

# Inflation und Zinsen im Euroraum: Kurz- und langfristige Entwicklungstendenzen

Von Prof. (hon). Dr. Michael Heise  
Chefökonom HQ Trust



Wie entwickeln sich Inflation und Zinsen im Euroraum? Kurzfristig wird schon aufgrund eines Basiseffekts – dem Vergleich mit Vorjahreswerten, die von einer Wirtschaftskrise und einem Einbruch der Ölpreise geprägt waren – mit einer höheren Geldentwertung gerechnet. Höhere Kosten für die produzierende Industrie, eine durch Corona erheblich angestaute Nachfrage vor allem im Dienstleistungsbereich, staatliche Nachfrageprogramme und eine weiterhin expansive Geldpolitik kommen hinzu. In Deutschland wirkt sich daneben noch die zeitweise Absenkung der Mehrwertsteuer aus. Dies alles dürfte mit einem moderaten Zinsanstieg einhergehen.

Was aber passiert mittel- und langfristig? Ist wirklich zu erwarten, dass der Trend zur monetären Staatsfinanzierung umgekehrt wird? Sind höhere Inflationsraten zur Minderung der staatlichen Schuldenlast dann nicht vielleicht erwünscht? Macht die demografische Entwicklung die Arbeit knapper und damit teurer? Und sinkt nicht das globale Sparkapital aufgrund der Alterung in den heute wichtigsten Wirtschaftsregionen der Welt? Wenn ja: Wie wahrscheinlich sind dann höhere Preise und Zinsen in der Zukunft? Wir müssen uns jedenfalls darauf einstellen, dass wichtige Trends der vergangenen Jahrzehnte, die die Inflation gedrückt haben, in den kommenden Jahrzehnten ganz anders aussehen dürften.

Prof. Dr. Michael Heise beschreibt Entwicklungstendenzen. Der frühere Chefvolkswirt der Allianz, der heute u.a. als Publizist und Honorarprofessor an der Johann Wolfgang Goethe-Universität in Frankfurt am Main tätig ist, ist ein ausgewiesener Kenner der internationalen Wirtschafts- und Finanzmärkte. Die nachfolgenden Ausführungen sind eine gekürzte Fassung eines Arbeitspapiers, das er für den Verband der Privaten Bausparkassen e.V. erstellt hat. Die Langfassung findet sich unter [www.bausparkassen.de](http://www.bausparkassen.de)

Der tiefe wirtschaftliche Einbruch des Jahres 2020, der die Preisniveausteigerungen und die Inflationserwartungen an den Finanzmärkten praktisch weltweit nach unten gedrückt hatte, dürfte in 2021/2022 von einer deutlichen Konjunkturerholung gefolgt werden. Die Stärke der Konjunkturerholung wird maßgeblich davon abhängen, wie rasch die Impfungen gegen Covid 19 voranschreiten und eine Lockerung der staatlichen Einschränkungen für das gesellschaftliche und wirtschaftliche Leben ermöglichen.

Auch in der Europäischen Wirtschaftsunion (EWU) ist deshalb mit einem Anstieg der lange Zeit sehr gedrückten Inflationsraten zu rechnen. Dies spiegelt sich auch in den

Erwartungen an den Finanzmärkten. Sowohl für kürzere Zeithorizonte (etwa 1 Jahr) als auch für die kommenden zehn Jahre wird eine höhere Geldentwertung in den Ländern der Währungsunion erwartet. Dies hat bereits zu einer – bislang moderaten – Erhöhung der Kapitalmarkrenditen geführt. Zugleich zeigt sich die konjunkturelle Zuversicht in verhältnismäßig hohen Bewertungsniveaus an den Aktienmärkten.

Vieles spricht dafür, dass sich diese Entwicklungen noch etwas anhalten werden, und nicht rein temporäre Effekte wirksam sind, die schon bald wieder rückgängig gemacht werden.

# 1. Inflationperspektiven 2021/2022

---

Nach dem deutlichen Rückgang der Inflationsraten im Zuge der Corona Krise ist schon in diesem und auch im kommenden Jahr mit Inflationsraten zu rechnen, die wieder näher bei den Zielwerten der Europäischen Zentralbank (EZB) von etwa 2 Prozent liegen. Unterstellt man, dass sich die Ölpreise weiter in einer Spanne von 60-65 USD/Barrel (Brent) bewegen, dürften die Inflationsraten in der EWU im Mittel der Jahre 2021 und 2022 ziemlich nah bei diesem Wert liegen.

