommenden drei Monate gehen die Banken von einer deutlichen Lockerung der Kreditrichtlinien aus.

Abbildung:

Entwicklung der Kreditrichtlinien

- Nettosalden aus gewichteten Antworten¹ (Diffusions-indices) -



¹ Differenz (in % der gegebenen Antworten) zwischen der Summe der Angaben „deutlich“ und „leicht verschärft“ und der Summe der Angaben „etwas“ und „deutlich gelockert“ auf die Frage „Wie haben sich die Kreditrichtlinien (credit standards) Ihres Hauses für die Gewährung von Krediten an Unternehmen (inklusive Kreditlinien) in den letzten drei Monaten verändert?“. Positiver Saldo = durchschnittliche Verschärfung; negativer Saldo = durchschnittliche Lockerung.

Quellen: Deutsche Bundesbank, Bank Lending Survey.

Zu Beginn dieses Jahres schwenkte die Finanzpolitik auf einen restriktiven Kurs ein. Sie wird diese Ausrichtung auch beibehalten (Tabelle). Zum einen waren die mit den Konjunkturpaketen ergriffenen Maßnahmen teilweise temporärer Natur und laufen nun nach und nach aus. Zum anderen wird die Finanzpolitik die strukturellen Defizite zurückführen, denn die Schuldenbremse verlangt vom Bund und den fünf Ländern, die Konsolidierungshilfen bekommen, ab dem Jahr 2011 einen solchen Kurs. Alles in allem wird von der Finanzpolitik damit in diesem Jahr ein restriktiver finanzpolitischer Impuls ausgehen, der bei ¾% in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt liegt; im Jahr 2012 wird er bei knapp 1% liegen.

Tabelle:

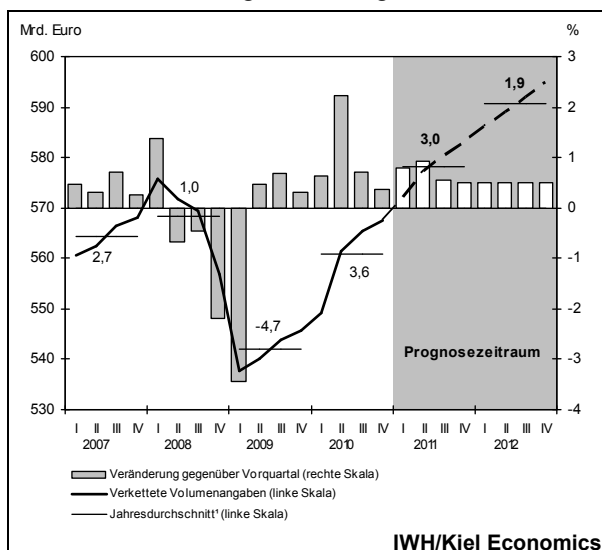
Änderung von Steuern, Sozialabgaben und Staatsausgaben durch diskretionäre Maßnahmen¹
- Haushaltsentlastungen (+) und Haushaltsbelastungen (-), in Mrd. Euro gegenüber 2010 –

	2011	2012
<i>Zukunftspaket vom Sommer 2010</i>	8,3	13
Einführung einer Luftverkehrsabgabe	1	1
Abbau von Vergünstigungen bei der Energiesteuer	0,9	0,8
Erhöhung der Tabaksteuer	0,2	0,5
Reduktion des Elterngeldes	0,7	0,7
Bankenabgabe	-	1,3
Wegfall des befristeten Zuschlags beim Übergang von ALG in ALG II	0,2	0,2
Wegfall der Heizkostenkomponente beim Wohngeld	0,1	0,3
Einführung einer Brennelementesteuer (netto)	1,0	1,5
Bahndividende	0,5	0,5
Änderungen im SGB II und III	2	4
Einsparungen bei disponiblen Ausgaben	1,5	2,5
Kürzung der Verwaltungsausgaben	0,8	0,8
Aufschiebung des Wiederaufbaus des „Stadtschlusses“	0,1	0,1
<i>Sonstige Maßnahmen</i>	8,7	9,0
Jahressteuergesetz 2011	-0,8	-0,5
Anpassung der Regelsätze bei ALG II und Bildungspaket	-1,5	-1,8
Erhöhung des Beitragssatzes zur Arbeitslosenversicherung von 2,8 auf 3,0% zum 01.01.2011	2	2,1
Erhöhung des gesetzlichen Beitragssatzes zur Krankenversicherung von 14,9 auf 15,5% zum 01.01.2011	6	6,2
Umsetzung von Einsparmaßnahmen im Gesundheitssektor	3	3
Summe	16,7	22,2

¹ Ohne makroökonomische Rückwirkungen; ohne Berücksichtigung der Stützungsmaßnahmen für Finanzinstitute.

Quellen: Bundesministerium der Finanzen; Berechnungen und Schätzungen des IWH.

Abbildung 4:
Reales Bruttoinlandsprodukt in Deutschland
- Saison- und arbeitstäglich bereinigter Verlauf -



¹ Ursprungswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %.

Quellen: Statistisches Bundesamt; eigene Berechnungen; ab 1. Quartal 2011: eigene Prognose.

Tabelle 4:
Statistische Komponenten der BIP-Wachstumsrate
- in % bzw. Prozentpunkten -

	2010	2011	2012
Statistischer Überhang ¹	0,7	1,2	0,9
Jahresverlaufsrate ²	4,0	2,8	2,0
Jahresdurchschnittliche BIP-Rate, kalenderbereinigt	3,5	3,1	2,1
Kalendereffekt ³	0,1	-0,1	-0,2
Jahresdurchschnittliche BIP-Rate, kalenderjährlich ⁴	3,6	3,0	1,9

¹ Saison- und kalenderbereinigtes reales BIP im vierten Quartal des Vorjahres in Relation zum kalenderbereinigten Quartalsdurchschnitt des Vorjahres. – ² Jahresveränderungsrate im vierten Quartal, saison- und kalenderbereinigt. – ³ In % des realen BIP. – ⁴ Abweichungen in der Summe rundungsbedingt.

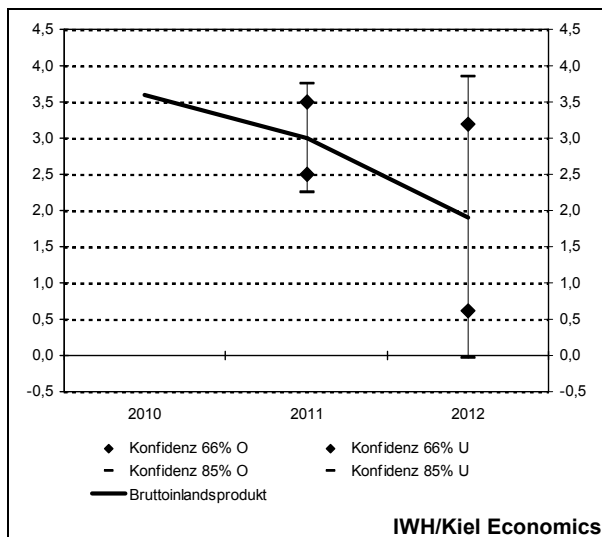
Quellen: Statistisches Bundesamt; ab 2011: eigene Prognose.

