



Corona im Rückspiegel: Herausforderungen für Geld- und Fiskalpolitik

Der erste Lockdown Mitte März 2020 in Deutschland bedeutet im Rückspiegel betrachtet eine historische Zäsur. Nicht nur hierzulande, sondern weltweit haben sich die Wertschöpfungsketten und die Verhaltensweisen von Verbrauchern und Unternehmen geändert. Diese strukturellen Änderungen müssen politisch begleitet werden. Das betrifft die aktuelle pandemische Lage, aber auch die langfristigen ökonomischen Trends. Mit den Beschlüssen vom 3. März 2021 ist ein weiterer Schritt Richtung Tunnelausgang gemacht. Doch noch flackert das Licht an dessen Ende. Aus Sicht der Chefvolkswirte der Sparkassen-Finanzgruppe bleibt entscheidend:

- Im Rückspiegel betrachtet hat insbesondere das Zusammenwirken von Geld- und Fiskalpolitik in Deutschland und im Euroraum Historisches geleistet. Das Zusammenspiel hat eine noch tiefere Rezession verhindert und setzt deutliche Wachstumsimpulse für die Zukunft.
- Die aktuell beschlossene Öffnungsstrategie geht in die richtige Richtung. Wir müssen das Wirtschaften mit dem durch die Impfungen eingedämmten Virus einüben. Dazu ist jedoch die Impfgeschwindigkeit deutlich zu erhöhen. Hier macht Deutschland bislang keine gute Figur.
- Die Fiskal- und Wirtschaftspolitik muss glaubwürdig sein. Dazu zählt vor allem, dass zugesagte Hilfen fließen. Nach der erfolgreichen Stabilisierung der Wirtschaft sind die Programme jetzt in unterschiedlichen Geschwindigkeiten anzupassen. Die Fiskalpolitik kann mit zunehmender Öffnung der Wirtschaft langsam heruntergefahren werden. Die Geldpolitik kann leichte Zinssteigerungen akzeptieren, muss jedoch einen Zinsprung nach oben verhindern. Die weiter gestiegenen Belastungen der europäischen Kreditwirtschaft durch die gestiegenen Geldmengen müssen gemildert werden. Hierzu ist es jetzt von zentraler Bedeutung, im April 2021 die Freistellungen von Negativzinsen zu erhöhen.

16. März 2021

Autoren:

Uwe Burkert - LBBW
Uwe Dürkop - Berliner Sparkasse
Jochen Intelmann - Haspa
Dr. Ulrich Kater - DekaBank
Christian Lips - NORD/LB
Dr. Jürgen Michels – BayernLB
Dr. Reinhold Rickes - DSGV
Dr. Gertrud Traud - Helaba
Prof. Dr. Carsten Wesselmann
- Kreissparkasse Köln

Koordinatorin:

Dr. Sonja Scheffler
sonja.scheffler@dsgv.de

Corona Im Rückspiegel: Herausforderungen für Geld – und Fiskalpolitik

Es ist nun ein Jahr her, dass die Corona-Pandemie mit Wucht in Wirtschaft und Gesellschaft in Europa und den USA eingebrochen ist, nachdem sie bereits zwei Monate zuvor in Asien ähnliche Effekte hervorgerufen hatte. Ab dem 27. Januar 2020, mit dem ersten bekanntgewordenen Corona-Fall in Bayern, schlich sich das Virus zunächst in Deutschland ein, um sich dann in immer größerer Geschwindigkeit auszubreiten. Am 23. März 2020 war es dann soweit: Lockdown.

Dass dies der Beginn eines langen dunklen Tunnels für Wirtschaft und Gesellschaft weltweit sein würde, war damals nur den wenigsten klar. Obwohl es nach mittlerweile einem Jahr unter Corona-Bedingungen vielen Unternehmen alles andere als gut geht, haben die deutsche Volkswirtschaft wie auch andere Volkswirtschaften im Großen und Ganzen eine erstaunliche Robustheit gegenüber den Erschütterungen an den Tag gelegt. Ein wesentlicher Grund hierfür sind die immensen Stabilisierungsmaßnahmen von Staaten und Notenbanken. Diese Robustheit ermöglicht den allermeisten Ländern nun vor allem einen Neustart nach der – hoffentlich in diesem Jahr überwundenen – Pandemie. Das darf aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass es je nach Branche sehr unterschiedliche Auswirkungen gibt. Die Gräben zwischen Gewinnern und Verlierern werden mit fortschreitender Dauer der Pandemie immer tiefer.

Deutsche Wirtschaft zeigt sich in der Krise robust

Die Entwicklung von Impfstoffen in Rekordgeschwindigkeit zeigt eindrücklich das Innovationspotenzial, das in vielen Volkswirtschaften schlummert, auch in der deutschen. Mit der noch lange währenden, aber mehr und mehr absehbaren, Immunisierung der Bevölkerung muss langsam auch an wirtschaftspolitische Konzepte für die Zeit nach Corona gedacht werden. Die Kapitalmärkte sind bereits zwei Schritte weiter: Hier rufen die expansiven geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen der Vergangenheit – von denen die Corona-Maßnahmen nur die jüngste Zuspitzung darstellen – langsam Unsicherheiten über die monetäre Stabilität hervor.

