



# BIP-Wachstum und Inflation – Wahrnehmungsprobleme

15. März 2011

Inhaltsverzeichnis	Seite
Deutsche BIP-Prognose.....	3
Kommt die Inflation zurück?.....	5

**Ähnlich der Großen Depression der dreißiger Jahre, die sich tief in das kollektive Gedächtnis Amerikas eingebrannt hat, hat in Deutschland die auf den Ersten Weltkrieg folgende Hyperinflation die Wahrnehmung der nachfolgenden Generation geprägt.** Anders ist es nicht zu erklären, dass die anhaltend guten Zahlen vom deutschen Arbeitsmarkt und die Aussicht, dass die Zahl der Arbeitslosen im Sommer unter die 3-Mio.-Marke fällt oder dass die Wirtschaft im laufenden Jahr wohl um 2 ½% zulegen wird, nur noch wenig Interesse in den Medien und der Öffentlichkeit finden, während die Inflationsrate von 2,1% im Februar und die weiteren Inflationsaussichten aber regelmäßig kommentiert werden.

**Natürlich ist es wichtig, die weitere Inflationsentwicklung – vor allem angesichts der volatilen Ölpreise – genau im Auge zu behalten, und die EZB hat hier ja auch ihre „starke Wachsamkeit“ zum Ausdruck gebracht.** Allerdings ist eine Inflationsrate von 2% oder vielleicht 2 ½% in den nächsten Monaten zum großen Teil eine Normalisierung nach den rezessionsbedingt niedrigen Raten der beiden Vorjahre (2009 0,3% und 2010 1,1%), die zu einem erheblichen Teil den höheren Öl- und Nahrungsmittelpreisen geschuldet ist. Das von uns entwickelte Inflationsmodell prognostiziert jedenfalls, bei einer unterstellten Normalisierung bei den Öl- und Nahrungsmittelpreisen, keine dramatische Inflationsentwicklung. Uns ist allerdings bewusst, dass einige der strukturellen Veränderungen der letzten Dekaden die Aussagekraft derartiger Modellprognosen beeinträchtigt haben könnten.

www.  
dbresearch.de

#### Autoren

Bernhard Gräf  
+49 69 910-31738  
bernhard.graef@db.com

Jochen Möbert  
+49 69 910-31727  
jochen.moebert@db.com

Stefan Schneider  
+49 69 910-31790  
stefan-b.schneider@db.com

#### Editor

Stefan Schneider

#### Publikationsassistenz

Manuela Peter

Deutsche Bank Research  
Frankfurt am Main  
Deutschland

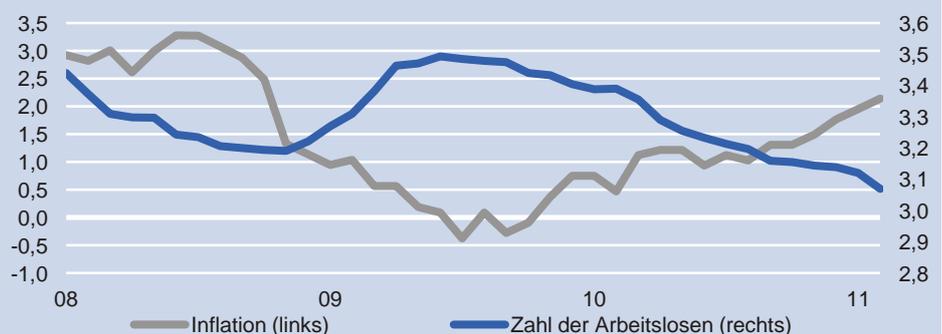
Internet: [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)  
E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)  
Fax: +49 69 910-31877

#### DB Research Management

Thomas Mayer

### Deutschland: Inflation & Arbeitslosigkeit

% gg.Vj. (links), Mio. (rechts)



Quellen: Statistisches Bundesamt, BA





## Globales Wachstum

% gg.Vj.

	2009	2010	2011	2012
USA	-2,6	2,8	3,5	3,9
Japan	-6,3	4,0	1,6	2,2
Eurozone	-4,1	1,7	1,4	1,5
Deutschland	-4,7	3,6	2,5	1,6
Frankreich	-2,6	1,5	1,2	1,6
Italien	-5,1	1,1	0,9	1,2
Spanien	-3,7	-0,2	0,6	1,1
Niederlande	-3,9	1,8	1,2	1,5
Griechenland	-2,3	-4,5	-3,5	0,6
Portugal	-2,6	1,6	-0,5	0,8
Irland	-7,6	-0,5	0,5	1,5
Großbritannien	-4,9	1,4	1,8	2,0
Asien ex Japan	5,7	9,4	8,0	7,6
China	8,7	10,3	9,4	8,6
Indien	5,8	9,8	8,2	8,5
Osteuropa	-5,2	4,5	4,7	5,1
Lateinamerika	-2,4	5,9	4,3	3,9
Welt	-0,9	4,8	4,2	4,4

Quellen: IWF, DB Research **1**

## ifo Geschäftsklima

2000 = 100, sb



Quelle: ifo **2**

## Globale Exportaufträge & deutscher Export

% gg.Vj. (links), % (rechts)



\*um 4 Monate nach vorn verschoben

Quellen: JPMorgan, NTC Research, Statistisches Bundesamt **3**

## Deutsche BIP-Prognose

### Aufwärtsrevision trotz zunehmender Risiken

- Einbruch der Bauinvestitionen in Q4 lässt auf Nachholeffekt in Q1 2011 schließen.
- Globales Umfeld hat sich zuletzt wieder verbessert, Wachstumsdelle der Weltwirtschaft flacher und kürzer als erwartet.
- Daher haben wir – trotz zunehmender Risiken der steigenden Energie- und Rohstoffpreise – unsere Wachstumsprognose von 2% auf 2,5% angehoben.

