

»» Drohen höhere Zinsen und Inflation? Ein langfristiger Blickwinkel über die Pandemie hinaus

Nr. 336, 15. Juli 2021

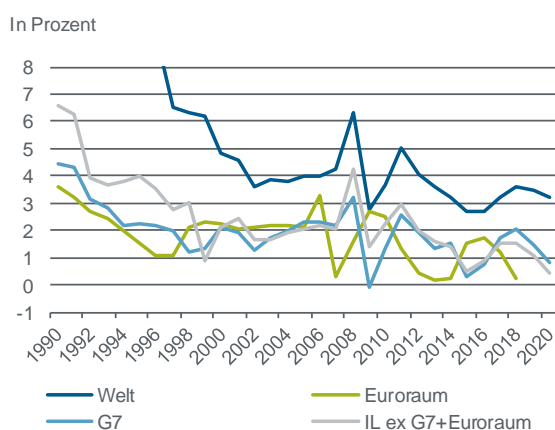
Autor: Dr. Jens G. Herold, Telefon 069 7431-9385, jens_gerrit.herold@kfw.de

Die Inflationsraten und Zinsen in den Industrieländern (IL) gehen seit gut 30 Jahren trendmäßig zurück. Heute liegen sie deutlich unter ihrem langfristigen Durchschnitt. Dabei sind die Notenbanken mit ihrer Niedrig- und Negativzinspolitik zwar ein wichtiger, aber keinesfalls alleiniger Treiber dieser Entwicklung. So dürften es vor allem demografische Prozesse, der Aufstieg Chinas und die fortschreitende Globalisierung seit den 1990er-Jahren gewesen sein, die Abwärtsdruck auf Preise und das Zinsniveau ausgeübt haben. Das heißt: Selbst ohne die geldpolitischen Krisenmaßnahmen des letzten Jahrzehnts dürften Zinsen und Inflation heute niedriger als beispielsweise noch in den 1990er-Jahren sein. Der vorliegende Artikel diskutiert die Wirkungsketten dieser Prozesse näher und erläutert, dass längerfristige Aufwärtsrisiken für die Inflationsrate und die Zinsen in den IL vor allem aus einer Umkehr derselben resultieren dürften.

Einleitung

Seit gut 30 Jahren sind die Inflationsraten und Zinsen in Deutschland und anderen Mitgliedsstaaten des Euroraums trendmäßig zurückgegangen (Grafiken 1 und 2). Heute liegen sie deutlich unter ihrem historischen Durchschnitt. Diese Entwicklung wird einerseits mit einer chronischen Nachfrageschwäche nach der Finanzkrise von 2008 und andererseits mit strukturellen Umwälzungen wie dem demografischen Wandel, dem technologischen Fortschritt, der fortschreitenden Globalisierung und dem Aufstieg Chinas erklärt. Nachfolgend werden diese näher beschrieben, in den makroökonomischen Kontext eingeordnet und mittel- bis langfristige Aufwärtsrisiken näher beleuchtet.

Grafik 1: Inflationsentwicklung

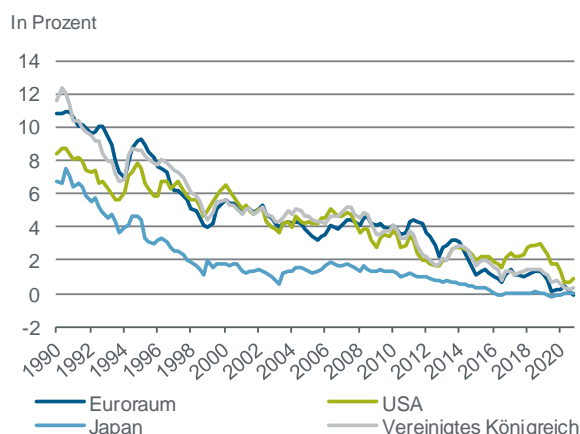


Quelle: IWF WEO Database

Nachfrageseitig haben vor allem die Geldpolitik ab 2008 ...

Nach 2008 und erneut im Zuge der COVID-19-Pandemie waren viele Notenbanken, wie die US-Notenbank Federal Reserve oder die EZB, gezwungen, ihre Leitzinsen auf null oder sogar in negatives Territorium zu senken. Zusätzlich wurden Wertpapierkaufprogramme aufgelegt, welche mittels verschiedener Kanäle des geldpolitischen Transmissionsmechanismus auch mittel- und längerfristige Zinsen gesenkt haben (Wieland, 2018).

