

Perspektiven der deutschen Wirtschaft – Gesamtwirtschaftliche Vorausschätzungen 2011 und 2012

Die konjunkturelle Erholung der deutschen Wirtschaft ist in einen breit angelegten Aufschwung eingemündet. Die gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten sind wieder normal ausgelastet. Die Unternehmen bereiten mit der Aufstockung der Belegschaften, der Beschaffung neuer Ausrüstungen und der Erstellung neuer Bauten eine weitere Expansion ihrer Aktivitäten vor. Der Wohnungsbau erhält neue Impulse. Zudem nehmen die Konsumausgaben der privaten Haushalte zu. Zwar verstärkt sich der Lohnanstieg. Er bleibt aber im stabilitätsgerechten Rahmen. Die strukturelle Arbeitslosigkeit geht weiter zurück, und Deutschland gewinnt an Attraktivität für ausländische Arbeitskräfte. Damit steigen die Aussichten auf eine lang gezogene Expansionsphase der deutschen Wirtschaft. Dies sollte die dringend notwendige Konsolidierung der öffentlichen Haushalte erheblich erleichtern.

Nach einer Zunahme der Wirtschaftsleistung um 3,6 % im Jahr 2010 könnte das Wirtschaftswachstum im laufenden Jahr 3,1 % erreichen. Im Folgejahr könnte es sich dann angesichts überdurchschnittlich ausgelasteter Kapazitäten und des Auslaufens konjunktureller Nachholeffekte bei den Investitionen auf 1,8 % reduzieren. Bereinigt um einen negativen Arbeitstageeffekt entspräche dies einem Plus von 2,0 %. Das Potenzialwachstum würde damit auch im Jahr 2012 deutlich übertroffen. Das Wachstum der deutschen Wirtschaft könnte sogar noch stärker ausfallen als in diesem Basisszenario. Dies scheinen Umfrageergebnisse anzudeuten. Umgekehrt würden größere Störungen im globalen und im europäischen Umfeld die recht kräftige wirtschaftliche Aufwärtsbewegung empfindlich bremsen.

Diese Prognose geht davon aus, dass die deutschen Unternehmen nur im laufenden Jahr noch Anteilsgewinne auf ihren internationalen Absatzmärkten erzielen. Wegen der hohen Dynamik des Welthandels bleibt der Export trotzdem die wichtigste Stütze der Konjunktur. In deutlichem Kontrast zu der Aufschwungsperiode der vergangenen Dekade kommt der Binnenwirtschaft dank der verbesserten Gesamtkonstitution der deutschen Volkswirtschaft diesmal allerdings eine wesentlich größere Bedeutung zu.

Der Preisanstieg auf der Verbraucherstufe hat sich zu Beginn des Jahres 2011 im Gefolge der zunächst kräftig gestiegenen Ölnotierungen deutlich verstärkt. Für den Prognosezeitraum wird mit leicht nachgebenden Rohölpreisen gerechnet. Mit der zunehmenden konjunkturellen Belegung werden allerdings die Preise der Waren und Dienstleistungen, die in einem größeren Maße im Inland bestimmt werden, stärker anziehen. Diese Projektion erwartet für das laufende Jahr einen Anstieg der Verbraucherpreise in der Abgrenzung des HVPI um 2,5 % und im Folgejahr um 1,8 %. Ohne Energie gerechnet wären dies 1,5 % beziehungsweise 1,6 %.

Ausgangslage

*Kurzfristiges
Wachstums-
profil geprägt
von Witterungseffekten*

Die deutsche Wirtschaft hat im Winterhalbjahr 2010/2011 die Erwartungen der im vergangenen Dezember veröffentlichten Prognose deutlich übertroffen. Während damals mit einer vorübergehenden, gleichwohl deutlichen Verlangsamung des wirtschaftlichen Erholungsprozesses gerechnet worden war, dürfte die konjunkturelle Grundtendenz tatsächlich kaum an Schwung verloren haben. Zwar ist das gesamtwirtschaftliche Wachstum im vierten Quartal 2010 mit 0,4 % so niedrig ausgefallen wie erwartet, ein wesentlicher Grund hierfür war aber das besonders kalte Winterwetter, das bereits im November eingesetzt hatte und den gesamten Dezember hindurch anhielt. Ohne die hiermit verbundenen Behinderungen insbesondere der Bauwirtschaft und des Verkehrswesens wäre das Wachstum spürbar stärker gewesen. Bei jahreszeittypischen Witterungsverhältnissen im ersten Vierteljahr 2011 kehrte die gesamtwirtschaftliche Aktivität nicht nur auf ihr Normalniveau zurück, sondern es wurden auch Arbeiten nachgeholt, die im letzten Quartal 2010 unterblieben waren. Wegen dieser Aufhol- und Nachholeffekte überzeichnet die Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts (BIP) des ersten Quartals von 1,5 % die konjunkturelle Grundtendenz ganz erheblich. Daneben könnten bei dem hohen Ergebnis für das erste Vierteljahr 2011 statistische Unschärfen eine Rolle gespielt haben.

*Unterschätzte
konjunkturelle
Grundtendenz*

Jenseits dieser Unsicherheiten kann aber kein Zweifel daran bestehen, dass die Dezember-Prognose die konjunkturelle Grundtendenz unterschätzt hat. Dies gilt gleichermaßen hin-

sichtlich der außen- wie der binnenwirtschaftlichen Impulse. Zunächst fiel der Dämpfer bei der Auslandsnachfrage schwächer aus als erwartet. Infolgedessen stiegen die Exporte im Winterhalbjahr 2010/2011 stärker an als unterstellt. Die damit einhergehende höhere Auslastung der Produktionskapazitäten sowie die weitere Verbesserung des Geschäftsklimas dürften wesentliche Gründe für die unerwartet starke Zunahme der Aufwendungen für neue Ausrüstungen gewesen sein. Die privaten Konsumausgaben profitierten von der außerordentlich vorteilhaften Arbeitsmarktentwicklung und nahmen kräftiger zu als vermutet.

Darüber hinaus übertrafen die Aufwendungen für neue Wohnbauten bei Weitem die Erwartungen. Nachdem in den letzten Jahren Investitionen in den Wohnungsbestand die dominierende Rolle gespielt hatten, kommt nun erstmals seit längerer Zeit dem Neubau größere Bedeutung zu. Nicht nur die Errichtung von Einfamilienhäusern, sondern vor allem auch der Geschosswohnungsbau zeigt sich deutlich erholt. Die Zusatznachfrage entfaltet sich vor allem in Ballungsräumen, was im Einklang mit den dort überdurchschnittlich stark steigenden Immobilienpreisen steht. Treibende Kräfte hinter dieser Entwicklung dürften neben der positiven Ertrags- und Einkommenstendenz und den günstigen Finanzierungskonditionen vor allem optimistische Erwartungen sein. Daneben mögen Zweifel an der Werthaltigkeit alternativer Anlageformen eine gewisse Rolle spielen.

