Arbeitspapier für den VdPB

Inflation und Zinsen im Euroraum: Kurz- und langfristige Entwicklungstendenzen

Dr. Michael Heise
1.4.2021

Inflation und Zinsen im Euroraum: Kurz- und langfristige Entwicklungstendenzen

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. Da die Länder der Eurozone im Vergleich mit den Vereinigten Staaten von Amerika und mit Großbritannien hinterherhinken, dürfte die wirtschaftliche Erholung über das Gesamtjahr gesehen schwächer ausfallen.

Tabelle 1

Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in ausgewählten Volkswirtschaften

– Veränderung gegenüber Vorjahr in % –

	Reales BIP					Verbraucherpreise				
	2018	2019	2020	2021*	2022*	2018	2019	2020	2021*	2022*
EWU	1,9	1,3	-6,7	4,5	4,0	1,8	1,2	0,3	2,0	1,8
USA	3,0	2,2	-3,5	6,5	4,0	2,4	1,8	1,2	2,8	2,3
China	6,7	6,0	2,3	9,0	5,5	2,1	2,9	2,5	1,5	2,8

* Prognose

Quelle: Eurostat, Bureau of Economic Analysis, IWF, Macroadvisors.

Dennoch ist auch in der EWU 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 Kapitalmarktrenditen geführt. Zugleich zeigt sich die konjunkturelle Zuversicht in verhältnismäßig hohen Bewertungsniveaus an den Aktienmärkten.

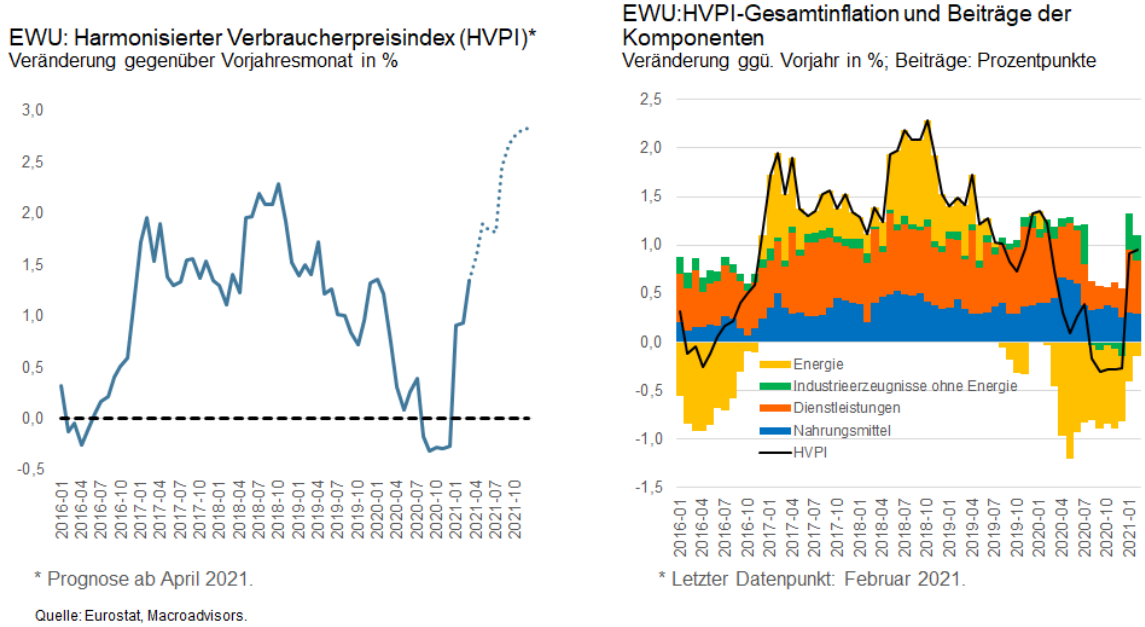
Vieles spricht dafür, dass diese Entwicklungen noch etwas anhalten werden, und nicht rein temporäre Effekte wirksam sind, die schon bald wieder rückgängig gemacht werden. Im Weiteren soll die Entwicklung in der Eurozone im Vordergrund stehen. Aufgrund des Zinsverbunds mit den USA wird die dortige Lage ebenfalls im Blick behalten. Der ersten beiden Abschnitte des Berichts behandeln die kurzfristigen Zins- und Inflationsperspektiven, der dritte Abschnitt geht auf die Möglichkeit einer langfristigen Trendwende zu wieder höherer Inflation und höheren Zinsen ein.

1. Inflationsperspektiven 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 % 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. Wie man dem Schaubild 1 entnehmen kann, das die von der europäischen Statistikbehörde berechneten Einzelbeiträge zur Gesamtentwicklung zeigt, waren im Jahr 2020 vor allem die Energiepreise für die niedrigen Inflationsraten verantwortlich.

Schaubild 1



Aufgrund des zwischenzeitlich deutlichen Anstiegs der Energiepreise[1] wird der Preisniveau-Anstieg in der EWU schon im dritten Quartal voraussichtlich um die 2 % liegen (Schaubild 1, linker Teil)[2]. 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 % erreichen. Der Effekt der Mehrwertsteuerabsenkung und der CO2 Abgabe wird allerdings im Jahre 2022 auslaufen und die deutsche Inflationsrate im Jahresdurchschnitt wieder auf 2 % 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:

[1] Seit dem Tiefpunkt in der Corona Krise (April 2020) ist der Ölpreis in Dollar gerechnet bis Februar 2021 um mehr als das 2½-fache auf 62 im Monatsdurchschnitt gestiegen. Bei einem im Jahresverlauf zwischen 60 und 65 $ schwankenden Ölpreis dürften allein die Energiepreise in einzelnen Monaten rund die Hälfte zur Gesamtinflation beitragen.