Schäden hoch

Trotz Internet und Homeoffice: In der Quartalsbetrachtung ist die Weltwirtschaft wohl niemals in ihrer aufgezeichneten Geschichte stärker eingebrochen als in den ersten beiden Quartalen 2020 mit einem Rückgang des weltweiten Bruttoinlandsprodukts von 3,2 Prozent im ersten und dann nochmal 5,8 Prozent im zweiten Quartal (ggü. Vorquartal) – deutlich mehr als beim Konjunkturerinbruch während der Finanzkrise im Jahr 2009. Gleichzeitig mit dem schnellsten Wirtschaftsabsturz aller Zeiten sah die Pandemiezeit aber auch die schnellste Erholung aller Zeiten. Wie ein Ball unter der Wasseroberfläche umso kräftiger nach oben schnell, je tiefer er nach unten gedrückt wird, so war die Wirtschaftsaktivität in allen Ländern sofort zurück als über den Sommer 2020 die Restriktionen der ersten Welle zurückgenommen worden waren. Quartals-Wachstumsraten von 8,5 Prozent in Deutschland, 12,5 Prozent in Europa und 8,3 Prozent in den USA sind in der Nachkriegszeit ebenfalls noch nicht vorgekommen.

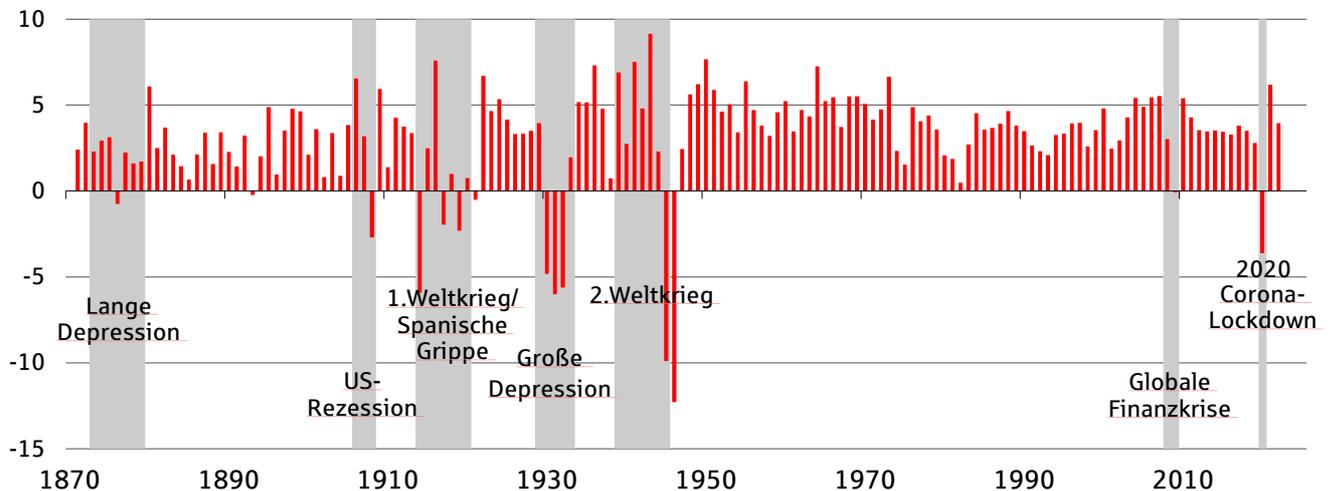
Einbruch stärker als in der Finanzkrise ...

... aber auch schnelle Erholung

Trotz der zwischenzeitlichen Erholung im Sommerhalbjahr 2020 fiel die Gesamtjahresbilanz des Corona-Jahres 2020 historisch schlecht aus: Einen Rückgang der Wirtschaftsleistung in der gesamten Weltwirtschaft von 3,8 Prozent findet man außerhalb von Kriegszeiten nicht bis hin zum Beginn der Weltwirtschaftskrise im Jahr 1930 (Abb.1). Die Gründe für diese einzigartige Konjunkturbewegung liegen auf der Hand. Von den Corona-bedingten staatlichen Restriktionen wurden nicht nur alle Branchen einer Volkswirtschaft, sondern auch alle Volkswirtschaften der

Welt etwa zur gleichen Zeit erfasst. Für seinen Durchmarsch durch die Weltwirtschaft brauchte das Virus vom ersten Lockdown in Wuhan Mitte Januar bis zum ersten großen Ausbruch in New York Anfang April nur gut drei Monate.

Abb. 1: Wachstum der Weltwirtschaft (BIP ggü. Vorjahr in Prozent)