*Neue Impulse
für den
Wohnungsbau*

Insbesondere die Wohnungswirtschaft könnte von einer erhöhten Zuwanderung nach

*Verstärkte
Zuwanderung
nach
Deutschland*

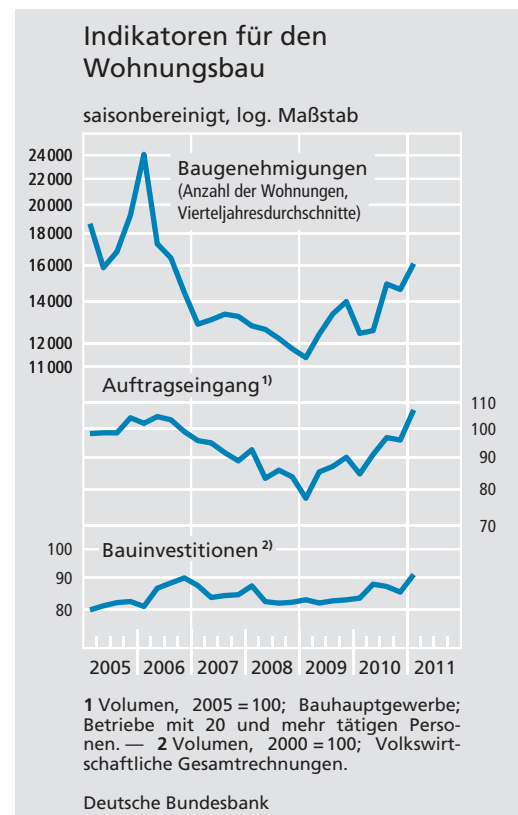
Deutschland profitieren. Bereits im Jahr 2010 sind per saldo beinahe 130 000 Personen nach Deutschland eingewandert, nach zwei Jahren ohne größere Nettozuwanderung.¹⁾ Dies spricht dafür, dass Deutschland für ausländische Arbeitnehmer wieder attraktiver geworden ist. Mit der Gewährung der vollen Freizügigkeit für Arbeitnehmer aus den EU-8-Staaten seit Mai dieses Jahres könnten sich die Wanderungsströme nochmals spürbar verstärken.²⁾ Diese Prognose geht für die Jahre 2011 und 2012 von einem Nettozustrom von 150 000 beziehungsweise 170 000 Personen aus, wovon jeweils rund 100 000 auf die EU-8 entfallen könnten.

*Weiterhin
äußerst günstige
Arbeitsmarkt-
entwicklung*

Es gibt keinerlei Anzeichen dafür, dass die verstärkte Zuwanderung den Arbeitsmarkt negativ tangiert hat. Vielmehr übertrafen sowohl die Zunahme der Beschäftigung um saisonbereinigt 256 000 als auch der Rückgang der Arbeitslosigkeit um 124 000 im Winterhalbjahr 2010/2011 wiederum die Erwartungen.³⁾ Die nach dem Produktionseinbruch 2009 eingeschränkten Arbeitszeiten haben sich weitgehend normalisiert.

*Steigende
Entgelte, ...*

Die Arbeitnehmer profitierten darüber hinaus mit kräftigen Einkommenssteigerungen von der guten Wirtschaftslage. Obwohl die Tarifverdienste im ersten Vierteljahr 2011 infolge der während der Wirtschaftskrise getätigten Abschlüsse mit 1,7 % im Vorjahresvergleich noch sehr verhalten anstiegen, ergab sich bei den Effektivverdiensten auf Monatsbasis ein Zuwachs von 2,8 %. Dabei ist in Rechnung zu stellen, dass die mittlere Arbeitszeit binnen Jahresfrist um 1,7 % zunahm. Auf Stundenbasis erhöhten sich die Effektiventgelte des-



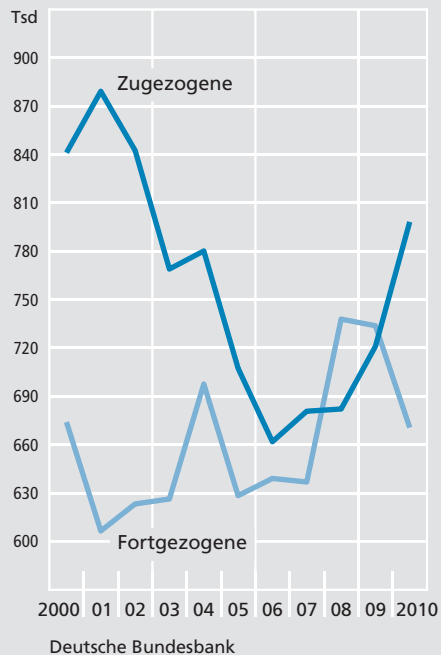
halb mit 1,0 % deutlich weniger stark als die Tariflöhne. Hierbei spielt eine Rolle, dass die Kurzarbeit zurückgeführt und Arbeitszeitkonten wieder aufgefüllt wurden. Die im Winterhalbjahr 2010/2011 neu abgeschlossenen Tarifverträge spiegeln die erheblich verbesserte Wirtschafts- und Arbeitsmarktlage wider und sehen – bei bemerkenswerter Differenzierung zwischen den Wirtschaftszweigen – im Durchschnitt kräftige Entgeltsteigerungen vor.

1 Das statistische Bild könnte durch die Bereinigung der Melderegister in den Jahren 2008 und 2009 insofern verzerrt sein, als nicht erfasste Fortzüge früherer Jahre diesem Zeitraum zugeordnet wurden.

2 Siehe hierzu: Deutsche Bundesbank, Zu den möglichen Wachstumseffekten einer verstärkten Zuwanderung aus den neuen EU-Mitgliedsländern, Monatsbericht, Mai 2011, S. 60–61.

3 Jeweils Durchschnitt des ersten Vierteljahres 2011 verglichen mit dem Durchschnitt des dritten Vierteljahres 2010.

Grenzüberschreitende Wanderungen von und nach Deutschland



... aber auch
deutlich
steigende Preise

Der Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe hat sich spürbar verstärkt. Angetrieben durch den Preisschub bei Rohöl verteuerte sich Energie auf der Verbraucherstufe binnen eines halben Jahres um 7,5%. Dies war der wichtigste Faktor für den Anstieg der HVPI-Vorjahrsrate auf 2,2% im ersten Vierteljahr 2011. Die Dezember-Projektion war bei einem deutlich flacheren Pfad der Rohölnotierungen noch von einer Rate von 1,7% ausgegangen. Ohne Energie gerechnet ergab sich eine Teuerungsrate von 1,1% gegenüber 0,9% in der Prognose. Daran zeigt sich, dass auch der konjunkturelle Einfluss auf die Preisentwicklung etwas unterschätzt worden war. Bis April hatte sich die HVPI-Rate auf 2,7% erhöht, bevor sie sich im Mai wieder auf 2,4% ermäßigte.

Rahmenbedingungen⁴⁾

Das Wachstum der Weltwirtschaft hat sich nach der zügigen konjunkturellen Erholung im Winterhalbjahr 2009/2010 spürbar verlangsamt. Die Aussichten für eine weitere globale Expansion sind aber intakt. Dabei dürfte sich das Wachstumstempo in einer Reihe von aufstrebenden Volkswirtschaften, die sich bereits in einem konjunkturell weiter fortgeschrittenen Stadium befinden, tendenziell abschwächen. Mitunter zeigen sich dort sogar bereits Überhitzungserscheinungen. Hingegen dürften sich in den Industrieländern die konjunkturellen Auftriebskräfte mehr und mehr gegenüber den späten Nachwirkungen der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise durchsetzen. Zudem sollten die für ein nachhaltiges Wachstum notwendigen strukturellen Anpassungen Fortschritte machen. Die tragischen Ereignisse in Japan dürften die Weltkonjunktur nicht nachhaltig beeinträchtigen. Im Ergebnis könnte sich das globale Wirtschaftswachstum in den beiden Jahren des Prognosehorizonts auf jeweils gut 4% belaufen.