[2] In den USA dürften die Verbraucherpreisinflation noch höher liegen und auch aufgrund von starken Basiseffekten im zweiten Quartal 2021 über 3 % liegen.

- 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% über dem Niveau von April 2020 und zugleich spürbar über dem Vorkrisen-Niveau 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.

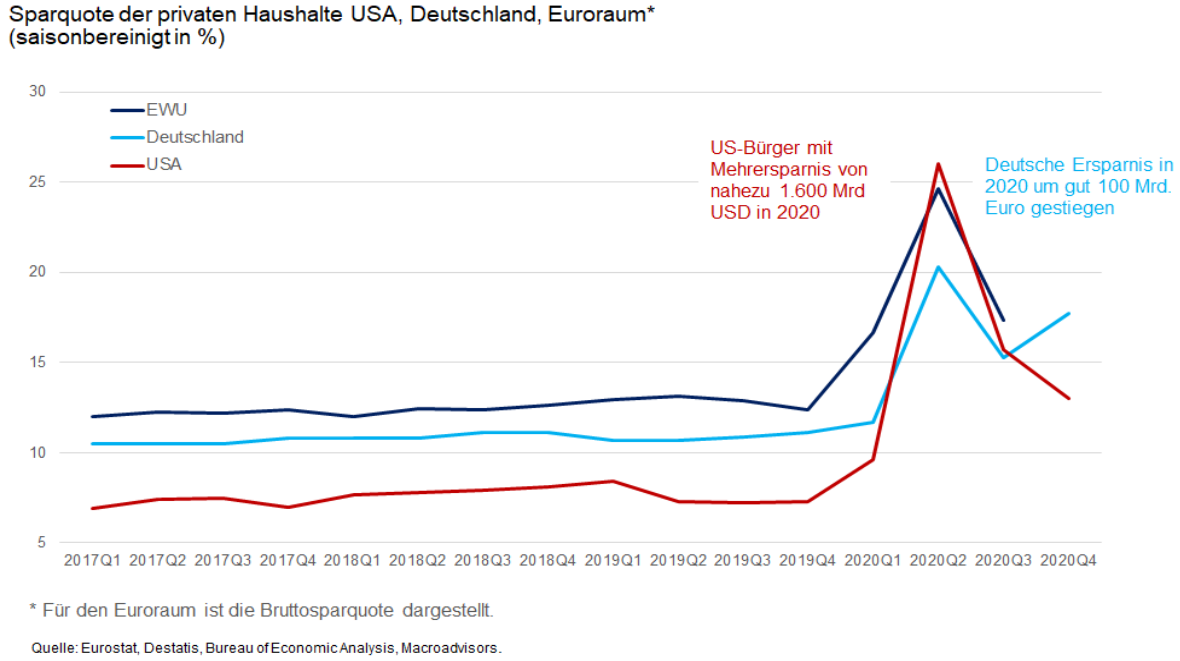
Ein Nachfrageschub mit finanzpolitischer Unterstützung

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%, -8% 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% unter dem Niveau von 2019. Die Entwicklung in Deutschland wich allerdings deutlich vom EWU-Ergebnis ab. Denn hierzulande legten die Einzelhandelsumsätze um 5,3% gegenüber dem Vorjahr zu. Deutliche Zuwächse (+3,8%) wurden auch in den USA verzeichnet.

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 (Schaubild 2). 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 im Euroraum, in Deutschland und in den USA in Form von jederzeit liquiden Bankeinlagen gehalten.

Schaubild 2



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 Nachfragesteigerungen 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 beispielslos und übertrifft bei weitem die Rettungsschirme nach der großen Finanzkrise. In den USA waren die Programme im vergangenen Jahr so groß dimensioniert, dass die nominalen verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte trotz der Wirtschaftskrise stark gestiegen sind (7%). In der EWU dürften die verfügbaren Einkommen in 2020 nach Maßgabe der offiziellen Daten bis zum 3. Quartal 2020 zumindest stabil geblieben sein. Im Jahre 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%). 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 erwarten ist des Weiteren, dass die am Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer gemessenen Effektivlöhne, die im vergangenen Jahr um 0,6% gesunken waren, deutlich stärker als die Tariflöhne steigen, da mit der voraussichtlichen Rückführung der Kurzarbeit die geleisteten Lohnzahlungen (je Arbeitnehmer) wieder zunehmen. Überdies dürften übertarifliche Zahlungen, die in 2020 ausgesetzt wurden, ab dem Jahr 2021 wieder aufgenommen werden. Für sich genommen ist dies allerdings eine Normalisierung, die nicht zu steigenden Inflationsraten führen muss.

Zu berücksichtigen ist allerdings, 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 könnten sich die Löhne deutlich 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 Lohnerhöhungen dürften hier sehr gering bleiben[3].

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

[3] In den USA dürfte die Arbeitsmarktentwicklung auch dadurch geprägt sein, dass Erwerbspersonen, darunter auch ein hoher Anteil an Frauen, die sich in der Krise vom Arbeitsmarkt zurückgezogen haben, mit verbesserten Beschäftigungschancen in das Arbeitsleben zurückkehren und damit Lohnsteigerungen begrenzen werden. Die amerikanische Notenbank weist auf diesen Effekt hin, der die sinkende Zahl an Arbeitslosen etwas relativiert.