Tabelle 5:
Beiträge der Nachfragekomponenten zur Veränderung des Bruttoinlandsprodukts
- in Prozentpunkten -

	2010	2011	2012
Inländische Verwendung	2,4	1,7	1,6
Konsumausgaben	0,7	0,9	1,0
Private Konsumausgaben	0,2	0,7	0,8
Konsumausgaben des Staates	0,5	0,2	0,2
Bruttoanlageinvestitionen	1,1	0,8	0,7
Ausrüstungen	0,7	0,6	0,5
Bauten	0,3	0,1	0,1
Sonstige Anlagen	0,1	0,1	0,1
Vorratsveränderung	0,6	0,0	0,0
Außenbeitrag	1,3	1,3	0,3
Exporte	5,8	4,4	3,2
Importe	-4,5	-3,1	-2,9
Bruttoinlandsprodukt	3,6	3,0	1,9

Quellen: Statistisches Bundesamt; ab 2011: eigene Prognose.

Abbildung 5:
Prognoseunsicherheit
- Veränderung gegenüber Vorjahr in % -



Quellen: Statistisches Bundesamt; eigene Berechnungen.

Positive Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt setzt sich fort

Infolge des anhaltend kräftigen Anstiegs der gesamtwirtschaftlichen Produktion nahm im vierten Quartal 2010 die Zahl der Erwerbstätigen saisonbereinigt um 98 000 Personen bzw. 0,2% zu und erreichte mit knapp 40,7 Millionen Personen den

höchsten Wert seit Anfang 1991. Mit ca. 120 000 Personen stieg die Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten besonders deutlich, wovon etwa die Hälfte auf Vollzeitstellen entfiel. Etwa zwei Fünftel des gesamten Beschäftigungszuwachses geht auf Leiharbeiter zurück. Der Anteil der Leiharbeiter an der Zahl der Arbeitnehmer beträgt nunmehr 2½%.

Das gesamtwirtschaftliche Arbeitsvolumen nahm saisonbereinigt im vierten Quartal des Jahres 2010 nicht weiter zu.⁸ Die geleistete Arbeitszeit je Erwerbstätigen ging erstmals seit fünf Quartalen wieder leicht zurück. Vor allem in den witterungsabhängigen Wirtschaftsbereichen nahm die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden deutlich ab. Hingegen stieg im Verarbeitenden Gewerbe das Arbeitsvolumen das sechste Quartal in Folge. Dies ist zum einen auf die Ausweitung des Personalbestandes zurückzuführen. Zum anderen ist mit der Rückführung der Kurzarbeit, der Ausweitung von Überstunden sowie dem Aufbau der Arbeitszeitkonten die Arbeitszeit je Erwerbstätigen deutlich gestiegen.

Die Arbeitslosigkeit ist weiter gesunken. Im vierten Quartal des Jahres 2010 waren saisonbereinigt 3,15 Millionen Personen arbeitslos.⁹ Dies waren 53 000 Arbeitslose weniger als im Vorquartal. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass Sondereffekte den statistischen Ausweis der Arbeitslosigkeit beeinflusst haben. Begünstigt wurde der Rückgang der registrierten Arbeitslosigkeit auch durch die weitere Abnahme des gesamtwirtschaftlichen Arbeitsangebots.¹⁰

⁸ Die Saisonbereinigung des geleisteten Arbeitsvolumens nach dem Berliner Verfahren BV4.1 zeigt allerdings einen anderen konjunkturellen Verlauf auf. Demnach nahm die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden gegenüber dem Vorquartal um 0,2% zu. Die Zahl der Erwerbstätigen nahm von 0,3% zu, und die je Erwerbstätigen geleisteten Stunden sanken leicht um 0,1%.

⁹ Seit Mai 2009 werden Arbeitslose, die von privaten Vermittlern betreut werden, nicht mehr als arbeitslos registriert. Hingegen ist durch das Auslaufen von vorruhestandsähnlichen Regelungen die Zahl der registrierten Arbeitslosen gestiegen.

¹⁰ Nach Schätzungen des IAB nahm im Jahr 2010 das Erwerbspersonenpotential um 92 000 Personen ab. Vgl. Fuchs, J.; Hummel, M.; Klinger, S.; Spitznagel, E.; Wanger, S.; Zika, G.: Der Arbeitsmarkt schließt an den vorherigen Aufschwung an, in: IAB-Kurzbericht, 18/2010, S. 10.

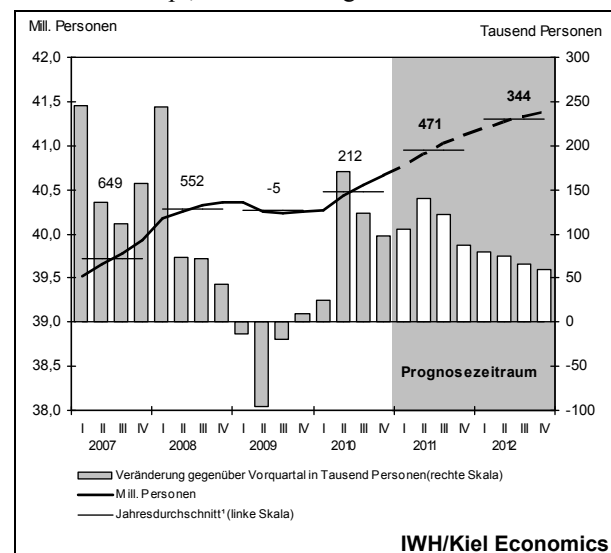
Während in der Großen Rezession die Tarifabschlüsse vor allem auf die Beschäftigungssicherung ausgerichtet waren, wurden im Jahr 2010 insbesondere Pauschalzahlungen vereinbart, die nicht zu dauerhaften Tarifanhebungen führten. Insgesamt nahmen die Tarifverdienste im vergangenen Jahr mit 1,6% nur relativ wenig zu, wobei diese auch noch von den länger laufenden höheren Abschlüssen des Vorjahres profitierten. In den zu Beginn des Jahres 2011 getroffenen Vereinbarungen wurden hingegen bereits häufig Tarifsteigerungen von mehr als 3% sowie Einmalzahlungen beschlossen. Es ist davon auszugehen, dass damit im Durchschnitt die Tarifverdienste im Jahr 2011 um 2,0% und im darauffolgenden Jahr um 2,4% steigen werden.

Dies beeinflusst auch die Entwicklung der Effektivverdienste. Stiegen diese je Arbeitnehmer bereits im Jahr 2010 um 2,3% aufgrund des Rückgangs der Kurzarbeit, wird im Prognosezeitraum aufgrund der günstigen Arbeitsmarktlage mit weiter anziehenden Löhnen gerechnet. So werden die Effektivverdienste je Arbeitnehmer in diesem Jahr mit 2,5% steigen und im nächsten Jahr mit 2,7% nochmals stärker zulegen.¹¹ Die Stundenverdienste, die im vergangenen Jahr aufgrund des Kurzarbeitseffekts und des sich daran anschließenden Aufbaus der Arbeitszeitkonten leicht schrumpften, werden in diesem Jahr um 2,3% und im folgenden Jahr um 2,9% steigen. Die höheren Lohnsteigerungen reflektieren nunmehr auch spürbar werdende Knappheiten auf dem Arbeitsmarkt, die zu steigenden Lohnstückkosten führen.