In den kommenden Monaten werden relativ starke „Basiseffekte“ in der Preisentwicklung zu beobachten sein. Denn beim üblichen Vorjahresvergleich der Preise wird das heutige Preisniveau mit den sehr niedrigen Vorjahreswerten verglichen, die von der Wirtschaftskrise des Vorjahres und dem Einbruch der Ölpreise geprägt waren.

Aufgrund des zwischenzeitlich deutlichen Anstiegs der Energiepreise wird der Preisniveauanstieg in der EWU schon im dritten Quartal voraussichtlich um die 2 Prozent liegen. In Deutschland ist die Preisentwicklung erheblich durch die temporäre Absenkung der Mehrwertsteuer beeinflusst. Der Vorjahresabstand der Verbraucherpreise (VPI) wird im zweiten Halbjahr, nun wieder mit voller Mehrwertsteuer, 3 Prozent erreichen. Der Effekt der Mehrwertsteuerabsenkung und der CO<sub>2</sub> Abgabe wird allerdings im Jahre 2022 auslaufen und die deutsche Inflationsrate im Jahresdurchschnitt wieder auf 2 Prozent absinken lassen.

## Höhere Kosten und Angebotsengpässe

Neben dem starken, vor allem durch die Energiepreise bedingten Basiseffekt gibt es eine Reihe weiterer Faktoren die den Preisauftrieb in den kommenden Quartalen beschleunigen werden. Sie liegen auf der Angebots- und auf der Nachfrageseite der Volkswirtschaft. Dazu einige Beispiele:

- So sind neben der Energie auch die Nicht-Energierohstoffe für die produzierende Wirtschaft deutlich teurer geworden. Beispielsweise lag der vom Internationalen Währungsfonds berechnete Index für industrielle Rohstoffe im Februar dieses Jahres um 57 Prozent über dem Niveau von April 2020 und zugleich spürbar über dem Vorkrisenniveau von Anfang 2020.
- Im Umfeld einer sehr stark steigenden weltweiten Nachfrage nach Elektronikartikeln verschiedenster Art gibt es Produktions- und Lieferengpässe in der Chipherstellung. Die Preise ziehen entsprechend stark an.
- Deutliche Preiserhöhungen gibt es auch bei den (internationalen) Frachtraten im Containerverkehr. Für die Route China/Ostasien nach Nordeuropa haben sie sich sogar in etwa vervierfacht.

- Höhere Kosten sind für die Unternehmen auch mit der Einhaltung der Hygienevorschriften und Abstandsgebote in der Pandemie verbunden. In Branchen mit hohem Publikumsverkehr (Gastgewerbe, Einzelhandel) sind diese Kosten besonders nennenswert.

Diese Kostensteigerungen auf verschiedenen Stufen der Wertschöpfung werden den Auftrieb der Erzeugerpreise und mit zeitlicher Verzögerung auch der Verbraucherpreise verstärken. Angesichts der zu erwartenden kräftigen Nachfrageentwicklung (siehe unten) wird eine weitgehende Überwälzung der Zusatzkosten in die Preise erfolgen. Inwieweit sich der Kostendruck in einzelnen Bereichen bald wieder zurückbilden wird, ist derzeit nicht absehbar.

## Ein Nachfrageschub mit finanzpolitischer Unterstützung

Für die Verbraucherpreisentwicklung sind auf der Nachfrageseite vor allem Veränderungen der Konsumausgaben der privaten Haushalte von Bedeutung. Im Jahre 2020 sind die Konsumausgaben in der EWU deutlich zurückgegangen (-7,6 Prozent, -8 Prozent in preisbereinigter Rechnung), wobei das vor allem der Einschränkung beim Konsum von Dienstleistungen zuzuschreiben war. Die zeitweise Schließung von Dienstleistungsbetrieben im Gastgewerbe, im Handel und im Freizeit- und Kulturbereich sowie das Bestreben vieler Konsumenten, soziale Kontakte in größerem Umfang zu vermeiden, bewirkte einen entsprechenden Konsum-Stopp. Die Einsparungen bei den Dienstleistungen führten teilweise zu höherem Warenkonsum, teilweise zu höherer Ersparnis und höherer Geldhaltung. Trotz der wiederholten Schließung weiter Teile des stationären Einzelhandels (im Frühsommer und Herbst) lag der nominale Einzelhandelsumsatz (ohne Handel mit Kfz) in der EWU im vergangenen Jahr „nur“ um 1 Prozent unter dem Niveau von 2019. Die Entwicklung in Deutschland wich allerdings deutlich vom EWU-Ergebnis ab. Denn hierzulande legten die Einzelhandelsumsätze um 5,3 Prozent gegenüber dem Vorjahr zu.