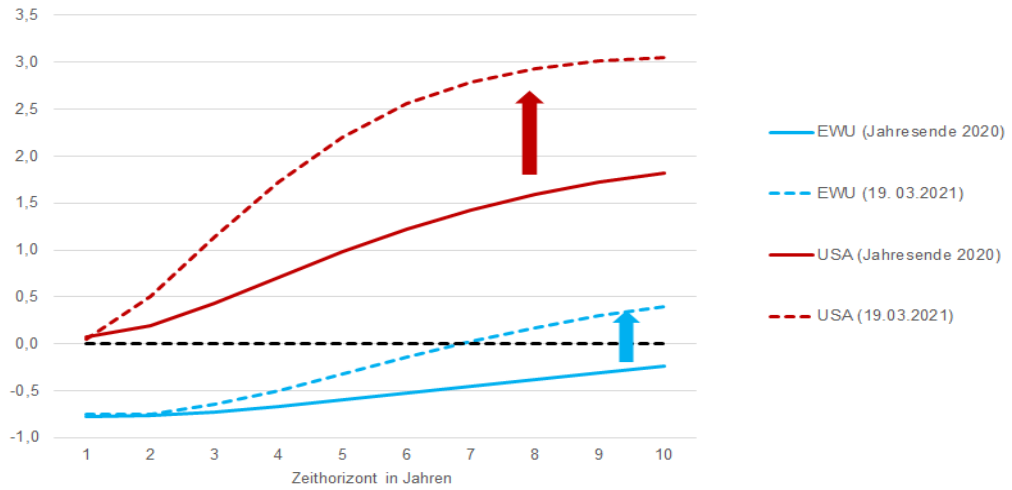
wirtschaftlichen Unsicherheiten durch die Pandemie und die Folgewirkungen auf den Arbeitsmarkt und strukturelle Änderungen in der Wirtschaft. Der Anstieg des Preisniveaus wird vor allem durch Einmaleffekte und Basiseffekte erklärt und nicht als anhaltende Entwicklung gesehen. Auch wird auf die symmetrische Natur der Inflationsziele verwiesen, der zufolge Phasen einer Unterschreitung der Inflationsziele durch Phasen einer Überschreitung kompensiert werden sollten. Entsprechend würden Inflationsraten über 2% 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. Für die Finanzmärkte sind die Ankündigungen offenbar glaubwürdig. Die Markterwartungen für das kurzfristige Zinsniveau, das wesentlich von der Geldpolitik bestimmt wird, haben sich zwar seit Jahresbeginn erhöht, sie liegen für die nächsten Jahre aber immer noch auf niedrigem Niveau.

Für die amerikanische Notenbank werden für die kommenden zwei Jahre keine Zinserhöhungen erwartet. In den jüngsten Projektionen der US-Notenbank, liegt der Leitzins, den die 12 Mitglieder des Offenmarktauschusses (FOMC) mehrheitlich (Median) als angemessen erachten, sogar bis Ende 2023 auf dem jetzigen Niveau von 0,1%. Auch die Finanzmärkte erwarten vorerst keine Zinserhöhung der amerikanischen Notenbank. Nach den Federal funds futures-Kontrakten könnte allerdings in 2023 ein erster Zinsschritt erfolgen. In der EWU liegen die Zinserwartungen noch deutlich niedriger als in den USA, die kurzfristigen Terminzinssätze liegen hier für etwa 5 Jahre im negativen Bereich (Schaubild 3).

Schaubild 3

Momentane (implizite) Terminzinssätze*
(in % p.a.)



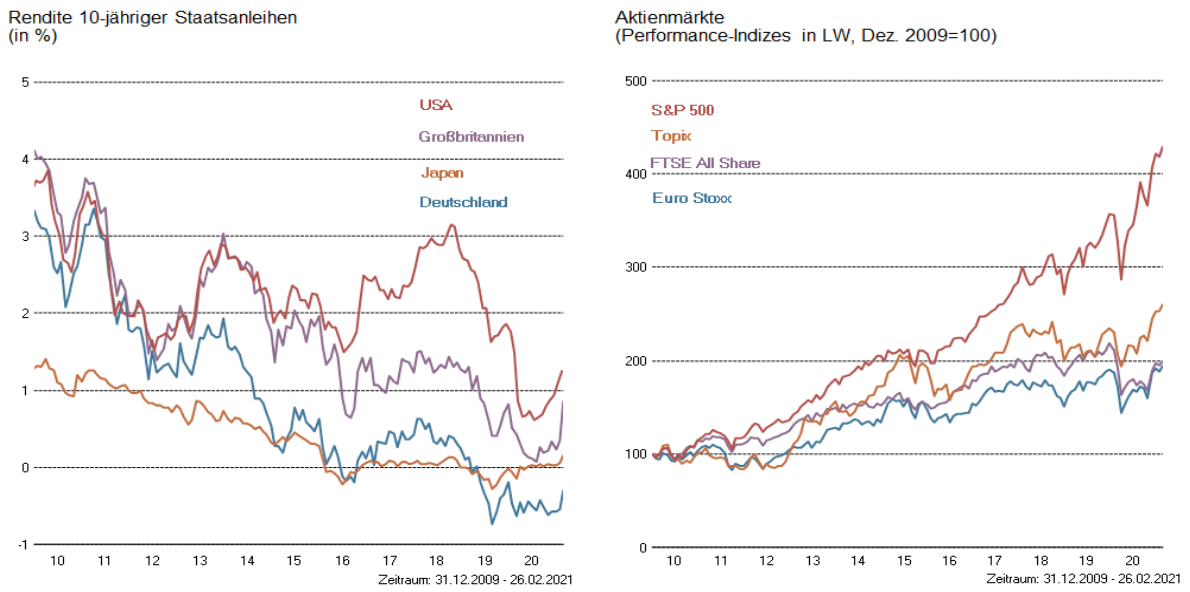
* Grundlage der Berechnung sind Zinsstrukturkurven für Staatsanleihen. Bei den Terminzinssätzen handelt es sich um kurzfrisitge Zinsen für einen zukünftigen Zeitraum, die in den heutigen Kassasätzen impliziert sind.