Im Prognosezeitraum wird sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt weiter verbessern. Dafür spricht auch die Entwicklung der Zahl der offenen Stellen am ersten Arbeitsmarkt. So gab es im vierten Quartal des Jahres 2010 etwa eine Million offene Stellen. Dies war ein Viertel mehr als im Vorjahresquartal.¹² Auch das seit 1998 erhobene ifo Be-

schäftigungsbarometer übersteigt sein Niveau vom Arbeitsmarktaufschwung 2006-2008 mittlerweile sehr deutlich. Im Jahr 2011 wird die Zahl der Erwerbstätigen um 471 000 Personen (1,2%) und im Jahr 2012 um 344 000 Personen (0,8%) über dem Vorjahresstand liegen (Abbildung 6).

Abbildung 6:
Erwerbstätige
- Inlandskonzept, saisonbereinigter Verlauf -



¹ Ursprungswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Tausend Personen.

Quellen: Statistisches Bundesamt; eigene Berechnungen; ab 1. Quartal 2011: eigene Prognose.

Die Zahl der registrierten Arbeitslosen wird weiter zurückgehen. Begünstigt wird dies durch den weiteren Rückgang des gesamtwirtschaftlichen Arbeitsangebots. Die Abnahme des Erwerbspersonenpotentials wird jedoch deutlich schwächer ausfallen als zuletzt, da die Beschränkung der Freizügigkeit für Arbeitnehmer aus EU-Mitgliedsländern in diesem Jahr ausläuft.¹³ Die auf die Erwerbspersonen bezogene Arbeitslosenquote

¹¹ Aufgrund eines Urteils des Bundesarbeitsgerichts vom 14.12.2010 wird der Tarifgemeinschaft Christlicher Gewerkschaften für Zeitarbeit und Personal-Service-Agenturen (CGZP) die Tariffähigkeit aberkannt. Dies könnte für die betroffenen Leiharbeiter eventuell dazu führen, dass sie ein höheres Gehalt rückwirkend einklagen können und die Sozialversicherungsträger Beiträge nachfordern.

¹² IAB-Erhebung des gesamtwirtschaftlichen Stellenangebots: Presseinformation des IAB vom 16.02.2011.

¹³ Baas und Brücker (2010) schätzen den Wanderungssaldo, der sich durch den Wegfall der Beschränkung der Freizügigkeit im Mai 2011 ergibt, auf etwa 134 000 Personen (vgl. Baas, T.; Brücker, H.: Wirkungen der Zuwanderungen aus den neuen mittel- und osteuropäischen EU-Staaten auf Arbeitsmarkt und Gesamtwirtschaft, Friedrich-Ebert-Stiftung, Bonn, S. 31 ff.). Davon dürften etwa zwei Drittel das Erwerbspersonenpotential erhöhen. Das IAB schätzt den Zuwachs des Erwerbspersonenpotentials im Jahr 2011 ohne explizite Berücksichtigung dieses Wanderungseffektes auf 115 000 Personen (vgl. Fuchs, J. et al., S. 6 ff.).

wird im Jahr 2011 6,6% und im Jahr 2012 5,8% betragen.

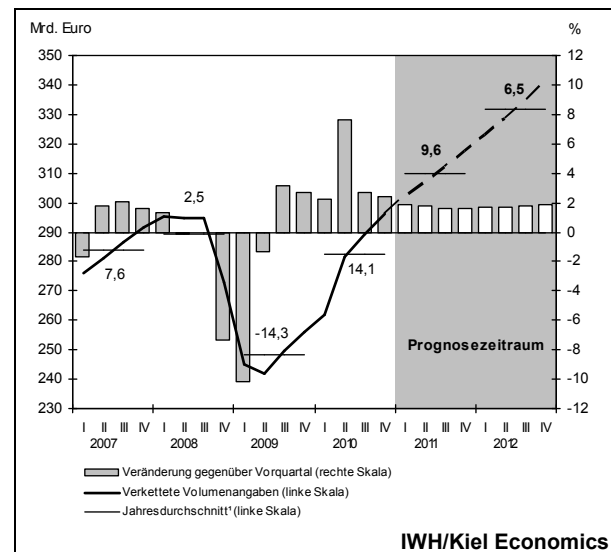
Export kehrt in ruhigeres Fahrwasser zurück

Zum Ende des vergangenen Jahres schwächte sich das im Nachgang der Wirtschafts- und Finanzkrise sehr hohe Expansionstempo des deutschen Außenhandels ab. Gleichwohl expandierten die deutschen Ausfuhren, die seit Mitte des Jahres 2009 insbesondere von der weltweit wiederanziehenden Investitionsnachfrage profitierten, im Schlussquartal 2010 mit 2,5% nochmals ähnlich stark wie der Welthandel, dessen Dynamik im wesentlichen durch die Nachfrage der asiatischen Länder getrieben wurde. Folglich legten insbesondere die Lieferungen in diese Region nach wie vor kräftig zu. Doch auch die Ausfuhren in wichtige westeuropäische Handelspartnerländer wurden spürbar ausgeweitet. Dagegen entwickelte sich die Nachfrage der neuen EU-Mitgliedstaaten, der unter Konsolidierungszwang stehenden südeuropäischen Länder sowie der USA schwächer als zuvor.

Im ersten Halbjahr 2011 wird die Nachfrage in wichtigen deutschen Exportmärkten nochmals recht kräftig expandieren. So profitieren die EU-Mitgliedstaaten, insbesondere die osteuropäischen, von der zuletzt hohen konjunkturellen Dynamik in Deutschland, die sich nach und nach auf die Binnennachfrage in diesen Ländern überträgt. Die Ausfuhren in die USA dürften im Zuge des dortigen Aufschwungs zulegen. Ab der zweiten Jahreshälfte 2011 wird sich die konjunkturelle Dynamik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften leicht abschwächen. In den Schwellenländern expandiert die Produktion im gesamten Prognosezeitraum weiterhin kräftig, wenngleich auch etwas langsamer als im vergangenen Jahr. Folglich werden die Ausfuhren 2011 mit 9,6% zwar deutlich schwächer als im Jahr 2010, im Vergleich zum langjährigen Mittel aber immer noch überdurchschnittlich zulegen. Im Verlauf des kommenden Jahres wird sich die konjunkturelle Dynamik in den Industrieländern, insbesondere im Euroraum, wieder etwas beschleunigen. Aufgrund des geringeren statistischen Überhangs beläuft sich der Exportzuwachs auf lediglich 6,5% (Abbildung 7).

Abbildung 7:
Reale Exporte

- Saison- und arbeitstäglich bereinigter Verlauf -



¹ Ursprungswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %.

Quellen: Statistisches Bundesamt; eigene Berechnungen; ab 1. Quartal 2011: eigene Prognose.

Auch die Einfuhren expandierten zum Ende des vergangenen Jahres deutlich langsamer als zuvor. Nach dem starken Lageraufbau im ersten Halbjahr weiteten die Unternehmen insbesondere die Nachfrage nach Vorleistungsgütern zum Jahresende kaum mehr aus. Der Import von Verbrauchsgütern entwickelte sich bei nur schwach zunehmender inländischer Konsumnachfrage sogar rückläufig. Gestützt wurden die Einfuhren dagegen von den nochmals kräftig ausgeweiteten Unternehmensinvestitionen, in deren Folge der Import von Fahrzeugen und Maschinen expandierte. Im Prognosezeitraum wird sich die Importdynamik mit der weiterhin robusten Exportnachfrage und der anziehenden Binnennachfrage wieder verstärken. Im kommenden Jahr dürfte die Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft die Importnachfrage zusätzlich stimulieren. Alles in allem legen die Einfuhren im Jahr 2011 aufgrund des hohen Ausgangsniveaus um 7,5% und im kommenden Jahr um 6,7% zu.