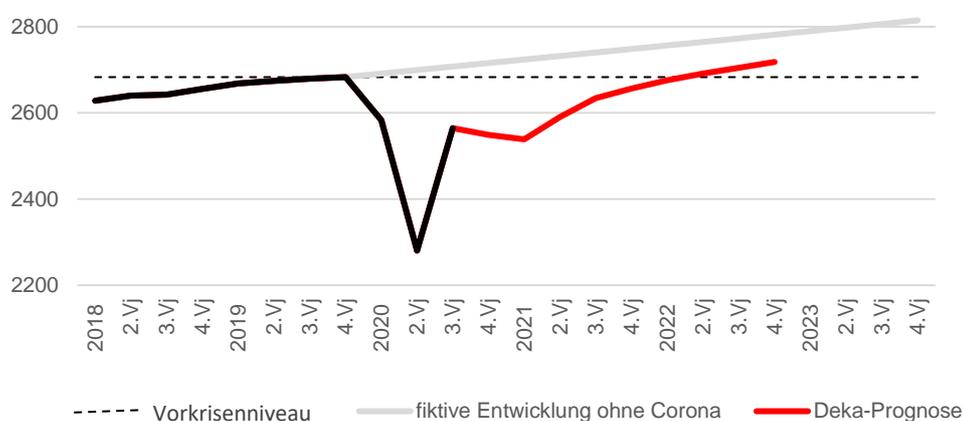


Graue Flächen: Weltrezessionen; Quellen: Maddison, IWF, DekaBank

Der Ausfall an Wirtschaftsleistungen der gesamten Weltwirtschaft lag allein im Jahr 2020 bei etwa 7 Bill. USD. Heruntergerechnet auf die deutsche Volkswirtschaft wären dies Kosten in Höhe von 270 Mrd. Euro. Sind diese 7 Bill. USD-Dollar bzw. 270 Mrd. EUR die volkswirtschaftlichen Kosten von Corona? Kaum vollständig: Zwar wird weltweit wahrscheinlich Mitte 2021 (in Deutschland im Frühjahr 2022) das Vor-Corona-Niveau wieder überschritten werden können. Aber auch für eine Reihe von Folgejahren dürfte der neue Wachstumspfad und damit der Wohlstand im Euroraum (auch in Deutschland) um etwa 2 Prozent unterhalb seiner Entwicklung ohne die Pandemie liegen, denn es fehlen die unterlassenen Investitionen aus der Corona-Zeit (Abb. 2).

Der Wachstumspfad im Euroraum dürfte nach der überstandenen Krise um etwa 2 Prozent niedriger liegen

Abb. 2: Euroraum-BIP: fiktiver Pfad ohne Corona, tatsächliche Entwicklung und Prognose, in Mrd. EUR



Quellen: Eurostat, IWF, DekaBank

Und das ist noch nicht alles, denn die Wirtschaft ist zu komplex, um sie in wenige einfache Zahlen zu packen. So kommen etwa zu den erwähnten Verlusten Abschreibungen aus dem Kapitalstock hinzu, etwa durch insolvente Unternehmen oder überholte Kapazitäten (etwa im Reisesektor). Welche volkswirtschaftlichen Kosten die Ausfälle im Bildungswesen noch mit sich bringen werden, ist nicht quantifizierbar. Ebenso sind die künftigen Kosten einer wegen der hohen Corona-Verschuldung notwendigen Konsolidierung der öffentlichen Haushalte nur unzureichend rechenbar. Umgekehrt wirken solchen Verlusten eventuelle Produktivitätssteigerungen entgegen, die in den kommenden Jahren durch die während der Pandemie beschleunigte Digitalisierung entstanden sind.

Es könnten noch viele weitere gesamtwirtschaftliche Wirkungen und Wechselwirkungen der Corona-Pandemie angeführt werden. Aber alles das zeigt: Unterschiedliche Pfade der wirtschaftlichen Entwicklung können wegen der Vielzahl der Effekte kaum miteinander verglichen und erst recht nicht in einigen wenigen Kennzahlen wie den „Kosten der Corona-Pandemie“ zusammengefasst werden. Aber eines ist klar: Die Corona-Pandemie war teuer, nicht nur in Gestalt vieler Menschenleben, gesellschaftlicher und politischer Belastungen, sondern auch wirtschaftlich-materiell. Zu einem Teil werden diese Kosten von den gegenwärtigen Generationen getragen, zu einem weiteren von den künftigen.

Das ganze Spektrum der Krise lässt sich schwer in Kennzahlen ausdrücken

Alle Länder der Welt waren hiervon betroffen. Welcher Umgang mit Corona aus ökonomischer Sicht der effektivste war, ist gegenwärtig noch nicht zuverlässig einschätzbar, insbesondere auch weil die Krise ja noch nicht vorbei ist. Eine gründliche wissenschaftliche Aufarbeitung dieses Themas ist hoffentlich in den kommenden Jahren zu erwarten – leider war dies nach der letzten großen Pandemie 1918/19 mangels geeigneter Daten nicht möglich. Berücksichtigen muss man neben unterschiedlichen Corona-Strategien auch die großen strukturellen Unterschiede zwischen den Ländern, etwa in Bezug auf Branchen (Anteil Tourismus am BIP), fiskalische Finanzkraft, Altersaufbau der Bevölkerung, klimatische Verhältnisse oder Siedlungsstrukturen: was etwa für ein Land mit vorwiegend junger Bevölkerung sinnvoll erscheint, muss nicht für ein Land mit einer älteren Einwohnerschaft gelten. Und schließlich hat eine Beurteilung der Corona-Politik immer auch eine normative Komponente, indem ein Verhältnis von wirtschaftlichen Kosten und Gesundheitsschutz bewertet werden muss.

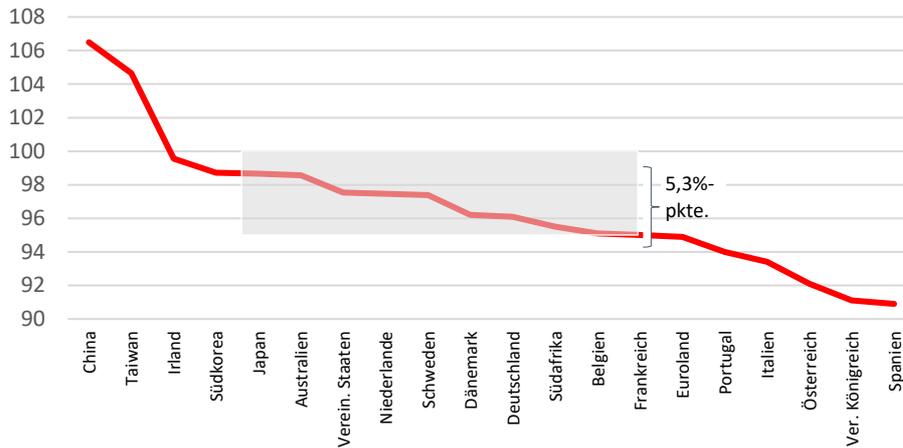
Bei allen individuellen Unterschieden lag die Wirtschaftsleistung der meisten europäischen Länder (verglichen mit dem Vor-Corona-Niveau) am Ende des Jahres wieder sehr eng beieinander: Mit Ausnahme des Vereinigten Königreichs und der tourismusabhängigen Länder Spanien und Österreich unterschieden sich die Erholungsgrade der großen europäischen Länder sowie der USA und Japans um gerade einmal 5,3 Prozentpunkte, was angesichts des Ausmaßes des Einbruchs im zweiten Quartal relativ wenig ist (Abb. 3). Eine eindeutige Spitzengruppe bilden mit China und Taiwan zwei Länder, die zum einen ein sehr effektives Management der Pandemie aufwiesen, zum anderen ein hohes Grundwachstum aufweisen.

