

Überblick

Fünf Inflationsszenarien für die USA und Euroland

- Viele Volkswirtschaften stehen vor einem enormen Schuldenberg, der durch weitere Konjunkturprogramme, Steuerausfälle, Garantien und Rekapitalisierungen des Bankensystems noch weiter ansteigen könnte. Wie dieser Schuldenberg finanziert oder wieder abgetragen werden kann, ist eine noch nicht beantwortete Frage.
- Drei Möglichkeiten zur Finanzierung der Staatsschulden sind bei gegebenem potenziellen Wirtschaftswachstum prinzipiell denkbar, wenn ein Staatsbankrott ausgeschlossen werden soll: 1) Erhöhung der Staatseinnahmen durch höhere Steuern und Abgaben. 2) Senkung der Staatsausgaben durch eingeschränkte Leistungen des Staates und der Sozialversicherungen. 3) Eine Deflationierung der Staatsschuld durch eine höhere Inflationsentwicklung. Welche dieser drei Möglichkeiten gewählt wird, hängt vom institutionellen Rahmen der Wirtschaftspolitik und den gesellschaftlichen Präferenzen ab. Dies kann in jedem Währungsraum sehr unterschiedlich sein.
- Unterschiedliche Präferenzen für die Bedeutung stabiler Inflationsraten könnten dazu führen, dass einige Zentralbanken höhere Inflationsraten tolerieren. Bei anderen könnte zumindest die Glaubwürdigkeit ihrer Inflationsaversion in Frage gestellt werden. Aus der Kombination von Inflationspräferenzen und Glaubwürdigkeit der Zentralbanken leiten wir fünf verschiedene Inflationsszenarien für die USA und Euroland ab und stellen die jeweiligen Auswirkungen für die Konjunktur und die Finanzmärkte auf Dreijahressicht dar. In unserem Basisszenario ändern sich die Inflationspräferenzen und die Glaubwürdigkeit der Fed und der EZB nicht. Die Wahrscheinlichkeit für dieses Basisszenario beziffern wir auf 65 %. Dies heißt aber auch, dass die schlechteren Alternativszenarien zusammen auf eine Wahrscheinlichkeit von immerhin 35 % kommen.

Autor

Dr. Karsten Junius
Tel.: (069) 71 47 - 2786
karsten.junius@deka.de

Disclaimer: Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden von der DekaBank nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht, noch ersetzen sie eine (Rechts- und / oder Steuer) Beratung; auch die Übersendung dieser stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen (teilweise) aus von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen, einschließlich der rechtlichen Ausführungen, ist ausgeschlossen. Die Darstellungen inklusive Einschätzungen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne schriftliche Genehmigung durch die DekaBank vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.

Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen. Sollten Kurse / Preise genannt sein, sind diese freibleibend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse / Preise.

Inflationsängste

Seit einigen Monaten haben Inflationsängste Einzug gehalten in die Diskussion an den Finanzmärkten wie auch in der Öffentlichkeit. Seitdem deutlich geworden ist, dass sich die meisten Industriestaaten über ihre Programme zur Stabilisierung von Konjunktur und Finanzmärkten erheblich zusätzlich verschuldet haben bzw. dies noch tun werden, lautet eine populäre Schlussfolgerung, dass die Staaten nun zu dem Instrument der Inflation greifen würden, um ihre reale Schuldenlast zu verringern. Zusätzlich sei im Rahmen der Bankenstabilisierung durch die Notenbanken bereits soviel Geld produziert worden, dass eine inflationäre Wirkung unvermeidlich sei.

Zunächst: In der Tat würde Inflation die Bedienung der Staatsschulden erleichtern. Dazu müsste die Inflation noch nicht einmal überraschend kommen, denn die Verzinsung der bestehenden Staatsschuld ist mit sehr geringen Inflationserwartungen kalkuliert und kann überwiegend nicht an steigende Inflationsraten angepasst werden; ihr realer Wert sinkt. Darüber hinaus haben hohe Inflationsraten eine Fülle weiterer Effekte. Einige auch zuungunsten der Staatshaushalte wie der Anstieg des Zinsniveaus. In der Summe profitieren die öffentlichen Haushalte aber von höherer Inflation, wobei zu bemerken ist, dass zu hohe Inflationsraten das Wirtschaftswachstum mittelfristig dämpfen.

Bei privaten Haushalten und Unternehmen gibt es durch einen Inflationsanstieg Gewinner und Verlierer, je nach Einkommens- und Vermögensposition. Unterm Strich verlieren sie gegenüber dem Staat, da viele Transferzahlungen nicht inflationsindexiert sind, die Steuern mit höheren nominalen Einkommen aber mit ansteigen. Stiegen die Inflationsraten in Euroland tatsächlich an, sagen wir auf 6 oder 8 Prozent, dann verlören alle Anleger, die ihr Geld fest verzinslich lange angelegt haben. Einen gewissen Schutz gegen Inflation bieten dagegen kurzfristige Geldmarktanlagen, Immobilienanlagen und so genannte inflationsgeschützte Anleihen von Staaten oder Unternehmen. Der Goldpreis würde insbesondere bei sehr stark steigenden Inflationsraten weiter klettern. Für Aktien stellt Inflation ein zweischneidiges Schwert dar. Auf der einen Seite steigen mit den Inflationsraten die Umsätze, die Unternehmensgewinne und am Ende auch die Dividenden an. Somit bieten Aktien relativ zu Assets mit festgeschriebenen Kupons einen gewissen Inflationsschutz.