Die Konjunkturindikatoren in Deutschland entwickeln sich weiterhin sehr positiv. Allerdings zeigten sich zuletzt auch einige dunkle Wolken am Horizont. Zum einen ist hier der deutliche Anstieg des Ölpreises zu nennen. Wir erwarten zwar, dass der Ölpreis in einigen Wochen wieder auf 100 USD/bbl fällt. Trotz einer unterstellten Festigung des Euro gegenüber dem USD um 5% im Jahresdurchschnitt, würde die daraus resultierende 25% Verteuerung des Öls (in Euro) das BIP-Wachstum dieses Jahres um rund 0,25 Prozentpunkte reduzieren. Die Risiken sowohl beim Ölpreis als auch beim Wechselkurs sind allerdings derart gelagert, dass es auch schlimmer kommen könnte. Zum anderen stehen auf der politischen Seite wichtige Entscheidungen an. Dabei besteht das Risiko, dass die Beschlüsse des EU-Gipfels Ende März – insbesondere die Maßnahmen für die Zeit bis Mitte 2013, also bevor der neue permanente Krisenmechanismus in Kraft tritt, – die Märkte nicht überzeugen. Falls dann die EZB, wie bei der letzten Pressekonferenz in Aussicht gestellt, ihre Leitzinsen erhöht, könnte die Verunsicherung an den Finanzmärkten ein Ausmaß erreichen, das auch die Realwirtschaft belastet.

### Wachstumsprognose 2011: 2,5%

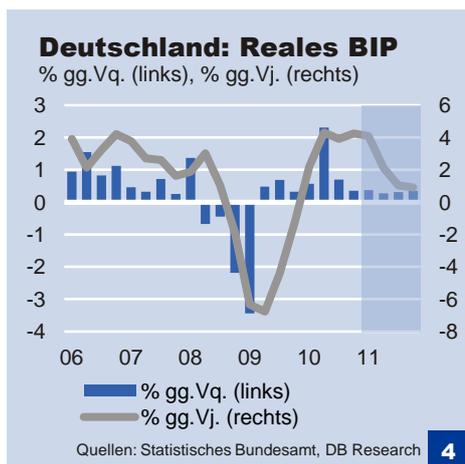
Wir haben aber trotz dieser Risiken unsere Wachstumsprognose für das laufende Jahr um einen halben Prozentpunkt auf 2,5% angehoben. Dies liegt in erster Linie in der seit Herbst letzten Jahres zu beobachtenden deutlichen Verbesserung des globalen Wirtschaftsklimas und des Welthandels. Damit fiel die von uns antizipierte Wachstumsdelle flacher und kürzer als erwartet aus.

Das verbesserte internationale Umfeld zeigt sich auch in den deutschen Stimmungsindikatoren. Der ifo-Index markierte im Februar einen erneuten Höchststand. Dabei verbesserte sich die Erwartungskomponente zwar nur geringfügig, erreichte aber ihren vierten Rekordwert in Folge. Die Exporterwartungen stiegen dagegen um einen vollen Punkt. Die Einschätzung der aktuellen Lage verbesserte sich sogar um 1,9 Punkte. Der Index der Einkaufsmanager der Industrie befindet sich ebenfalls auf Rekordniveau.

### Einbruch der Bauinvestitionen im Schlussquartal 2010

Darüber hinaus zeigten die mittlerweile veröffentlichten Details zum BIP im vierten Quartal 2010 (0,4% gg. Vq. und 4,0% gg. Vj.) einen wohl wetterbedingten erheblichen Einbruch bei den Bauinvestitionen (-3,9% gg. Vq.). Der wahrscheinliche Nachholeffekt könnte gut 0,25 Prozentpunkte zum BIP-Wachstum im ersten Quartal beitragen, so dass mit einem Anstieg von mindestens 0,75% (gg. Vq.) zu rechnen ist.

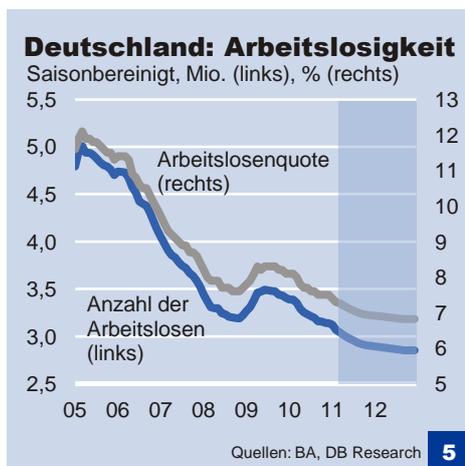
Der zusätzliche halbe Prozentpunkt BIP-Wachstum in 2011 resultiert aber überwiegend aus einer Aufwärtsrevision des erwarteten Exportanstiegs von 7,5% auf 9%, obwohl wir aufgrund des festeren



Euros und der zunehmenden Konsolidierungsanstrengungen in wichtigen Exportmärkten mit einer schwächeren Dynamik nach der Jahresmitte rechnen.