Die Frage, welche Lockdown-Strategie am „günstigsten“ kommt, ist in diesem frühen Stadium noch nicht eindeutig zu beantworten. Dass aber ein halbes Jahr nach Beginn der Pandemie viele europäische Länder sowie die USA einen sehr ähnlichen Erholungsgrad erreicht haben, deutet zumindest darauf hin, dass eine Strategie des möglichst langen Offenhaltens der Wirtschaft (Schweden, UK) keine eindeutigen wirtschaftlichen Vorteile brachte. China kann insofern als relativer Corona-Gewinner gelten, als das Land durch eine schnellere konjunkturelle Erholung den Wohlstandsabstand zu den Hocheinkommensländern etwas vermindern konnte. In Deutschland darf die grundsätzlich richtige Politikausrichtung und die robuste Reaktion der Unternehmen nicht darüber hinwegtäuschen, dass sich im Corona-Hilfsmanagement erhebliche Mängel in der Effektivität von Verwaltungs-

China kann als relativer Corona-Gewinner gelten

strukturen gezeigt haben. Dies betrifft die Handhabung der „Soforthilfeprogramme“ ebenso wie die Organisation der Impfkampagne. Diese Corona-Erfahrung ist jedoch nur ein Teil einer übergeordneten Erkenntnis: Deutschland ist überreguliert, zu bürokratisch und damit zu schwerfällig geworden.

Abb. 3: Erholungsrankliste: BIP in Q4 2020 in Relation zum Vorkrisenstand (Prozent)



Quellen: IWF, DekaBank

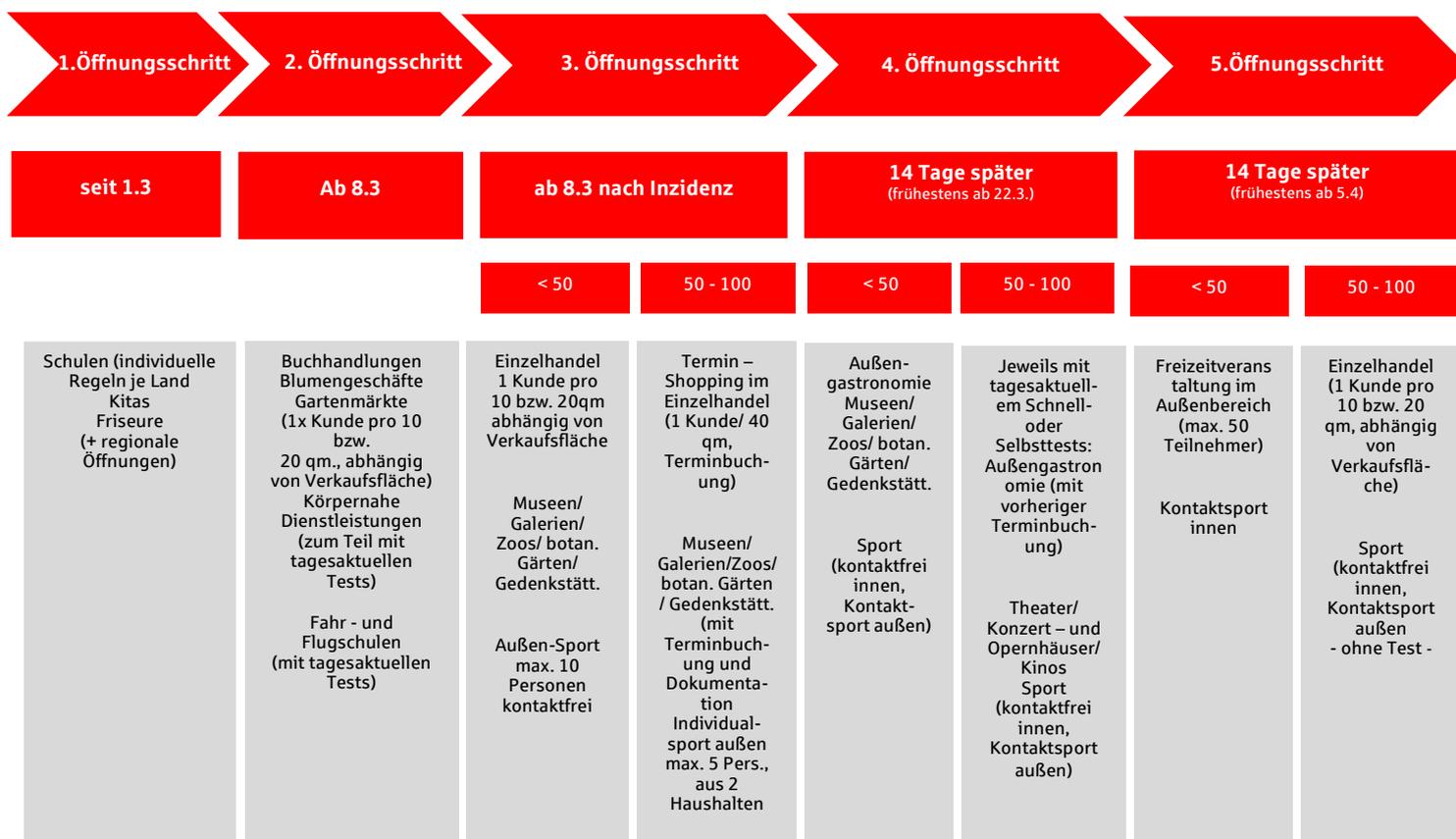
Keinem der etablierten Industriestaaten ist rein aus ökonomischer Sicht eine offensichtlich überlegene Corona-Strategie gelungen. Die ökonomische Belastung durch die Pandemie ist überall erheblich. Wir haben an dieser Stelle den hohen Stellenwert des Gesundheitsschutzes für möglichst große Teile der Bevölkerung in Deutschland stets unterstützt. Dadurch, dass die Menschen dem Virus fast schutzlos ausgeliefert gewesen sind, waren die Distanzierungsmaßnahmen die angemessene Anti-Corona-Strategie.