Auf der anderen Seite sinkt mit steigender Inflation das Niveau von Bewertungsmultiples ab, was die absolute Rendite von Aktien belastet. Historisch wurden die höchsten Multiples in einem Umfeld von Inflationsraten zwischen zwei und drei Prozent bezahlt. Neben dem absoluten Inflationsniveau ist jedoch auch die Volatilität der Inflationsraten relevant. Je stärker diese schwanken, desto größer die Risikoprämie die Investoren von einem Aktieninvestment verlangen.

Die Verschuldungsproblematik

Die Staatsschulden steigen derzeit in allen Währungsräumen stark an. Dazu tragen einbrechende Steuereinnahmen, die immensen Konjunkturprogramme sowie die direkten Hilfszahlungen an Finanzinstitute und andere Maßnahmen zur Sicherung des Finanzsystems bei. Weitere Risiken liegen in den Garantien, die viele Staaten für Kredite und Anleihen ihrer Banken ausgesprochen haben. In einer Reihe von Staaten, die vor der Finanzkrise einen Schuldenstand von 40 bis 70 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt aufwiesen, wird dieser nach der Krise auf 80 bis über 100 Prozent ansteigen. Das ist kein Staatsbankrott, aber es schränkt die Handlungsfreiheit der Staatsfinanzen in allen großen Industriestaaten in der Zukunft erheblich ein. Schon heute betragen die Zinsausgaben in vielen Ländern mehr als 25 Prozent der Ausgaben. Sie werden in den kommenden Jahren weiter ansteigen.

Ist diese Entwicklung an sich schon problematisch, so kommt sie dazu noch zum denkbar ungünstigsten Zeitpunkt: Erstens werden die Staatsfinanzen vielen Länder in den kommenden Jahren durch die Alterung der Bevölkerung teilweise extrem beansprucht. Und zweitens ist beunruhigend, dass bereits 2007 trotz des mehrjährigen starken Wachstums der Primärsaldo (Haushaltssaldo ohne Zinsausgaben; dieser muss positiv sein, damit die Schuldenlast sinkt) einiger Länder in Europa wie Frankreich, Griechenland, Portugal und der Slowakei nicht oder nur knapp positiv waren. Entsprechend wiesen 2007 mit der Ausnahme von Spanien, Zypern, Luxemburg und Finnland alle Länder der Eurozone strukturelle Haushaltsdefizite von mindestens 1 % des BIP aus. Die jahrelange Missachtung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes führt dazu, dass die Staatshaushalte von der Finanzkrise in einer ungünstigen Situation getroffen wurden. Finanziell stehen damit viele Länder mit dem Rücken zur Wand.

Drei denkbare Lösungsansätze

Es gibt aber drei prinzipiell denkbare Möglichkeiten zur Finanzierung oder Konsolidierung der Staatsschulden:

1) Erhöhung der Staatseinnahmen durch höhere Steuern und Abgaben. Hierbei sind u.a. eine Erhöhung der Mehrwertsteuer, der Einkommensteuer, der Vermögens- und Erbschaftssteuer und vieler anderer Abgaben möglich. Der Nachteil aller Steuern ist die dämpfende Wirkung auf die Binnennachfrage sowie die Verzerrung der Leistungsanreize. Beides verringert die langfristige Wachstumsdynamik.

2) Senkung der Staatsausgaben durch eingeschränkte Leistungen des Staates und der Sozialversicherungen. Da ein Großteil des Staatshaushaltes bereits vom Schuldendienst vereinnahmt wird, sind die Sparmöglichkeiten begrenzt. Eine Reduktion der staatlichen Investitionen würde die Wachstumsdynamik weiter senken. Kurzfristig am wahrscheinlichsten ist eine Investitionsausgabendrosselung, weil der politische Widerstand hier nicht so groß ist. Auch Transfers und Subventionen bieten gewisse Einsparpotenziale.

3) Eine Deflationierung der Staatsschuld durch eine höhere Inflationsentwicklung. Höhere Inflationsraten führen zu höheren nominalen Steuereinnahmen. Diese erleichtern die Finanzierung einer gegebenen nominalen Staatsschuld. Wenn die höheren Inflationsraten nicht von den Arbeitnehmern bei den Lohnverhandlungen antizipiert werden, reduzieren sie die Reallöhne und damit die Investitions- und Produktionsanreize der Unternehmen. Gleichzeitig erhöht die zu den steigenden Inflationsraten führende zu expansive Geldpolitik die Kreditnachfrage und damit auch die Binnennachfrage. Die höhere Inflation verringert den Realwert der Schulden.