Der in vielen Ländern steigende Warenkonsum konnte allerdings den geringeren Dienstleistungsabsatz nicht aufwiegen, so dass die privaten Haushalte über das Jahr gesehen erhebliche zusätzliche Ersparnis aufgebaut haben. In den USA war dieser Effekt aufgrund hoher Direkttransfers an die Bevölkerung besonders stark, aber auch in der EWU und in Deutschland sind die Sparquoten im Durchschnitt des Jahres 2020 sehr stark angestiegen. Anfang 2021 dürfte sich die hohe Ersparnisbildung fortgesetzt haben. Ein großer Teil dieser zusätzlichen Ersparnis wird in Form von jederzeit liquiden Bankeinlagen gehalten.

Mit einer Lockerung der Infektionsschutzmaßnahmen, die bei fortschreitenden Impfungen zu erwarten ist, wird sich daher erhebliche angestaute Nachfrage entladen. Vor allem bei Dienstleistungen in Bereichen wie Reise und Verkehr, Gastgewerbe, Freizeit, Sport und Kultur oder persönlichen Dienstleistungen besteht ein erheblicher Nachholbedarf, der sich auch in Preissteigerungen bemerkbar machen wird. In diesen Branchen wird eine erhöhte Nachfrage teilweise auf verminderte Angebotskapazitäten stoßen, da Unternehmen aus dem Markt gegangen sind oder ihre Kapazitäten an die geringere Nachfrage in der Corona-Krise angepasst haben. Auch beim Warenkonsum sind weitere Nachfrigesteigerungen zu erwarten, wenn der Einzelhandel wieder flächendeckend und ohne größere Einschränkungen öffnen kann.

Die verhältnismäßig schnelle Erholung des Warenkonsums wäre ohne massive staatliche Transferzahlungen an die privaten Haushalte und ohne die Unterstützungszahlungen für die Unternehmen nicht zustande gekommen. Das Volumen der Stützungsprogramme ist in der jüngeren Geschichte beispielsweise und übertrifft bei weitem die Rettungsschirme nach der großen Finanzkrise. Im Jahr 2021 ist mit weiterhin sehr expansiver Finanzpolitik zu rechnen. In 2022 dürften die Finanzierungsdefizite der öffentlichen Hand etwas zurückgeführt werden. Die Wirkungen auf den volkswirtschaftlichen Kreislauf bleiben aber auch dann expansiv, zumal die Entwicklung durch eine deutlich ansteigende Nachfrage des Privatsektors gekennzeichnet sein wird. Daher dürften auch in 2022 etwas höhere Inflationsraten wahrscheinlich sein. In Branchen wie im Bau oder im Bereich der Infrastruktur wird die staatliche Nachfrage direkt preiswirksam sein.

### **Die Lohnpolitik bleibt eher moderat**

Ob sich der zu erwartende Inflationsanstieg in 2021/22 im Großen und Ganzen als temporäre Erscheinung erweist, oder ob auch in der mittleren Frist mit höherer Geldentwertung zu rechnen ist, hängt auch davon ab, ob

sich die Lohnabschlüsse in diesem und im nächsten Jahr beschleunigen und damit für die kommenden Jahre den Kostendruck auf die Unternehmen verstärken.