Distanzierungsmaßnahmen waren eine angemessene Anti-Corona-Strategie

Solange wegen der langsamen Impffortschritte in Deutschland der Schutz der Bevölkerung noch nicht weiter verbreitet ist, kann eine Lockerung nur langsam und schrittweise vorangehen. Wesentlich erscheinen uns Regeln und Kennzahlen, nach denen aus wissenschaftlicher Sicht Öffnungsschritte vertretbar erscheinen, ohne das Gesundheitssystem zu überfordern. Solche Kennzahlen können sich im Zeitablauf durchaus ändern, wenn neue Erkenntnisse über das Infektionsgeschehen oder Impfstoffwirkungen bekannt werden. Bei der Frage, welches Infektionsgeschehen hingenommen werden kann, muss das Kriterium der Überforderung der Krankenhäuser im Vordergrund stehen.

Kanzlerin und Regierungschefinnen und Regierungschefs der Länder haben Anfang März 2021 einen ersten Perspektivplan aufgezeigt:

Abb. 4: Perspektivplan für Öffnungsschritte



Quelle: Presse- und Informationsamt der Bundesregierung/Beschluss der Kanzlerin und der Regierungschefinnen und Regierungschefs der Länder vom 3. März 2021, DSGVO

Nach den fünf Öffnungsschritten werden mit Blick auf das Infektionsgeschehen neue Entscheidungen am 22. März 2021 in der Ministerpräsidentenkonferenz gefällt. Dazu zählen Öffnungen in den Bereichen Gastronomie, Kultur, Veranstaltungen, Reisen und Hotels unter Berücksichtigung von Tests, Impfungen und weiteren Faktoren. Sobald jeder prinzipiell ein Impfangebot erhalten hat, sind flächendeckende pauschale wirtschaftliche Einschränkungen nicht mehr vertretbar.

Die Geschwindigkeit, mit der dieser Öffnungsplan umgesetzt werden kann, hängt entscheidend vom Impf-Fortschritt ab. Bislang ist die Impf-Infrastruktur hauptsächlich durch bürokratische Erschwerungen und Hemmnisse aufgefallen. Hier ist dringend zu weniger Systematik und Bürokratie und mehr Pragmatismus zu raten. So bleibt eine breite Impfstoff-Verteilung auch über Arztpraxen und Betriebe ein wesentlicher Erfolgsfaktor zur Überwindung der Pandemie. Letztlich hängt der Erfolg des „Wirtschaftens mit dem Virus“ aber auch von dem Verhalten jedes Einzelnen ab. Sollten zukünftig die privaten Unternehmen den Impfschutz zum Kriterium ihres Leistungsangebots machen, so ist dies aus unserer Sicht legitim und sinnvoll.

Staatliche Reaktion essenziell und erfolgreich

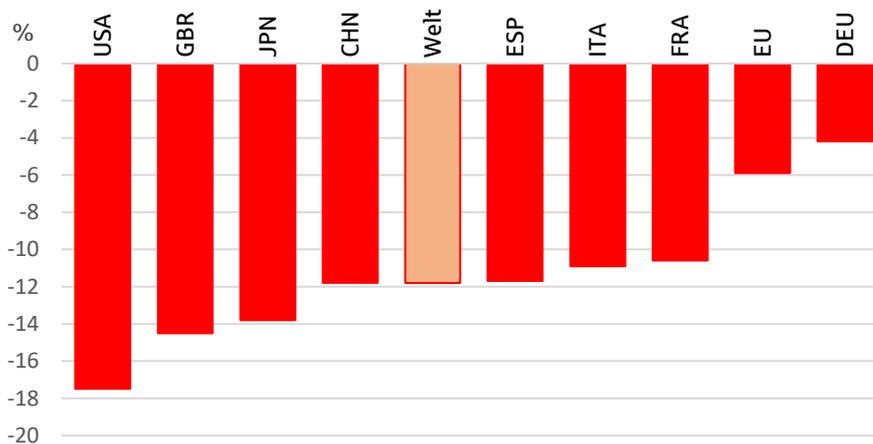
Starke negative Wirtschaftsschocks bringen die Gefahr von Folgeeffekten mit sich, welche den ursprünglichen Krisenanlass und damit den wirtschaftlichen Schaden vielfach multiplizieren können. Entlassungen von Arbeitskräften etwa können