Grafik 2: Renditen 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Fred Database, Federal Reserve Bank of St. Louis

... sowie strukturelle Faktoren das Zinsniveau und die Inflation gedrückt

Allerdings dürften die Inflationsrate und das Zinsniveau auch ohne die ultraexpansiven Maßnahmen der Notenbanken heute unter dem Niveau der 1990er-Jahre liegen. Massiver technologischer Fortschritt im Bereich der Informations- und Kommunikationstechnik (IKT), die demografische Ausgangssituation in den IL und China sowie die stark wachsende Globalisierung von Wertschöpfungsketten ab den 1990er-Jahren sind mit niedrigeren Preisen, vor allem im Verarbeitenden Gewerbe, aber auch mit einer geringeren Nachfrage nach Investitionskapital in den IL einhergegangen.

Zudem hatte der Eintritt der „Babyboomer Generation“ in den Arbeitsmarkt massive Auswirkungen auf das Zinsniveau (Goodhart und Pradhan, 2020). Durch den starken Anstieg der privaten Ersparnisbildung stand ein hohes Angebot an Kapital einer geringeren Nachfrage seitens des Unternehmenssektors gegenüber. In einem Marktgleichgewicht würde man erwarten, dass der Zins, der die gesamtwirtschaftliche Ersparnis in Einklang mit den gesamtwirtschaftlichen Investi-

tionen bringt, zurückgeht. Diesen Zins bezeichnet man in der makroökonomischen Literatur auch als Gleichgewichtszins (GG-Zins).

Der GG-Zins ist ein wichtiger Anker für das Zinsniveau. So orientieren sich beispielsweise Notenbanken an ihm, um eine Zinspolitik zu wählen, deren reale Auswirkungen in Einklang mit der (mittelfristigen) Inflationsrate sind. Für den Euroraum rechnen einige Studien beispielsweise mit einem Rückgang des GG-Zins seit den 1990er-Jahren um bis zu 2,8 Prozentpunkte (Holston et al. 2017; Brand et al. 2018). Mittlerweile könnte dieser sogar im negativen Bereich liegen. Der Rückgang des GG-Zinses dürfte daher nicht unerheblich zum Rückgang des allgemeinen Zinsniveaus beigetragen haben (Brand et al. 2018).

Der GG-Zins ist allerdings, ähnlich wie das Wachstumspotenzial einer Ökonomie, keine beobachtbare Größe. Vor allem die Schätzung seines Niveaus gestaltet sich als statistisch höchst unzuverlässig und mit großer Unsicherheit behaftet (Hamilton et al. 2015; Beyer und Wieland, 2017). An der These eines trendmäßigen Rückgangs in den vergangenen drei Dekaden ändert dies aber nichts (Laubach und Williams, 2003; Holston et al., 2017).

In einem makroökonomischen Umfeld wie dem vergangenen Jahrzehnt, indem die Leitzinsen bereits nahe oder sogar unter null und die Inflationsrate deutlich unter ihrem Zielwert (um die 2 % in den betrachteten Wirtschaftsräumen) lagen, ist dies ein Problem. Damit Geldpolitik in dieser Situation überhaupt stabilisierend auf die Produktionslücke und das Beschäftigungsniveau wirken kann, muss sie ihren Leitzins auf einen Wert unterhalb des GG-Zinses, also falls nötig, auch unter die Nullzinsgrenze senken (Galí, 2015). Möchte sie das nicht (wie die US-Notenbank Federal Reserve) – oder, wenn sie davon ausgeht, dass die negativen Effekte des Minuszinses seine Stabilisierungswirkung übertreffen könnten – können Wertpapierkaufprogramme den Expansionsgrad der Notenbank zusätzlich erhöhen (Orphanides und Wieland, 1998).

Notenbanken müssen Aufwärtsrisiken bei Zinsen und Inflation im Blick haben ...