#### Arbeitslosigkeit unter 3 Mio. zu Jahresmitte, Lohnabschlüsse moderat

Angesichts der dynamischen Entwicklung am Arbeitsmarkt wird die Erwerbstätigkeit im laufenden Jahr wohl um rund 0,75% steigen. Die saisonbereinigte Zahl der Arbeitslosen könnte zur Jahresmitte unter die 3 Mio.-Grenze fallen. Trotzdem halten wir für das laufende Jahr das Risiko von deutlich über den Produktivitätszuwachs hinausgehenden Lohnabschlüssen für gering. Die Abschlüsse sind bis dato eher moderat ausgefallen. Selbst der Abschluss bei VW dürfte sich auf Jahresbasis im Bereich von 3,5% bewegen und damit wohl unter dem Produktivitätszuwachs liegen. Zusammen mit den bereits in den letzten Jahren abgeschlossenen Verträgen dürfte der Lohnanstieg insgesamt rund 2,5% betragen, nachdem er im vierten Quartal letzten Jahres noch bei 1,5% lag. Gegenzurechnen sind die höheren Sozialabgaben und die Inflationsrate, die wir im laufenden Jahr nunmehr bei rund 2% erwarten. Daher ist unseres Erachtens die Schätzung eines Anstiegs des privaten Verbrauchs von knapp 1,5% nach wie vor realistisch.



Aufgrund der eingangs beschriebenen Risiken sehen wir keinen Anlass, unsere BIP-Prognose für 2012 deutlich nach oben anzupassen. Hier erwarten wir nach wie vor ein Wirtschaftswachstum von rund 1,5%. Damit würde die deutsche Wirtschaft im dritten Jahr in Folge über Potenzial wachsen.

Stefan Schneider (+49 69 910-31790, stefan-b.schneider@db.com)

### Deutschland: Prognosen auf einen Blick

% gg.Vj.

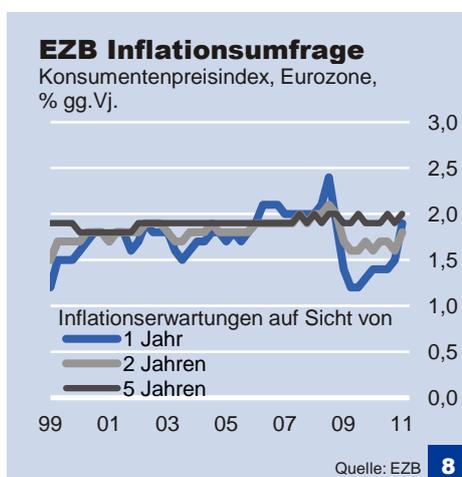
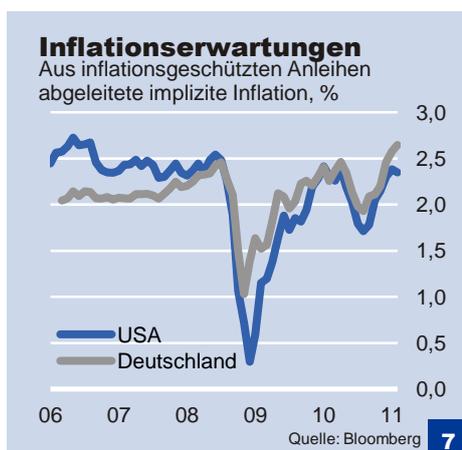
	2009	2010	2011P	2012P
Reales BIP	-4,7	3,6	2,5	1,6
Privater Konsum	-0,2	0,4	1,4	1,5
Staatsausgaben	2,9	2,3	1,2	0,7
Anlageinvestitionen	-10,1	6,0	2,8	2,7
Ausrüstungen	-22,6	10,9	7,5	4,7
Bau	-1,5	2,9	1,0	0,7
Lager, %-Punkte	-0,3	0,6	-0,6	0,0
Exporte	-14,3	14,1	9,0	4,9
Importe	-9,4	12,6	7,0	5,4
Nettoexport, %-Punkte	-3,2	1,3	1,4	0,1
Konsumentenpreise	0,2	1,1	2,0	1,7
Budgetsaldo, % BIP	-3,0	-3,3	-2,8	-2,0
Arbeitslosenquote, %	8,2	7,7	7,1	6,8
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	5,0	5,1	4,8	4,1

Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research **6**



## Kommt die Inflation zurück?

- Die deutsche Inflationsrate hat sich in den letzten Monaten auf 2% beschleunigt.
- Ursächlich dafür waren nahezu ausschließlich höhere Nahrungsmittel- und Energiepreise.
- Entscheidend für das Preisklima sind aber weniger die kurzfristigen Auswirkungen der volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise auf die Inflationsrate insgesamt, sondern, ob es dadurch zu Zweitrundeneffekten kommt.
- Hierzu haben wir ein Modell für die Kerninflationsrate, das als erklärende Variablen die Lohnentwicklung, die Kapazitätsauslastung sowie die stark verzögerte Öl- und Nahrungsmittelpreisentwicklung berücksichtigt, geschätzt und aufgrund der hohen Unsicherheiten alternative Szenarien gerechnet.
- In unserem Basis-Szenario steigt die Inflationsrate insgesamt im laufenden Jahr noch in Richtung 2 ½%, gibt dann jedoch wieder nach.
- Im unserem Upside-Szenario würde die Inflation mit rund 3 ½% in 2012 ihren Höhepunkt erreichen. Hierbei haben wir unterstellt, dass der Ölpreis auf USD 180 pro Fass steigt, die Löhne im kommenden Jahr um 5% zunehmen und die Nahrungsmittelpreise um 6% steigen.