über einen darauffolgenden Konsumeinbruch den Beginn einer sich selbst verstärkenden Abwärtsspirale auslösen. Ebenso gefährlich wäre ein Teufelskreislauf aus Kreditkürzungen durch das Bankensystem und Unternehmensinsolvenzen, der schnell die Stabilität des Bankensystems gefährden könnte. Um solche Schneeballeffekte zu vermeiden, sind nach wirtschaftshistorischen Erkenntnissen die Finanz- und Geldpolitik der Staaten die einzigen Mittel. Die Weltwirtschaft erlebte während der Corona-Pandemie das größte keynesiansche Stabilisierungsprogramm ihrer Geschichte. Dieses Programm wurde dabei gestützt durch die mikro- und makroprudenzielle Politik, die zahlreiche Erleichterungen für Real- und Kreditwirtschaft geschaffen hat. Mit Blick auf die laufende Erholung der Volkswirtschaften sollten diese Erleichterungen mindestens bis 2023 beibehalten werden.

Nach der Finanzkrise ist dies innerhalb von nur einem Jahrzehnt das zweite Mal, dass die **Fiskalpolitik** massiv nachfragestützend wirkt. Bis Ende Dezember sind weltweit zusätzliche Fiskalprogramme in Höhe von 7,4 Prozent des weltweiten BIP aufgelegt worden. Dazu kommen noch einmal Kredit- und Kapitalhilfen in Höhe von 6,1 Prozent. Unter den großen entwickelten Volkswirtschaften haben die USA mit 16,7 Prozent, UK mit 16,3 Prozent und Japan mit 16,2 Prozent die höchsten Fiskalausgaben getätigt. Deutschland (11,1 Prozent) und Frankreich (7,7 Prozent) folgen in der Europäischen Union, wobei neben den nationalen Programmen die EU selber mit dem Wiederaufbaufonds ein zusätzliches Programm in Höhe von 3,8 Prozent des EU-BIP aufgelegt hat.

Die Maßnahmen waren erfolgreich. Die typischen Rezessions-Begleiterscheinungen wie Arbeitsplatzangst und zusammenbrechendes Konsumentenvertrauen bei den privaten Haushalten und ein darniederliegendes Industievertrauen bei prohibitiven Kreditbedingungen blieben aus.

Abb. 5: Staatliche Defizite 2020 (in Relation zum BIP)



Quellen: IWF, DekaBank

Diese Rettungsmaßnahmen für die Corona-Konjunktur waren nicht kostenlos. Weltweit verzeichneten alle Staatshaushalte zusammengenommen ein Defizit von 11,9 Prozent in Relation zum BIP. Auch hier stachen die Staaten mit den großen Fiskalpaketen hervor: USA (-17,5 Prozent), UK (-14,5 Prozent), Japan (-13,8 Prozent). Deutschland und Frankreich folgten mit leichtem Abstand (Abb. 5). Mit Defizitplanungen für 2021 in Höhe von weltweit 8,5 Prozent wird die Erhöhung der Staatsschuld im laufenden Jahr fast ungebremst weitergehen. Lediglich ein wieder steigendes BIP in den Ländern wird dafür sorgen, dass die Schuldenquoten

Staatsschulden kennen nur eine Richtung – nach oben

nicht in gleicher Höhe ansteigen. Die Staatsverschuldung steigt damit auf weltweit 97,6 Prozent in 2020 und 99,5 Prozent in 2021 an. Diese Werte werden von den Schwellenländern mit historisch begründet geringeren Schuldenquoten nach unten gedrückt. Betrachtet man nur die Industrieländer, so lag die gemeinsame Verschuldungsquote im letzten Jahr bei 122,7 Prozent und steigt in diesem Jahr – dank wieder wachsendem BIP nicht proportional zur Neuschuldenaufnahme – auf 124,9 Prozent an. Dabei reicht die Spanne von 258,7 Prozent in Japan (2021) bis 53 Prozent in Korea. Von den großen Ländern im Euroraum ist Italien (159,7 Prozent) besonders exponiert, Deutschland am geringsten (69,9 Prozent).

Während die Fiskalpolitik den realwirtschaftlichen Sektor vor Zweitrundeneffekten abschirmte, übte die **Geldpolitik** die gleiche Funktion für den monetären Sektor (und damit indirekt auch für die Gesamtwirtschaft) aus. Die Geldpolitik stand im Corona-Jahr 2020 einerseits an der Seitenlinie des Geschehens, andererseits war sie eine der Hauptakteure im Anti-Corona-Kriseneinsatz. An die Seitenlinie waren die Notenbanker schon vor Corona immer mehr abgedrängt worden, da ihre monetären Instrumente, insbesondere das Zinsniveau, trotz der extremen Ausrichtung, die Wirtschaft nicht mehr richtig zu erreichen schienen. Tatsächlich sind die monetären Hebel zur Beschleunigung von Wachstum und Inflation weiterhin kurz und es ist – trotz der Bemühungen der EZB - kaum auszurechnen, um wieviel Prozentpunkte die Geldpolitik die BIP-Entwicklung in den vergangenen Monaten unterstützt hat. Trotzdem war die Geldpolitik einmal mehr der Hauptakteur in Krisenzeiten. Denn der Stabilisierung des Finanzsektors durch Liquidität und flexible Regulierungsausnahmen (in den USA auch durch Zinssenkungen) kam im Umfeld der schweren Wirtschaftskrise eine wesentliche Bedeutung zu. Und auch aktuell bleibt sie gefordert: Die Belastungen für die Kreditwirtschaft mit steigender Überschussliquidität und Einlagen steigen. Um den Erholungsprozess nicht zu gefährden, sollte daher im April 2021 die EZB die Freistellungen von den Negativzinsen weiter erhöhen. Damit könnte die Geldpolitik wie bislang dafür Sorge tragen, dass es nicht zu einem Vertrauensverlust und damit zu einer Abwärtsspirale im monetären Sektor kommt. Insgesamt betrachtet ist der Preis für die Corona-bedingten Maßnahmen der Geldpolitik eine nochmalige Ausweitung der Zentralbankbilanzen, eine Ausweitung der Geldmenge sowie ein nochmals niedrigeres Zinsniveau.