Das Risiko einer Lohn-Preis-Spirale erscheint in der EWU momentan nicht sehr hoch. Die Arbeitsmarktsituation ist von Land zu Land unterschiedlich, aber im Durchschnitt der EWU sprechen die hohe Arbeitslosigkeit und die Kurzarbeit gegen aggressive Lohnverhandlungen und sehr hohe Tarifabschlüsse. Selbst wenn ein Ausgleich für die steigende Geldentwertung durchgesetzt werden kann, werden sich die Tariflohnsteigerungen in moderaten Bahnen bewegen (2 Prozent). Im Jahre 2022 dürften sie allerdings höher ausfallen als in 2021, da sich die Unternehmensgewinne bis dahin kräftig erholt haben werden und der Kaufkraftverlust der Einkommen erst bei den Tarifrunden des nächsten Jahres eine wichtige Rolle spielen wird.

Zu berücksichtigen ist, dass sich die Arbeitsmarktlage durch die Corona Krise strukturell deutlich verändert hat. Kräftigere Lohnsteigerungen dürften sich auf die Bereiche und Qualifikationen beschränken, die von der Pandemie begünstigt wurden. Selbst im Krisenjahr 2020 ist das Problem des Fachkräftemangels vielerorts erhalten geblieben, hochqualifizierte Arbeitskräfte, nicht zuletzt IT Spezialisten, blieben gefragt. Die durch die Corona-Krise beschleunigte Digitalisierung und Automatisierung wird in den stark ausgelasteten Branchen deutliche Lohnsteigerungen möglich machen. Auch in Pflegeberufen und medizinischen Bereichen werden sich die Löhne erhöhen. Auf der anderen Seite hat die Corona Krise tiefe Einschnitte in verschiedenen Dienstleistungsbereichen nach sich gezogen, die die Beschäftigung etwa im Einzelhandel, in der Reise- und Verkehrsbranche, im Gastgewerbe, bei persönlichen Dienstleistungen und im Kulturbetrieb deutlich reduziert haben. Mit der Wiederöffnung dieser Bereiche wird sich wieder Einstellungsbedarf ergeben, aber dem wird ein großes Arbeitsangebot gegenüberstehen. Die Lohn erhöhungen dürften hier sehr gering bleiben.

## **2. Zinsszenarien 2021/2022**

---

**Basisszenario:** Zum gegenwärtigen Zeitpunkt sind weder bei der US-Notenbank geschweige denn bei der EZB Anzeichen eines geldpolitischen Kurswechsels im Zusammenhang mit höheren Preisniveausteigerungen zu erkennen. Die Notenbanken betonen die wirtschaftlichen Unsicherheiten durch die Pandemie und die Folgewirkungen auf den Arbeitsmarkt und strukturelle Änderungen in der Wirtschaft. Der Anstieg des Preisniveaus wird vor allem durch Einmaleffekte und Basiseffekte erklärt und nicht als

anhaltende Entwicklung gesehen. Auch wird auf die symmetrische Natur der Inflationsziele verwiesen, der zufolge Phasen einer Unterschreitung der Inflationsziele durch Phasen einer Überschreitung kompensiert werden sollten. Entsprechend würden Inflationsraten über 2 Prozent sicher eine Zeitlang toleriert werden.

Nimmt man diese Ankündigungen zum Maßstab, werden mindestens für die nächsten anderthalb Jahre keine

Zinserhöhungen der Fed oder gar der EZB zu erwarten sein.

**Risikoszenario 1 „Rückfall in die Krise“:** Eine noch stärker expansive Geldpolitik mit abermals rückläufigen Zinsen und weiterhin sehr hohen Anleihekäufen würde wohl einen erneuten Einbruch der Wirtschaft mit deflationären Tendenzen voraussetzen, der unter den gegebenen Bedingungen sehr unwahrscheinlich ist. Ganz auszuschließen ist es allerdings nicht, dass neue Pandemiewellen mit Mutanten des Virus, gegen die die Impfstoffe weniger wirksam sind, die Welt im Griff halten und zu erneuten ausgeweiteten Lockdown-Maßnahmen führen. In einem solchen Szenario würden Dienstleistungspreise erneut zurückgehen, Sparquoten der privaten Haushalte weiter steigen und Schließungen des Einzelhandels auch in der warenproduzierenden Industrie zu rückläufigen Aufträgen führen. Aufgrund der schwachen Konjunktur würden sich Rohstoffe verbilligen und die gestiegenen Inflationserwartungen würden wieder abnehmen. Regierungen müssten ihre Finanzierungsdefizite abermals ausweiten und die Notenbanken dürften in noch höherem Umfang Anleihen in ihre Bilanz nehmen. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen könnte unter ihre bisherigen Tiefstände auf – 1 Prozent fallen, bevor sie sich in 2022 wieder leicht erhöht. Die Wahrscheinlichkeit eines solchen Szenarios erscheint aufgrund der inzwischen erwiesenen Wirksamkeit der Impfstoffe und der Möglichkeit, sie auch auf weitere Mutationen anzupassen, sehr gering (etwa um 5 Prozent).