Globale
Wirtschafts-
tendenzen

Infolge der zunehmenden Spezialisierung und Arbeitsteilung sollte der Welthandel weiterhin überproportional zunehmen, und zwar mit Raten von beinahe 8% pro Jahr. Ein erheblicher Teil davon entfällt trotz einer dort vermuteten Verlangsamung des Expansions tempos auf die aufstrebenden Volkswirtschaften. Hingegen dürfte der Handel der Indus-

Welthandel
und Absatz-
märkte

⁴ Die Annahmen über die Entwicklung des Welthandels, der Wechselkurse, der internationalen Rohstoffpreise und der Zinssätze wurden von den Prognoseexperten des Eurosystems festgelegt. Sie basieren auf Informationen, die bis zum 18. Mai 2011 verfügbar waren.

trieländer ungeachtet der Stärkung der Auftriebskräfte schwächer expandieren. Die deutschen Exporteure sollten nach wie vor von ihrer Präsenz in den neuen Wachstumsregionen profitieren. Das Volumen der deutschen Absatzmärkte könnte deshalb in diesem Jahr um 7 ½ % und im Jahr 2012 nochmals um 7 % zulegen, nach einer Expansion um 10 ½ % im Jahr 2010.⁵⁾

Wechselkurse

Der Euro hat seit der Prognoserunde im vergangenen Herbst gegenüber dem US-Dollar nochmals an Wert gewonnen. In dem für die Ableitung der Wechselkursannahme relevanten Zeitraum notierte der Euro bei 1,43 US-\$, gegenüber 1,39 US-\$ in der Dezember-Projektion, was einer Aufwertung um knapp 3 % entspricht. Allerdings verlor der Euro gegenüber anderen Währungen etwas an Wert, sodass der für den Außenhandel relevante effektive Wechselkurs des Euro weitgehend unverändert blieb.

Rohstoffpreise

Bereits im Dezember 2010 übertrafen die Rohölnotierungen aufgrund des besonders kalten Winterwetters auf der Nordhalbkugel die aus Terminkursen in den ersten beiden Novemberwochen abgeleiteten Erwartungen. Zeitgleich mit den Unruhen in einer Reihe von arabischen Ländern vergrößerte sich der Abstand. Im Mittel des ersten Vierteljahres 2011 lagen die Marktnotierungen bereits ein Fünftel über der damaligen Prognoseannahme. Auch im April stiegen die Notierungen nochmals kräftig an. Erst im Mai kam es, wohl aufgrund einer Abschwächung der Nachfrage, zu einer Korrektur nach unten. In der gegenwärtigen Prognose wird für das Jahr 2011 ein durchschnittlicher Rohölpreis von 111 US-\$ je

Wichtige Annahmen der Prognose

Position	2009	2010	2011	2012
Wechselkurse für den Euro				
US-Dollar je Euro	1,39	1,33	1,42	1,43
Effektiv 1)	111,7	104,7	105,5	106,0
Zinssätze				
EURIBOR-Dreimonatsgeld	1,2	0,8	1,6	2,3
Umlaufrendite öffentlicher Anleihen 2)	3,2	2,7	3,3	3,6
Rohstoffpreise				
Rohöl 3)	61,9	79,6	111,1	108,0
Sonstige Rohstoffe 4) 5)	-23,0	37,1	20,4	1,2
Absatzmärkte der deutschen Exporteure 5) 6)	-11,7	10,4	7,5	6,9

1 Gegenüber den Währungen der 20 wichtigsten Handelspartner des Euro-Raums (EWK-20-Gruppe), 1. Vj. 1999 = 100. — 2 Umlaufrendite deutscher Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von über neun bis zehn Jahren. — 3 US-Dollar je Fass der Sorte Brent. — 4 In US-Dollar. — 5 Veränderung gegenüber Vorjahr in %. — 6 Arbeitstäglich bereinigt.

Deutsche Bundesbank

Barrel Brent und für das Jahr 2012 von 108 US-\$ je Barrel unterstellt. Das sind 25 % beziehungsweise 20 % mehr als in der Dezember-Projektion. Die übrigen Rohstoffpreise, die im Gegensatz zu den Rohölnotierungen bereits im Sommer des vergangenen Jahres – in US-Dollar gerechnet – ihren Vorkrisenstand wieder erreicht hatten, folgten im Winterhalbjahr 2010/2011 weitgehend den aus Terminnotierungen abgeleiteten Erwartungen. Bei den angenommenen Steigerungsraten von 20 % für das Jahr 2011 und leicht über 1% für das Jahr 2012 gibt es jedenfalls nur kleinere Änderungen gegenüber der Dezember-Prognose.

5 Die Absatzmärkte wurden auf Basis aktualisierter Angaben zu Marktanteilen neu berechnet, woraus sich ein erheblicher Teil der Differenzen zu den Angaben in der Dezember-Projektion erklärt.

Die fortschreitende Normalisierung am Geldmarkt und die inzwischen eingeleitete Normalisierung des weiterhin expansiven Leitzinsniveaus sowie die Markterwartung weiterer Leitzinsanpassungen haben die Kurzfristzinssätze etwas schneller steigen lassen als in der Dezember-Projektion zugrunde gelegt. Für die aktuelle Prognoserunde wird ein aus Marktdaten abgeleiteter Kurzfristzinssatz (Dreimonatszinssatz für unbesicherte Geschäfte am Interbankengeldmarkt) von 1,6 % für 2011 (anstelle von 1,4 %) und 2,3 % für 2012 (anstelle von 1,7 %) unterstellt. Angesichts der guten wirtschaftlichen Aussichten sind auch die Langfristzinsen angestiegen. Für den Jahresdurchschnitt 2011 wird nun bei deutschen Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von über neun bis zehn Jahren eine Umlaufrendite von 3,3 % erwartet, verglichen mit 2,9 % in der Dezember-Projektion. Für das Jahr 2012 ergibt sich nunmehr ein Wert von 3,6 % gegenüber 3,3 % im Dezember. Die Finanzierungskosten der deutschen Unternehmen liegen im längerfristigen Bereich höher als in der Dezember-Prognose angenommen, allerdings fällt die Revision geringer aus als bei den Staatsanleihen. Die Kreditvergabepolitik der Banken hat sich dem Bank Lending Survey zufolge im ersten Vierteljahr 2011 spürbar entspannt. Auch der Kredithürden-Indikator des ifo Instituts zeigt eine weitere Verbesserung an. Für den Prognosezeitraum wird davon ausgegangen, dass sich diese Entwicklung fortsetzt.