Darüber hinaus hat die Fiskalpolitik Einfluss auf das Zinsniveau. Ein Anstieg der Staatsverschuldung geht theoretisch mit einem höheren GG-Zins einher. Solange Notenbanken in dieser Situation ihre Leitzinsen nicht (sofort) anheben, verstärkt der fiskalische Impuls den Wirkungsgrad der geldpolitischen Maßnahmen und somit ihren gesamtwirtschaftlichen Effekt zusätzlich.

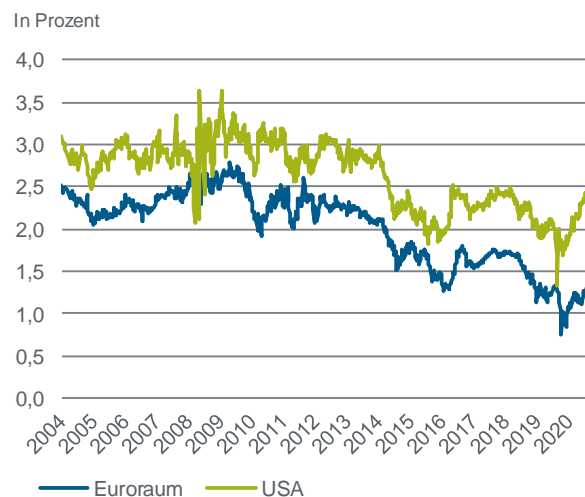
Mit der wirtschaftspolitischen Bekämpfung der Corona-Pandemie hat die Fiskalpolitik in den IL, vor allem in den USA, aber auch in Europa erneut das Heft des Handelns übernommen. Wenn es dadurch gelänge, strukturelle Wachstumsschwächen, beispielsweise durch gezielte, auch staatliche Investitionen nachhaltig zu überwinden und das Wachstumspotenzial zu stärken, dürfte es zu einer Erholung von Zinsen und Inflationsrate in historisch „normale“ Gefilde in der

mittleren Frist kommen. Um dies zu erreichen ist es wichtig, die aktuelle Krise als Chance zu verstehen und nicht ungenutzt verstreichen zu lassen. Eine kluge und effiziente Verwendung der fiskalischen Stimuli für Projekte, die das Wachstumspotenzial dieser Volkswirtschaften heben, wäre hierfür ein wichtiger Schritt.

... und sicherstellen, dass die Inflationserwartungen verankert bleiben

Gleichzeitig ist die Kommunikation einer Notenbank in einer solchen Situation entscheidend. Problematisch wäre es, wenn die Marktteilnehmer das Vertrauen in die Notenbanken und ihre Fähigkeit zum kontrollierten Ausstieg aus der sehr expansiven Geldpolitik verlören. Dies könnte dann dazu führen, dass die Inflationserwartungen nicht länger gut verankert sind, was in mittel- bis langfristig höheren Inflationsraten resultieren dürfte. Fundierte Hinweise auf solch eine Entwicklung zeigen sich aktuell allerdings nicht. Zwar sind die markt-basierten Inflationserwartungen, gemessen an den 5Y5Y-Inflationsswaps zuletzt etwas angestiegen. Allerdings liegen sie im Euroraum noch deutlich unter dem Inflationsziel der EZB von nahe aber unter 2 % in der mittleren Frist.

Grafik 3: Marktbasierete Inflationserwartungen (5Y5Y aus „Inflationsswaps“)



Quelle: Bloomberg

Angebotsseitig waren vor allem die Globalisierung und die Demografie Treiber niedriger Zinsen und Inflation

Strukturelle Faktoren wie Demografie, technologischer Fortschritt, aber auch gesellschaftliche Prozesse wie die verstärkte Globalisierung von Wertschöpfungsketten seit den 1990er-Jahren haben langfristige Auswirkungen auf das Preisniveau und die Zinsen in den IL gehabt.

Vor allem der Aufstieg Chinas, die Rückkehr ehemaliger GUS-Staaten in das Welthandelssystem sowie geburtenstarke Jahrgänge in den Industrieländern haben die weltweite Erwerbsbevölkerung massiv ansteigen lassen. Dieses weltweite Überangebot an Arbeitskräften hat zu verhältnismäßig geringeren Lohnabschlüssen und einem niedrigeren Preiswachstum geführt. Gleichzeitig dürfte die Verlagerung von Produktionsprozessen ins Ausland, beispielsweise im Verarbeitenden Gewerbe, mit einem Abwärtsdruck auf die

Zinsen einhergegangen sein. Darüber hinaus haben aber Handelsliberalisierungen, vor allem der Abbau von Handelsbeschränkungen, zu im Aggregat niedrigeren Preisen und Wohlfahrtsgewinnen geführt.