Wichtig ist aber, dass noch nichts entschieden ist. Es ist gegenwärtig für jeden Währungsraum noch gestaltbar, welche dieser Möglichkeiten oder welche Kombination dieser Möglichkeiten gewählt wird. Die vielfach zitierte Geldproduktion der Notenbanken beschränkt sich gegenwärtig „nur“ auf das so genannte Zentralbankgeld, welches den Banken für ihre Kreditgewährung an die Wirtschaft zur Verfügung steht. Da diese Kreditgewährung gegenwärtig in einem für die Inflation ungefährlichen Ausmaß ansteigt, besteht unmittelbar für die kommenden ein bis zwei Jahre „rein technisch“ keine Inflationsgefahr – im Gegenteil: in der weiterhin vor uns

liegenden konjunkturellen Schwächephase sind eher die wenn auch sehr geringe Wahrscheinlichkeit einer Deflation im Auge zu behalten.

Welche der drei Möglichkeiten von der Wirtschaftspolitik in den nächsten Jahren gewählt wird hängt vom institutionellen Rahmen und den gesellschaftlichen Präferenzen ab. Dies kann in jedem Währungsraum sehr unterschiedlich sein. Beispielsweise hat die Fed im Unterschied zur EZB das duale Ziel, sowohl das Wachstum zu unterstützen als auch für stabile Inflationsraten zu sorgen. Dies resultiert daraus, dass die Sorge vor einer wirtschaftlichen Schwäche oder höheren Steuern genauso stark ausgeprägt ist wie die Inflationsaversion. Auch ist die gegenseitige Abhängigkeit von Notenbank und Finanzministerium in den USA durch eine Vielzahl von geldpolitischen Hilfsprogrammen viel ausgeprägter als in Euroland. Die Versuchung und der Druck auf die Fed, höhere Inflationsraten zuzulassen, dürften damit viel direkter sein als in Euroland.

Wir werden im Weiteren die Konsequenzen verschiedener Inflationsszenarien für die Konjunktur und Finanzmärkte diskutieren. Wann dabei genau welche Effekte eintreten, ist häufig schwer zu terminieren. Der von uns anvisierte Zeitraum ist mittelfristig – also beispielsweise auf Sicht von drei Jahren angelegt.

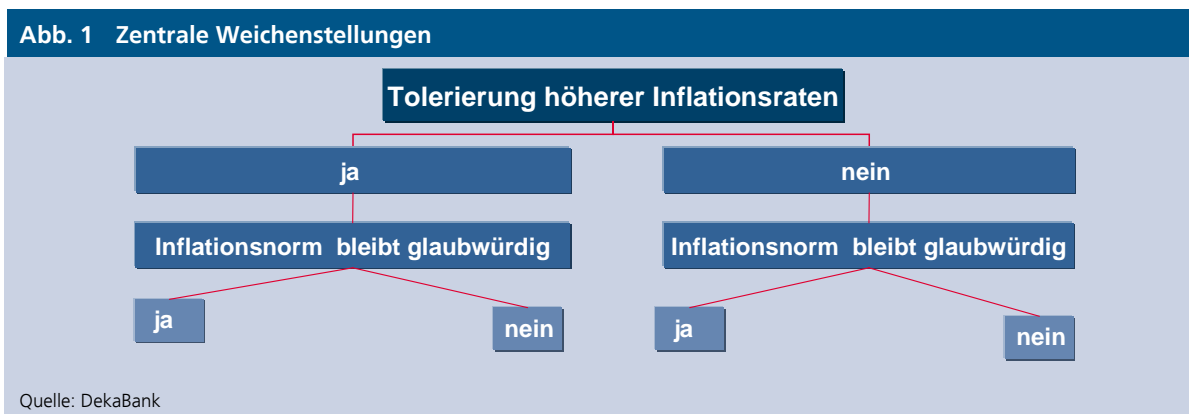
Mögliche Inflationsszenarien

Zentrale Ankerpunkte bei unseren Szenarien sind die Fragen,

(1) ob die Zentralbanken in Zeiten wieder besserer Kapazitätsauslastung höhere Inflationsraten tolerieren oder nicht und

(2) ob ihre bisherigen Inflationsnormen von rund 2 % glaubwürdig und damit die Inflationserwartungen stabil bleiben. Dies bestimmt, ob die Realzinsen steigen oder relativ niedrig bleiben und die Wirtschaft damit bremsen oder stimulieren.