**Risikoszenario 2 „Überhitzung“:** Eine deutlich höhere Wahrscheinlichkeit von vielleicht 20 Prozent hat das Risikoszenario einer sehr starken konjunkturellen Erholung, die die Inflationsraten und Inflationserwartungen stärker steigen lässt, als das derzeit erwartet wird. Die Treiber für eine solche Entwicklung könnten eine übermäßig expansive Finanzpolitik und eine hohe aufgestaute Nachfrage sein, die sich mit dem Abklingen der Pandemie vollumfänglich in erhöhtem Konsum entlädt. In Bezug auf ex-

pansive Finanzpolitik stehen die USA an der Spitze. Die Konjunktur- und Infrastrukturprogramme der Biden-Regierung könnten die gesamtwirtschaftliche Nachfrage weitaus stärker ansteigen lassen, als es den unausgelasteten freien Kapazitäten in der Wirtschaft entspricht. Das wird auf die EWU (und andere Länder) ausstrahlen und deren Leistungsbilanzüberschüsse gegenüber den USA vergrößern. In den Staaten der EWU kommen ebenfalls Impulse von den Fiskalprogrammen der einzelnen Staaten und dem EU Aufbauplan („Next Generation EU Covid-19-Aufbauplan“), was die Nachholkonjunktur beim Konsum erheblich verstärken könnte. Wo die hohe Nachfrage auf ein knappes Angebot trifft, weil Unternehmen ihre Kapazitäten im Zuge der Pandemie reduziert haben, werden kräftige Preissteigerungen die Folge sein. Auch Öl und andere Rohstoffe dürften im Zuge des wirtschaftlichen Nachholbooms deutlich teurer werden. Fachkräfte in Industrie- und Dienstleistungsbereichen werden knapp und können deutlich höhere Löhne durchsetzen. Dies alles treibt zunehmende Inflationserwartungen an den Finanzmärkten. Die Inflationsbeschleunigung lässt die zehnjährige Anleiherendite in den USA auf Werte um 4 Prozent steigen, in der EWU könnten Renditen bis zu 2 Prozent in einem Konjunkturboom realistisch sein. Ein solcher Zinsschock würde die wirtschaftliche Entwicklung über die Zeit wieder abkühlen und damit einem Rückgang der Inflationsraten und der Zinsen den Weg bereiten.

**Zusammenfassung zur kurzfristigen Inflations- und Zinsentwicklung:** Im wahrscheinlichen Szenario eines verhaltenen und zielkonformen Anstiegs der Inflationsraten werden die geldpolitischen Weichen weiterhin in Richtung einer expansiven Politik gestellt bleiben. Der Anstieg der Kapitalmarktrenditen in den USA und in der EWU dürfte allerdings noch nicht ganz vorüber sein. Werte von 2 ½ Prozent für 10-jährige Staatsanleihen in den USA und 0,5 Prozent für entsprechende Bundesanleihen dürften nicht unrealistisch sein.

### 3. Stehen wir vor einer langfristigen Trendwende bei Inflation und Zinsen?

An den Finanzmärkten werden nicht allein für dieses und das nächste Jahr, sondern auch für die lange Frist höhere Inflationsraten erwartet. Werden die disinflationären Trends der vergangenen Jahrzehnte bestehen bleiben oder sind deutliche Änderungen zu erwarten?

Für die Stabilisierungserfolge seit den achtziger Jahren spielen geldpolitische und globale wirtschaftliche Trends eine Rolle. Wie so häufig hat der Erfolg viele Väter. Wichtig war die Kehrtwende in der Geldpolitik, die mit dem ame-

rikanischen Notenbankchef Paul Volcker in den frühen achtziger Jahren begann, der die zuvor zeitweise zweistellige Inflation in den USA mit deutlichen Zinserhöhungen bekämpfte und einer stärker regelgebundenen und stabilitätsorientierten Geldpolitik den Weg ebnete.