Es mehren sich allerdings Anzeichen, dass sich diese positive Gemengelage in den nächsten Jahrzehnten ändern könnte. Daraus entstehen Aufwärtsrisiken für das Zinsniveau und die Inflation: Am offensichtlichsten dürfte dies bei der Demografie sein. Die günstige demografische Ausgangssituation in China und den Industrieländern beginnt sich bereits umzudrehen. Innerhalb der nächsten drei bis vier Jahrzehnte dürfte die Wachstumsrate der Erwerbungsbevölkerung in diesen Ländern deutlich zurückgehen. In einigen großen Volkswirtschaften wie Japan, China, aber auch Deutschland, Italien oder Spanien dürfte die Erwerbsbevölkerung sogar absolut schrumpfen.

Ob es zu einem „Reversal“ bei Zinsen und Inflation kommt ...

War die starke Ausweitung des verfügbaren Arbeitsangebots in der Vergangenheit mit einem Rückgang des realen Lohnwachstums, vor allem für Geringqualifizierte, und sinkenden Preisen im Verarbeitenden Gewerbe verbunden, dürfte die zukünftig zu erwartende Knappheit von Erwerbspersonen zu höheren Lohnabschlüssen und letztlich steigenden Preisen führen. Auch gesamtwirtschaftlich wirkt eine ältere Gesellschaft, die mehr konsumiert als sie produziert, tendenziell inflationär. Dies zeigt sich beispielsweise bereits in steigenden Aufwendungen für Gesundheit und Pflege.

Darüber hinaus führt das „Entsparen“ der Babyboomer-Generation im Ruhestand dazu, dass die Preise für Kapital mittel- bis langfristig über den aktuellen Tiefständen liegen dürften. Da sich das effektive Renteneintrittsalter und die Partizipationsquote von Frauen und älteren Menschen nicht beliebig erhöhen lassen, wird es ein deutlich höheres Produktivitätswachstum als aktuell benötigen, um wetterfest durch den anstehenden demografischen Wandel zu kommen. Dass der demografische Wandel ein Hauptfaktor zukünftiger Inflations- und Zinsanstiege sein könnte, ist eine These, die in letzter Zeit vor allem von Goodhart und Pradhan (2020) unter dem Begriff „The Great Reversal“ vorangetrieben wurde und aktuell intensiv diskutiert wird.

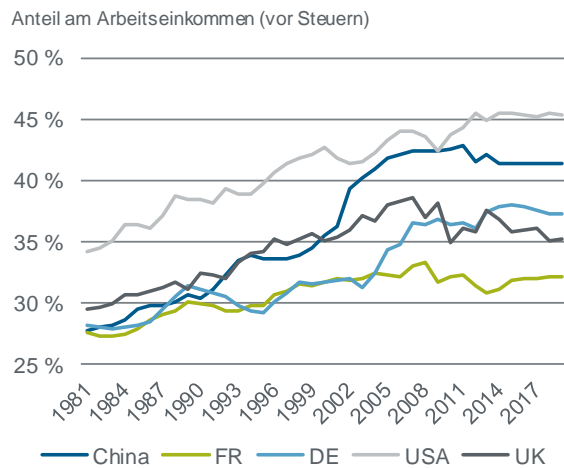
... hat die Politik bei der Globalisierung, ...

Auch das „Erfolgsmodell Globalisierung“ steht an einem Scheideweg. Zwar konnten verbunden mit einem starken Wachstum der Weltwirtschaft viele Menschen, vor allem in Asien, der absoluten Armut entkommen. Zudem hat der Abbau von Handelsbeschränkungen, nicht-tarifären Handelshemmnissen sowie die Integration in globale Wertschöpfungsketten gewaltige Wohlfahrtsgewinne, einen Rückgang der globalen Ungleichheit und niedrigere Preise mit sich gebracht.