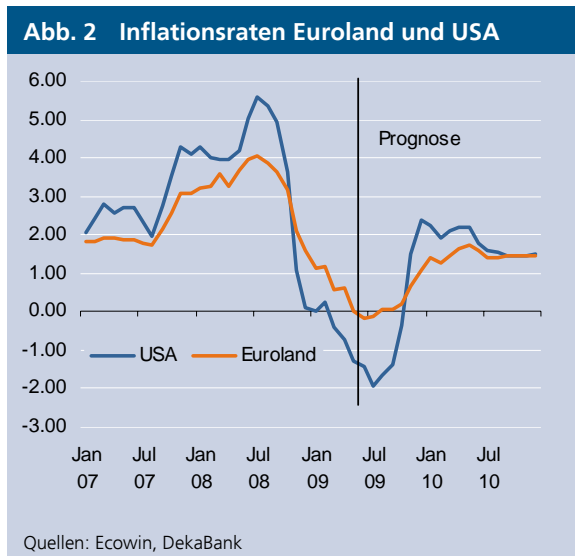
Prinzipiell sind für jeden Währungsraum die in Abb. 1 dargestellten vier verschiedenen Möglichkeiten denkbar. Die Implikationen für die Finanzmärkte und die Konjunktur hängen aber u.a. auch von der Wechselkursentwicklung ab. Dies verdeutlicht, dass eine isolierte Betrachtung eines Währungsraums nicht sinnvoll ist. Betrachtet man sowohl die USA als auch Euroland, ergeben sich bereits 16 verschiedene Kombinationen aus



den unten dargestellten Möglichkeiten. Von diesen haben fünf eine unserer Einschätzung nach beachtenswerte Wahrscheinlichkeit. Wir werden diese fünf daher im Detail diskutieren und mögliche Finanzmarktreaktionen darstellen. Wir bebildern diese mit Gedankenspielen für mögliche Umfeldszenarien, bei denen wir die politische Phantasie etwas spielen lassen müssen. Diese Teile der Szenarien sind nicht als Prognose, sondern eher illustrativ zu sehen und sollen lediglich als Beispiel dienen, in welchem Umfeld die Inflationspräferenzen und -erwartungen sich verändern könnten.

Allen Szenarien gleich ist die Inflationsentwicklung bis Ende 2010: In den nächsten Monaten werden die Inflationsraten in der Eurozone und den USA zunächst in den negativen Bereich bleiben. Dies ist aber noch keine Deflation, da ausschließlich den extrem hohen Lebensmittel- und Rohstoffpreisen des Vorjahres geschuldet. Sie hatten im letzten Jahr zu Inflationsraten von 4 % bzw. in den USA sogar über 5 % geführt. Die Halbierung vieler Rohstoffpreise seit dem letzten Sommer führt nun zu Preisrückgängen im Jahresvergleich. Es ist absehbar, dass diese so genannten Basiseffekte im Herbst aus den Inflationsraten herausfallen, sodass sich die Inflationsrate in Euroland ihrer derzeit bei 1,5 % liegenden Kernrate wieder annähert. 2010 werden sowohl die Kernraten als auch die gesamten Inflationsraten in den USA und Euroland unterdurchschnittlich verlaufen (s. Abb. 2). Die unterausgelasteten Produktionskapazitäten und hohen Arbeitslosenquoten werden einen stärkeren Anstieg verhindern. Prinzipiell können dann auch negative Inflationsraten nicht ausgeschlossen werden. Schließlich bilden die fallenden Preise von Immobilien und anderen Vermögenswerten sowie die Verzerrungen des Finanzsystems inklusive einer möglichen Kreditverknappung einen idealen Nährboden für deflationäre Entwicklungen. Sollten alle Versuche scheitern, die Ka-

pazitätsauslastung der großen Volkswirtschaften wieder nachhaltig zu steigern, sollte also eine wirtschaftliche Depression einsetzen, so haben wir es mit einem Deflationsszenario zu tun. Dies ist gegenwärtig jedoch recht unwahrscheinlich: Die Wirkungen von Konjunkturstimulierung und Finanzmarktstabilisierung sind unverkennbar. Unsere folgenden Überlegungen setzen ein, wenn der Neustart der Konjunktur geglückt ist und die Kapazitätsauslastung in den großen Volkswirtschaften wieder nachhaltig steigt.



Szenario 1: Unveränderte Inflationspräferenzen und glaubwürdige Notenbanken

Die ökonomische Entwicklung: Zentrale Annahme dieses Szenarios ist, dass die Inflationserwartungen nicht

über die Inflationsnormen der Zentralbanken ansteigen. Die Zentralbanken bleiben bei ihren Inflationsnormen von rund 2 %. Sie werden gegen Ende 2010 ihre Leitzinsen langsam erhöhen und das Geldmengenwachstum durch die Emission eigener Bonds, den Verkauf zuvor aufgebauter Wertpapierbestände oder eine knappe Tenderzuteilung bei ihren Refigeschäften dämpfen. Die staatlichen Haushaltsdefizite werden durch Steuererhöhungen und Subventionskürzungen reduziert. Das Wachstum bleibt relativ schwach.

Wahrscheinlichkeit: 65 % (Basisszenario)

Implikationen für die Finanzmärkte: Die Realzinsen steigen nur geringfügig an. Das verhindert stärkere Rückschläge bei Anleihen, die am langen und kurzen Ende der Zinsstrukturkurve nur leicht höhere Renditen aufweisen als aktuell. Die Zinsstrukturkurve verflacht sich leicht. Der Euro-US-Dollar bewegt sich um die aktuellen Niveaus. Die Aktienmärkte stabilisieren sich und werfen positive aber unterdurchschnittliche Erträge ab. Bei einer zu frühen Erhöhung der Leitzinsen würde sich das Wachstum zusätzlich reduzieren und die Zinsstrukturkurve weiter verflachen.