Monetäre Hebel zur Beschleunigung von Wachstum und Inflation sind weiterhin kurz

Corona im Rückspiegel: Wirtschaftspolitische Herausforderungen

Die Logik der gesamtwirtschaftlichen Stabilisierung lautet, dass die laufenden Programme erst wieder zurückgefahren werden können, wenn die Volkswirtschaften auf einen selbsttragenden Aufschwung eingeschwenkt sind. Wer mit Rücksicht auf die Finanzkennzahlen der Staaten die bisherigen Maßnahmen jetzt abrupt absetzen würde, würde immer noch Gefahr laufen, die bisherigen Stabilisierungserfolge aufs Spiel zu setzen. Die ökonomische wie auch die politische Kunst besteht darin, den Zeitpunkt zu finden, ab dem ein selbsttragender Aufschwung eingesetzt hat. Dies dürfte inmitten andauernder Lockdowns noch nicht der Fall sein. Sollten sich die Unsicherheiten um die Wirksamkeit der Anti-Corona-Maßnahmen im Laufe des Jahres legen, dann können Daten zur Investitions- und Konsumbereitschaft Aufschlüsse auf die Erwartungen der Wirtschaftsteilnehmer bringen. Alles in allem spricht jedoch einiges dafür, dass die Fiskalmaßnahmen in diesem Jahr noch aufrechterhalten werden müssen bzw. parallel zu schrittweisen Öffnungen schrittweise zurückgenommen werden sollten. Das regulative Corona-Sonderumfeld im Finanzsektor sollte in jedem Fall in diesem wie auch im kommenden Jahr beibehalten werden.

Die Herausforderungen liegen eher in der längerfristigen Perspektive. Die Frage lautet dabei nicht, „wie die Staatsschulden wieder zurückgezahlt werden können“. Staaten sind wie Unternehmen nicht auf einen Endzeitpunkt angelegt, zu dem

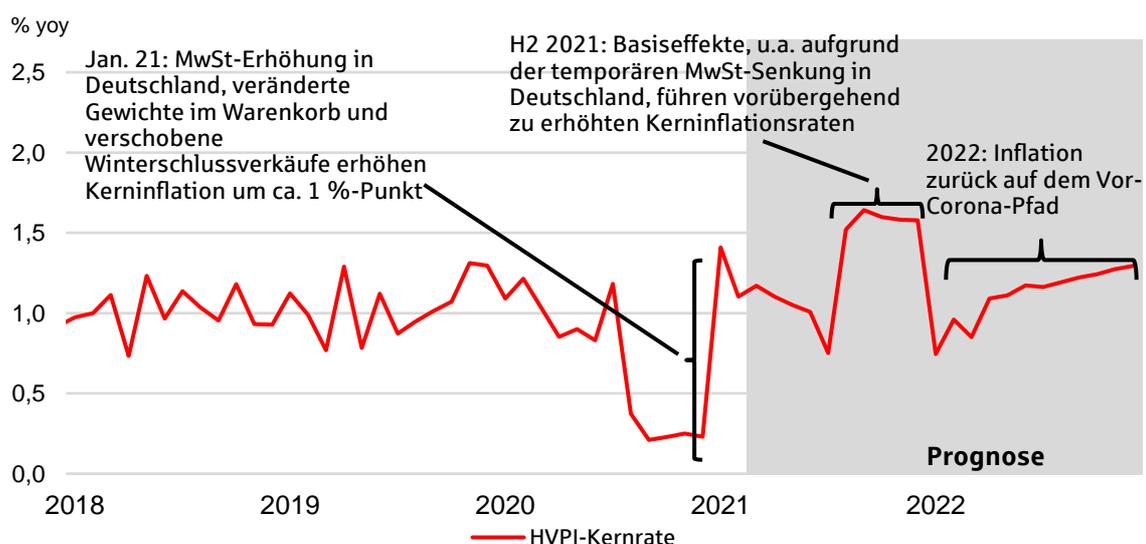
Langfristige Herausforderung: Schuldentragfähigkeit wiederherstellen

Schuldenfreiheit erreicht sein muss. Es ist die Schuldentragfähigkeit, die wiederhergestellt werden muss. Diese hängt wesentlich vom Zinsniveau ab. Bei Zinsen von Null sind die gegenwärtigen Staatsschuldenstände in den meisten Ländern tragbar. Zwar bleibt das Zinsniveau auch in den kommenden Jahren niedrig. Die Kapitalmarktzinsen führen jedoch trotz Zentralbankintervention ein gewisses Eigenleben. Wesentlich wird sein, dass sich die Staaten auf eine Zeit möglicherweise steigender Zinsen in der zweiten Hälfte der 20er Jahre durch eine Senkung ihrer Schuldenlast vorbereiten. Die Mittel hierzu sind vielfältig: sie reichen von einer mehrjährigen ausgeglichenen Haushaltsführung bei möglichst hohen Wachstumsraten, etwa auch durch erhöhte Abgaben der Wirtschaftsteilnehmer über eine Entwertung der Verschuldung durch (moderate) Inflationsraten bis hin zu Schuldenschnitten oder -erlassen. Welche Kombination dieser Instrumente für welche Volkswirtschaft die richtige ist, muss im Einzelfall entschieden werden und ist sekundär gegenüber einer generellen Entschlossenheit der Regierungen, in der Nach-Corona-Zeit die Fiskalpolitik umzustellen. Wesentlich ist es allerdings zu begreifen, dass Staatsverschuldung auch mit der Notenbank im Rücken Grenzen hat. Jeder Ankauf von Staatsanleihen durch die Notenbank erhöht die Geldmenge. Selbst wenn daraus nicht unmittelbar ein Anziehen der Inflationsraten folgt, baut sich hier ein Inflationspotenzial auf, das nur sehr schwer einzufangen ist, sollte ein Inflationsprozess in Gang kommen, etwa wenn ein Inflationsimpuls gegeben wird.

Genau dies ist gegenwärtig der Fall: Nachdem im Corona-Jahr 2020 die Inflation in Deutschland wegen des konjunkturellen Einbruchs und der im Herbst umgesetzten Mehrwertsteuersenkung fast ganz ausgesetzt hatte, kommt sie nun in einer ausgleichenden Bewegung zurück: Die Mehrwertsteuer ist wieder erhöht worden, die Rohölpreise steigen bei besserer Konjunktur wieder an, zudem sorgen statistische Effekte und die Einführung der CO₂-Steuer für Auftrieb. Im weiteren Jahresverlauf werden durch den statistischen Basiseffekt im September die Raten sogar auf über 3 Prozent ansteigen, bevor eben dieser Basiseffekt ab Januar 2022 wieder für einen deutlichen Rückgang der Inflationsrate führt (Abb. 6). Da die Mehrwertsteuererhöhung in anderen Euro-Ländern nicht stattgefunden hat, fällt hier die Wiederbelebung der Inflation erheblich geringer aus.

Inflation meldet sich moderat zurück

Abb. 6: Inflationsrate Deutschland



Quellen: Destatis, DekaBank

Normalerweise wäre es für die EZB kein Problem durch diese statistischen Stromschnellen hindurch zu blicken. Auch die Finanzmarktteilnehmer sollten dies tun. Was demgegenüber jedoch gegenwärtig festzustellen ist, ist eine massive Zunahme der Inflationsunsicherheit an den Finanzmärkten, die sich in sprunghaft angestiegenen Anleiherenditen äußert. Nach unserer Einschätzung ist dies auf die massiv expansive Geld- und Fiskalpolitik der vergangenen Jahre in Verbindung mit Diskussionen zur Beibehaltung dieser Politik auch nach der Corona-Zeit zurückzuführen. An den Finanzmärkten herrscht nicht mehr das unbedingte Vertrauen der vergangenen Jahre, dass die EZB Inflationsimpulse, die immer mal wieder aus unterschiedlichen Richtungen heraus auftreten, auch entschieden bekämpfen wird. Dies bedeutet noch nicht zwangsläufig einen großen Inflationsprozess für den Euroraum, aber es stellt ein erstes Warnsignal dar. Noch resultiert daraus auch aus unserer Sicht kein unmittelbarer Handlungsbedarf für die EZB. Ein gewisser Anstieg der Renditen ist als Ausdruck wirtschaftlicher Erholung hinzunehmen. Es wäre im Gegenteil absonderlich, wenn nach der Normalisierung der Wirtschaft sich nicht auch das Renditeniveau auf den Vor-Corona-Stand normalisieren sollte.

Noch sind auch die Inflationserwartungen in Wirtschaft und Finanzen nicht entscheidend angestiegen, sondern „lediglich“ die Risikoprämien. Sollte sich jedoch in den kommenden Quartalen ein Anstieg der Inflationserwartungen – auch bei Konsumenten und Unternehmen feststellen lassen, muss die EZB durch eine klarere Kommunikation als bisher gegensteuern. Zu hohen Inflationserwartungen ist so früh wie möglich entgegenzutreten, jede Verzögerung macht ein späteres Gegensteuern für die Konjunktur umso teurer.

Disclaimer

Das vorliegende Positionspapier der Chefvolkswirte entspricht nicht notwendigerweise der Haltung der DekaBank oder der Haltung der jeweiligen Landesbanken und Sparkassen.

Impressum

Herausgeber

Deutscher Sparkassen- und Giroverband
Abteilung Volkswirtschaft, Finanzmärkte
und Wirtschaftspolitik
Charlottenstraße 47, 10117 Berlin
Telefon: 030 20225-5303
DSGV-Volkswirtschaft@DSGV.de

Redaktionsschluss dieser Ausgabe

Stand: 12. März 2021

Gestaltung

Franz Metz, Berlin

Bildnachweis

pixabay/jarmoluk

Verantwortlich

Pia Jankowski – DSGV
Direktorin
Leitung Volkswirtschaft, Finanzmärkte
und Wirtschaftspolitik
Pia.Jankowski@DSGV.DE

Dr. Reinhold Rickes – DSGV
Abteilungsleiter
Leitung Volkswirtschaft
Reinhold.Rickes@DSGV.DE

Hinweis

Alle Publikationen dieser Reihe finden Sie unter
<https://www.dsgv.de/positionen.html#standpunkte>

ISSN
2509-3851