Es gab allerdings auch Verlierer und politisch gewinnt die Sichtweise, dass die Globalisierung kein Erfolgsmodell, sondern ein Nullsummenspiel war, an Einfluss. So ist die

Ungleichheit innerhalb der meisten IL, aber auch Chinas seit den 1980er-Jahren angestiegen – in einigen sogar stark (Grafik 4). Das Scheitern von Freihandelsabkommen wie TTIP, Handelskriege, ablehnende Haltungen zu Migration und das Aufkommen populistischer Strömungen im Westen könnten zum Beschleuniger einer insgesamt weniger integrierten Weltwirtschaft werden.

Grafik 4: Ungleichheit (Top 10 % Einkommen) ab 1981



Quelle: World Inequality Database

Lieferengpässe und Überlegungen einer Renationalisierung von Produktionsprozessen im Zuge der Corona-Pandemie könnten bereits ein Vorgeschmack auf diese Entwicklung gewesen sein. Sollten sich diese Faktoren verstetigen, könnten daraus mittel- bis langfristig höhere Kosten für die Unternehmen und letztlich höhere Preise für den Endverbraucher rühren.

Dass es zu weniger Handelsintegration und einem Rückbau der Globalisierung kommen muss, ist allerdings nicht in Stein gemeißelt. Durch politische Anstrengungen wie einer Rückkehr zu bzw. einem Ausbau des regelbasierten Handelssystems, aber auch durch konsequentes Eintreten für die Globalisierung und möglichst freien Handel, kann dies verhindert werden. Gerade eine stark exportorientierte Volkswirtschaft wie Deutschland, die besonders negativ betroffen sein dürfte, sollte daran ein ureigenes Interesse haben.

... und mit Blick auf Effizienzgewinne durch technologischen Wandel zumindest teilweise mit in der Hand

Neben der Globalisierung dürfte vor allem der fortschreitende technologische Wandel mit langfristigen Effizienzgewinnen und preismindernden Effekten einhergehen. Zudem dürften wachstumsfreundliche Reformen, verbunden mit Investitionen in zukunftsträchtige, den Strukturwandel begleitende Projekte, einem Zins- und Preisanstieg langfristig entgegenzuwirken.

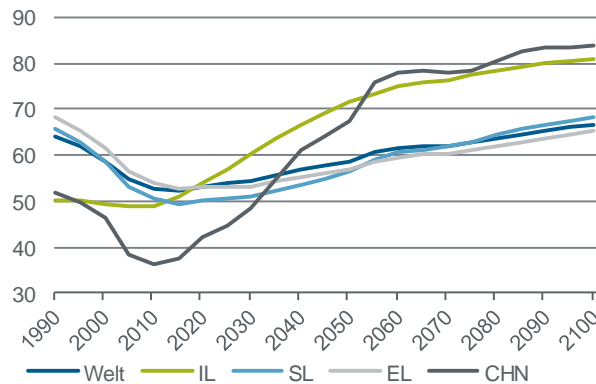
Bei der demografischen Entwicklung der IL kann die Politik kurzfristig nur wenig gegensteuern

Demografische Prozesse lassen sich kurz- und mittelfristig nur schwer aufhalten, vor allem da Regionen (Indien / Subsahara-Afrika), die noch eine junge, stark wachsende Bevölkerung haben, entweder nicht groß genug oder wirtschaftlich/

institutionell nicht in der Lage sein dürften, den Bevölkerungsrückgang und Nachfrageausfall Chinas und der IL zu kompensieren. Dass es aus demografischen Gründen mittel- bis langfristig zu Druck auf Preise und Zinsen kommt, ist daher relativ wahrscheinlich.

Grafik 5: Entwicklung des Abhängigkeitskoeffizienten

Angaben als Anzahl der 0–14 und 65+-Jährigen auf 100 Personen zwischen 15 und 64



Quelle: Worldbank

Fazit und Ausblick

Die wirtschaftliche Erholung von der Corona-Pandemie ist bisher mit moderat gestiegenen Zinsen und Inflationsraten einhergegangen. Dies dürfte sich im Jahresverlauf noch etwas verstärken. In den nächsten Jahren ist allerdings nicht damit zu rechnen, dass die Zinsen und Inflationsraten deutlich oder sogar sprunghaft über ihr aktuelles Niveau hinaus ansteigen werden. Im Gegenteil: Es dürfte im kommenden Jahr aufgrund wegfallender Basiseffekte und überwundener Kapazitätsengpässe sogar zu einem etwas geringeren Preisdruck kommen. Die EZB und andere Notenbanken werden auch nicht müde zu betonen, dass sie durch diese Entwicklung hindurchschauen werden und die Zinsen noch länger niedrig halten werden.