Quelle: EZB, Federal Reserve.

Trotz weiterhin sehr expansiver Geldpolitik haben sich vor allem US-amerikanischen Kapitalmarktrenditen in den vergangenen Monaten deutlich erhöht (Schaubild 4). Das geht zum einen darauf zurück, dass zwar nicht kurzfristig, aber über längere Zeiträume mit einer Normalisierung der Geldpolitik und höheren Kurzfristzinsen gerechnet wird. Langfristig sehen die Mitglieder des FOMC das normale Leitzinsniveau bei etwa 2,5 %.

Schaubild 4

Kapitalmarktrenditen und Performance Aktien



Quelle: Refinitiv, monatliche Werte

Ein weiterer wichtiger Grund für den Renditenstieg in den USA liegt in einem Anstieg der Risikoprämie[4] (term premium) für längerfristige Laufzeiten. Diese Risikoprämie ist nicht direkt beobachtbar, sondern nur mit Modellen zu berechnen. Ihr Anstieg dürfte damit zu tun haben, dass eine längerfristig höhere Volatilität von Inflation und Zinsen erwartet und dafür eine höhere Risikoprämie gefordert wird. Ebenso dürfte in der langen Frist mit einer Reduzierung der Anleihekaufprogramme gerechnet werden, die die Risikoprämien bislang gedrückt haben.

Die amerikanische Notenbank verweist darauf, dass der Renditeanstieg mit einer kräftigen wirtschaftlichen Dynamik zu erklären ist und insoweit keinen Handlungsbedarf der Geldpolitik erzeugt. Dem ist zuzustimmen. Aus ökonomischer Sicht wären auch Renditen von 2½% für 10 jährige Staatsanleihen eine normale Begleiterscheinung, beziehungsweise noch niedrige Werte in einem Konjunkturaufschwung. Bei solchen Renditeniveaus, die in etwa der Inflationsrate entsprechen, wären weitreichende expansive Maßnahmen der Fed wie die Aufstockung der Anleihekaufprogramme schwer zu begründen. Allerdings könnte eine Art „Operation twist“ erfolgen, bei der sich die Kaufaktivitäten stärker auf die lange Frist konzentrieren, während am kurzen Ende des Kapitalmarktes Papiere abgegeben werden. Weiterreichende expansive Maßnahmen der Fed würden wohl voraussetzen, dass sich die Finanzierungsbedingungen für die Wirtschaft auf breiter Front verschlechtern, etwa durch steigende Risikoprämien in der Unternehmensfinanzierung oder durch erhebliche Verluste an den Aktienmärkten.

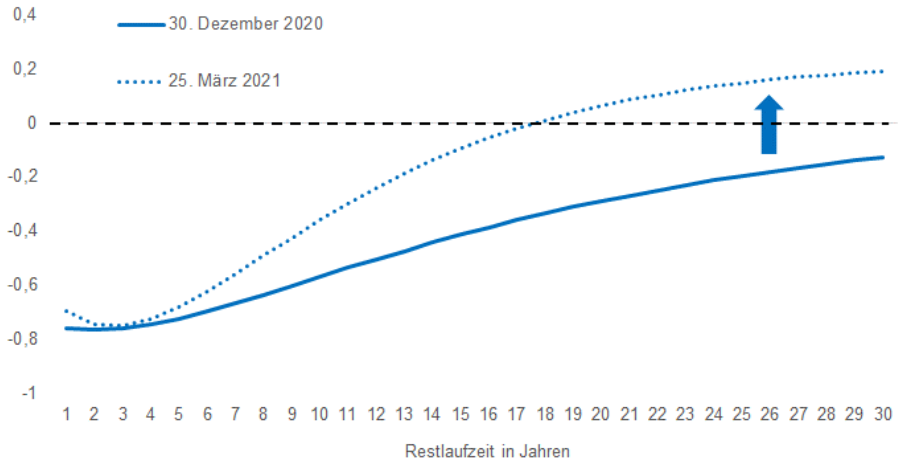
Anders als die Fed hat die EZB schon auf einen sehr geringen Anstieg der Kapitalmarktrendite in der EWU reagiert und eine Beschleunigung der Anleihekäufe im Rahmen der laufenden Programme angekündigt. Die Situation ist in mehrfacher Hinsicht anders als in den USA, denn die europäische Konjunktur hat weitaus weniger Dynamik, weniger

[4] Die Risikoprämie kann vereinfachend als eine Art Residualgröße bei der Zinsbestimmung aufgefasst werden, die die den Teil einer Renditeänderung erklärt, der nicht durch veränderte Zinserwartungen bedingt ist.

Unterstützung durch die Finanzpolitik und ein niedrigeres Inflationsniveau. Bei fortgesetzt expansiver Geldpolitik ist nicht damit zu rechnen, dass die Zinserwartungen der Märkte in naher Zukunft stark steigen und damit deutlich höhere Kapitalmarktrenditen auslösen. Wenig überraschend wäre es aber, wenn die langfristigen deutschen Bundesanleihen als Benchmark-Rendite für die Währungsunion die Nullachse von unten durchbrechen und im Zuge einer Konjunkturerholung mit etwas höherer zielkonformer Inflation in einem Zeitraum von 12 Monaten bei Werten um 0,5% liegen. Dazu dürften wie in den USA auch höhere Risikoprämien beitragen. Für kürzere Laufzeiten sind geringere Steigerungen zu erwarten, da die Notenbank die Leitzinsen bei null und die Einlagenzinsen vermutlich im negativen Bereich halten dürfte. Die Laufzeitenkurve der Anleiherenditen könnte sich also weiter nach oben verschieben und dabei noch etwas steiler werden als das schon in den letzten Wochen zu beobachten war (Schaubild 5).