Die Einfuhrpreise zogen, bedingt durch den anhaltenden Rohstoffpreisanstieg, zum Ende des vergangenen Jahres nochmals merklich an, so dass sich die Terms of Trade im Jahr 2010 deutlich verschlechterten. Für den weiteren Verlauf unterstellt diese Prognose ein Nachlassen des Auftriebs bei

den Rohstoffpreisen, in dessen Folge sich auch der Importpreisanstieg verringern wird. Dagegen dürfte insbesondere im kommenden Jahr der im Inland beschleunigte Lohnauftrieb die Gewinnmargen der Produzenten schmälern. Die nach wie vor robuste Weltkonjunktur erlaubt es diesen jedoch, die Kostensteigerungen zumindest teilweise in die Ausführpreise zu überwälzen. Alles in allem werden sich die Terms of Trade somit im Jahr 2011 nochmals etwas verschlechtern und 2012 dann leicht verbessern.

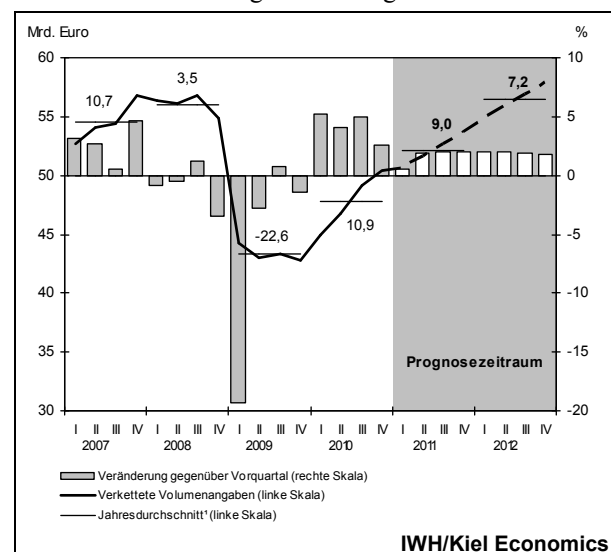
Investitionen bleiben deutlich aufwärtsgerichtet

Die Investitionen in Ausrüstungen, Bauten und Software sind im Jahr 2010 um insgesamt 6% gegenüber dem Vorjahr gestiegen, mit 1,1 Prozentpunkten haben sie damit entscheidend zum Wachstum des Bruttoinlandsprodukts beigetragen. Den größten Anteil daran hatten die Ausrüstungsinvestitionen, die bei guten Absatzperspektiven und normal oder zum Teil sogar überdurchschnittlich ausgelasteten Kapazitäten um 10,9% stiegen. Zu der hohen Investitionsneigung dürfte auch beigetragen haben, dass sich viele Unternehmen mit vorgezogenen Investitionsprojekten die bis Ende 2010 befristeten degressiven Abschreibungsmöglichkeiten sichern wollten. Mit dem vermehrten Erwerb neuer Ausrüstungen ist zusätzlich auch in Software und bei Kapazitätserweiterung bzw. -anpassung in Wirtschaftsbauten investiert worden. Die Wohnbauten sind mit 4,3% ebenfalls kräftig ausgeweitet worden. Niedrige Zinsen und die verbesserte Arbeitsmarkt- und Einkommenssituation haben sowohl den Neu- als auch den Ausbau angetrieben. Darüber hinaus haben die öffentlichen Haushalte, gestützt durch die Mittel aus den Konjunkturpaketen, mehr als im Jahr zuvor in neue Bauten investiert. In Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen sind sie allerdings gesunken.¹⁴

¹⁴ Nach der Konvention der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen werden in den Nichtwohnbauten die Grundstückstransaktionen zwischen Staat und Unternehmenssektor berücksichtigt. Der Tatbestand, dass der Staat zuletzt per Saldo mehr Grundstücksverkäufe als -zukäufe getätigt hat, wirkte in diesem Sektor als Desinvestition und führte nominal wie real zu einem Rückgang. Die Investitionen im gewerblichen Bereich wurden dadurch dagegen gestärkt.

Die Investitionskonjunktur wird im gesamten Prognosezeitraum intakt bleiben. Die Produktionskapazitäten werden angesichts der guten Geschäftsperspektiven besonders in der Exportwirtschaft an Grenzen stoßen, aber auch in den konsumnahen Branchen wird bei fortdauernder Belegung des privaten Konsums die Normalauslastung bald erheblich überschritten. Neben den Ersatz- und Rationalisierungsinvestitionen wird dann der Erweiterungsbedarf deutlich zunehmen.¹⁵ Zudem stellt sich das Finanzierungsumfeld günstiger dar als zuvor. Die Wachstumsraten dürften allerdings nicht mehr so kräftig ausfallen wie im Aufholjahr 2010. Insgesamt steigen die Unternehmensinvestitionen im Jahr 2011 um knapp 7% und im Jahr darauf um etwa 6%. Am stärksten legen mit 9% bzw. 7,2% nach wie vor die Ausrüstungsinvestitionen zu (Abbildung 8 und Tabelle 6).

Abbildung 8:
Reale Investitionen in Ausrüstungen
- Saison- und arbeitstäglich bereinigter Verlauf -



¹ Ursprungswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %.

Quellen: Statistisches Bundesamt; eigene Berechnungen; ab 1. Quartal 2011: eigene Prognose.

¹⁵ Für den aktuellen Rand signalisieren dies bereits die Export- und Hochtechnologiebranchen. Siehe Wirtschaftslage und Erwartungen, Ergebnisse der DIHK-Umfrage bei den Industrie- und Handelskammern, Jahresbeginn 2011, S. 39-43.

Tabelle 6:
Reale Anlageinvestitionen in Deutschland
- Veränderung gegenüber Vorjahr in % -

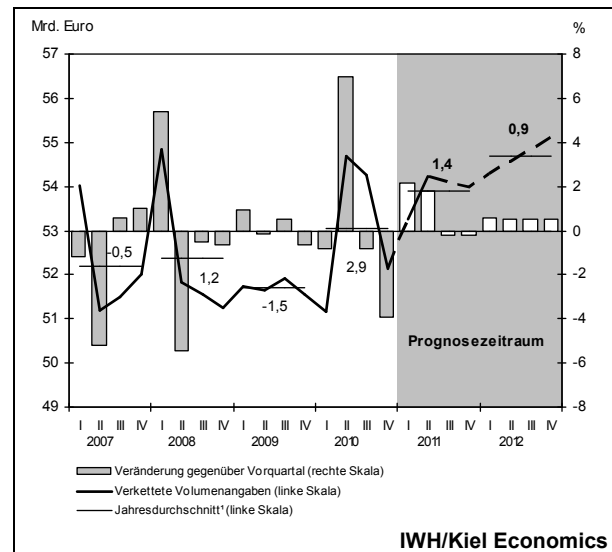
	2010	2011	2012
Anlageinvestitionen insg.	6,0	4,6	3,8
Ausrüstungen	10,9	9,0	7,2
Sonstige Anlagen	6,4	6,3	7,0
Bauinvestitionen insg.	2,9	1,4	0,9
Wohnbauten	4,3	2,8	2,2
Nichtwohnbauten insg.	1,0	-0,5	-0,9
Gewerbliche Bauten	1,9	1,7	1,8
Öffentliche Bauten	-1,1	-5,9	-7,9
<i>Nachrichtlich:</i>			
Unternehmensinvestitionen	7,8	6,7	5,8