Nach dem tiefsten Einbruch der Weltwirtschaft in der Nachkriegsgeschichte hat sich nicht zuletzt dank der massiven globalen antizyklischen Fiskalpolitik und einer geldpolitischen Lockerung in nie dagewesenem Ausmaß die Weltkonjunktur viel schneller als erwartet erholt. Die Schwellenländer nahmen hier eine Vorreiterrolle ein. Während in den meisten Industrieländern, namentlich bei der amerikanischen Notenbank, nach der Rettung des Finanzsektors die Vermeidung einer Deflation japanischen Vorbilds im Vordergrund stand, begannen die Schwellenländer angesichts wieder zunehmenden Inflationsdrucks bereits in der zweiten Hälfte 2009 mit einer Straffung der Geldpolitik. Gegen Ende letzten Jahres hat ein spürbarer Anstieg der Energie- und Nahrungsmittelpreise auch in vielen Industrieländern zu einem Anziehen der Inflationsraten geführt. Die Kernraten blieben aber bis zuletzt unter oder nahe einem Prozent. Zwar tendieren die Inflationserwartungen in den Finanzmärkten und im Rahmen von Befragungen schon seit einiger Zeit aufwärts, endgültig nervös wurden die Finanzmärkte dann nach der EZB-Konferenz vom 13. Januar, bei der Präsident Trichet mit unerwartet deutlichen Worten die Bereitschaft der EZB betonte, bei Bedarf die Zinsen rasch zu erhöhen.

Der Anstieg der Inflationsraten scheint Wasser auf die Mühlen derjenigen zu sein, die angesichts der drastischen Erhöhung der Staatsverschuldung und der massiven Ausweitung der Zentralbankbilanzen in den Industrieländern eine substantielle Inflationsbeschleunigung als unausweichlich erachten. Diese Argumente ignorieren u.E. allerdings die gesunkenen Kreditmultiplikatoren, die veränderte Rolle der Notenbanken und das Fehlen von Geldillusion<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Siehe hierzu: Wie bedrohlich sind die mittelfristigen Inflationsrisiken. Deutsche Bank Research. Aktuelle Themen 443. 30. April 2009. Frankfurt am Main.

### **Langfristig geringere Öleffekte auf das Preisklima**

Entscheidend für das Preisklima sind weniger die kurzfristigen Auswirkungen der volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise auf die Inflationsrate insgesamt (Headline) – zumal ein Sprung beispielsweise des Ölpreises auf dauerhaft USD 100 pro Fass nach einem Jahr aus der Veränderungsrate gegen Vorjahr verschwindet –, sondern inwieweit diese Effekte auf die Kernrate (ohne Energie und Nahrungsmittel) durchschlagen, d.h. ob es dadurch zu Zweitrundeffekten kommt. Im letzten Jahrzehnt hat sich der Effekt von Energiepreisen auf die Kernrate in etwa halbiert. Der Effekt der Nahrungsmittelpreise hat sich sogar noch stärker vermindert. Zudem hat sich auch die Zeit, bis die Preise von Energie und Nahrungsmitteln auf die Kernrate wirken, verlängert. Dies zeigt sich auch in der generell geringeren Korrelation zwischen der Headline- und der Kernrate.

#### **Die Gründe**

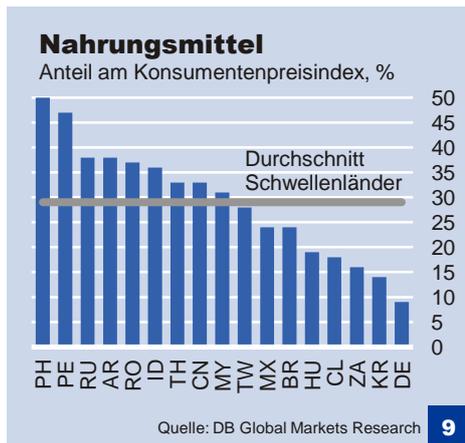
Die Gründe für den schwächeren Einfluss der Ölpreise auf die Inflation sind:

- Der Rückgang der Energieintensität. Die pro Einheit Bruttoinlandsprodukt eingesetzte Menge an Primärenergie ist seit 1990 um fast ein Drittel gesunken.
- Der Anstieg des fixen Steueranteils. Die pro Liter erhobene Mineralölsteuer ist inklusive der Ökosteuer von gut 36 Cent Anfang der neunziger Jahre auf aktuell 65,5 Cent gestiegen.
- Die Einsicht der Tarifpartner, dass ein durch höhere Importpreise für Rohöl entstandener realer Einkommensverlust nicht durch „Umverteilung im Inland“ kompensiert werden kann.
- Zudem wird argumentiert, dass die geringeren Effekte im Zusammenhang mit der „Great Moderation“, also den generell geringeren Schwankungen von Inflation, Arbeitslosigkeit und Wachstum (zumindest bis vor dem Ausbruch der Finanzkrise), gesehen werden müssen.<sup>2</sup> Daher könnten auch ölpreisbedingte negative Wachstumseffekte geringer als früher ausfallen, da die Geldpolitik nicht mehr so mechanistisch auf einen ölpreisgetriebenen Anstieg der Inflationsrate reagiert. Die Geldpolitik konnte moderater agieren, da die mittelfristigen Inflationserwartungen der Haushalte und Unternehmen besser verankert sind, d.h. weniger auf Ausschläge der aktuellen Inflationsentwicklung reagieren.

Diese Faktoren können dazu beigetragen haben, dass in der jüngeren Vergangenheit der Effekt von steigenden Ölpreisen auf die Inflationsrate deutlich niedriger ausfiel, als die üblichen Daumenregeln vermuten ließen. Nach älteren Schätzungen der OECD führt beispielsweise ein Anstieg des Ölpreises um 10% zu einem Anstieg der Inflationsrate in den entwickelten Volkswirtschaften von rund einem halben Prozentpunkt. Danach hätte in 2000 (Ölpreisanstieg um 80%) die Inflationsrate um 4%-Punkte ansteigen müssen. Tatsächlich betrug die deutsche Inflationsrate im Jahresdurchschnitt aber lediglich 1,4% nach 0,6% in 1999. Aktuelle Schätzungen des Sachverständigenrates oder der EZB veranschlagen den Effekt eines 10%igen Ölpreisanstiegs auf die Inflationsrate eher auf 0,1% bis 0,2%.<sup>3</sup>

<sup>2</sup> Vgl. Nordhaus, William. Who's afraid of a big bad oil shock. September 2007.

<sup>3</sup> Vgl. Sachverständigenrat, Jahresgutachten 2006/07. EZB Monatsbericht. November 2007.



9

### Wo stehen wir?

In vielen Schwellenländern sind die Inflationsraten aufgrund des höheren Gewichts der Nahrungsmittelpreise und der stärkeren Auslastung der wirtschaftlichen Kapazitäten in den vergangenen Monaten gestiegen.

Innerhalb der Industrieländer verzeichnet das Vereinigte Königreich mit kurzen Unterbrechungen (z.B. im Herbst 2009) schon seit rund fünf Jahren Inflationsraten, die das Inflationsziel von 2% zum Teil deutlich übertreffen (Januar 4,0%). In den USA ist die Inflationsrate im Januar auf 1,7% gg. Vorjahr gestiegen. Die Kernrate verharrte dagegen bei rund 1%. In der Eurozone beschleunigt sich die Inflation im Februar auf 2,3%, die Kernrate verharrte bei 1,1%. In Deutschland stieg die Inflationsrate (in nationaler Rechnung) zu Jahresbeginn auf 2%, die Kernrate lag ebenfalls bei rund 1%.

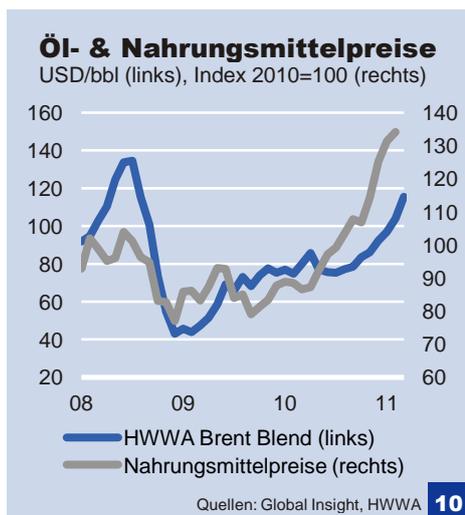
### Weitere Entwicklung – unsere Annahmen

Der deutliche Anstieg der globalen Inflation ist – zumindest bis dato – in erster Linie auf die anziehenden Preise für Energie und Nahrungsmittel zurückzuführen. Der Preis für die Ölsorte Brent lag zuletzt – auch wegen den politischen Entwicklungen im nördlichen Afrika – bei rund USD 115 pro Barrel, in Euro gerechnet lag der Preis damit um 45% über Vorjahr. Der HWWI-Index für Nahrungsmittel<sup>4</sup> lag zuletzt um rund 50% über seinem Vorjahresniveau.

Die Entwicklung bei den Nahrungsmittelpreisen, die mittlerweile ihre Niveaus des Jahres 2008 überschritten haben, ist zu einem erheblichen Teil durch Angebotsschocks (Dürren, Überschwemmung, zum Teil ausgelöst durch das Naturphänomen La Niña) zu erklären. Diese trafen auf eine aufgrund des beschleunigten Wirtschaftswachstums wieder zunehmende Weltnachfrage. Da die Nahrungsmittelpreise vor Ausbruch der Krise zum Teil massiv unter ihren langfristigen Gleichgewichtsniveaus lagen, fiel die Preisreaktion abrupt aus. Obwohl wir – ähnlich wie die OECD und UN – von einem trendmäßigen Anstieg der Nahrungsmittelpreise bis 2020 ausgehen, dürfte sich die Preisentwicklung gegen Ende 2011 und in 2012 wieder beruhigen, vorausgesetzt, es kommt nicht zu ähnlich massiven Angebotsschocks wie in 2010. Üblicherweise dauern die Preiszyklen bei Nahrungsmitteln rund 18 Monate. Innerhalb dieser Zeitspanne kommt es normalerweise zu entsprechenden Angebotsanpassungen.