Schaubild 5

Zinsstruktur in der EWU*
(%)



* Basierend auf Anleihen mit AAA-Rating.

Quelle: EZB,

Der bisherige Renditeanstieg in der EWU hat keine nachhaltigen Bewertungskorrekturen an den Aktienmärkten oder anderen Risikokapitalmärkten bewirkt. Auch eine weitere Steigerung, wie im Basisszenario unterstellt, wird keine Trendumkehr an diesen Märkten bewirken. Der Übergang in eine Situation mit wieder höheren Inflationsraten und Nominalzinsen dürfte allerdings aufgrund der Unsicherheit über die Stärke der Renditeaufschläge und der Inflationstendenzen vorübergehend deutliche Kursschwankungen auslösen. Neben temporär erhöhter Volatilität dürfte auch die Bewertung mancher Sektoren Änderungen erfahren. Das war bereits in den letzten Monaten zu beobachten. Die sogenannten Wachstumswerte, deren Bewertungen häufig auf weit in der Zukunft liegenden Gewinnsteigerungen beruhen, haben Abschläge hinnehmen müssen, die erwarteten Gewinne mit einem höheren Satz abgezinst werden müssen. Eine solche Rotation könnte sich in dem beschriebenen Szenario noch etwas fortsetzen.

Es bleibt die Frage, ob und unter welchen Bedingungen die EZB zu weiteren Lockerungsschritten bereit sein könnte. Wie bei der Fed sind auch für die EZB die Finanzierungsbedingungen für die Wirtschaft von großer Bedeutung. Deutlich höhere Kreditrisikoprämien und Kursverluste an den Börsen könnten weitergehende Stimulierungsmaßnahmen

auslösen. Dies ist jedoch unter den Annahmen des Basisszenarios mit deutlicher konjunktureller Verbesserung und näher am Ziel der EZB liegenden Inflationsraten nicht sehr wahrscheinlich. Expansive Maßnahmen könnten auch in Betracht gezogen werden, um allzu große Zinsdifferenzen zwischen den Mitgliedsländern der EWU zu verhindern, die nach Einschätzung der EZB die Transmission der Geldpolitik beeinträchtigen. Auch hierfür wären wohl deutliche konjunkturelle Rückschläge erforderlich, die derzeit nicht absehbar sind.

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 % fallen, bevor sie sich in 2022 wieder leicht erhöht. Die geldpolitischen Maßnahmen würden die Aktienmärkte nach heftigen Verlusten stabilisieren. 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 %). Allerdings hat die Erfahrung gezeigt, dass Prognosen über die Virusausbreitung und damit verbunden auch über die Maßnahmen der Politik sehr unsicher und gewagt sind.

Risikoszenario 2 „Überhitzung“: Eine deutlich höhere Wahrscheinlichkeit von vielleicht 20 % 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 expansive 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 diese 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 % steigen, in der EWU könnten Renditen bis zu 2 % 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. Für die Aktienmärkte würde dieses Szenario kurzfristig allerdings starke Turbulenzen bedeuten. Sie wären hin- und hergerissen zwischen der Angst vor weiteren Zinssteigerungen und der Hoffnung auf kraftvoll steigende Unternehmensgewinne im Boom. Anzunehmen ist, dass ein abrupter Zinsanstieg erhebliche Kursverluste nach sich zieht, die dann im Zuge stark verbesserter Unternehmensergebnisse wieder ausgeglichen werden können.

Für die Zentralbanken würde ein Konjunkturboom mit kräftig steigenden Kapitalmarktrenditen ein Dilemma bedeuten. Sie stünden vor der Schwierigkeit, den Anstieg der Zinsen abzubremsen und zugleich die Inflationserwartungen an den Märkten in der Nähe von 2 % zu verankern. Das eine würde eher expansive Maßnahmen (zum Beispiel zusätzliche Anleihekäufe), das andere eher eine straffe Politik (Abschöpfung von Liquidität) erfordern. Wahrscheinlich ist, dass in einem inflationären Umfeld Anleihekäufe tendenziell reduziert würden, zumal die bereits sehr rasche Geldmengenexpansion (siehe Schaubild 7) sonst weiter beschleunigt würde. Eine Begrenzung des Renditeanstiegs würde eher mit Mitteln der Zinspolitik versucht werden, etwa indem den Märkten weiterhin niedrige Leitzinsen signalisiert werden. Eine einfache Lösung gibt es in dieser Situation jedoch nicht.