Quellen: Statistisches Bundesamt; ab 2011: eigene Prognose

Die Wohnungsbauinvestitionen, die im zweiten Halbjahr 2010 auf hohem Niveau stagnierten, dürften im Prognosezeitraum wieder leicht an Tempo gewinnen. Treibend wirken nicht nur die Bauaktivitäten, die wegen der witterungsbedingten Ausfälle vom Jahresende 2010 nachgeholt werden. Anstöße dürften von den steigenden realen verfügbaren Einkommen ausgehen, gestützt durch niedrige Hypothekenzinsen und gestiegene Arbeitsplatzsicherheit. Zwar deutet die amtliche Genehmigungsstatistik für die nächste Zeit auf gemäßigte Zuwachsraten im Wohnungsneubau der privaten Haushalte hin. Bei den Wohnungsunternehmen und den Immobilienfonds zeichnen sich allerdings stärkere Bauaktivitäten als zuvor ab. Zugleich dürfte die energetische Sanierung bei steigenden Energiekosten weiter an Bedeutung gewinnen.

Die Investitionstätigkeit der Kommunen wird mit den sich abschwächenden Impulsen von Seiten der Konjunkturpakete im Jahr 2011 zurückgehen. Angesichts der guten konjunkturellen Entwicklung dürfte sich die Finanzlage der öffentlichen Haushalte aber zunehmend entspannen, so dass die öffentlichen Investitionen im Jahr darauf im Verlauf wieder anziehen; wegen des niedrigen Ausgangsniveaus bleiben sie aber auch dann im Jahresdurchschnitt rückläufig. Insgesamt steigen die Bauinvestitionen im Jahr 2011 wohl um 1,4%, im darauf folgenden Jahr um knapp 1% (Abbildung 9).

Abbildung 9:
Reale Bauinvestitionen
- Saison- und arbeitstäglich bereinigter Verlauf -



¹ Ursprungswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %.

Quellen: Statistisches Bundesamt; eigene Berechnungen; ab 1. Quartal 2011: eigene Prognose.

Privater Konsum holt weiter auf

Im Verlauf des Jahres 2010 nahmen die Konsumausgaben der privaten Haushalte real um 0,4% zu (Abbildung 10). Ein wichtiger Impuls kam von der positiven Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt. So wurde die Kurzarbeit weiter abgebaut, was zu einem Anstieg der Effektivlöhne je Beschäftigten führte. Zudem wurden auch die Tariflöhne leicht erhöht. Da aufgrund der starken wirtschaftlichen Erholung die Arbeitsnachfrage stieg, wuchs die Summe der Bruttolöhne und -gehälter. Zusätzlich führten Lohnsteuerentlastungen zu einem höheren Nettoeinkommen. Durch die wirtschaftliche Erholung auf dem Arbeitsmarkt verringerten sich allerdings die Zuwächse bei den monetären Sozialleistungen, die im Jahr 2010 nur noch leicht zulegen. Die Selbstständigen- und Vermögenseinkommen erholten sich im Laufe des Jahres von den starken Rückgängen in der Großen Rezession. Insgesamt stieg das verfügbare Einkommen nominal um 2,7% und real um 0,7% (Tabelle 7).

Tabelle 7:

Verfügbares Einkommen und Konsumausgaben der privaten Haushalte¹ in Deutschland
- Veränderung gegenüber dem Vorjahr in % -

	2010	2011	2012
Verfügbares Einkommen, nominal	2,7	3,3	3,0
<i>darunter:</i>			
Nettolöhne und -gehälter (Summe)	4,1	3,6	3,4
Monetäre Sozialleistungen	1,4	-1,8	0,0
Selbstständigen-, Vermögenseinkommen	1,8	6,1	4,2
Sparen	5,4	1,0	1,8
Private Konsumausgaben, nominal	2,4	3,6	3,1
<i>Nachrichtlich:</i>			
Bruttolöhne und -gehälter (Summe)	2,9	3,8	3,5
Sparquote (in %)	11,4	11,2	11,0
Preisindex des privaten Konsums	2,0	2,4	1,6
Private Konsumausgaben, real	0,5	1,3	1,5

¹ Einschließlich der privaten Organisationen ohne Erwerbszweck.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Prognose des IWH.

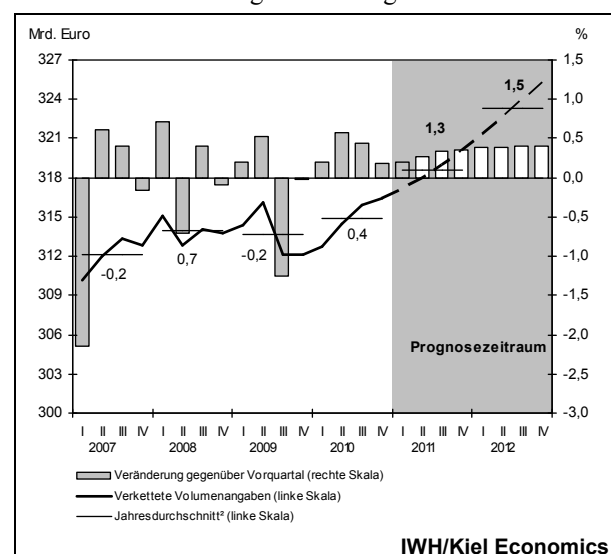
Im Prognosezeitraum wird sich die Einkommenssituation der privaten Haushalte durch die weiterhin günstige Konjunktursituation und den damit einhergehenden Beschäftigungsaufbau weiter verbessern. Im Jahr 2011 steigen die Effektivlöhne um 2,5%. Die sich auf dem Arbeitsmarkt andeutenden Knappheitsverhältnisse werden im Jahr 2012 nochmals zu einem hohen Effektivlohnanstieg führen. Dadurch wächst die Summe der Bruttolöhne und -gehälter in diesem Jahr um 3,8% und im nächsten um 3,5%. Durch die Erhöhung der Beitragsätze zur Arbeitslosen- und Krankenversicherung zu Beginn 2011 vor allem wegen der wieder greifenden Einkommensteuerprogression steigen die Nettoverdienste allerdings weniger stark. Gleichzeitig sinken die monetären Sozialleistungen, da die Kurzarbeit weiter abgebaut wird, die Arbeitslosigkeit zurückgeht und die Renten im Jahr 2011 nur wenig steigen werden. Im Jahr 2012 werden die monetären Sozialleistungen stagnieren.¹⁶ Die Selbstständigen- und Vermögensein-

¹⁶ Die Verringerung der monetären Sozialleistungen aufgrund der Streichung von Beitragsleistungen des Bundes an die Rentenversicherer für ALG II-Empfänger wirkt sich dabei nicht auf die verfügbaren

kommen werden in diesem Jahr mit 6,1% kräftig steigen. Im Jahr 2012 schwächt sich ihre Zunahme leicht ab. Alles in allem erhöhen sich damit die nominalen verfügbaren Einkommen um 3,3% im Jahr 2011 und um 3,0% im darauffolgenden Jahr. Durch den stärkeren Preisauftrieb verbleibt den privaten Haushalten in den nächsten beiden Jahren ein realer Zuwachs des verfügbaren Einkommens von 1,0% und 1,4%. Der private Konsum wird im Jahr 2011 um 1,3% und im Jahr 2012 um 1,5% steigen.