Trotz der zuletzt aufgrund der Ereignisse im nördlichen Afrika gestiegenen Risikoprämie scheint bei den Energiepreisen der durch die Erholung der Weltwirtschaft ausgelöste Nachfrageanstieg der Haupttreiber zu sein. In 2010 stieg die globale Nachfrage um 2,6 Mio. Fass pro Tag, mehr als doppelt so stark wie Anfang des Jahres prognostiziert. Für das laufende Jahr gehen unsere Kollegen vom Rohstoff-Research von einem weiteren Anstieg um 1,74 Mio. Fass aus. Darüber hinaus erwarten sie, dass sich der Abbau der OECD-Läger, von nach wie vor relativ hohem Niveau, weiter fortsetzt. Das Rohstoffteam erwartet einen Preis von USD 102 pro Fass für Ende 2011 und im Durchschnitt von 2012.

Auf Basis dieser Prognosen und bei einem nahezu unveränderten EUR/USD-Wechselkurs könnte der Anstieg der Energiepreise (gg. Vj.) in Deutschland im laufenden Quartal seinen Höhepunkt erreichen und zum Jahresende – hauptsächlich basisbedingt – sich wieder auf gut 5% zurückbilden. In 2012 dürfte, bei unverändertem



10

<sup>4</sup> HWWI Index Nahrungs- und Genussmittel. Anteile: Getreide 21,5%, Ölsaaten und Öle 48,4%, Genussmittel 30,1%.

USD-Ölpreis, die Festigung des USD auf 1,25 zum Euro zu einem Anstieg der Energiepreise um 3 ½% führen.

Bei den Nahrungsmitteln dürfte der Anstieg im laufenden Jahr bei etwa 5 bis 6% liegen. Für 2012 gehen wir von einer Verlangsamung auf etwa 3 ½% aus. In der Vergangenheit führte ein Anstieg des HWWA-Indexes für Nahrungsmittel (in Euro) um 10% zu einem Anstieg der Nahrungsmittelpreise im CPI von knapp 2%. Beläuft sich der Anstieg des Indexes im Jahresdurchschnitt auf etwa 25% – wie für 2011 erwartet – so würden die Nahrungsmittelpreise um rund 5% steigen.

### Zweitrundeneffekte – der Versuch der Abschätzung

Wie der Anstieg der Energie- und Nahrungsmittelpreise die Preise der übrigen Güter und Dienstleistungen beeinflusst, hängt – neben Ausmaß und Dauer – erheblich von der gesamtwirtschaftlichen Lage ab. So reduzieren preisbedingt höhere Ausgaben für Energie und Nahrungsmittel, deren Preiselastizität zumindest in der kurzen Frist sehr gering ist, zunächst die Kaufkraft und damit tendenziell die Nachfrage nach anderen Gütern, deren Preise dann entsprechend weniger stark steigen bzw. sogar sinken können. Ist die Nachfrage konjunkturell bedingt kräftig, werden Unternehmen ihre höheren Kosten auf ihre Verkaufspreise überwälzen und die Arbeitnehmer versuchen, ihren Realeinkommensverlust durch höhere Lohnforderungen zu kompensieren.

### Ein zweistufiges Inflationsmodell

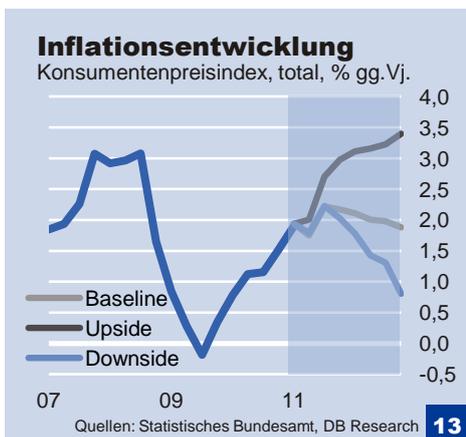
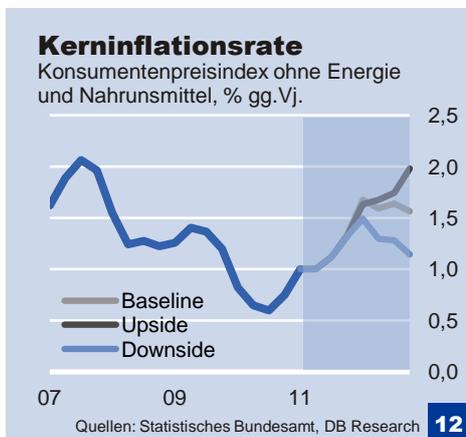
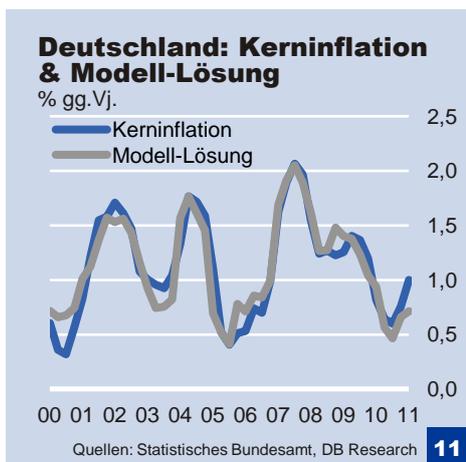
Unser Inflationsmodell schätzt im ersten Schritt die Kerninflation. Die Möglichkeit der Unternehmen, Preise zu erhöhen, wurde durch die um zwei Quartale verzögerte Veränderung der Kapazitätsauslastung erfasst. Löhne gehen direkt mit einer Verzögerung von drei Quartalen ein. Darüber hinaus gehen verzögert die Energie- und Nahrungsmittelpreise ein, um deren Durchschlagen auf andere Güter- und Dienstleistungspreise, wie z.B. die Preise für Transportdienstleistungen oder Restaurantbesuche, zu erfassen. Die Änderungen von Steuern und Abgaben haben wir durch verschiedene Dummies (u.a. für MwSt.-Änderungen, die Einführung von Studiengebühren und der Praxisgebühr) berücksichtigt.