Szenario-Erwartungen für Mitte 2012: DAX 7.000; EUR-USD 1,30; EZB-Leitzins 2,75 %; 10J-Bundesanleihen 3,9 %

Ein hypothetisches Umfeld für dieses Szenario: Die Weltwirtschaft findet in den nächsten Quartalen zunehmend Tritt. Nach einigen Quartalen stagnierenden oder sehr schwachen Wachstums ist gegen Ende 2010 auch wieder Potenzialwachstum möglich. Das Finanzsystem wird zunehmend stabiler, sodass die zahlreichen von den Regierungen zur Verfügung gestellten Garantien nicht vollständig in Anspruch genommen werden müssen. Die zur Bankenstabilisierung eingerichteten „Bad Banks“ stellen sich als eine geringere Belastung der Staatshaushalte dar als ursprünglich befürchtet. Die Steuererhöhung zur Wiederherstellung nachhaltiger Staatsfinanzen fallen daher moderat aus. Die Staatsschulden steigen zwar. Die EWU hält aber am Stabilitäts- und Wachstumspakt fest, nachdem er für drei Jahre ausgesetzt worden ist. In dieser „heilen Welt“ finden keine Veränderungen der institutionellen Gegebenheiten, Verhaltensweisen oder der Präferenzen statt.

Szenario 2: Fed toleriert höhere Inflationsraten; EZB bleibt bei ihrer Inflationsnorm und ist glaubwürdig

Die ökonomische Entwicklung: Die Fed lässt ihre Geldpolitik länger extrem expansiv. Dies trägt zu mittelfristig höheren Inflationsraten zwischen 3 und 5 % bei.

Die Steuern werden in den USA nicht erhöht. Wirtschaft und Finanzmärkte werden hiervon überrascht, sodass die Realzinsen und die Reallöhne in den USA unerwartet niedrig bleiben. Nach einer gewissen Zeit führt das zu stärkerem Wachstum in den USA als in Euroland. Mittelfristig wird die US-Zinsstrukturkurve steiler, da die Inflationserwartungen mit einem Glaubwürdigkeitsverlust der Fed sukzessive steigen. Zentrale Implikation dieses Szenarios ist, dass der Status des US-Dollar als Weltreservewährung durch die offenkundig werdende Tolerierung höherer Inflationsraten durch die Fed in Frage gestellt wird, sodass er massiv an Wert verliert. In Euroland bleibt das Wachstum aufgrund von Steuererhöhungen und einer weniger expansiven Geldpolitik als in den USA schwächer. Zusätzlich belastet der starke Euro die Exportwirtschaft. Die Inflationsraten bleiben dank stabiler Importpreise und einer schwachen Konjunktur ganz klar unter der EZB-Inflationsnorm von knapp 2 %.

Wahrscheinlichkeit: 15 %

Implikationen für die Finanzmärkte: Der Rentenmarkt in Euroland tendiert seitwärts, da die Inflationserwartungen und Realzinsen niedrig bleiben. Die Zinsstrukturkurve wird jedoch flacher, da die EZB trotz schwachen Wachstums ihre Glaubwürdigkeit mit höheren Leitzinsen verteidigen muss und so die Inflationserwartungen trotz des Anstiegs in den USA niedrig hält. Szenario-Erwartungen für Mitte 2012: DAX 5.750; EUR-USD 2,0; EZB-Leitzins 2,25 %; 10J-Bundesanleihen 3,5 %

Ein hypothetisches Umfeld für dieses Szenario: In den USA setzen sich die Gegner höherer Steuern durch. Die Staatsausgaben sind aufgrund der 2010 auf 10 % gestiegenen Arbeitslosigkeit kaum zu reduzieren. Die steigende US-Staatsverschuldung führt dazu, dass die Ratingagenturen US-Staatsanleihen mit dem Attribut „negativer Ausblick“ versehen. Fed-Präsident Bernanke wird nach Ablauf seiner ersten Amtszeit durch Summers, Mankiw oder Krugman ersetzt. Diese argumentieren, dass die hohe Arbeitslosigkeit die Immobiliennachfrage dämpfen würde, sodass sich die Immobilienpreise gar nicht erholen könnten. Das belastet die hoch verschuldeten Haushalte. Diese erhöhten daher ihre Sparquote und schränkten die Konsumnachfrage ein, weswegen sich der Arbeitsmarkt nicht erholt. Der einzige Ausweg aus dieser Teufelsspirale wäre eine Erhöhung der Inflationsrate, um die Sparanreize der Konsumenten und Unternehmen zu reduzieren.