Abbildung 10:

Reale Konsumausgaben der privaten Haushalte¹
- Saison- und arbeitstäglich bereinigter Verlauf -



¹ Einschl. Organisationen ohne Erwerbszweck. – ² Ursprungswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %.

Quellen: Statistisches Bundesamt; eigene Berechnungen; ab 1. Quartal 2011: eigene Prognose.

Preisschub für die Verbraucher

Im Verlauf des Jahres 2010 beschleunigte sich der Anstieg der Verbraucherpreise. Insgesamt war die Inflationsrate mit 1,1% im Jahresdurchschnitt 2010 jedoch immer noch gering. Überdurchschnittlich stiegen im Winterhalbjahr die Preise für Nahrungsmittel, insbesondere Gemüse, aber auch die Teuerung von Kraftstoffen und Heizöl wirkte sich stark auf die Inflationsrate aus. Insgesamt stiegen die Preise für Nahrungsmittel und Energie um 5,7% am Jahresanfang im Vergleich zum Vorjahr. Für den gesamten Warenkorb wurde eine Inflationsrate von 2,0% ermittelt. Ohne die Einbeziehung von Energie

Einkommen aus, da gleichzeitig auch die Transferabgaben um diesen Betrag sinken.

und Nahrungsmitteln (Kernrate) lag der Preisanstieg im Januar bei nur 0,8%.

Gegenwärtig verteuern sich Waren und Dienstleistungen für die privaten Haushalte durch eine Reihe von Steuer- und Abgabenerhöhungen (Stromsteuer, Tabaksteuer, Luftverkehrssteuer) sowie die Energiepreiserhöhungen durch die EEG-Umlage. Dies könnte rein rechnerisch zu Preiserhöhungen von bis zu 0,6 Prozentpunkten führen. Jedoch ist davon auszugehen, dass diese Kosten nicht sofort und auch nicht vollständig auf die Preise umgelegt werden. In der Prognose wird angenommen, dass die Steuer- und Abgabenerhöhungen im Jahr 2011 zu Preisreaktionen in Höhe von etwa 0,3 Prozentpunkten führen.

Insgesamt wird für das Jahr 2011 mit einer durchschnittlichen Inflationsrate von 2,3% gerechnet. Im nachfolgenden Jahr wird die Preisdynamik mit 1,8% etwas abflachen.

Beschäftigungsaufschwung entlastet öffentliche Haushalte

Im Jahr 2010 hat das Defizit des öffentlichen Gesamthaushalts die im Stabilitäts- und Wachstumspakt definierte Obergrenze überschritten und lag in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt bei 3,3%. In Anbetracht der Größe der fiskalischen Impulse ist diese Defizitquote allerdings deutlich geringer, als erwartet werden konnte, denn die konjunkturelle Entwicklung erwies sich als ausgesprochen dynamisch. Im Prognosezeitraum wird die Wirtschaft nach wie vor spürbar expandieren und im Gefolge auch die Steuereinnahmen des Staates. Die Lohnsteuereinnahmen werden mit weiter zunehmender Beschäftigung und schließlich auch wieder höheren Lohnabschlüssen deutlich zulegen und auch die Einnahmen aus der Mehrwertsteuer dürften kräftig steigen, denn die wirtschaftliche Entwicklung wird – wie schon 2010 – zu einem großen Teil von der Binnennachfrage getragen. Vor allem aber werden die Einnahmen aus den Sozialbeiträgen expandieren. Zum einen sind zu Beginn des Jahres 2011 der einheitliche Beitragssatz zur Gesetzlichen Krankenversicherung sowie der Beitragssatz zur Arbeitslosenversicherung angehoben worden. Zum anderen ist der Beschäftigungsaufbau auch weiterhin stark. Mit überdurchschnittlicher Dynamik werden auch die Verkäufe des Staates steigen. Nicht nur, dass die

Gemeinden vor allem im Jahr 2011 die Gebühren deutlich erhöhen dürften, auch die Einnahmen für Garantieleistungen an Banken werden nochmals merklich steigen. Alles in allem werden die Einnahmen des Staates im Jahr 2011 mit 3,6% und im Jahr 2012 mit 3,8% zulegen.

Die Ausgaben des Staates werden demgegenüber zunächst zurückgehen. So sind im Rahmen der Konjunkturpakete Mehrausgaben beschlossen worden, die zwar noch nicht vollständig verausgabt wurden und zum Teil sogar noch im Jahr 2012 Ausgaben nach sich ziehen werden; diese Impulse sind aber geringer als zuvor. Dies führt zu einem Rückgang der Investitionsausgaben in beiden Jahren und dämpft den Anstieg der Vorleistungskäufe. Darüber hinaus hat die Politik Maßnahmen beschlossen, die zu Einsparungen führen – insbesondere im Gesundheitswesen. Allerdings wird der Konsolidierungsdruck nun deutlich nachlassen, denn die wirtschaftliche Entwicklung wird bis in die mittlere Frist sehr dynamisch sein; letztlich dürfte der Ausgabenkurs bei den konsumtiven Staatsausgaben daher wieder etwas gelockert werden.

Die monetären Sozialleistungen werden im Jahr 2011 um knapp 2% zurückgehen. Zwar steigen die Rentenausgaben, aber nur wenig, denn die Zahl der Rentenbezieher nimmt vorübergehend mit einer etwas geringeren Dynamik zu und die Rentenanpassung zur Jahresmitte wird relativ niedrig ausfallen.¹⁷ Vor allem aber werden die Ausgaben für Lohnersatzleistungen zurückgehen. Die Zahl der Arbeitslosen wird über den gesamten Prognosezeitraum sinken; Ende 2012 wird sie um 660 000 Personen geringer sein als Ende 2010. In der Folge gehen die Leistungen des Staates für diesen Personenkreis kräftig zurück.¹⁸

Die Staatsverschuldung ist in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt seit dem Ausbruch der Finanzkrise um 17 Prozentpunkte gestiegen, allein im vergangenen Jahr hat sie um 8½

¹⁷ Vor allem weil im Prognosezeitraum rentenmindernde Faktoren nachgeholt werden müssen.

¹⁸ Hier schlägt sich auch nieder, dass der Bund in Zukunft für die Bezieher von ALG II keine Beiträge mehr an die gesetzliche Rentenversicherung entrichten wird, denn diese Beiträge wurden in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen „brutto“ bei den monetären Sozialleistungen wie auch den Beitragseinnahmen der Sozialversicherungen berichtet.