Im Bereich der öffentlichen Finanzen werden in die Vorausschätzungen alle Maßnahmen einbezogen, die entweder verabschiedet sind oder die bereits hinreichend spezifiziert wur-

den und mit deren Verabschiedung zu rechnen ist. Einnahmenseitig dominieren die Abgabenerhöhungen zum Jahresbeginn 2011. Bei den Sozialbeiträgen überwiegen die Mehreinnahmen aus den angehobenen Beitragsätzen vor allem der gesetzlichen Krankenversicherung, aber auch der Bundesagentur für Arbeit die Ausfälle insbesondere durch den niedrigeren Umlagesatz für das Insolvenzgeld.⁶⁾ Im Bereich der indirekten Steuern führt im laufenden Jahr das Konsolidierungspaket des Bundes zu Aufkommenszuwächsen.⁷⁾ Auf der Ausgabenseite wird unterstellt, dass im Prognosezeitraum nur in relativ geringem Umfang Vermögenstransfers an Finanzinstitute geleistet werden, während sie im vergangenen Jahr mit rund ½ % des BIP zu Buche schlugen. Darüber hinaus entfallen sukzessive die meisten ausgabenseitigen Konjunkturstützungsmaßnahmen, und mit dem Konsolidierungspaket, der Gesundheitsreform und der ab Mitte 2011 nachgeholten Deckelung der Rentenanpassungen ist bei den Sozialausgaben eine gewisse Dämpfung angelegt. Andererseits wurden insbesondere in den Bereichen Bildung und Arbeitslosengeld II Ausgabensteigerungen beschlossen.

6 Zu Mindereinnahmen führt auch die Streichung der Rentenbeiträge für Empfänger von Arbeitslosengeld II. Diese haben in gesamtstaatlicher Betrachtung aber keinen Einfluss auf das Defizit, da sie gleichzeitig die Ausgaben des Bundes senken.

7 Dieses enthält eine neue Kernbrennstoffsteuer sowie eine Luftverkehrssteuer, eine mehrstufige Tabaksteuererhöhung und eine Einschränkung von Begünstigungen bei Strom- sowie Energiesteuer. Darüber hinaus wurde eine Bankenabgabe (Jahresbeitrag von Kreditinstituten an den Restrukturierungsfonds) eingeführt.

Konjunktureller Ausblick⁸⁾Grund-
tendenzen und
Wachstums-
profil

Nach dem fulminanten Auftakt im ersten Vierteljahr 2011 dürfte das BIP-Wachstum im zweiten Vierteljahr sehr viel verhaltener ausfallen. Dies wäre jedoch nicht als konjunkturelle Abkühlung zu verstehen. Vielmehr würde dies den starken Einfluss von Aufhol- und Nachholeffekten im ersten Vierteljahr reflektieren. Gleichwohl ist angesichts der bereits erreichten Normalauslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten mit einem allmählichen Nachlassen des nach wie vor recht hohen konjunkturellen Grundtempos zu rechnen. Für das Gesamtjahr 2011 könnte sich die BIP-Verlaufsrate kalenderbereinigt auf 2,6% belaufen, nach 3,8% im Jahr 2010. Im Jahresdurchschnitt entspräche dies – bei einem erheblichen statistischen Überhang aus dem Vorjahr – einer Zunahme der realen Wirtschaftsleistung von kalenderbereinigt 3,1%, nach 3,5% im Jahr zuvor. Im Folgejahr würde sich gemäß dieser Projektion die Verlaufsrate weiter auf 2,2% reduzieren, sodass sich bei einem Überhang von 0,6% arbeitstäglich bereinigt ein jahresdurchschnittliches BIP-Wachstum von 2,0% ergäbe. Da im Jahr 2012 die Zahl der potenziellen Arbeitstage geringer ausfällt als im Jahr 2011, beliefe sich die unbereinigte jahresdurchschnittliche BIP-Rate auf 1,8%, nach 3,1% beziehungsweise 3,6% in den beiden Vorjahren. Im Vergleich zur Dezember-Prognose entspricht dies Aufwärtsrevisionen der erwarteten Wachstumsraten um 1,1 Prozentpunkte für 2011 und 0,3 Prozentpunkte für 2012.

Technische Komponenten zur
BIP-Wachstumsprognose

in % bzw. Prozentpunkten

Position	2009	2010	2011	2012
Statistischer Überhang am Ende des Vorjahres ¹⁾	-1,9	0,9	1,2	0,6
Jahresverlaufsrate ²⁾	-2,0	3,8	2,6	2,2
Jahresdurchschnittliche BIP-Rate, arbeitstäglich bereinigt	-4,7	3,5	3,1	2,0
Kalendereffekt ³⁾	-0,1	0,1	-0,1	-0,2
Jahresdurchschnittliche BIP-Rate ⁴⁾	-4,7	3,6	3,1	1,8

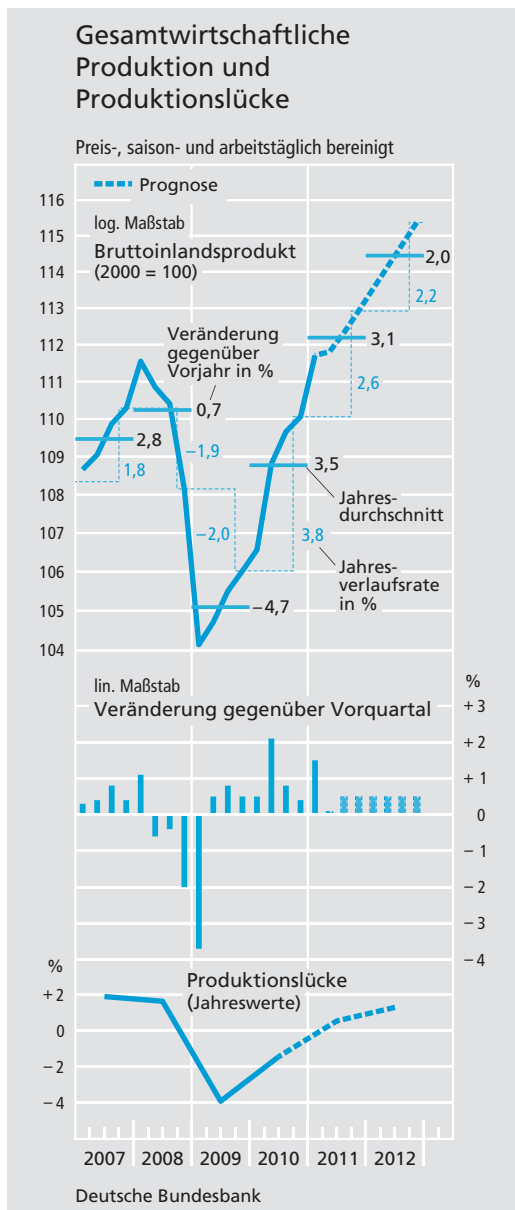
Quelle: Statistisches Bundesamt; 2011 und 2012 eigene Prognosen. — 1 Saison- und arbeitstäglich bereinigter Indexstand im vierten Quartal des Vorjahres in Relation zum arbeitstäglich bereinigten Quartalsdurchschnitt des Vorjahres. — 2 Jahresveränderungsrate im vierten Quartal, arbeitstäglich bereinigt. — 3 In % des BIP. — 4 Abweichungen in der Summe rundungsbedingt.