Zudem drosselte der Trend der Globalisierung das Inflationstempo weltweit. Von besonderer Bedeutung war der in der Geschichte beispiellose Anstieg des weltweiten Arbeitsangebots durch die Öffnung Chinas Ende der sieb-



ziger Jahre und den Fall des Eisernen Vorhangs Ende der achtziger Jahre in Europa. Beides verschärfte den weltweiten Wettbewerb, bot internationalen Unternehmen neue Produktions- und Investitionsstandorte und verminderte die Verhandlungsmacht der Gewerkschaften in der industrialisierten Welt. Die Inflation blieb trotz der vielerorts rückläufigen Arbeitslosigkeit sehr begrenzt.

Aber wie sieht der Blick in die Zukunft aus? Betrachtet man zunächst die geld- und finanzpolitischen Entwicklungen, sieht es eher nach einem Paradigmenwechsel in Richtung höherer Inflationsraten aus. Die Staatsverschuldung ist in Relation zum Bruttoinlandsprodukt der entwickelten Länder auf ein höheres Niveau als nach dem Zweiten Weltkrieg gestiegen und die Zentralbanken wirken bei der Staatsfinanzierung kräftig mit, indem sie öffentliche Anleihen in großem Stil kaufen und in ihre Bilanzen nehmen. Die Monetisierung der Staatsschulden hat zur Folge, dass die Geldmenge steigt und die Finanzierungsbedingungen für die Regierungen günstig bleiben. Eine Änderung dieser Politik ist angesichts der absehbaren Herausforderungen für die Finanzpolitik und der Schwierigkeiten eines geldpolitischen Ausstiegs aus der praktizierten Politik in näherer Zukunft nicht absehbar. Inflationäre Folgen werden derzeit nicht gefürchtet, im Gegenteil, eine Erhöhung der Inflationsraten ist auch zur Minderung der staatlichen Schuldenlast erwünscht.

Renaissance der Inflation?	
<p><b>Geld- und Finanzpolitik</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Hohe Inflationstoleranz</li> <li>• Trend zur monetären Staatsfinanzierung</li> <li>• Weniger Manövrierraum und weniger Unabhängigkeit der Zentralbanken</li> </ul>	<p><b>Weltwirtschaftliche Trends</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Eine demografische Trendwende macht Arbeit knapper und teurer</li> <li>• Die Einkommensverteilung verändert sich zugunsten der Arbeit</li> <li>• Das globale Sparkapital sinkt aufgrund der Alterung</li> </ul>

Es ist zwar zu erwarten, dass die öffentlichen Defizite nach Überwindung der Corona- Pandemie wieder etwas reduziert werden, aber eine durchgreifende Sparpolitik zur Konsolidierung der Staatshaushalte ist auch mittelfristig kaum zu erwarten. Die Regierungen werden sich vielmehr mit einem hohen zusätzlichen Ausgabenbedarf aufgrund der demografischen Entwicklung konfrontiert sehen und steigende Aufwendungen für Rentenzahlungen und Gesundheitskosten bewältigen müssen. Auch angekündigte Infrastrukturausgaben werden die Staatsbudgets vielerorts zusätzlich belasten. Zur Finanzierung wird die Schuldenaufnahme hoch bleiben; sie ist politisch einfacher umzusetzen als Steuer- oder Abgabenerhöhungen, für die in Anbetracht der bereits erreichten hohen Belas-

tungen der Arbeitseinkommen zumeist kein großer Spielraum besteht.

Die Ursachen der derzeitigen Krise sind gänzlich andere als in der Banken- und Finanzmarktkrise des Jahres 2008. Die Impulse der Notenbanken und die Geldtransfers der Staaten haben die Kreditdynamik und die Geldmengenexpansion im Nichtbanken-Sektor deutlich ansteigen lassen. Die Geldmenge, die von privaten Haushalten und Unternehmen (Nicht-Banken) gehalten wird, steigt in einem Umfang an, wie das seit den siebziger Jahren nicht mehr beobachtbar war. In der Wirtschaftsgeschichte sind derart hohe Geldmengenwachse stets auch von höherer Inflation begleitet worden.

Richtet man den Blick von den monetären und den finanzpolitischen Faktoren auf die globalen Trends, die den Anstieg der Preise in den vergangenen Jahrzehnten gebremst haben, dürften ebenfalls deutliche Verschiebungen anstehen. In den wichtigsten Wirtschaftsregionen der Welt – in Nordamerika, Europa, China und Japan – wird die Zahl an Erwerbstätigen absolut und relativ zur Gesamtbevölkerung zurückgehen, während die Zahl an älteren Menschen, die von Renten, Pensionen oder Vermögen leben, deutlich zunehmen wird. Dies ist nicht weniger als eine Umkehrung der demografischen Trends gegenüber den letzten Jahrzehnten. Der jahrzehntelange weltweite Anstieg des Arbeitsangebots hat die Wirtschaft in verschiedener Hinsicht geprägt: Für international tätige Unternehmen entstanden neue Absatzmärkte und neue Standorte mit großen Kostenvorteilen; zugleich wuchsen in den emporstrebenden Regionen wettbewerbsfähige Konkurrenten heran, die Druck auf Löhne und Preise erhöhten und Weltmarktanteile für sich gewannen. Mit den steigenden Erwerbstätigenzahlen erhöhte sich die weltweite Ersparnis, da die Einkommen stiegen und Vorsorge für Altersrenten und Gesundheitskosten betrieben wurde. Der intensive Wettbewerb und die hohe Ersparnisbildung senkten die Inflationsraten und die Zinsen. Diese Entwicklung ist zurecht als eine demografische Dividende bezeichnet worden, die inzwischen aber eingefahren ist.

In den kommenden Jahrzehnten wird die Entwicklung grundlegend anders sein. Weniger Menschen werden arbeiten und wesentlich mehr (ältere) Menschen werden konsumieren, aber nicht am Produktionsprozess teilnehmen. Relativ hohe Nachfrage wird auf ein knapperes Angebot treffen, was die Preise tendenziell steigen lässt. Zu erwarten ist auch, dass die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer in Lohnverhandlungen steigt, weil Arbeit knapper wird. Die Löhne werden langfristig wieder schneller steigen.

Rückwirkungen gibt es auch auf die weltweiten Kapitalmärkte und das Renditeniveau. Mit sinkenden Erwerbstä-

tigenzahlen und der zunehmenden Alterung der Bevölkerung wird die Ersparnis zurückgehen. Die sogenannte Sparschwemme wird, zumindest auf globaler Ebene, der Vergangenheit angehören. Die Zinsen werden daher tendenziell wieder steigen. Wie stark das der Fall sein wird, hängt wesentlich von der Entwicklung der Investitionen, also der Kapitalnachfrage ab. Geht die Kapitalnachfrage (etwa für Ausrüstungsinvestitionen oder Bauinvestitionen) ebenso stark zurück wie die Ersparnis, wird sich die Rendite nicht wesentlich ändern. Das ist allerdings nicht zu erwarten, da die Unternehmen aufgrund des knapperen und teureren Arbeitsangebots die Kapitalintensität der Produktion steigern werden. Die zinssteigernden Effekte dürften auch dadurch verstärkt werden, dass sich die Einkommensverteilung zugunsten der Lohnempfänger und zulasten der Kapitaleinkommensbezieher verändert. Auch dadurch würde der Konsum gestärkt, die Ersparnis tendenziell verlangsamt. Diese Argumente zur demografischen Entwicklung lassen auf die Sicht von ein oder zwei Jahrzehnten wieder deutlich höhere Nominalzinsen und positive Realzinsen erwarten.

Natürlich gibt es bei einem Blick in die ferne Zukunft viel Prognoseunsicherheit und offene Fragen. Manches kann anders kommen. So wäre es denkbar, dass sehr bevölkerungsstarke Länder wie Indien oder Indonesien oder der afrikanische Kontinent eine Entwicklung nach chinesischem Muster wiederholen und zu führenden Produktionsländern mit entsprechendem Preis- und Lohnkostenwettbewerb für die entwickelte Welt werden. Wahrscheinlich ist das indessen nicht, denn die politischen und wirtschaftlichen Voraussetzungen dafür sind seit langem nicht vorhanden. Denkbar wäre es auch, dass die Digitalisierung und Automatisierung menschliche Arbeit zunehmend ersetzt und die Knappheiten am Arbeitsmarkt beseitigt. Das würde aber voraussetzen, dass die Digitalisierung nun doch zu dem starken Produktivitätsfortschritt führt, den wir in den vergangenen beiden Jahrzehnten nicht verzeichnen konnten. Trotz der Digitalisierung gab es in den vergangenen beiden Jahrzehnten einen starken Beschäftigungsaufbau und eher schwache oder gar rückläufige Produktivitätsgewinne. In Zukunft mag sich das ändern, aber noch fehlt es für eine Kehrtwende der Produktivitätsentwicklung an überzeugenden Indizien. Was bleiben wird, ist eine preisdämpfende Wirkung der Digitalisierung über höhere Markttransparenz und stärkeren Wettbewerb. Sie wird aber kaum ausreichen, um die bevorstehende Trendumkehr der Demografie in den wichtigsten Wirtschaftsregionen zu kompensieren.

## Fazit

In den Jahren 2021 und 2022 haben wir in der EWU mit deutlich steigenden, aber aus Sicht der Zentralbanken noch zielkonformen Inflationsraten von jahresdurch-

schnittlich knapp 2 Prozent zu rechnen. In den USA wird die Inflationsrate noch etwas höher sein. Die Geldpolitik der EZB wird expansiv bleiben, sie wird ihre Leitzinsen nicht verändern und die Anleihekäufe, wenn überhaupt, dann nur mit großer Vorsicht zurückfahren.

Dennoch wäre es in dem wahrscheinlichen Szenario eines Wirtschaftsaufschwungs mit wieder höheren Inflationsraten (und Inflationserwartungen) völlig normal, dass die längerfristigen Renditen ansteigen und im Falle deutscher Staatsanleihen, Benchmark in der Eurozone, wieder in ein positives Terrain kommen. Werte um 0,5 Prozent erscheinen unter dieser Annahme schon für 2022 plausibel.

Der Übergang zu höheren Inflationsraten und wieder positiven Renditen wird Kursschwankungen und Unsicherheit an den Aktienmärkten auslösen, aber keine nachhaltigen Bewertungskorrekturen erzeugen. Es gibt Risikoszenarien in beide Richtungen. Die Wahrscheinlichkeit eines erneuten Wirtschaftseinbruchs mit noch tiefer negativen Renditeniveaus an den Kapitalmärkten ist äußerst unwahrscheinlich. Eine etwas höhere Wahrscheinlichkeit hat das Risikoszenario eines Nachholbooms, der die Inflationsraten und Zinsen doch stärker nach oben treiben würde.

Für die mittelfristige Inflations- und Zinsprognose sind die Weichenstellungen in der Lohnpolitik sowie der Finanz- und Geldpolitik entscheidend. In Anbetracht der höheren Arbeitslosigkeit und der nach wie vor gegebenen Kurzarbeit ist eine deutliche Beschleunigung der Lohnentwicklung im gesamtwirtschaftlichen Zusammenhang wenig wahrscheinlich. Von der Finanzpolitik und der Geldpolitik sind dagegen anhaltende Impulse zu erwarten. Die Erwartung, dass die staatlichen Defizite in den Ländern des Euroraums in 2022 geringer werden als in 2020/21, bedeutet nicht, dass die Politik kontraktiv wirkt. Im Gegenteil wird sie den ohnehin zu erwartenden Anstieg der Nachfrage eher noch verstärken.

Für längerfristige Betrachtungszeiträume werden demografische Veränderungen eine wichtige Rolle für Inflation und Zinsen spielen. Da wachsende Teile der Gesellschaft in den nächsten Jahrzehnten konsumieren, aber nicht mehr arbeiten, während gleichzeitig immer weniger Menschen aktiv arbeiten, verschieben sich die Relationen zwischen Angebot und Nachfrage. Arbeitsleistung wird zu einem knapperen Gut und die Ersparnis wird zurückgehen, während der Konsum steigt. Das spricht für höhere Preise und höhere Zinsen in der Zukunft. Was für die Sparer positiv erscheinen mag, stellt allerdings für die Finanzierung der Staaten eine große Herausforderung dar.