Prozentpunkte zugenommen und liegt nunmehr bei knapp 82% in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt. Die Zinsausgaben des Staates sind im gleichen Zeitraum hingegen kräftig zurückgegangen – umfasst 7 Mrd. Euro. Diese auf den ersten Blick widersprüchliche Entwicklung erklärt sich zum einen daraus, dass der Anstieg der Staatsverschuldung zu einem großen Teil auf die Übernahme von Garantien und Bürgschaften zurückgeht. Solange diese Eventualverbindlichkeiten nicht in Anspruch genommen werden, ziehen sie auch keine Zinsausgaben nach sich. Zum anderen konnte sich der deutsche Fiskus auch aufgrund seiner hohen Bonität im Jahr 2010 zu einem Zinsniveau verschulden, das ausgesprochen niedrig war – wohl auch weil Anleger nach sicheren Wertpapieren suchten. In den Jahren 2011 und 2012 dürfte der vom Staat durchschnittlich zu zahlende Zinssatz nun aber wieder zunehmen; die Zinsausgaben werden merklich steigen.

Alles in allem werden die Ausgaben des Staates im Jahr 2011 aber um 0,6% zurückgehen und im Jahr 2012 um 1,4% moderat steigen. Das Defizit wird damit in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt bei 1,4% und bei 0,4% liegen.

Ostdeutschland: Aufschwung verstetigt sich

In der ostdeutschen Wirtschaft hat die Konjunktur angezogen. Nach dem ständigen Auf und Ab im Gefolge der Krise dürfte das Bruttoinlandsprodukt im Winterhalbjahr zwei Quartale in Folge gestiegen sein, wenn auch mit geringeren Zuwachsraten als in Gesamtdeutschland. Zuletzt waren es die Impulse aus dem Inland, die vor allem die Produktion in Industrie und Bauwirtschaft angeregt haben. Freilich spielten dabei Aufholeffekte nach dem Wintereinbruch Ende 2010 eine Rolle.

Begünstigt wird die weitere Entwicklung der wirtschaftlichen Aktivität in den neuen Bundesländern durch die deutschlandweit anziehende Inlandsnachfrage. Davon profitiert vor allem die Industrie, deren Märkte zum großen Teil in den alten und den neuen Bundesländern liegen. Allerdings wird der Produktionsanstieg in Ostdeutschland insgesamt gegenüber Westdeutschland dadurch abgeschwächt, dass die Produzenten von Investitionsgütern nur ein kleines Segment in der ostdeutschen Industrie stellen und sich die Hersteller von Konsumgütern, unter denen in Ostdeutschland das

Ernährungsgewerbe dominiert, mit steigenden Rohstoffpreisen für Nahrungsmittel konfrontiert sehen; dies dämpft die Dynamik von Nachfrage und Produktion in Ostdeutschland stärker als in Westdeutschland. Die Produzenten von Vorleistungsgütern, die den größten Anteil an der ostdeutschen Industrie halten, empfangen zwar auch Impulse aus dem Inland. Ein kräftiger Treiber ist jedoch auch die Nachfrage aus dem Ausland. Angebotsprobleme, die auf Verluste an preislicher Wettbewerbsfähigkeit hindeuten und das Produktionswachstum schmälern würden, sind in der ostdeutschen Industrie derzeit nicht erkennbar. Das Baugewerbe wird am Investitionsaufschwung im Wirtschafts- und Wohnungsbau teilhaben, aber weniger Anregungen aus dem auslaufenden Konjunkturpaket II erhalten. Unternehmensnahe Dienstleister und das Verkehrsgewerbe werden von der Aufwärtsbewegung in Industrie und Baugewerbe mitgezogen. Konsumnahe Dienstleister und Einzelhandel bleiben im Sog der rückläufigen Einwohnerzahl, auch wenn die aufgehellten Einkommens- und Arbeitsplatzperspektiven den Konsum der privaten Haushalte stimulieren. Alles in allem steigt das Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2011 in Ostdeutschland (ohne Berlin) um 2,1% und damit erneut schwächer als in Westdeutschland. Der Stand vor der Wirtschafts- und Finanzkrise wird wie in Deutschland im laufenden Jahr überschritten. Im Jahr 2012 setzt sich der Aufschwung fort.

Der kräftige Produktionsanstieg hat im vergangenen Jahr zur Verbesserung der Lage am Arbeitsmarkt beigetragen. Die Zahl der Erwerbstätigen nahm um 36 000 Personen bzw. 0,6% zu. Die Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten wurde sogar um 1,1% aufgestockt. Der überwiegende Teil des Produktionszuwachses wurde aber über Produktivitätssteigerungen erwirtschaftet.

Infolge des anhaltend kräftigen Rückgangs des gesamtwirtschaftlichen Arbeitsangebots nahm die Zahl der Arbeitslosen um 85 000 Personen ab. Diese Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt wird sich auch im Prognosezeitraum fortsetzen. Die Zahl der Erwerbstätigen wird im Jahr 2011 um 0,6% und im Jahr darauf um 0,4% zunehmen. Die Zuwachsraten fallen etwas geringer als in Westdeutschland aus, da in den neuen Bundesländern

die gesamtwirtschaftliche Produktion etwas schwächer expandieren wird. Der starke Rückgang der Arbeitslosigkeit wird sich fortsetzen. Die Arbeitslosenquote wird im Jahr 2011 bei 11,1% und im Jahr 2012 bei 10,5% liegen.

Risiken für die Prognose

Das gravierendste Risiko für die vorliegende Prognose geht von der Situation im Nahen Osten und Nordafrika aus. Falls die Unruhen von Nordafrika stärker auf die arabische Halbinsel übergreifen, dürfte ein erheblicher Anstieg der Ölpreise die Folge sein. Zwar ist die Produktion in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften heute weitaus weniger energieintensiv als in den 1970er Jahren; die Schwellenländer, die mittlerweile für knapp die Hälfte der Weltproduktion stehen, produzieren allerdings deutlich energieintensiver.

Anders als der im Jahr 2009 zu beobachtende nachfrageseitig bedingte Anstieg der Ölpreise wäre eine politisch bedingte Angebotsverknappung mit deutlichen konjunkturellen Risiken verbunden. Dabei liegt das größte Risiko in einer Destabilisierung Saudi-Arabiens. Der dämpfende Effekt auf die deutsche Konjunktur, der sich aus Instabilität in anderen Ländern der Region ergäbe, dürfte überschaubar bleiben. Bei einem Umsturz in Saudi-Arabien könnten die Folgen für den Ölpreis verheerend sein; eine Ölkrise, von der in den 1970er Jahren beobachteten Größenordnung, wäre dann vorstellbar.

Darüber hinaus ergeben sich Risiken für die Prognose durch die sehr expansive Geldpolitik weltweit. Schon seit Anfang 2009 erhält die Weltwirtschaft durch die Geldpolitik sehr kräftige Impulse. In allen großen Industrieländern liegen die Leitzinsen seither bei oder in der Nähe von Null. Real gerechnet dürfte der Weltgeldmarktzins derzeit mit rund -2% deutlich im negativen Bereich liegen; dabei ist bereits berücksichtigt, dass die Leitzinsen in wichtigen Schwellenländern wie Brasilien und Indien nach Ende der Krise wieder merklich erhöht worden sind. Derart niedrige Realzinsen dürften in der Weltwirtschaft zuletzt in den 1970er Jahren zu beobachten gewesen sein. Hinzu kommt, dass die Notenbanken der fortgeschrittenen Volkswirtschaften im großen Stil als Käufer auf den Wertpapiermärkten, insbesondere auf den Anleihenmärkten, auftreten. Dies wirkt zu-

sätzlich dämpfend auf die Renditen von Finanzanlagen und die Finanzierungskosten.