Deutsche Bundesbank

Nach gegenwärtigem Rechenstand hat die deutsche Wirtschaft im ersten Jahresviertel 2011 wieder den Vorkrisenstand der wirtschaftlichen Erzeugung erreicht. Zudem dürfte sich die gesamtwirtschaftliche Produktionslücke, die sich in der Krise aufgetan hatte, weitgehend geschlossen haben. Die Auslastung der Kapazitäten in der Industrie und der Geräte im Bauhauptgewerbe übertrifft den langjährigen Durchschnitt, die Beschäftigung ist auf einem neuen Höchststand für das vereinigte Deutschland, die Profitabilität der Unternehmen dürfte wieder nahe am Vorkrisenniveau liegen, und Löhne und Preise ziehen deutlich an. Dieses makroökonomische Gesamtbild ist mit der Diagnose des Fortbestehens einer merklichen gesamtwirt-

Kapazitäts-
auslastung und
Potenzial-
wachstum

⁸⁾ Die hier vorgestellte Prognose wurde am 24. Mai 2011 abgeschlossen.



schaftlichen Unterauslastung nicht zu vereinbaren.

Der Befund spricht auch dafür, dass sich das Potenzialwachstum infolge der Krise vorübergehend auf $\frac{3}{4}$ % abgeschwächt hatte.⁹⁾ Im Jahr 2011 dürfte das Produktionspotenzial um 1,1% und im Jahr 2012 um 1,3 % steigen. Hierzu tragen nicht nur die wieder verstärkten Investitionsaktivitäten, sondern auch

die rückläufige strukturelle Arbeitslosigkeit und die steigende Einwanderung bei. Trotz des zunehmenden Potenzialwachstums wird sich die Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten im Prognosezeitraum spürbar erhöhen und am Ende des Prognosehorizonts den langjährigen Durchschnitt deutlich übertreffen.

Der Export dürfte auch im Prognosezeitraum die wichtigste Stütze der Konjunktur bleiben. Die Exportperspektiven der deutschen Unternehmen sind weiterhin aufwärtsgerichtet, wenngleich nicht mehr so große Zuwächse erwartet werden wie im Jahr 2010. Damals hatten die Ausfuhren mit beinahe 15 % erheblich stärker zugelegt als die Absatzmärkte mit etwas mehr als 10 %. Darin kam zum Ausdruck, dass weltweit die Nachfrage nach hochwertigen Kapitalgütern, deren Beschaffung in der Krise zurückgestellt worden war, wegen des Nachholbedarfs kräftig anzog. Es ist damit zu rechnen, dass dieser Sortiments-effekt im Jahr 2011 noch anhält, wenn auch in deutlich abgeschwächter Form. Bei einem Wachstum der Absatzmärkte von $7\frac{1}{2}$ % könnten die Exporte deshalb um etwas mehr als 8 % zunehmen. Im Jahr darauf dürfte der positive Sortimentseffekt weitgehend entfallen. Zudem könnte sich die hohe Auslastung der Sachanlagen bemerkbar machen. Deshalb veranschlagt diese Projektion für 2012 bei einem Marktwachstum von (kalenderbereinigt) 7 % eine ähnlich starke Zunahme der

Weiter stark steigende Ausfuhren

⁹⁾ Siehe dazu: Deutsche Bundesbank, Wie hoch sind die Schäden am Produktionspotenzial der deutschen Wirtschaft infolge der Wirtschafts- und Finanzkrise? Eine Zwischenbilanz, Monatsbericht, Dezember 2009, S. 26f.

Exporte (in Ursprungswerten 6 ½ %, kalenderbereinigt 7 %).

*Deutliche
Impulse von der
Binnenwirt-
schaft*

In scharfem Kontrast zur Aufschwungperiode der vergangenen Dekade dürfte der Binnenwirtschaft dank der verbesserten Gesamtkonstitution der deutschen Wirtschaft eine wesentlich größere Bedeutung zukommen. Die Ertragslage der Unternehmen hat bereits wieder ein sehr hohes Niveau erreicht, die Finanzierungskonditionen sind weiterhin günstig, und Überschuldungsprobleme spielen bei Unternehmen und Haushalten nur eine vergleichsweise geringe Rolle. Zudem steigt die Beschäftigung deutlich an. Wenn auch der Anteil befristeter Arbeitsverhältnisse und der Leiharbeit zugenommen hat, so hat die Angst vor Arbeitslosigkeit insgesamt doch spürbar nachgelassen. All dies ermuntert Haushalte und Unternehmen zu längerfristigen Dispositionen.

*Stark steigende
Sachkapital-
bildung*

Dies schlägt sich insbesondere in den Investitionsplanungen der Unternehmen nieder. Laut Umfragen beabsichtigen sie für 2011 eine erhebliche Aufstockung ihrer Investitionsbudgets. Dabei steht erstmals seit Längerem das Motiv der Kapazitätserweiterung stärker im Vordergrund. Preisbereinigt könnten die Aufwendungen für neue Ausrüstungen in diesem Jahr um 12 ½ % zunehmen, und im folgenden Jahr von dem dann erreichten hohen Niveau aus nochmals um 7 ½ %. Eine merkliche Ausweitung wird für 2011 mit 6 ½ % auch bei den Wohnungsbauinvestitionen erwartet. Diese hatten sich nicht nur während der Wirtschaftskrise als vergleichsweise robust erwiesen, sondern hatten bereits im Jahr 2010 mit real 4 ¼ % deutlich zu-

Eckwerte der gesamtwirtschaftlichen Prognose

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Position	2009	2010	2011	2012
BIP (real)	- 4,7	3,6	3,1	1,8
desgl. arbeitstäglich bereinigt	- 4,7	3,5	3,1	2,0
Verwendung des realen BIP				
Private Konsum- ausgaben	- 0,2	0,5	1,6	1,5
Konsumausgaben des Staates	2,9	1,9	2,1	1,3
Bruttoanlageinvesti- tionen	- 10,1	6,0	7,9	3,4
Exporte	- 14,3	14,7	8,3	6,3
Importe	- 9,4	13,0	7,3	7,2
Beiträge zum BIP-Wachstum 1)				
Inländische Endnach- frage	- 1,5	1,7	2,7	1,8
Vorratsveränderungen	- 0,3	0,6	- 0,5	0,1
Außenbeitrag	- 2,9	1,3	0,8	- 0,1
Arbeitsmarkt				
Arbeitsvolumen 2)	- 2,5	2,7	1,6	0,5
Erwerbstätige 2)	0,0	0,5	1,2	0,8
Arbeitslose 3)	3,4	3,2	2,9	2,8
Arbeitslosenquote 4)	8,1	7,7	7,0	6,5
Lohnstückkosten 5)	5,2	- 1,0	0,8	1,7
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	0,2	2,0	2,7	2,7
Reales BIP je Erwerbs- tätigen	- 4,7	3,1	1,8	1,0
Verbraucherpreise 6)	0,2	1,2	2,5	1,8
ohne Energie	1,1	0,8	1,5	1,6
Energiekomponente	- 5,4	3,9	9,6	2,8

Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesagentur für Arbeit; 2011 und 2012 eigene Prognosen. — 1 In Prozentpunkten. — 2 Inlandskonzept. — 3 In Millionen Personen (Definition der Bundesagentur für Arbeit). — 4 In % der zivilen Erwerbspersonen. — 5 Quotient aus dem im Inland entstandenen Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und dem realen BIP je Erwerbstätigen. — 6 Harmonisierter Verbraucherpreisindex.

Deutsche Bundesbank

gelegt. Für das Jahr 2012 wird mit einer weiteren Steigerung um beinahe 2 % gerechnet. Lediglich bei den öffentlichen Investitionen, die während der Krise von einem bereits hohen Niveau aus vor allem zur Stützung der Bauwirtschaft deutlich aufgestockt worden waren, ist im Jahr 2012 mit einem kräftigen Rückgang zu rechnen. Insgesamt dürfte sich das gesamtwirtschaftliche Investitionsvolumen nach einem Plus von 8 % im laufenden Jahr im Jahr 2012 nur noch um 3 ½ % (kalenderbereinigt 4 %) erhöhen.

*Höhere private
Konsum-
ausgaben*

Angesichts zunehmender Einkommen und einer verbesserten Arbeitsmarktlage sollte sich der private Verbrauch trotz deutlich steigender Preise spürbar beleben. Die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte könnten in diesem Jahr um 3 ½ % und im kommenden Jahr um 3 % ansteigen. Dahinter steht eine deutliche Zunahme der Nettolöhne und -gehälter – trotz einer höheren effektiven Abgabenlast – sowie der Einkommen aus unternehmerischer Betätigung und Kapitalvermögen. Demgegenüber dürften die empfangenen monetären Sozialleistungen unter anderem wegen der rückläufigen Arbeitslosigkeit kaum zunehmen. Hinsichtlich des Sparverhaltens sind keine größeren Änderungen zu erwarten. Die Sparquote, die nach dem Auslaufen der Prämie für die Verschrottung alter privat genutzter Pkw im Jahr 2010 von 11,1 % auf 11,4 % geklettert war, sollte sich wieder leicht auf 11,2 % reduzieren. Die privaten Konsumausgaben würden dann in den beiden Jahren des Prognosezeitraums jeweils real um 1 ½ % zulegen.

Die Projektion der Einfuhren unterstellt, dass sich der trendhafte Anstieg der Importanteile an den Exporten und den Ausrüstungsinvestitionen in der Tendenz fortsetzt. Im Jahr 2011 könnte das Wachstum der Importe trotzdem hinter dem der Exporte zurückbleiben, weil sich die Nachfrage stärker auf Komponenten mit einer vergleichsweise geringen Importintensität wie den Bauinvestitionen richtet. Wenn diese im Jahr 2012 wie erwartet relativ an Bedeutung verlieren, dann würden die Importe prozentual stärker zunehmen als die Exporte. Deshalb erwartet diese Projektion in den Jahren 2011 und 2012 jeweils eine Zunahme der Einfuhren um 7 ¼ %. Der Handelsbilanzüberschuss (in Prozent des nominalen BIP) würde sich damit in den beiden Jahren des Prognosezeitraums gegenüber 2010 nur wenig verändern.

*Stark steigende
Einfuhren*

Im Einklang mit ihren Investitionsplänen stocken die Unternehmen ihre Belegschaften auf. Teilweise bedienen sie sich für diesen Zweck Leiharbeitsfirmen, die wiederum selbst auf dem Arbeitsmarkt Personal rekrutieren. Umfragen zufolge ist der Einstellungsbedarf der Unternehmen weiterhin ausgesprochen hoch, und die Zahl der offenen Stellen hat sich im ersten Vierteljahr 2011 auf über eine Million erhöht. Die vollständige Öffnung des deutschen Arbeitsmarktes für Arbeitnehmer aus den mittel- und osteuropäischen Beitrittsländern (mit Ausnahme von Bulgarien und Rumänien), die tendenziell steigende Erwerbsbeteiligung und auch die Aussetzung der Wehrpflicht sollten es den Unternehmen erleichtern, Vakanzen zu füllen. Dabei verringern Arbeitnehmerüberlassung sowie die Möglichkeiten der Befristung die Risiken der

*Weiter deutlich
steigende
Beschäftigung ...*

Unternehmen gerade bei Personen mit Arbeitsmarktnachteilen. Diese Prognose geht davon aus, dass die Zahl der Erwerbstätigen in diesem Jahr um 1,2 % und im folgenden Jahr um 0,8 % steigen wird. Die mittlere Arbeitszeit wird im laufenden Jahr nochmals leicht zulegen, um sich dann im Jahr 2012 dem längerfristigen, wegen des steigenden Teilzeitanteils leicht negativen Trend anzunähern.

*... und
rückläufige
Arbeitslosigkeit*

Dem positiven Beschäftigungstrend folgend wird sich die Arbeitslosigkeit spürbar verringern. Nachdem die Zahl der registrierten Arbeitslosen bereits im April 2011 saisonbereinigt drei Millionen unterschritten hat, wird mit einem weiteren Rückgang auf 2,75 Millionen im Jahresdurchschnitt 2012 gerechnet. Die Arbeitslosenquote würde sich auf 6,5 % belaufen. Niedrigere Werte wurden zuletzt in Westdeutschland während des Vereinigungsbooms gemessen. Der Rückgang der Arbeitslosigkeit dürfte zu einem großen Teil struktureller Natur sein. Dafür sprechen die seit dem Jahr 2006 stark steigenden Übergangsraten von Arbeitslosigkeit in Beschäftigung, die wiederum mit den Arbeitsmarktreformen der ersten Hälfte der vergangenen Dekade zu erklären sind.

Arbeitskosten und Preisperspektiven

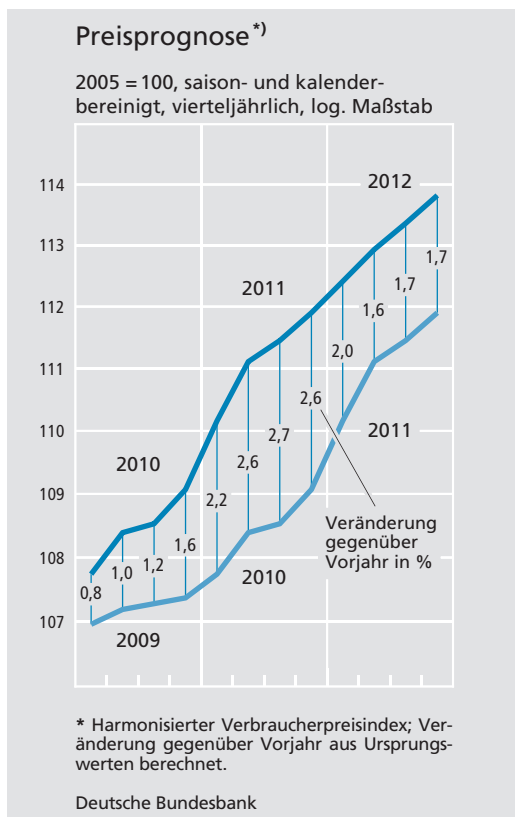
*Verzögerter
Anstieg der
Tarifentgelte*

Die im Winterhalbjahr 2010/2011 neu vereinbarten Tarifverträge sehen Steigerungsraten vor, die zuletzt unmittelbar vor der Krise erreicht worden sind. Damit folgen die Tariflöhne der wirtschaftlichen Erholung. Es ist damit zu rechnen, dass auch die noch