Zur so geschätzten Kerninflation werden dann die direkten Effekte von Veränderungen der Energie- und Nahrungsmittelpreise gewichtet mit ihrem Anteil am CPI-Warenkorb hinzuaddiert (Energie 9,5%, Nahrungsmittel 9%).

Unser Modell bildet die Entwicklung der Vergangenheit relativ gut ab. Angesichts der erheblichen Unsicherheit bei der Prognose der Energie- und Nahrungsmittelpreise haben wir neben unseren Baseline-Prognosen weitere Szenarien – in denen auch die übrigen exogenen Variablen entsprechend angepasst wurden – durchgerechnet.

### Die Ergebnisse

In unserem Baseline-Szenario würde die Inflationsrate zur Jahresmitte auf etwa 2,5% steigen und sich danach wieder leicht abschwächen. Im Jahresdurchschnitt läge der Anstieg dann bei gut 2%. In 2012 dürfte die Rate trotz höherer Lohnabschlüsse aufgrund der Normalisierung der Energie- und Nahrungsmittelpreise wieder knapp unter 2% fallen. Im Upside-Szenario würde die Inflation mit rund 3,5% in Q4 2012 ihren Höhepunkt erreichen. Die Jahresdurchschnitte lägen bei knapp 2,5% im laufenden und gut 3% im kommenden Jahr.





## Modell zur Schätzung der Kerninflation

Dependent Variable: CPI CORE % YOY

Method: Least Squares

Date: 03/03/11, Time: 11:12

Sample: 2000Q1 2011Q1

Included observations: 45

HAC standard errors & covariance (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 4.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,45	0,09	5,02	0,000
WAGES % YOY (-3)	0,16	0,05	3,33	0,002
CAP UT (-2) - CAP UT (-6)	0,01	0,01	1,89	0,066
CPI FOOD % YOY (-2)	0,07	0,01	5,67	0,000
CPI ENERGY % YOY (-6)	0,03	0,01	4,90	0,000
VAT RATE - VAT RATE (-4)	0,08	0,03	2,37	0,023
HEALTH DUMMY	0,75	0,09	8,79	0,000
EDUCATION DUMMY	0,45	0,06	8,16	0,000
R-squared	0,88	Mean dependent var.		1,12
Adjusted R-squared	0,86	S.D. dependent var.		0,47
S.E. of regression	0,18	Akaike info criterion		-0,46
Sum squared resid.	1,17	Schwarz criterion		-0,13
Log likelihood	18,25	Hannan-Quinn criter.		-0,34
F-statistic	38,27	Durbin-Watson stat.		1,05
Prob(F-statistic)	0,00			

Zahlen in Klammern geben die zeitliche Verzögerung in Quartalen an.

CPI CORE % YOY = Kerninflation in % gg. Vj.

WAGES % YOY = Löhne in % gg. Vj.

CAP UT = Kapazitätsauslastung in %

CPI FOOD % YOY = Nahrungsmittelpreise in % gg. Vj.

CPI ENERGY % YOY = Energiepreise in % gg. Vj.