Für den Prognosezeitraum besteht das Risiko, dass sich diese Entwicklung zunächst fortsetzt. Die Zinsen in den Schwellenländern sind weiter zum Teil deutlich höher als in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften und laden zum Kapitaltransfer in die ersteren ein – solange erwartet wird, dass die Gewinne aus der Zinsdifferenz nicht durch zukünftige Abwertungen der Schwellenländerwährungen ausgeglichen werden. Das über diese Carry-Trades bereitgestellte günstige Kapital stimuliert den konjunkturellen Aufschwung in den Schwellenländern weiter und wirkt über verschiedene Kanäle auf fortgeschrittene Volkswirtschaften wie Deutschland zurück. Nicht zuletzt befeuert der Aufschwung den Welthandel und damit die Nachfrage nach deutschen Exportprodukten.

Dabei könnten grundsätzlich die direkten Effekte dadurch, dass die Schwellenländer mehr Güter aus den fortgeschrittenen Volkswirtschaften importieren, sogar von geringerer Bedeutung sein als die indirekten. Zwar ist der Anteil der Schwellenländer am deutschen Export infolge der Finanz- und Wirtschaftskrise deutlich gestiegen, er ist jedoch mit weniger als 20% immer noch vergleichsweise gering. Wichtiger könnten Effekte über die Rohstoffpreise und über Veränderungen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit sein. So steigen durch die Nachfrage der Schwellenländer die Weltmarktpreise für Rohstoffe und Nahrungsmittel. Da Produzenten in den Schwellenländern im Vergleich zu Produzenten in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften sowohl arbeits- als auch energieintensiver arbeiten, dürfte sich deren Wettbewerbsfähigkeit dadurch tendenziell verschlechtern. Hinzu kommt, dass die Carry-Trades bereits dazu geführt haben, dass die Währungen wichtiger Schwellenländer wie Brasilien und Indien deutlich aufgewertet haben. Hält diese Entwicklung an, dürfte sich die Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands gegenüber den Schwellenländern dadurch ebenfalls weiter verbessern.¹⁹

¹⁹ Die allgemein dämpfende Wirkung steigender Rohstoff- und Nahrungsmittelpreise dürfte für Deutschland im Speziellen eine eher untergeordnete Rolle spielen. Die Weltnachfrage wird vor allem im Bereich der Investitionsgüter vom Recycling der Einnahmen der Rohstoffländer profitieren. Zumindest war dieses Muster in den vergangenen Jahren zu beobachten. Da Deutschland

Die skizzierte Entwicklung hätte zur Folge, dass der Produktionsanstieg in Deutschland stärker ausfiele als im Basisszenario. Gleichzeitig würde sich der Preisauftrieb weiter beschleunigen, zum einen durch die außenwirtschaftlich bedingten Teuerungsimpulse infolge höherer Preise für Rohstoffe, Nahrungsmittel sowie für Importwaren aus Schwellenländern, zum anderen durch einen höheren Lohnanstieg. Letzterer Effekt dürfte im laufenden Jahr noch nicht gravierend ausfallen, für die Zeit danach dürfte er jedoch hohe Bedeutung gewinnen. Es ist vor diesem Hintergrund nicht auszuschließen, dass sich die Inflationserwartungen auf einem höheren Niveau verfestigen.

Mittelfristig besteht in diesem Szenario das Risiko eines gravierenden konjunkturellen Rückschlags. Der monetär gespeiste Boom dürfte wie beschrieben weltweit zu einer starken Inflationsbeschleunigung führen. Irgendwann werden die Notenbanken den Überhitzungstendenzen entgegen treten. Dann kann es zu einer raschen Umkehr der Kapitalströme mit erheblichen Verlusten kommen. Die Konjunktur in den Schwellenländern könnte massiv einbrechen und die fortgeschrittenen Volkswirtschaften dabei ebenfalls empfindlich treffen.

Es ist allerdings auch ein Szenario vorstellbar, in dem die Wirkungen der sehr expansiven Geldpolitik schon bald ins Restriktive umschlagen. Die ursprünglich außergewöhnliche Liquiditätsversorgung nach der Krise wird zunehmend zum Normalfall und dementsprechend auch in den langfristigen Erwartungen berücksichtigt. Auch wenn die Preissteigerungen zurzeit noch moderat sind, dürfte zumindest mittelfristig ein deutlicher Anstieg der Inflation schwer zu vermeiden sein. Selbst wenn die Erholung sich verzögert bzw. ein deutlicher Aufschwung ausbleibt, ist es durchaus möglich, dass die Transmission von Geld auf Preise, getrieben durch die aufkommenden Inflationserwartungen, gegen Ende des Prognosezeitraums einsetzt. Die technischen Möglichkeiten, die Liquidität rechtzeitig wieder aus den Märkten abzuziehen, sind gegeben. Es ist allerdings unklar inwieweit die Zentralbanken diese Möglichkeiten tatsächlich ausnutzen wollen und können.

gerade im Investitionsgütersegment hohe Weltmarktanteile hat, wirken Rohstoffpreisschwankungen (zumindest in einem gewissen Rahmen) weitgehend konjunkturneutral.

Gerade wenn – wie es sich im Moment abzeichnet – mit der Rückführung der Liquiditätsversorgung erst begonnen wird, wenn die Erholung nach der Krise weit fortgeschritten ist, scheint sehr unsicher, inwiefern eine Exit-Strategie, die Preisniveaustabilität ohne erhebliche reale Kosten gewährleistet, überhaupt möglich ist. Schließlich führen starke Zinserhöhungen zu deutlichen Verunsicherungen am Finanzmarkt und wurden daher in der Vergangenheit von den großen Zentralbanken zu Recht meist vermieden. Somit ist zum gegenwärtigen Zeitpunkt kaum abschätzbar in welchem Umfang es den Zentralbanken gelingen wird, die längerfristig drohende Inflationswelle abzuschwächen. Selbst wenn es nicht zu Inflation kommt, kann allein diese Unsicherheit bereits heute unmittelbare reale Folgen haben. Lange Zeit konnte in Europa als gewährleistet betrachtet werden, dass die Inflation in einem engen Band um zwei Prozent verbleibt. Nun aber ist die Unsicherheit gestiegen. Durch die Inflationsunsicherheit entsteht eine entsprechende Realzinsunsicherheit, die – aufgrund der dann notwendigen Risikoabsicherung – das Investitionsklima verschlechtern kann. Diese Unsicherheit wird nicht zuletzt durch die Ungewissheit bezüglich der geldpolitischen Strategie der Zentralbanken hervorgerufen.

Gerade in Europa wird diese Problematik verstärkt durch die Schulden- und Vertrauenskrise, die den geldpolitischen Spielraum der EZB deutlich einengt. Unabhängig von den unmittelbaren konjunkturellen Risiken der Krise, die nach wie vor erheblich sind, erschwert diese Restriktion eine Inflationsprognose und verschärft somit das Unsicherheitsproblem.

*Arbeitskreis Konjunktur und Kiel Economics
(Oliver.Holtmoeller@iwh-halle.de)*