nicht abgeschlossenen sowie die noch ausstehenden Tarifverhandlungen in diesem und im kommenden Jahr zu recht hohen Abschlussätzen führen werden. Dabei dürften die Tarifpartner wie bei den bisherigen Vereinbarungen die Besonderheiten der einzelnen Wirtschaftszweige im Auge behalten. Diese Projektion geht also davon aus, dass die Tarifpolitik auch unter den sehr günstigen Bedingungen am Arbeitsmarkt grundsätzlich beschäftigungsfreundlich bleibt und somit dem Erhalt der Wettbewerbsfähigkeit der international operierenden Unternehmen eine hohe Bedeutung zumisst. Während sich dies in einer Reihe von Jahren der vergangenen Dekade in sehr niedrigen Lohnsteigerungsraten ausdrückte, sind nun bei einem wirtschaftlich vorteilhafteren Umfeld höhere Zuwächse möglich. Die mehr binnenwirtschaftlich geprägten Dienstleistungsbereiche einschließlich des öffentlichen Dienstes sollten der Industrie mit Verzögerung folgen. Aufgrund des Nachwirkens älterer Verträge und der Basiseffekte von Einmalzahlungen dürfte das Wachstum der Tarifentgelte im laufenden Jahr mit knapp 2 % und im Jahr darauf mit 2 ½ % allerdings noch hinter den neuen Abschlüssen zurückbleiben. Diese würden erst 2013 ihre volle Wirkung entfalten.

Die gute wirtschaftliche Lage dürfte viele Unternehmen dazu veranlassen, ihre Mitarbeiter über Prämien an ihrem Erfolg teilhaben zu lassen. Auch dürften in Tarifverträgen eingeräumte Spielräume sich häufiger als in der Vergangenheit in einem früheren oder sogar höheren Lohnplus niederschlagen. Zudem sollten die bezahlten Überstunden weiter zunehmen. Die Effektivverdienste dürften

*Positive Lohn-
drift, deutlich
steigende
Effektiv-
verdienste und
Lohnstück-
kosten*



also stärker als die Tarifentgelte ansteigen. Auf Stundenbasis wirken der positiven Lohn-drift im Jahresvergleich 2011/2010 noch die weitere Rückführung der Kurzarbeit sowie das Auffüllen der in der Krise geleerten Arbeitszeitkonten entgegen. Bei weitgehend unveränderter Belastung durch Arbeitgeberbeiträge zu den Sozialversicherungen dürften die Lohnkosten je Arbeitnehmer in diesem Jahr wie im Folgejahr um 2,7% zunehmen. Bei einem Produktivitätsgewinn von 1,8% im Jahr 2011 – auch bedingt durch die im Durchschnitt nochmals steigende Arbeitszeit – und 1,0% im Jahr 2012 ergäbe sich dann ein Anstieg der Lohnstückkosten um 0,8% beziehungsweise 1,7%.

Die in der Krise gedrückten Margen dürften ihre Erholung fortsetzen, allerdings ange-

sichts des bereits wieder erreichten Rendite-niveaus nur noch mit stark reduziertem Tempo. Die inländische Leistungserstellung könnte sich – gemessen am BIP-Deflator – im laufenden Jahr um knapp 1% und im kommenden Jahr um 1¾% verteuern.

Nur noch mäßig zunehmende Margen

Die Budgets der Verbraucher werden im laufenden Jahr vor allem durch die deutlich gestiegenen Energiepreise belastet. Im Jahresdurchschnitt dürfte sich Energie um knapp 10% verteuern; das entspricht bei einem mittleren Anteil an den Verbraucherbudgets von einem Zehntel einem Beitrag von einem Prozentpunkt zur Preissteigerungsrate. Aufgrund verzögerter Effekte der höheren Rohölnotierungen auf Gaspreise und Umlagen sowie der weiter zunehmenden Kosten für eine umweltfreundlichere Stromerzeugung dürften die Energiepreise auch im Jahr 2012 überproportional steigen, allerdings mit knapp 3% deutlich schwächer als 2011.

Stark steigende Energiepreise

Die Konjunkturbelebung macht sich auch bei den Preisen anderer Waren und Dienstleistungen bemerkbar, wobei außen- und binnenwirtschaftliche Einflüsse nicht immer klar zu trennen sind, zumal sich die deutsche Konjunktur im Gleichklang mit der Weltwirtschaft bewegt. Jedenfalls sind die Import- und die inländischen Erzeugerpreise von Industriewaren gleichermaßen stark gestiegen. Auch bei einigen Agrarnotierungen sind Einflüsse von den Weltmärkten deutlich zu spüren. Zudem dürften sich die steigenden Löhne und die verbesserte Nachfrage in einem etwas stärkeren Anstieg der Preise von Dienstleistungen und der Wohnungsmieten niederschlagen. Insgesamt könnten die Verbrau-

Anziehende Verteuerung anderer Waren und Dienstleistungen

cherpreise gemessen am HVPI im laufenden Jahr um 2,5% und im kommenden Jahr dann um 1,8% steigen.

Öffentliche Finanzen¹⁰⁾

Deutliche Verbesserung der Staatsfinanzen, sofern Kurs gehalten wird

In den vergangenen beiden Jahren hatte sich die Lage der Staatsfinanzen stark verschlechtert. Die gesamtstaatliche Defizitquote lag 2010 bei 3,3%, und die Schuldenquote erreichte mit 83,2% einen neuen Höchststand.¹¹⁾ Nunmehr zeichnet sich eine schrittweise Erholung ab, sofern der finanzpolitische Kurs nicht gelockert wird und sich weitere Belastungen aus der Finanz- und Staatsschuldenkrise in engen Grenzen halten. Erleichtert wird die Konsolidierung durch die sehr günstigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, von denen die Staatshaushalte nicht nur konjunkturell, sondern auch über eine niedrigere strukturelle Arbeitslosigkeit und wieder steigende Potenzialwachstumsraten profitieren.

Defizitquote könnte 2011 unter 2% sinken ...

Im laufenden Jahr könnte die Defizitquote unter 2% sinken. Hierzu tragen die fortgesetzte Konjunkturerholung sowie eine deutliche strukturelle Verbesserung zu etwa gleichen Teilen bei. Negativ zu Buche schlägt demgegenüber der Wegfall der 2010 verzeichneten Einmaleffekte (Frequenzversteigerungserlöse, höhere Insolvenzgeldumlage). Unter den strukturellen Faktoren sind auf der Einnahmenseite die Abgabenerhöhungen bei den Sozialbeiträgen und indirekten Steuern zu nennen. Der erwartete spürbare Rückgang der strukturellen Ausgabenquote hängt wesentlich damit zusammen, dass nur noch

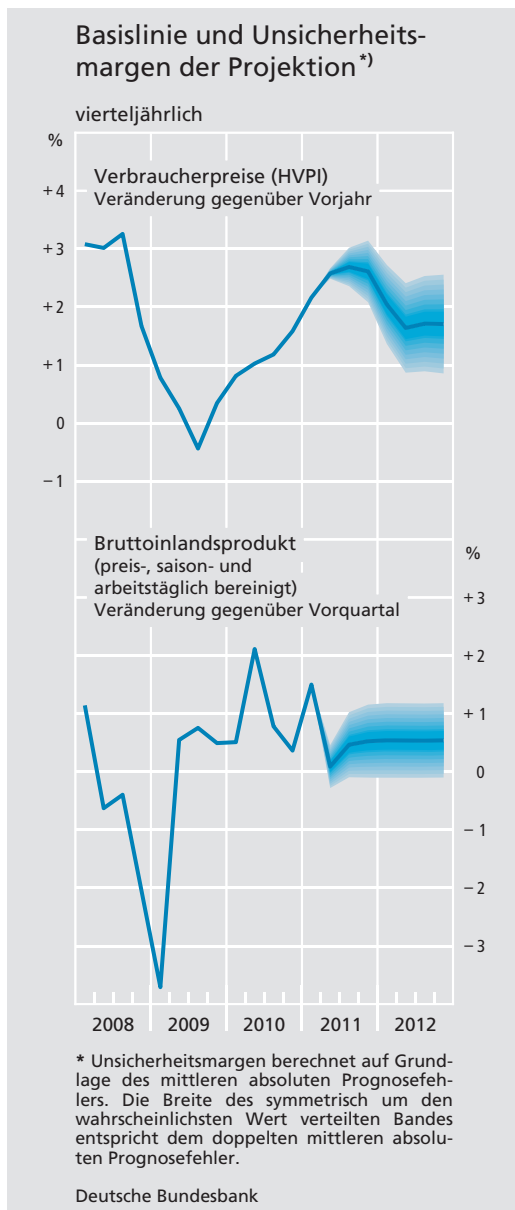
verhältnismäßig geringe Vermögenstransfers an Finanzinstitute unterstellt werden. Darüber hinaus ist die Ausgabenentwicklung auch infolge teilweise auslaufender Konjunkturstimuli (insbesondere Arbeitsmarktstützung) und wegen des Konsolidierungspakets des Bundes leicht restriktiv.

Für 2012 ist momentan ein fortgesetzter Defizitabbau angelegt, wobei anders als im laufenden Jahr die Konjunktur nur noch einen leicht positiven Einfluss haben dürfte. Die (strukturelle) Einnahmenquote könnte weitgehend unverändert bleiben, während die strukturelle Ausgabenquote etwas stärker zurückgeht als 2011. Verantwortlich hierfür sind insbesondere die nach den geltenden Regeln zu erwartende Dämpfung des Rentenanstiegs sowie niedrigere Arbeitsmarktausgaben infolge strukturell sinkender Arbeitslosenzahlen. Außerdem laufen temporäre Konjunkturstützungsmaßnahmen aus. Dies gilt vor allem für die im Rahmen der Konjunkturpakete aufgelegten Investitionsprogramme, bei denen sich einmal mehr eine besonders ausgeprägte zeitliche Wirkungsverzögerung zeigt. Insgesamt wird der Staatshaushalt in einem Umfeld überdurchschnittlicher gesamtwirtschaftlicher Auslastung auch im kommenden Jahr noch ein deutliches struktu-

... und die Verbesserung könnte sich abgeschwächt auch 2012 fortsetzen

¹⁰ Die gesamtstaatliche Entwicklung wird hier in der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen dargestellt, die weitgehend auch den fiskalischen Referenzwerten des AEU-Vertrages zugrunde liegt (sog. Maastricht-Kriterien). Für eine ausführlichere Analyse für den Gesamtstaat sowie die einzelnen Ebenen der Gebietskörperschaften und die Sozialversicherungen vgl.: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Mai 2011, S. 63ff.

¹¹ Darin enthalten sind Schulden im Zusammenhang mit der Stützung von Finanzinstituten seit 2008 von 13 ½% des BIP. Diesen steht zwar zum guten Teil Finanzvermögen gegenüber. Allerdings sind damit erhebliche Risiken verbunden.



relles Defizit aufweisen. Um das mittelfristige Ziel eines (annähernd) ausgeglichenen Haushalts in den Folgejahren zu erreichen und für die absehbaren demographischen Belastungen vorzusorgen, sind mithin weitere Konsolidierungsschritte erforderlich.

Hinsichtlich der Entwicklung der Schuldenquote ist die Unsicherheit weiter hoch. Die niedrigeren Defizite bei gleichzeitig relativ

großen nominalen BIP-Zuwächsen führen für sich genommen zum Rückgang. Erhebliche Risiken bestehen allerdings im Zusammenhang mit den europäischen Hilfsprogrammen für EWU-Staaten und der Stützung deutscher Finanzinstitute.

Risikobeurteilung

Das hier vorgelegte Basisszenario geht von einer störungsfreien weltwirtschaftlichen Entwicklung aus, an der die deutsche Volkswirtschaft aufgrund ihrer Offenheit erfolgreich partizipiert. Gebremst wird das Wachstum durch eine zunehmende Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten. Der erwartete Anstieg der Kurz- und Langfristzinsen beugt Überhitzungserscheinungen vor.

*Realwirtschaftliches
Risikoprofil*

Es wäre durchaus vorstellbar, dass unter diesen Bedingungen die Marktanteilsgewinne deutscher Unternehmen zumindest kurzfristig stärker als im Hauptszenario der Projektion ausfallen. Auch ist es möglich, dass die binnenwirtschaftliche Komponente noch mehr an Schwung gewinnt als hier unterstellt wurde. Dies könnte das schwer zu interpretierende hohe BIP-Ergebnis für das erste Quartal 2011 andeuten.

Mittelfristig könnte über vermehrte Sachkapitalbildung und Zuwanderung das Produktionspotenzial so weit gestärkt werden, dass ein spannungsfreies Wachstum auch bei höherer Gangart möglich wäre. Unterbleibt der erwartete Zinsanstieg, könnte es allerdings insbesondere in der Bauwirtschaft zu einem wenig nachhaltigen Boom kommen.

*Erhebliche
Unsicherheit
hinsichtlich der
Schuldenquote*

Größere Störungen der weltwirtschaftlichen Entwicklung würden sich vermutlich unmittelbar auf die deutsche Konjunktur auswirken. Auch haben sich die Unsicherheiten an den Finanzmärkten angesichts der schwierigen Lage der öffentlichen Finanzen in einer Reihe von Industrieländern wieder erhöht.

*Risiken für die
Preisstabilität*

Hinsichtlich der Preisstabilität gehen die Risiken kurz- bis mittelfristig in erster Linie von den internationalen Rohstoffmärkten aus. Zwar haben die Rohstoffpreise bereits wieder ein hohes Niveau erreicht, und auch die Rohölnotierungen dürften trotz der jüngsten Korrekturen noch eine gewisse Risikoprämie

enthalten. Bei einer nur wenig gebremsten wirtschaftlichen Expansion der aufstrebenden Volkswirtschaften scheint ein stärkerer Anstieg nicht ausgeschlossen. Dies gilt insbesondere dann, falls sich die Industrieländer insgesamt schneller als erwartet erholen. Sollte das gesamtwirtschaftliche Wachstum in Deutschland bei niedrigen Zinsen deutlich höher ausfallen als hier abgeleitet und sich dies auch über den Prognosehorizont hinaus fortsetzen, drohen im Kontext nur mäßig erhöhter Potenzialraten mittel- bis langfristig Überhitzungserscheinungen, die der Preisstabilität abträglich wären.