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 % für entsprechende Bundesanleihen dürften nicht unrealistisch sein. Bei solchen Werten würden die Realzinsen insbesondere in der Eurozone negativ bleiben. Im Umfeld eines Konjunkturaufschwungs wären das nach wie vor sehr niedrige Niveaus, die mit hohen Bewertungen von Risikoaktiva kompatibel sind. Der moderate Zinsanstieg dürfte keine nachhaltigen Korrekturen an den Aktienmärkten bedeuten. Allerdings dürfte der Übergang in eine normalere Zinssituation für die Aktienmärkte einige Unsicherheit und Volatilität bedeuten. (Tabelle 2)

Tabelle 2

Rendite 10-jähriger Staatsanleihen

- % -

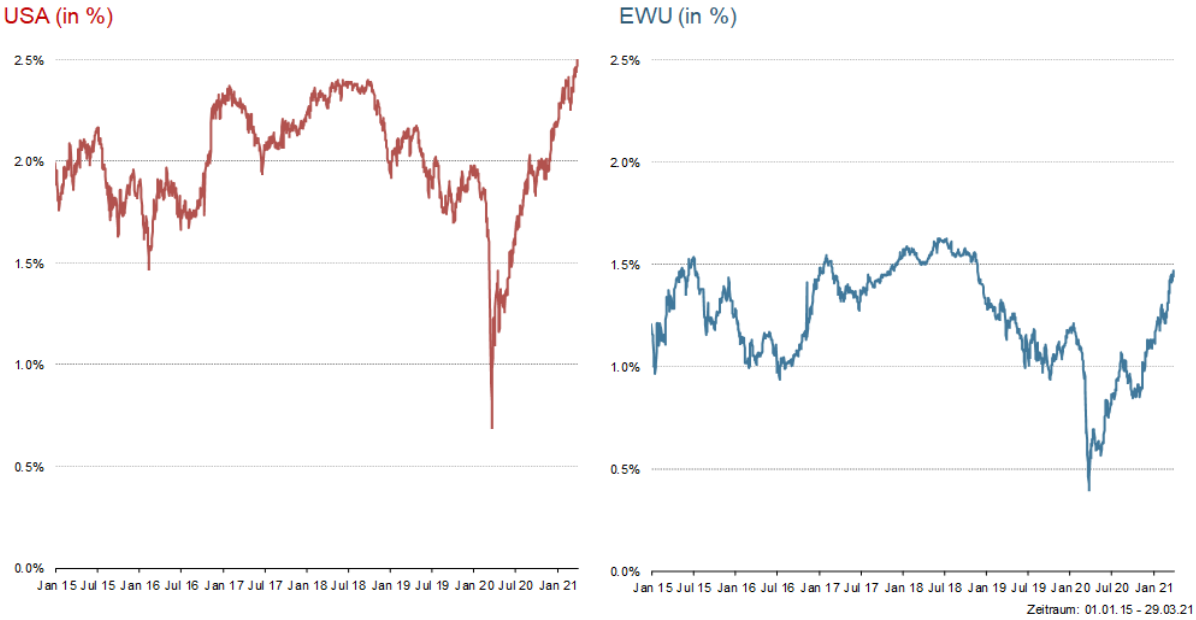
	Aktuell (30.03.2021)	Ende 2021	Ende 2022
EWU (Benchmark)			
Basisszenario		0,2	0,6
Risikoszenario 1	-0,28	-1,0	-0,5
Risikoszenario 2		1,0	2,0
USA			
Basisszenario		2,5	2,7
Risikoszenario 1	1,73	0,5	1,0
Risikoszenario 2		4,0	4,0

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 (Schaubild 6). Von den langfristigen Inflations- und Zinsentwicklungen hängt es vor allem ab, ob sich Bewertungsmaßstäbe für Vermögensanlagen verändern und volkswirtschaftliche Anpassungen bei der Einkommensentstehung und -verteilung stattfinden. Daher wird in den folgenden Abschnitten ein Blick auf die langfristigen Bestimmungsgründe von Inflations- und Zinsentwicklung geworfen. Zu fragen ist, was die wesentlichen Gründe für den seit etwa 4 Jahrzehnten anhaltenden Disinflationsprozess waren und ob diese Faktoren auch in den kommenden Jahrzehnten fortwirken werden.

Schaubild 6

Marktbasierte Indikatoren längerfristiger Inflationserwartungen*



* Aus Finanzmarktpreisen abgeleitete durchschnittliche Teuerungsrate in einem Fünfjahreszeitraum, der in fünf Jahren beginnt

Quelle: Federal Reserve Economic Data (FRED), Refinitiv, tägliche Werte

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 amerikanischen 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 stabilitätsorientieren Geldpolitik den Weg ebnete. Mit einer stärker mittelfristig orientierten Stabilitätspolitik und größerer Unabhängigkeit von der Politik stieg die Glaubwürdigkeit der Notenbanken, die Inflation auf den angestrebten Niveaus zu halten. Neben diesen monetären Faktoren sorgten starke globale Trends für einen säkularen Rückgang der Inflationserwartungen. Von besonderer Bedeutung war der in der Geschichte beispiellose Anstieg des weltweiten Arbeitsangebots durch die Öffnung Chinas Ende der siebziger 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 (Texttabelle 1).

Texttabelle 1

Renaissance der Inflation ?

GELD- UND FINANZPOLITIK	WELTWIRTSCHAFTLICHE TRENDS
• Hohe Inflationstoleranz • Trend zu monetärer Staatsfinanzierung • Weniger Manövrieraum und weniger Unabhängigkeit der Zentralbanken	• Eine demografische Trendwende macht Arbeit knapper und teuerer • Die Einkommensverteilung verändert sich zugunsten der Arbeit • Das globale Sparkapital sinkt aufgrund der Alterung

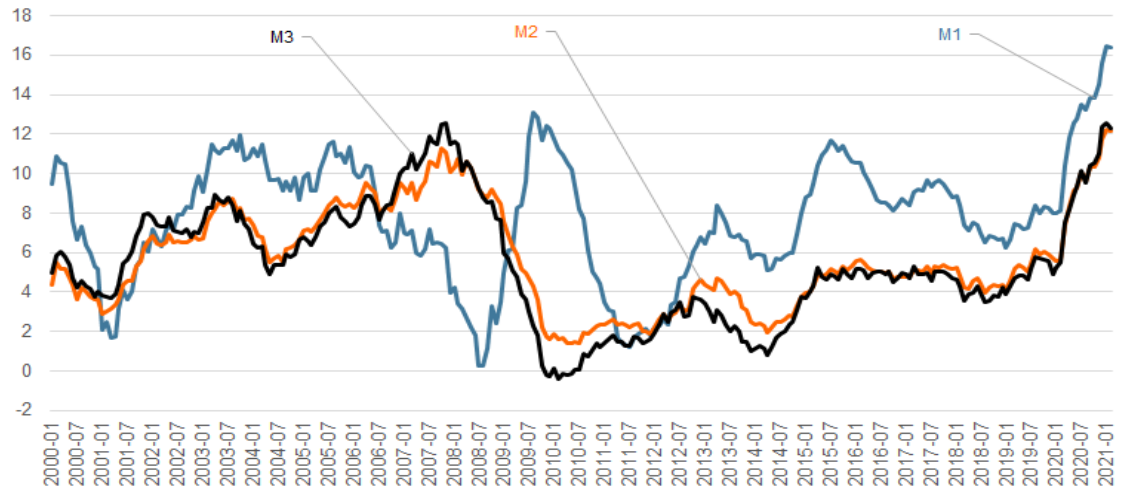
Man mag einwenden, dass die Geldpolitik auch in den Jahren nach der großen Finanzkrise mit großdimensionierten Anleihekaufprogrammen versucht hat, Wachstum und Inflation zu erhöhen und dabei nur bedingt erfolgreich war. Die Faktoren, die dafür ursächlich waren, können aber nicht ohne weiteres in die Zukunft fortgeschrieben werden. Erstens wurde in den Jahren nach der Finanzkrise die Aufgabe der Konjunkturstabilisierung vor allem der Geldpolitik übertragen („the only game in town“), während die Finanzpolitik versuchte, die hohen Defizite und Schuldenzuwächse infolge der Rettungsprogramme wieder zu reduzieren. Derzeit gibt es dagegen eine gemeinsame expansive Ausrichtung der Geld- und Finanzpolitik; die Regierungen scheuen keine Mittel, mit defizitfinanzierten Stabilisierungs- und Rettungsprogrammen die Wirtschaft am Laufen zu halten und die Geldpolitik sorgt für günstige Finanzierungsbedingungen an den Kapitalmärkten. 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 Belastungen der Arbeitseinkommen zumeist kein großer Spielraum besteht.

Ein zweiter Unterschied zur Entwicklung nach der großen Finanzkrise ist in einer veränderten monetären Dynamik zu sehen. Die starke Ausweitung der Notenbankbilanzen und des sogenannten Zentralbankgeldes führte nach der Finanzkrise nicht zu einer entsprechend starken Zunahme der Geldmenge im privaten Sektor, auf die es für die Inflationsentwicklung letztendlich ankommt. Der Grund für den im Fachjargon geringen Geldschöpfungsmultiplikator lag vor allem darin, dass weder die Banken noch die Unternehmen zusätzliche Kreditrisiken eingehen wollten, sondern in den Jahren nach der Finanzkrise eher bestrebt, wenn nicht gezwungen waren, diese Risiken abzubauen. Konsolidierung und Schuldenrückführung führten dazu, dass sich etwa die Geldmenge M3 im Euro-Währungsgebiet in den Jahren von 2009 bis 2019 pro Jahr um moderate 3 % und damit nur etwas stärker als das nominale Bruttoinlandsprodukt (rund 2%) erhöhte. 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. In der Eurozone lag die eng gefasste Geldmenge M1 im Februar 2021 um 16,4 %, die weiter gefasste Geldmenge M3 um 12,3 % über dem Vorjahresstand. (Schaubild 7).

Schaubild 7

EWU: Entwicklung der Geldmengenaggregate
(Jahreswachstumsraten, %)

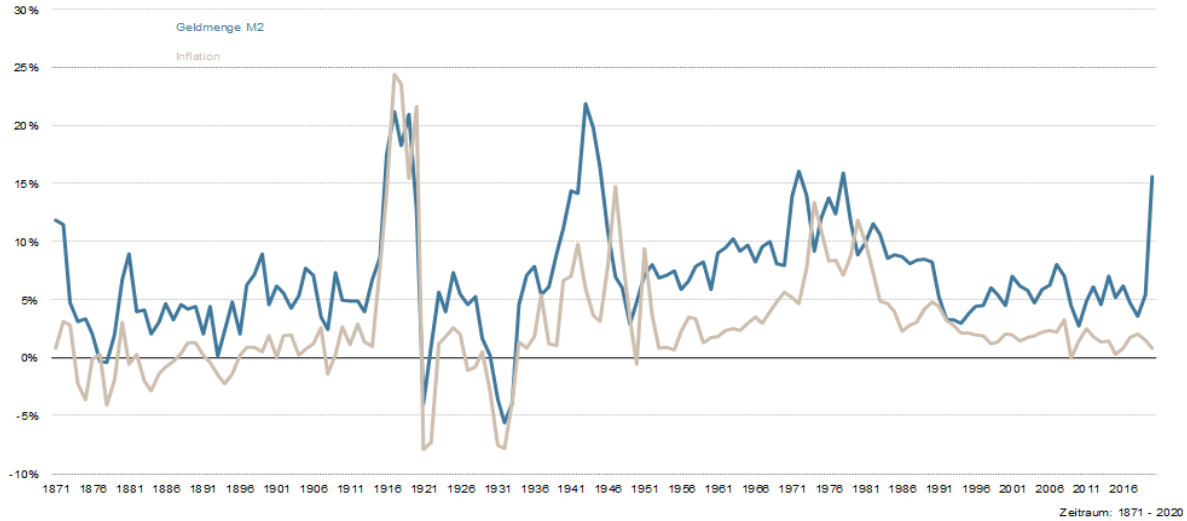


Quelle: EZB,

Noch etwas stärker ist die Geldmengendynamik im globalen Maßstab. Die Wachstumsrate für M2 liegt bei rund 16 % und damit so hoch wie zuletzt in den inflationsgeprägten siebziger Jahren. In der Wirtschaftsgeschichte sind derart hohe Geldmengenzuwächse stets auch von höherer Inflation begleitet worden (Schaubild 8).