In Euroland lässt sich die Wirtschaftspolitik von der Argumentation in den USA nicht anstecken. Die Steuern werden erhöht, die Staatsausgaben gesenkt und die EZB

von der Politik trotz gelegentlicher verbaler Attacken aus Frankreich und Italien in Ruhe gelassen.

3) Fed toleriert höhere Inflationsraten; EZB bleibt bei ihrer Inflationsnorm, ist aber unglaublich

Die ökonomische Entwicklung: Die Wirtschaft in den USA entwickelt sich genau so wie im 2. Szenario. In Euroland können die Staatshaushalte nicht im ausreichenden Ausmaß saniert werden. Die Wirtschaft bleibt schwach und die Inflationsraten zunächst niedrig, sodass die EZB ihre Zinsen nur zögerlich erhöht. Die Glaubwürdigkeit der EZB leidet trotzdem, da sich die Öffentlichkeit bewusst ist, dass es lediglich die anfangs dargestellten drei Lösungsansätze zur Sanierung der Staatsfinanzen gibt. In dem Ausmaß wie Lösungen 1 und 2 nicht wahrgenommen werden, gewinnt Lösung 3 (Inflationierung) an Wahrscheinlichkeit. Die Märkte zweifeln zudem, dass sich die Geldpolitik der EZB von der Fed abkoppeln wird. Die zentrale Annahme dieses Szenarios ist, dass eine Verhaltensänderung der EZB aber nicht stattfindet. Die Inflationserwartungen sind in Euroland daher höher als die tatsächliche Inflation. Dadurch sind auch die Realzinsen ex-post höher als ex-ante, sodass die Gewinnsituation der Unternehmen unbefriedigend bleibt. Da die EZB trotz der Einhaltung ihrer Inflationsnorm nicht viel glaubwürdiger ist als die Fed und das Wachstum in Euroland aber schwächer ist als in den USA, bleibt der US-Dollar Weltreservewährung und wertet ggü. dem Euro auf.

Wahrscheinlichkeit: 10 %.

Implikationen für die Finanzmärkte: Der Rentenmarkt in Euroland weist starke Kursverluste auf, da die Inflationserwartungen ansteigen. Die Zinsstrukturkurve wird deutlich steiler, da die EZB ihre Leitzinsen nur wenig erhöht. Die Zinsstrukturkurve bleibt wegen des schwachen Wachstums aber flacher und niedriger als in den USA. Das stärkere Wachstum und die höheren Kapitalmarktzinsen führen trotz des von den USA ausgehenden Glaubwürdigkeitsverlusts der Geldpolitik zu einem stärkeren US-Dollar. Die Aktienmärkte in Euroland können sich aufgrund der hohen Realzinsen und des mageren Wachstums nicht erholen.

Szenario-Erwartungen für Mitte 2012: DAX 5.000; EUR-USD 1,0; EZB-Leitzins 2,5 %; 10J-Bundesanleihen 4,5 %

Ein hypothetisches Umfeld für dieses Szenario: Die USA entwickeln sich so wie im 2. Szenario. Gleichzeitig entsteht eine akademische und öffentliche Diskussion über den Sinn niedriger Inflationsziele und der Problematik der Nullzinsgrenze der Geldpolitik. Akademische

Studien werden zitiert, dass auch bisher schädliche Wirkungen für das Wirtschaftswachstum erst ab Inflationsraten von 5 % identifiziert werden können. Die britische Regierung erhöht daraufhin das Inflationsziel der Bank of England auf 3 %. Politischer Druck von der Straße in Griechenland und Italien verhindern eine stärkere Sanierung der dortigen Staatshaushalte, sodass die Ausfallprämien für die Staatsanleihen weiter ansteigen. Die EU-Kommission kämpft zusammen mit dem französischen Präsidenten gegen ein Auseinanderbrechen der Währungsunion. Daher toleriert sie gewisse Attacken auf die Unabhängigkeit der EZB und initiiert eine gemeinsame EU-Anleihe zur Unterstützung der überschuldeten EU-Mitglieder. In der wirtschaftspolitischen Diskussion in Deutschland erhält die Abwandlung eines Wortes des ehemaligen Finanzministers und Altkanzlers Schmidt immer mehr Befürworter: „Lieber 5 Prozent Inflation als 15 Prozent Arbeitslosigkeit“. Der von der neuen Regierung eingesetzte Nachfolger von Bundesbankpräsident Axel Weber widerspricht dieser Forderung nicht. Die turnusmäßige Eigenevaluation der EZB-Strategie kommt zu keinen überzeugenden Ergebnissen, sodass der EZB-Rat im Punkt Inflationsnorm geteilt bleibt.

4) Fed und EZB tolerieren höhere Inflationsraten, bleiben aber zunächst glaubwürdig

Die ökonomische Entwicklung: Die Inflationserwartungen unterschätzen den tatsächlichen Inflationsanstieg auf bis 5 % in den USA und bis 3,5 % in Euroland. Zentrale Annahme dieses Szenarios sind folglich sehr niedrige Realzinsen (ex post). Die Zinsstrukturkurven bleiben daher in den USA und Euroland zunächst niedrig. Dadurch ist das finanzielle Umfeld akkommodierend, sodass das Wachstum in beiden Währungsräumen stärker anspringt als in unserem Basisszenario. An den Rentenmärkten kommt es dafür mittelfristig zu massiven Kursverlusten, da in einem zweiten Schritt die Realzinsen und in einem dritten Schritt die Inflationserwartungen ansteigen. Die Zinsstrukturkurve wird extrem steil, bis die Zentralbanken ihre Leitzinsen wieder erhöhen. Der starke Zinsanstieg bremst die wirtschaftliche Aktivität dann wieder ab. Das Wachstum pendelt sich mittelfristig auf dem gleichen Niveau ein wie im Basisszenario, die Inflationserwartungen und Zinsniveaus bleiben jedoch nachhaltig höher, die Staatsschulden dagegen niedriger.

Wahrscheinlichkeit: 5 %.

Implikationen für die Finanzmärkte: Die Aktienmärkte haussieren aufgrund des starken Wachstums und der

niedrigen Zinsen in den USA und Euroland. Sie steigen zunächst bis knapp auf ihre Höchststände von 2007 an. Mit ansteigenden Zinsniveaus verlieren sie aber an relativer Attraktivität, sodass sie ihre Gewinne nicht in vollem Ausmaß halten können. Die Zinsstrukturkurve wird zunächst steiler. Ab dem Zeitpunkt, an dem die Märkte die neuen Inflationsszenarien der Zentralbanken verstanden haben, bremsen die hohen nominalen Zinsniveaus und die höheren Inflationsrisikoprämien das Wachstum wieder ab. Die Zinsstrukturkurve verflacht sich auf höherem Niveau.

Szenario-Erwartungen für Mitte 2012: DAX 7.800; EUR-USD 1,30; EZB-Leitzins 4,0 %; 10J-Bundesanleihen 5,5 %

Ein hypothetisches Umfeld für dieses Szenario: Die EZB und die Fed kommen zu der Einschätzung, dass die Depressionsgefahren größer sind als in der Öffentlichkeit bekannt und nur eine ggf. temporäre Tolerierung höherer Inflationsraten die Weltwirtschaft vor einer „verlorenen Dekade“ retten kann. Fed Chairman Bernanke erhält Anfang 2010 seine zweite Amtszeit. Zu deren Beginn veröffentlicht er erstmals ein explizites Inflationsziel der Fed von 2 %. Die Finanzmärkte vertrauen diesem Signal, sodass die Inflationserwartungen niedrig bleiben. Die Lohnentwicklung in den USA bleibt im Einklang mit den Inflationserwartungen und der hohen Arbeitslosigkeit ebenfalls mäßig, sodass kein Inflationsdruck zu erkennen ist. Bernanke gewinnt die Banker of the Year Awards 2010. Das global wieder zufriedensetzende Wachstum führt zu einer erneuten Rohstoffhausse, in deren Schlepptau sich die Lebensmittelpreise massiv verteuern. Bernanke schafft es aber nicht, sich mittelfristig von der Finanzpolitik zu lösen, sodass der Ankauf von US-Staatsanleihen nicht rückgängig gemacht wird. Die Finanzmärkte realisieren die Gefahr, dass vergangene Fehler wiederholt werden. Die Inflationserwartungen steigen an; die Rentenmärkte brechen zusammen.

5) Fed und EZB tolerieren höhere Inflationsraten und werden schnell unglaubwürdig

Die ökonomische Entwicklung: Die Fed und die EZB erhöhen ihre Leitzinsen nur geringfügig, um so das Wachstum weiter anzukurbeln. Die Transparenz der Zentralbanken führt aber dazu, dass die Fed und die EZB die Finanzmärkte nicht täuschen können. Die zentrale Annahme dieses Szenarios ist daher, dass die Inflationserwartungen und die Nominalzinsen ansteigen. Das belastet die Gewinnentwicklung der Unternehmen.

Gleichzeitig erhöht die Unsicherheit über die tatsächlichen Inflationsziele der Notenbanken die Inflationsrisikoprämien und damit die Realzinsen. Das Wachstum bleibt nach einem anfänglichen Stimulus durch die Geldpolitik schwach, die Inflationsraten steigen sukzessive an. Mittelfristig herrscht Stagflation.

Wahrscheinlichkeit: 5 %.

Implikationen für die Finanzmärkte: Der Rentenmarkt in Euroland weist am langen Ende massive Kursverluste auf. Das schwache Wachstum und die hohen Inflationserwartungen führen zu einer sehr steilen Zinsstruktur.

Szenario-Erwartungen für Mitte 2012: DAX 5.000; EUR-USD 1,30; EZB-Leitzins 2 %; 10J-Bundesanleihen 5 %

Ein hypothetisches Umfeld für dieses Szenario: Die strukturellen Schulden- und Finanzierungsprobleme vieler privater und öffentlicher Haushalte sind so stark, dass sich die Wirtschaft nicht erholt. Aus Angst vor deflationären Tendenzen bleiben der private Konsum und die Investitionstätigkeit zunächst schwach. Die Fed und die EZB lassen ihre Leitzinsen lange Zeit extrem niedrig, um das schwache Wachstum zu unterstützen und das Risiko einer Deflation zu minimieren. Sie tolerieren daher eher das Risiko höherer Inflationsraten und halten die Zinsen auch dann noch niedrig, wenn die Inflationserwartungen bereits wieder ansteigen. Damit gewinnen sie den Kampf gegen die Deflation, verlieren aber ihre Glaubwürdigkeit.

Protektionistische Argumentationen werden aufgrund des schwachen Wachstums salonfähig, sodass die Industrieländer die Welthandelsrunde endgültig platzen lassen. Weiter zunehmende bilaterale Handelsabkommen verzerren den Welthandel. Zur Finanzierung der Staatshaushalte werden auch die Zölle wieder erhöht, woraufhin der Welthandel noch weiter einbricht. Höhere Zölle und geringere Importe führen zu steigenden Verbraucherpreisen und verhindern weiteres Produktivitätswachstum. Die Zentralbanken wissen angesichts des stagnierenden Wachstums bei steigenden Inflationsraten nicht mehr weiter zumal die Belastungen die Stabilität der Europäischen Währungsunion und den Status des US-Dollar als Weltreservewährung auf eine harte Probe stellen. Die Finanzmärkte preisen daher trotz lange Zeit niedriger Inflationsraten für die Zukunft eine höhere Wahrscheinlichkeit eines Systemwechsels bzw. Bruchs institutioneller Rahmenbedingungen ein

Fazit

Die steigende Verschuldung der Staaten führt ohne Gegenmaßnahmen zu einer nicht nachhaltigen Finanzpoli-

Bei unverändertem Potenzialwachstum bestehen mehrere Lösungsmöglichkeiten zur Sanierung der Staatshaushalte. Wir halten steigende Inflationsraten daher für keine ausgemachte Sache. Welche Lösung des Schuldenproblems in den einzelnen Staaten gewählt wird, hängt von den Präferenzen der Bevölkerung und der Wirtschaftspolitiker bezüglich der Inflation und Steuern ab. Wir haben in diesem Beitrag fünf mögliche Szenarien für die USA und Euroland für die nächsten drei Jahre und die sich unserer Einschätzung nach ergebenden Finanzmarktreaktionen vorgestellt. Diese wurden in Form eines Gedankenspiels mit einem hypothetischen Umfeld illustriert, das nicht zu unserer Prognose gehört und nur den Zweck hat darzustellen, in welchem politischen, gesellschaftlichen und ökonomischem Umfeld, sich Inflationspräferenzen und –erwartungen ganz anders entwickeln können als derzeit. Entsprechend erwarten wir mit einer Wahrscheinlichkeit von rund 2/3,

dass sich das gegenwärtige Inflationsumfeld gar nicht verändert. Neben diesem Hauptszenario halten wir aber vier alternative Szenarien für denkbar, die in den USA und/ oder Euroland zu höheren Inflationsraten führen würden. Darüber hinaus lassen sich sicherlich auch andere Szenarien ausmalen. Beispielsweise den japanischen Fall, bei dem die Wirtschaftspolitik zu früh ihren Expansionsgrad zurückgeführt hat und so die Stagnationsphase verlängert hat. Die Konsequenzen dieses Falles sind klar – eine flache und niedrige Zinsstrukturkurve bei niedrigen Aktienkursen. Die Wirtschaftsgeschichte ist kennt noch mehr Szenarien. Ziel dieses Beitrags war es Szenarien auszumalen, bei denen sich die Inflationspräferenzen und Inflationserwartungen der Wirtschaftssubjekte oder die Inflationsnormen der Zentralbanken und ihre Glaubwürdigkeit verändern. Die abschließende Tabelle fasst unsere Ergebnisse noch einmal zusammen.

Tabelle 1 Szenarien- und Prognoseübersicht auf Dreijahressicht (Mitte 2012)

	Szenario 1	Szenario 2	Szenario 3	Szenario 4	Szenario 5
	Unveränderte Inflationspräferenzen und glaubwürdige Notenbanken	Fed toleriert höhere Inflationsraten; EZB bleibt bei ihrer Inflationsnorm und ist glaubwürdig	Fed toleriert höhere Inflationsraten; EZB bleibt bei ihrer Inflationsnorm, ist aber unglaubwürdig	Fed und EZB tolerieren höhere Inflationsraten, bleiben aber zunächst glaubwürdig	Fed und EZB tolerieren höhere Inflationsraten und werden schnell unglaubwürdig
DAX	↑	↗	⇒	↑↑	⇒
EUR - USD	1.30	2.0	1.0	1.30	1.30
EZB-Leitzins	2.75%	2.25%	2.5%	4.0%	2.0%
10 J Bundesanleihen	3.9%	3.5%	4.5%	5.5%	5.0%
Wahrscheinlichkeit	65%	15%	10%	5%	5%

Quelle: DekaBank