

Vöpel, Henning; Hinze, Jörg

**Article**

## Konjunkturschlaglicht: Nach Corona: große Inflation oder Deflation?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Vöpel, Henning; Hinze, Jörg (2020) : Konjunkturschlaglicht: Nach Corona: große Inflation oder Deflation?, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Springer, Heidelberg, Vol. 100, Iss. 6, pp. 471-472,  
<https://doi.org/10.1007/s10273-020-2682-7>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/225583>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

## Konjunkturschlaglicht

## Nach Corona: große Inflation oder Deflation?

Große Wirtschaftskrisen führten historisch oft zu Inflation oder Deflation. Die Art der Krise, vor allem ob die Ursache ein Angebots- oder Nachfrageschock ist, sowie die fiskal- und geldpolitischen Reaktionen sind entscheidend dafür, ob Inflation oder Deflation entsteht. Im Zusammenhang mit der Corona-Krise werden interessanterweise beide Szenarien diskutiert, was darauf hinweist, dass es sich hier um eine Kombination von Angebots- und Nachfrageschock handelt, aber noch unklar ist, ob der Angebots- oder der Nachfrageschock stärker auf die Preisniveaumentwicklung wirkt. Bedeutsam sind darüber hinaus die Erwartungen; sie treiben wesentlich inflationäre bzw. deflationäre Prozesse. Derzeit treten viele Veränderungen der relativen Preise auf. Die Preise einzelner Güter und Gütergruppen wie etwa unverarbeitete Lebensmittel oder Energie sind aufgrund von temporären Angebotsrestriktionen und Nachfrageverschiebungen entweder gestiegen oder gefallen (vgl. Tabelle 1). Hinzu kommt ein Messproblem: Viele Güter des Warenkorb werden nicht mehr hergestellt, ihr Preis ist gewissermaßen unendlich hoch. Die aktuelle Inflationsentwicklung mit zuletzt 0,1 % des Harmonisierten Verbraucherpreisindex bzw. 1,1 % in der Kernrate deutet auf einen geringen Preisauftrieb hin.

Die aktuellen Preisentwicklungen – basierend auf Veränderungen relativer Preise und Niveaueffekte – sind jedoch von mittelfristigen Inflations- und Deflationsprozessen streng zu unterscheiden. Bei einer Kombination von Angebots- und Nachfrageschocks kommt es darauf an, ob sich das aggregierte Angebot oder die aggregierte Nachfrage schneller erholt und wie elastisch beide Aggregate mittelfristig sein werden. Dabei spielen vor allem die Dauer der Produktionsbeschränkungen, die Wirksamkeit der Konjunkturprogramme sowie die Wirkungen der gestiegenen Staatsschuldenquoten und der zusätzlich bereitgestellten Liquidität eine Rolle.

In einem einfachen quantitätstheoretischen Szenario ist die Begründung für Inflation, dass durch den Shutdown das Angebot an realen Gütern und Dienstleistungen zurückgeht, die monetäre Nachfrage durch die zusätzlich bereitgestellte Liquidität aber gleichbleibt, wodurch es zu einem Preisauftrieb kommen sollte. Relevanter für mögliche Inflationsprozesse nach Corona aber ist Folgendes: Werden Staaten und

Zentralbanken infolge der gestiegenen Staatsschuldenquoten durch eine finanzielle Repression den Geldzins niedrig halten und so Inflation erzeugen? Dadurch würden die Schulden tragfähig gehalten. Die Inflation muss sich indes nicht zwingend in den Güterpreisen, sondern kann sich in den Vermögenspreisen zeigen. Inwieweit steigt zudem der Preissetzungsspielraum der Unternehmen durch Monopolisierung und De-Globalisierung? Die Inflation war in den vergangenen Jahren auch deshalb so niedrig, weil das weltweite – insbesondere das chinesische – Güterangebot sehr elastisch war. Dies könnte sich bei zunehmenden Autarkiebestrebungen und protektionistischen Maßnahmen ändern.

Das zweite Szenario geht davon aus, dass die aggregierte Nachfrage sich deutlich langsamer erholt, weil die Arbeitslosigkeit steigt sowie die Konsum- und Investitionsneigung zurückgeht wie etwa in der Großen Depression von 1929 in den USA. Damals blieb die US-Arbeitslosenquote bis weit in die 1930er Jahre hinein sehr hoch. Inflationsdynamiken werden wesentlich durch die Nominallohnentwicklungen bestimmt. Deflationär wirkt ein gesamtwirtschaftlicher Deleveraging-Effekt: Unternehmen und Staaten führen ihre Kredite zurück, wodurch die zuvor ausgeweitete Geldmenge sinkt und die geschaffene Liquidität wieder abgeschöpft wird.

Tabelle 1  
Eurozone: Inflationsrate<sup>a</sup> und deren Komponenten<sup>b</sup>

	Gewichtung 2020	Mai 2019	Dez. 2019	Jan. 2020	Feb. 2020	Mrz. 2020	Apr. 2020	Mai 2020
Gesamindex								
HVPI	1000,0	1,2	1,3	1,4	1,2	0,7	0,3	0,1 <sup>c</sup>
Gesamindex ohne								
Energie	901,5	0,9	1,4	1,3	1,4	1,3	1,4	1,4 <sup>c</sup>
Energie, Nahrungsmittel, alkoholische Getränke & Tabak	710,8	0,8	1,3	1,1	1,2	1,0	0,9	0,9 <sup>c</sup>
Nahrungsmittel, alkoholische Getränke & Tabak	190,7	1,5	2,0	2,1	2,1	2,4	3,6	3,3 <sup>c</sup>
Energie	98,5	3,8	0,2	1,9	-0,3	-4,5	-9,7	-12,0 <sup>c</sup>
Dienstleistungen	448,7	1,0	1,8	1,5	1,6	1,3	1,2	1,3 <sup>c</sup>

HVPI = Harmonisierter Verbraucherpreisindex.

<sup>a</sup>In % gegenüber dem Vorjahr. <sup>b</sup>Gewichtung in %. <sup>c</sup>Geschätzt.

Quelle: Eurostat online data code prc\_hicp\_inw; prc\_hicp\_manr.

© Der/die Autor(en) 2020. Open Access: Dieser Artikel wird unter der Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.de>) veröffentlicht.

Open Access wird durch die ZBW – Leibniz-Informationzentrum Wirtschaft gefördert.

Dieser Effekt könnte sich durch eine Schuldendeflation verstärken. Hier wäre es wichtig, die kontraktiven Effekte von Steuer- oder Zinserhöhungen zu vermeiden. Die Schulden sollten langfristig zurückgeführt werden, denn die realen Kosten der Krise werden bereits heute durch den Verzicht auf Produktion und Konsum getragen. Zukünftige Generationen würden nur durch heute krisenbedingt ausbleibende Investitionen belastet, indem deren Produktions- und Konsummöglichkeiten sich reduzierten. Die intergenerativen Umverteilungseffekte der heutigen Staatsschulden sind daher eher gering, die gesamtwirtschaftliche intertemporale Finanzierungsrestriktion weitgehend unverändert.

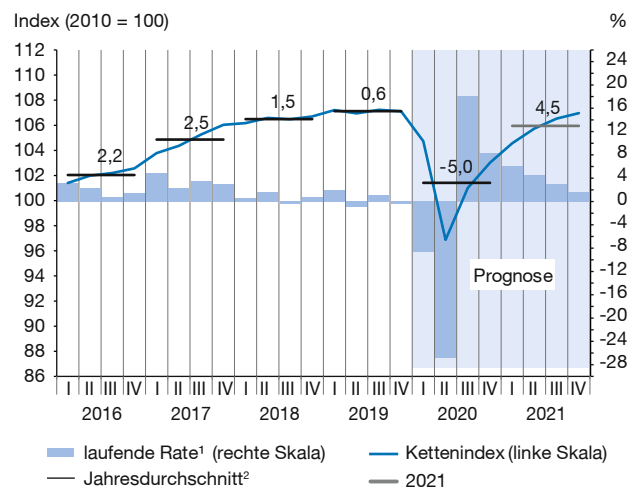
Insgesamt muss man heute davon ausgehen, dass die Angebotsseite sich deutlich schneller erholen kann. Die Nachfrage dürfte dagegen nur schleppend und verzögert anziehen. Auch wenn nicht unmittelbar Deflation droht, so dürfte die Inflation weiterhin sehr niedrig bleiben. Die schon vorher bestehende Kombination aus Schuldenüberhang und effektiver Zinsuntergrenze dürfte sich dagegen verhärten, technische Spielräume für eine expansivere Geld- und Fiskalpolitik noch geringer werden. Weder eine Demand-pull-Inflation (über Staatsausgaben oder Geldangebot) noch eine Cost-push-Inflation (über Löhne oder Ölpreise) sind sehr wahrscheinlich. Mehr spricht dafür, dass die Erholung der globalen Ökonomie länger dauern wird bei überwiegend rezessiven und deflationären Phänomenen. Deflation ist daher wahrscheinlicher und zugleich die größere Gefahr.

Für den weiteren konjunkturellen Verlauf ist maßgeblich, wie schwer die globale Wirtschaft von sich selbst verstärkenden Nachfrageschocks betroffen sein wird, was die Bedeutung von international koordinierten und synchronisierten Konjunkturpaketen zusätzlich unterstreicht. Die deutsche Wirtschaft ist durch die Einschränkung globaler Wirtschaftsbeziehungen wie auch durch die hiesigen Schutzmaßnahmen in eine tiefe Rezession geraten. Die Politik hat durch das beschlossene Konjunkturpaket Nachfrageimpulse und Anreize für Investitionen gesetzt. Eine rasche Erholung der Wirtschaft nach Beendigung der Epidemie wäre so denkbar. Wahrscheinlich aber wird es lediglich eine sukzessive Lockerung abhängig vom weiteren Infektionsgeschehen geben. Selbst wenn es keine Rückschläge gibt, wird so der Wiederaufhol- und Anpassungsprozess an die veränderten Rahmenbedingungen einige Zeit in Anspruch nehmen. Denn angesichts der Unsicherheit reduzieren die Unternehmen ihre Investitionen und Einstellungsbereitschaft. Und auch die privaten Haushalte schieben den Kauf langlebiger Güter auf, zumal die zunehmende Arbeitslosigkeit die Kaufneigung dämpft. Die gesamtwirtschaftliche Aktivität wird somit nicht so schnell auf das Vor-Corona-Niveau zurückkehren.

Auch wenn die gesamtwirtschaftliche Aktivität nach dem Einbruch im März/April 2020 wieder zunimmt, wird das reale

Abbildung 1  
Preisbereinigtes Bruttoinlandsprodukt in Deutschland

Saison- und arbeitstäglich bereinigt



<sup>1</sup> Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %, auf Jahresrate hochgerechnet. <sup>2</sup> Zahlenangaben: Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %.

Quellen: Statistisches Bundesamt; ab 1. Quartal 2020 Prognose des HWWI.

Bruttoinlandsprodukt (BIP) im zweiten Quartal noch einmal deutlich stärker sinken als im ersten Quartal. Im dritten und vierten Quartal wird es dann zwar – immer vorausgesetzt es gibt keine zweite Welle der Epidemie – wieder merklich zunehmen, die Rückgänge werden dadurch allerdings nicht ausgeglichen werden können. Alles in allem ist 2020 mit einem Rückgang des realen BIP um 5% zu rechnen. 2021 ist bei Eindämmung der Virusepidemie eine durch Nachholeffekte und Förderprogramme verstärkte Erholung der Wirtschaft zu erwarten. Dabei werden sich auch die außenwirtschaftlichen Handels-, Reise- und Produktionsbeziehungen wieder mehr und mehr normalisieren. In der zweiten Jahreshälfte 2021 könnte wieder das Vor-Corona-Niveau erreicht werden. Im Gesamtjahr 2021 könnte das reale BIP dann um 4,5% wachsen, das Konjunkturbild entspräche damit einem asymmetrischen V (vgl. Abbildung 1).

Die Risiken einer länger andauernden und tieferen Rezession sind bei einem L-förmigen Verlauf der globalen Erholung gleichwohl gegeben. Weitere konjunkturpolitische Maßnahmen wie etwa das europäische Wiederaufbauprogramm (EU Recovery Fund) und das akkommodierende Pandemic Emergency Purchase Program der EZB scheinen daher vor dem Hintergrund warnender historischer Deflationserfahrungen gerechtfertigt, ohne die unerwünschten Neben- und Nachwirkungen dabei aus dem Blick zu verlieren.

Henning Vöpel, Jörg Hinze  
voepel@hwwi.org, hinze@hwwi.org