Schaubild 8

Globales* jährliches Wachstum der Geldmengen M2 und globales* Inflationsraten in %



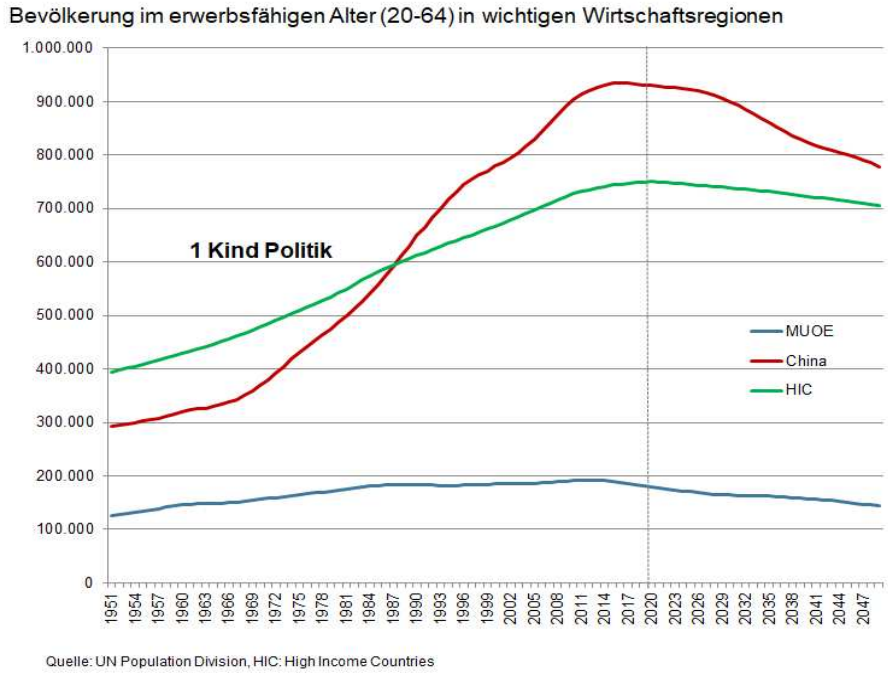
*Australien, Belgien, Kanada, Schweiz, Deutschland, Dänemark, Spanien, Finnland, Frankreich, Großbritannien, Italien, Japan, Niederlande, Norwegen, Portugal, Schweden, USA (BIP gewichtet)

Quelle: Òscar Jordà, Moritz Schularick & Alan M. Taylor, 2017:"Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts" in NBER Macroeconomics Annual 2016, vol.31, Refinitiv, eigene Berechnungen

In gewissem Umfang könnte die starke Ausdehnung der Geldmenge mit Sondereffekten in der Covid-Krise zu tun haben, die sich im Laufe der Zeit zurückbilden werden. So haben die Unternehmen schon in den ersten Wochen der „lockdowns“ Kreditlinien in Anspruch genommen, um Liquidität aufzubauen. Soweit diese Kredite nun zurückgezahlt werden, sinkt auch der Kassenbestand im Unternehmenssektor wieder. Allerdings sind in der Eurozone lediglich 17 % der Geldmenge M3 Kassenbestände der Unternehmen (nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften). Wichtiger ist daher, welche Geldanlage- oder Konsumentscheidungen von den Hauhalten ausgehen. Wie oben dargelegt, dürfte ein Großteil der zusätzlichen Ersparnis und damit auch der zusätzlichen Liquidität in den Konsum fließen. Die Kassenbestände werden dadurch nicht reduziert, sondern wechseln lediglich den Besitzer. Insofern dürfte die Zunahme der Geldmenge in der aktuellen Lage tendenziell zu Preisniveausteigerungen führen.

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 (Schaubild 9).

Schaubild 9



Einen enormen Zuwachs an Menschen im erwerbsfähigen Alter hatte vor allem China zu verzeichnen, in dem die Zahl der zwischen 20- und 64-Jährigen seit Anfang der 1960er Jahren um etwa 650 Mio. auf zurzeit 950 Mio. angestiegen ist. Die Integration des Landes in die internationale Arbeitsteilung, die mit den Reformen von Deng Xiaoping Ende der siebziger Jahre begann, hat die Wettbewerbsverhältnisse auf den globalen Märkten drastisch verändert. Auch in den hochentwickelten Ländern und in den sich Ende der 1980er Jahre öffnenden Volkswirtschaften Mittel- und Osteuropas sind die Zahlen der Erwerbsfähigen über viele Jahrzehnte stark angestiegen. 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 Erwerbstätigenzahlen 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 beim 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 2021und 2022 haben wir in der EWU mit deutlich steigenden, aber aus Sicht der Zentralbanken noch zielkonformen Inflationsraten von jahresdurchschnittlich knapp 2% 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 % 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 wird. 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.