Aus einem langfristigen Blickwinkel gilt allerdings: So niedrige Zinsen und Inflationsraten wie derzeit sind nicht selbstverständlich und dürften auch nicht ewig so niedrig bleiben. Das Ausmaß des möglichen Anstiegs ergibt sich aus dem Zusammenspiel der angeführten nachfrage- und angebotsseitigen Faktoren, deren weitere Entwicklung aufmerksam

beobachtet werden muss.

Die Zentralbanken wird dies mittel- bis langfristig vor ein Dilemma stellen: Einerseits haben Notenbanken Mitte der 1980er-Jahre eindrucksvoll unter Beweis gestellt, dass sie mit höheren Inflationsraten umgehen können. Andererseits ist die Höhe der heutigen Verschuldung in den Industrieländern, von Staaten, aber auch von Haushalten und Unternehmen nicht mit damals vergleichbar. Würden Notenbanken in dieser Gemengelage auf höhere Inflationsraten mit zu raschen und kräftigen Zinsanstiegen reagieren, dürfte dies einerseits Zahlungsausfälle und negative Rückwirkungen auf Wachstum und Beschäftigung nach sich ziehen. Zudem dürfte ein deutlich höheres Zinsniveau im Zusammenspiel mit der derzeitigen Schuldenlast der IL, den Spielraum für Investitionen in die notwendige grüne und digitale Transformation merklich einengen und gesellschaftspolitische Ziele verfehlt werden.

Sollten die Notenbanken andererseits ihrer Verantwortung für stabile Preise nicht mehr so konsequent nachkommen (wollen), wie in den vergangenen 30 Jahren, wäre dies ebenfalls keine Lösung zum Nulltarif.

Vor allem vonseiten der Politik dürfte mit Blick auf die gewaltigen gesellschaftlichen Herausforderungen der Druck auf die Notenbanken zunehmen, die Leitzinsen länger als notwendig auf ihren aktuell niedrigen Niveaus zu belassen. Vor diesem Hintergrund ist die verfassungsrechtliche garantierte Unabhängigkeit vieler Notenbanken ein besonders wertvolles und schützenswertes Gut.

Folgen Sie KfW Research auf **Twitter**.

Oder abonnieren Sie unseren kostenlosen E-Mail-Newsletter, und Sie verpassen keine Publikation.

Zur Anmeldung

Beyer, R. and V. Wieland, (2017), Instability, imprecision and inconsistent use of equilibrium real interest rate estimates, No 11927, CEPR Discussion Papers, C.E.P.R. Discussion Papers.

Brand, C., Bielecki, M. and A. Penalver, (2018), "The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy JEL Classification: E52, E43," Occasional Paper Series 217, European Central Bank.

Galí, J. (2015). "Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework and Its Applications Second edition," Economics Books, Princeton University Press, edition 2, number 10495.

Goodhart, C. M. and M. Pradhan (2020), "The Great Demographic Reversal: Ageing Societies", Waning Inequality, and an Inflation Revival, London: Palgrave Macmillan.

Hamilton, J. D., Harris, E. S., Hatzius, J. and K. D. West, (2015), "The Equilibrium Real Funds Rate: Past, Present and Future," NBER Working Papers 21476, National Bureau of Economic Research, Inc.

Holston, K., Laubach, T. and J. C. Williams, (2017), "Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants," Journal of International Economics, Elsevier, vol. 108(S1), pages 59–75.

Orphanides, A. and V. Wieland, (1998), "Price stability and monetary policy effectiveness when nominal interest rates are bounded at zero," Finance and Economics Discussion Series 1998-35, Board of Governors of the Federal Reserve System (U. S.).

Wieland, V. (2018), R-Star: The natural rate and its role in monetary policy, in: Bordo, M. D., Cochrane, J. H. and A. Seru (Hrsg.), The Structural Foundations of Monetary Policy, Hoover Institution Press, Stanford, CA, 45–61