VAT RATE = Veränderung der MwSt., %-Punkte

HEALTH DUMMY = Dummy für Einführung der Praxisgebühr

EDUCATION DUMMY = Dummy für Einführung von Studiengebühren

Quelle: DB Research

14

## Inflationsszenarien

Jahresdurchschnitte

	Modell-Annahmen					Modell-Ergebnisse	
	Ölpreis Brent Blend	USD/EUR	Löhne	Kapazitäts- auslastung	Nahrungs- mittelpreise	Kern- inflation	Inflation insgesamt
	USD/bbl		% gg.Vj.	%	% gg.Vj.	% gg.Vj.	% gg.Vj.
2009	62,5	1,39	2,1	73,3	-1,4	1,3	0,3
2010	80,2	1,33	1,6	80,3	1,7	0,7	1,1
<b>Basisszenarium</b>							
2011	102,9	1,36	2,9	86,4	5,2	1,0	2,0
2012	102,0	1,28	4,1	86,5	3,4	1,6	2,0
<b>Upside</b>							
2011	123,9	1,36	3,1	83,9	5,5	1,0	2,4
2012	165,0	1,28	5,1	78,5	6,0	1,8	3,2
<b>Downside</b>							
2011	103,2	1,36	2,0	84,9	4,9	1,0	2,0
2012	82,5	1,28	2,0	85,0	2,3	1,3	1,3

Quelle: DB Research

15

### **Unsicherheiten – Umkehr der „Great Moderation“?**

Die Fehlprognosen der Bank of England der letzten Jahre machen auf fast schon tragische Weise deutlich, wie unsicher selbst ausgefeilte und auf unterschiedlichen Modellen basierende Prognoseansätze sind. Daher müssen nicht nur die Annahmen für die exogenen Variablen wie Ölpreise, Wechselkurs oder Lohnentwicklung kritisch hinterfragt werden, sondern auch die Struktur des Modells bzw. mögliche strukturelle Veränderungen in den zugrundeliegenden wirtschaftlichen Zusammenhängen. Hierbei spielt die Geldpolitik und die Verankerung der Inflationserwartungen eine entscheidende Rolle. In Bezug auf die Geldpolitik besteht eine erhebliche Unsicherheit bezüglich der mittel- und langfristigen Auswirkungen der rekordniedrigen Leitzinsen und der generösen Liquiditätsversorgung im Rahmen der unkonventionellen Maßnahmen. Die extrem niedrigen Leitzinsen in nahezu allen wichtigen Industrieländern bedeuten für viele Schwellenländer, die eine weitere Aufwertung ihrer Währungen vermeiden wollen, dass sie die Ausrichtung der Geldpolitik der Industrieländer übernehmen müssen und damit den Inflationsdruck in ihren eigenen Ländern erhöhen. Da diese Länder mittlerweile einen erheblichen Anteil an den globalen Exporten haben, kann dies über steigende Importpreise zu einer höheren Inflation in den Industrieländern führen. In der letzten Dekade haben preiswerte Importe aus den Schwellenländern einen erheblichen Anteil an der moderaten und stabilen Preisentwicklung in den Industrieländern (Great Moderation)<sup>5</sup> gehabt. Dieser Effekt könnte zusammen mit den strukturellen Anpassungen der deutschen Wirtschaft (insbesondere am Arbeitsmarkt) temporär zu einer ungewöhnlich niedrigen und stabilen Inflationsrate geführt haben. Das Auslaufen dieser Effekte oder gar ihre Umkehr könnten dann bei unveränderten Annahmen der exogenen Variablen zu höheren Inflationsraten als von unserem Modell prognostiziert führen. Für diesen Fall würden wir in den verschiedenen Szenarien einen Aufschlag von etwa einem Prozentpunkt bei der Inflationsrate vermuten.

Bernhard Gräf (+49 69 910-31738, [bernhard.graef@db.com](mailto:bernhard.graef@db.com))

Jochen Moebert (+49 69 910-31727, [jochen.moebert@db.com](mailto:jochen.moebert@db.com))

Stefan Schneider (+49 69 910-31790, [stefan-b.schneider@db.com](mailto:stefan-b.schneider@db.com))

<sup>5</sup> Allerdings waren deutsche Importpreise für Gütergruppen wie z.B. Waren oder Konsumgüter, die einen engen Zusammenhang zu den chinesischen Exportpreisen aufweisen, in unserem Modell nicht signifikant.

Pflegeversicherung – Aufbau von Vorsorgekapital geboten, Nr. 510 .....	8. März 2011
Regionale Bevölkerungsprognosen: Unsicher, instabil, dennoch wertvoll, Nr. 509 .....	28. Februar 2011
Kultur- und Kreativwirtschaft: Wachstumspotenzial in Teilbereichen, Nr. 508.....	2. März 2011
Containerschifffahrt: Wendemanöver gelungen, Nr. 507.....	15. Februar 2011
Erdrutsch in Amerika – Obamas Wirtschaftspolitik nach den Wahlen, Nr. 506 .....	25. Januar 2011
Ausblick 2011: Deutsches Wachstum weiter robust, Nr. 505 .....	14. Januar 2011
Auf dem Weg zu “gender-balanced leadership“: Was nicht funktioniert hat – und was funktionieren könnte, Nr. 504.....	11. Januar 2011
Deutschlands Biotechnologieregionen: Konzentration setzt sich fort Nr. 503 .....	10. Januar 2011
Deutschland: Mit starkem Rückenwind ins Jahr 2011 Nr. 502 .....	4. Januar 2011
Bieten für das Klima: Emissionshandelssystem der EU stellt um auf Auktionen, Nr. 501.....	20. Dezember 2010
Neue IFRS-Standards verändern Immobilieninvestmentmärkte, Nr. 500 .....	24. November 2010

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)  
Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

## Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

Deutsche Bank Research  
Marketing  
60262 Frankfurt am Main  
Fax: +49 69 910-31877  
E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

© Copyright 2011. Deutsche Bank AG, DB Research, D-60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg