

# INFLATION, QUO VADIS?

Simon Wey

26 Juni 2022

## Abstract

Die steigenden Inflationsraten beschäftigen nicht nur Konsumentinnen und Konsumenten immer stärker, sondern auch die Politik, die sich überlegen muss, ob und wie sie gegen den Kaufkraftverlust vorgehen will. Die preistreibenden Entwicklungen als Folge des Ukrainekriegs wie auch der Folgen der Corona-Pandemie überlagern die zugrundeliegende Teuerung aufgrund der expansiven Geldpolitik der Notenbanken in den letzten Jahren. Eine vergleichbare Situation in Vergangenheit war die «Great depression»-Krise in den 70er-Jahren. Trotz einigen Parallelen gibt es auch gewichtige Unterschiede bei den Ursachen, so etwa, dass die Inflation stärker anstieg und sie sich breiter über die Branchen hinweg manifestierte als heute. Durch die starke Intervention der Nationalbanken wurde zudem das Wirtschaftswachstum abgeschwächt, wodurch ein «hard landing» eintrat und das Phänomen der Stagflation geboren wurde. Eine Mehrheit der von NZZ und KOF befragten Ökonomen gehen von einem temporären Anstieg der Inflation aus. Dafür sprechen gewichtige Gründe, etwa die sich abzeichnenden Interventionen der Notenbanken, das Auslaufen der fiskalischen Zahlungen zur Überwindung der Corona-Pandemie oder auch die Überwindung der Auswirkungen der gestiegenen Rohstoffpreise und der Lieferengpässe. Auch haben die strukturellen Rahmenbedingungen die Inflation in Vergangenheit auf tieferem Niveau als heute stabilisiert. Haben diese weiterhin Bestand, so dürften sich auch diese negativ auf die Höhe der Inflation auswirken. Des Weiteren spielen auch Erwartungen eine zentrale Rolle, die wiederum stark von der Glaubwürdigkeit der Notenbanken abhängen.

## Ausgangslage

Zu hohe Teuerungsraten sind ökonomisch schädlich und können zu sozialen und politischen Verwerfungen führen. Im Mai 2022 lagen Raten in den USA bei 8.6 Prozent, in Deutschland bei 7.9 Prozent und in der EU-27 bei 8.8 Prozent. Dagegen war die Rate in der Schweiz mit 2.9 Prozent (vgl. Abbildung 1) vergleichsweise moderat. Sie lag jedoch auch hierzulande über dem oberen Rand des Zielbandes der Schweizerischen Nationalbank (SNB). Am 16. Juni intervenierte die SNB

mit einem überraschend hohen Zinsschritt von 0.5 Punkten zur Bekämpfung der Teuerung.

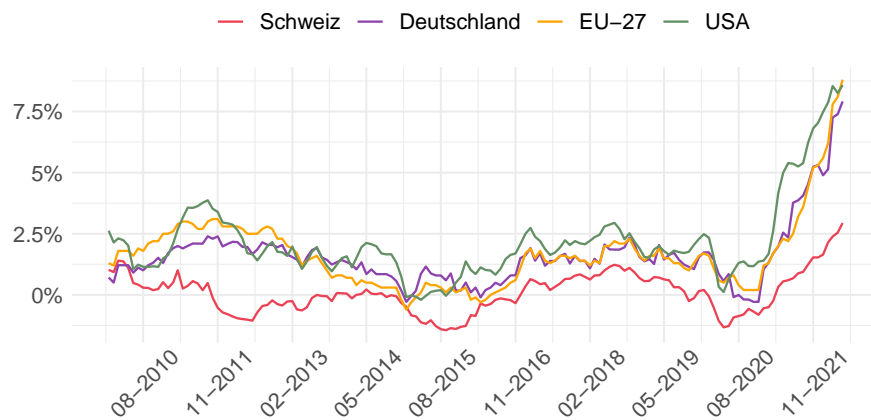


Abbildung 1: Verlauf der Inflationsraten in der Schweiz, in Deutschland, im Durchschnitt der EU-27-Länder und in den USA auf monatlicher Basis von 2010 bis 2022. Quelle: OECD

In Europa hatten die baltischen Staaten Litauen (18.5 Prozent), Estland (20.1 Prozent) und Lettland (16.8 Prozent) sowie Tschechien (15.2 Prozent) neben der Türkei (61.1 Prozent) die höchsten Inflationsraten (vgl. Abbildung 6). Stark getrieben ist der Anstieg von den Energie- und etwas weniger stark von den Nahrungsmittelpreisen (vgl. Abbildung 5). Werden diese aus der Inflationsrate hinaus gerechnet, so ist die Teuerung (Kerninflation) tiefer. In der Schweiz lag sie im Mai bei 1.5 Prozent (vgl. Abbildung 4). Der politische Druck auf die SNB stieg in den letzten Monaten stark an, so dass sie im Juni den Leitzins um 0.5 Punkte anhob.

Die Inflationsraten stiegen auch in Vergangenheit immer mal stark an, etwa während der «Great depression» in den 70er-Jahren, wobei die Inflationsrate der Schweiz bis auf wenige Ausnahmen meist tiefer verlief als denjenigen Deutschlands, der USA und der EU-27 (vgl. Abbildung 3). Auch war die Inflationsrate der Schweiz ab 2009 in mehreren Jahren negativ, was die Reallöhne positiv beeinflusste und somit die Kaufkraft stärkte.

Eine hohe Teuerung senkt die Kaufkraft und wirkt sich meist etwas verzögert

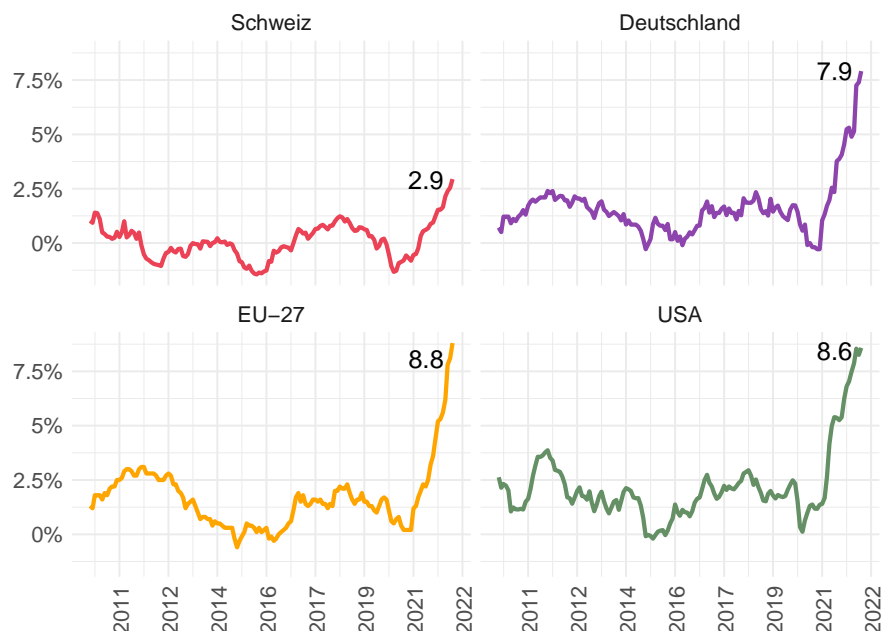


Abbildung 2: Die letzten Datenpunkte sind aus dem Monat Mai. Quelle: OECD

auch auf die Konsumentenstimmung aus. Dies zeigt sich auch beim momentanen Anstieg, wobei sich zeigt, dass diese sowohl in der EU-27, in Deutschland, aber auch in der Schweiz seit etwa Sommer 2021 rückläufig ist und inzwischen in Deutschland bereits unter das Niveau des Abfalls zu Beginn der Corona-Pandemie gefallen ist (vgl. Abbildung 7).

## Hohe Inflationsraten ein temporäres Problem?

Die Frage stellt sich, ob die hohen Teuerungsraten temporärer Natur sind oder ob sie sich zu einem anhaltenden Problem entwickeln. In einer Umfrage der NZZ<sup>1</sup> zusammen mit der Konjunkturforschungsstelle der ETH sieht eine Mehrheit der akademisch forschenden Ökonominnen und Ökonomen den starken Preisanstieg als temporäres Problem. Dies würde heissen, dass der momentane Anstieg der Inflation auf die höheren Rohstoffpreise und die Preissteigerungen als Folge der Lieferengpässe zurückzuführen wäre.

<sup>1</sup>[www.nzz.ch/wirtschaft/geldpolitik-der-snb-spaltet-die-oekonomen-ld.1678374](http://www.nzz.ch/wirtschaft/geldpolitik-der-snb-spaltet-die-oekonomen-ld.1678374)

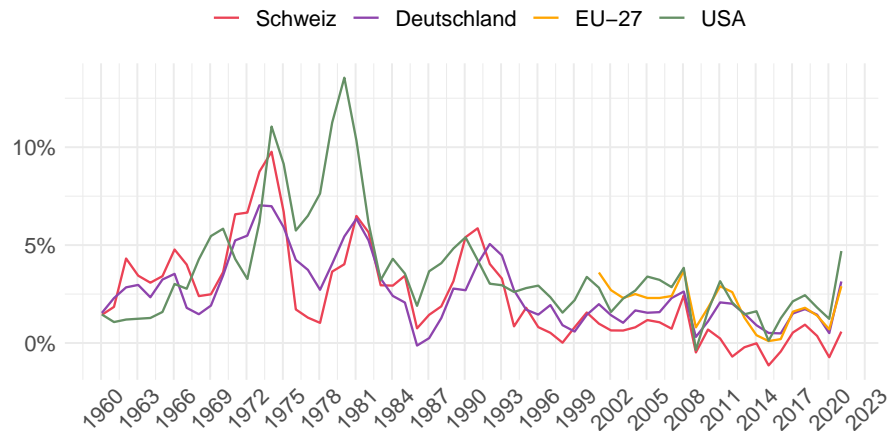


Abbildung 3: Entwicklung der Inflationsraten in der Schweiz, in Deutschland, in der EU und in den USA auf jährlicher 1960 bis 2022. Auslöser des hohen Ausschlags nach oben in den 70er-Jahren war die «Great depression». Quelle: OECD

Dauerhaft würde die Inflation steigen, wenn sie über Zweitrundeneffekte wie Lohnsteigerungen oben bliebe resp. sogar noch zusätzlich ansteigen würde.

Die Gründe für die hohe Inflation können mit zwei unterschiedlichen Ansätzen erklärt werden. Der angebotsseitige Ansatz geht von Kostensteigerungen der Unternehmen etwa in Form von steigenden Rohstoffpreisen, Lieferproblemen oder einer knappen Zahl an Arbeitskräften aus. Der zweite Ansatz erklärt die steigende Inflation aufgrund von Nachfrageeffekten. Nach diesem Ansatz ist die hohe Inflation auf den starken Nachholkonsum, der nach dem Abflachen der Corona-Pandemie in fast allen Wirtschaftssektoren einsetzte, zurückzuführen.

Die beiden Ansätze erklären jedoch nur die eher kurzfristigen Entwicklungen aufgrund der Corona-Pandemie und der Invasion Russlands in die Ukraine. Zugrunde liegt den beiden Preistreibern eine hohe zirkulierende Geldmenge. Als ausschlaggebend sehen die befragten Ökonominnen und Ökonomen jedoch den Kostenanstieg für die Inflation. 44 Prozent von Ihnen würden eine restriktivere Geldpolitik, etwa über eine Erhöhung des Leitzinses, für angemessen halten. Seit über sieben Jahren lag der Leitzins in der Schweiz bei rekordtiefen -0.75 Prozent, bevor ihn die SNB im Juni um 0.5 Prozentpunkte anhob. Den Leitzins bereits angehoben hat die US-Notenbank Fed. Sie hat den größten Zinsschritt

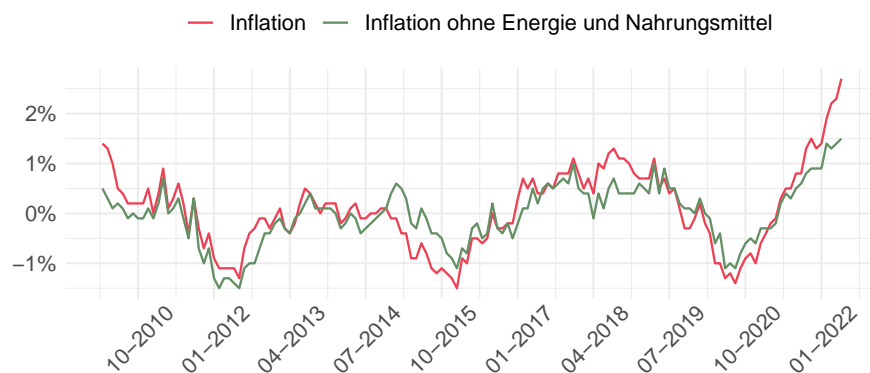


Abbildung 4: Die gesamte Inflations- und die Kerninflationsrate. Letztere wird ohne Energie- und Nahrungsmittelprodukte berechnet. Quelle: Eurostat

seit 22 Jahren unternommen und den Leitzins um einen halben Punkt auf die neue Spanne von 0,75 bis 1,0 Prozent gehievt. Es war dies die stärkste Anhebung seit 22 Jahren und es werden im Juni und Juli ähnlich hohe Schritte erwartet.

Eine Mehrheit der befragten Ökonomeninnen und Ökonomen geht davon aus, dass der Leitzins in den nächsten fünf Jahren wieder in den positiven Bereich zu liegen kommen wird. Mittel- bis längerfristig geht somit eine Mehrheit der Befragten von einer Normalisierung der Zinspolitik aus. Eher überraschend war, dass die SNB mit ihrer Erhöhung des Leitzinses der EZB voranging. Durch dieses Vorpreschen hat sich die Zinsdifferenz zwischen Schweizer Franken und Euro sowie der Aufwertungsdruck des Schweizer Frankens vergrössert. Am Trend eines erstarkenden Frankens dürfte sich somit kurzfristig wenig ändern. Dabei ist der Inflationsunterschied zwischen der Schweiz und der EU nicht berücksichtigt, denn dieser hat auf das nominale Erstarken des Frankens einen willkommenen Nebeneffekt: Indem die SNB die Aufwertung zulässt, verringern sich die Importpreise und sinkt der Inflationsdruck. Diese schweizerische Besonderheit und die Überzeugung vieler Ökonomen, dass der gegenwärtige Inflationsdruck kurzfristiger Natur sein wird, tragen wohl auch dazu bei, dass die Befragten in fünf Jahren nur noch mit einer moderaten Teuerung rechnen.

Geldpolitik zu betreiben ist zurzeit äusserst anspruchsvoll, den die Reduktion

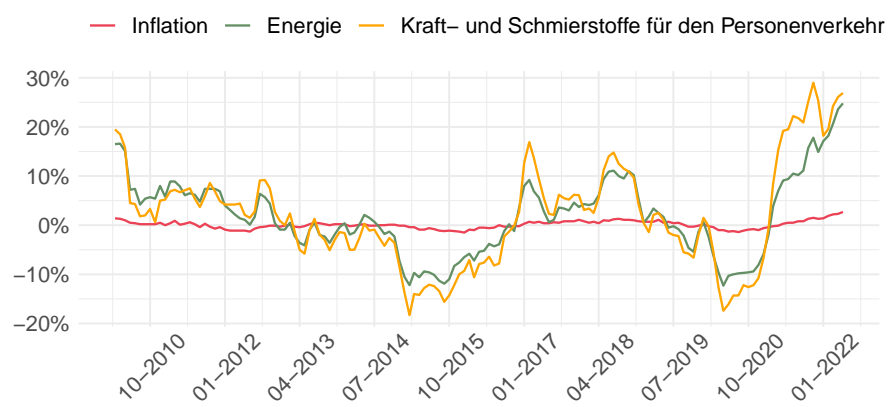


Abbildung 5: Schwankungen der Energiepreise sowie spezifischer der Kraft- und Schmierstoffe für den Personenverkehr für die Schweiz. Quelle: Eurostat

der Geldmenge bremst die wirtschaftliche Entwicklung zusätzlich, denn bereits schon ist sie durch die Folgen des Ukrainekriegs ins Stottern geraten.

## **Vergleichbarkeit der heutigen Situation mit derjenigen in den 70er-Jahren («Great depression»)**

### **Ein Blick zurück**

Ein Blick zurück auf den Verlauf der Inflation zeigt unter anderem ein hohes Preiswachstum während der grossen Depression («Great depression») in den 70er-Jahren. Diese war geprägt von zweistelligen Inflationsraten und einer stagnierenden Wirtschaft («Stagflation»). Befürchtungen werden lauter, dass sich die Situation in den 70er-Jahren heutzutage wiederholen könnte. Grundlage für diese Befürchtungen ist die steigende Inflation und die als Folge des Ukrainekriegs gebremste wirtschaftliche Entwicklung. Sind diese Befürchtungen gerechtfertigt? Jongrim Ha, M.A. Kose und F. Ohnsorge (2022) von der Weltbank gehen in ihrem Beitrag «1970s: Similarities and differences» dieser Frage nach.

Der Anstieg der Rohstoffpreise als Folge der Invasion Russlands in die Ukraine hat den Anstieg der Inflation zusätzlich beschleunigt. Nicht wenige gehen jedoch davon aus, dass mittelfristig, nach Abklingen der erhöhten Rohstoffpreise als Folge des Ukrainekriegs und der Angebotsengpässe bedingt durch die Corona-Pandemie die Inflation wieder zurück auf das Vor-Krisenniveau sinken wird. Ein Blick auf die hohe Inflation in den 1970er-Jahren zeigt jedoch, dass es begründete Zweifel an dieser Einschätzung gibt. Die steigende Inflation erhöht nämlich den Druck auf die Notenbanken, dass sie vor dem Hintergrund ihrer Inflationsziele viel stärker reagieren müssen als sie es bisher taten.

Die Inflation liegt inzwischen in fast allen entwickelten Volkswirtschaften über dem angestrebten Zielwert und die höheren Rohstoffpreise bedingt durch die russische Invasion in die Ukraine treiben sie weiter nach oben (vgl. Abbildung 5). Mittelfristig gehen die Erwartungen von einer Senkung der Inflation und deren Rückgang ins definierte Zielband aus. Jedoch gibt es ein begründetes Risiko für weitere Inflationsschocks und eine anhaltende Periode von hoher Inflation, wodurch die Inflationserwartungen entgleiten könnten. Dies würde ein Wendepunkt nach einer zwei Jahrzehnte lange anhaltenden tiefen und stabilen Inflation bedeuten. Die hohen und volatilen Inflationsraten der 1970er-Jahre zeigen einige Parallelen zur heutigen Situation, wodurch sich daraus einige Lehren ziehen lassen.

Verwerfungen der Angebotsseite als Folge der Corona-Pandemie und der darauf folgende Angebotsschock als Folge des Russlandkrieges ähneln den Entwicklungen des Ölshocks 1973 und von 1979 bis 1980. Auch war die Geldpolitik damals wie heute sehr expansiv. Bewegungen der Inflation ausserhalb der Zielbänder

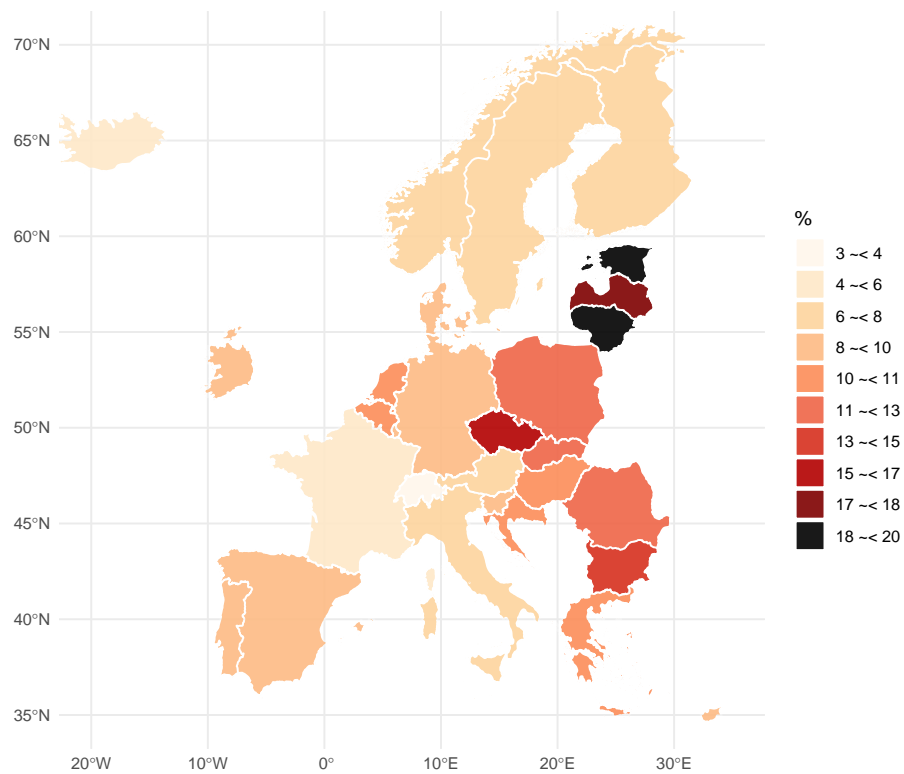


Abbildung 6: Die Inflationsraten in den europäischen Ländern. Mitten drin die Inflationsinsel Schweiz mit einer Inflationsrate von 2.9 Prozent im Mai. In der Abbildung fehlt die Türkei, die im Mai eine Inflationsrate von 73.5 Prozent hatte. Quelle: Eurostat



dürften in den meisten entwickelten Volkswirtschaften restriktivere Schritte zur Erreichung einer Normalisierung der Zinspolitik zur Folge haben. In den 1980s führte diese Politik zu einer Rezession und damit zu ein sogenannten «hard landing».

Wichtig ist jedoch auch zu erwähnen, dass es auch gewichtige Unterschiede der Situation heute und in den 1970er Jahren gibt. So ist der Anstieg der Rohstoffpreise bisher moderater als er in den 1970er-Jahren war. Mit dem Ölschock haben sich die Ölpreise von 1973 bis 1974 vervierfacht und zwischen 1979 und 1980 nochmals verdoppelt. Die schwache wirtschaftliche Situation zusammen mit sich wiederholenden Angebotsschocks endeten im Phänomen der Stagflation. Heute ist der Ölpreis real nur gerade zwei Drittel so hoch wie derjenige von 1980 oder 2008.

Seit den 1970er-Jahren fand bei den Notenbanken zudem eine Veränderung der währungspolitischen Rahmenbedingungen statt. 1970 fokussierten die Notenbanken, anders als heute, nicht primär auf die Inflation, sondern auf mehrere konkurrierende Ziele, so etwa auf die Wirtschaftsleistung, die Beschäftigung und die Preisstabilität. Diese «passive» Geldpolitik führte zu einer steigenden Inflation während mehrerer Dekaden. So startete die globale Medianinflation 1960 bei 1.5 Prozent und stieg bis 1960 rasant auf Werte zwischen 1.5 und 4.7 Prozent an. 1970 erreichte die Medianinflation 5.5 Prozent und stieg weiter bis in den Bereich zwischen 5.5 und 14.4 Prozent bevor sie 1980 bei 14 Prozent zu liegen kam. Zum Vergleich, heute ist die globale Inflation nur wenig über dem Vorpandemie-Niveau (5 Prozent durchschnittlich zwischen 2021 und 2022 und 7 Prozent im März 2022). Prognosen und Erwartungen gehen davon aus, dass die globale Inflation noch bis 10 Prozent ansteigt, bevor sie wieder zu sinken beginnt. Inzwischen haben Notenbanken in entwickelten Volkswirtschaften klare Mandate für Preisstabilität mit definiertem Inflationsziel. In den letzten drei Jahrzehnten bewegte sich die Inflation grösstenteils im vordefinierten Zielband, was die Glaubwürdigkeit der Notenbanken stärkte und festigte.

Die klare Fokussierung auf die Preisstabilität hat zu einer Stabilisierung der Inflationserwartungen geführt, wodurch insbesondere die Kerninflation weniger sensitiv gegenüber Inflationsschocks reagiert. Bisher hat sich der Anstieg der Inflation mehrheitlich auf wenige energieintensive und von der Pandemie betroffene Branchen beschränkt, wobei es Anzeichen für eine Ausweitung auf weitere Branchen gibt. Dies ist anders als zwischen 1970 und 1980, als sich der Anstieg der Inflation auf breiter Basis bemerkbar machte. Von den hohen Inflationsraten waren praktisch alle Branchen betroffen. Es kann somit davon ausgegangen werden, dass sich die Inflation rückläufig entwickeln wird, sobald sich die Rohstoffpreise stabilisieren resp. sich die Angebotsengpässe normalisieren.

## Was spricht für und was gegen eine dauerhafte Erhöhung der Inflation?

Letztlich hat in den 1970er-Jahren und in den frühen 1980er-Jahren eine aggressive restriktive Geldpolitik die Inflation in entwickelten Volkswirtschaften gesenkt und die Glaubwürdigkeit der entsprechenden Notenbanken gestärkt, was jedoch meist auf Kosten einer tiefen Rezession geschah. So stiegen beispielsweise in den USA die kurzfristigen Zinsen von 1976 bis Mitte 1981 um fast das Vierfache. Als Folge dieses starken Zinsanstiegs ging die US Wirtschaftsleistung zwischen dem frühen 1981 und Mitte 1982 um mehr als zwei Prozent zurück.

Aktuell ist davon auszugehen, dass die Inflation aufgrund von Nachfrage- und Angebotsschocks weiter ansteigt. Mittelfristig ist mit einem Rückgang der Inflation zu rechnen, jedoch zeigt die Erfahrung der 1970er-Jahre, dass dieser Rückgang meist auf Kosten der Wirtschaftsdynamik geht.

Folgende Faktoren sprechen dafür, dass die globale Inflation mittelfristig zurück zum Zielwert finden wird. Die Straffung der Geldpolitik durch die Notenbanken, die Beendigung des fiskalischen Stimulus zur Überbrückung der Corona-Pandemie und die Auswirkungen auf das Wachstum sind gebremst, da die Verwerfungen des Angebots als Folge des Ukrainekriegs eingepreist sind und sich die Rohstoffpreise nach und nach stabilisieren. Auch werden sich die globalen Produktionsketten und die Logistik anpassen, so dass sich die Situation mit den Engpässen normalisieren wird.

Weiter haben Notenbanken während Jahrzehnten eine Glaubwürdigkeit aufgebaut, die zu Inflationserwartungen führen, die mittelfristig von einem Rückgang der Inflation ausgehen. Haben zudem die strukturellen Gegebenheiten Bestand, die die Inflation vor der Pandemie und in Vergangenheit tief hielten, so wird der Trend der Inflation weiterhin rückläufig sein. Es bleibt jedoch ein beträchtliches Risiko, dass die obigen Faktoren nicht die erwartete Wirkung zeitigen und die Inflation hoch bleibt. Erstens könnten stagflationäre Schocks häufiger und einschneidender werden und zu einem wiederholten Überschiessen der Inflation führen, was letztlich die Inflationserwartungen volatiler und schwieriger prognostizierbar machen würden. Zudem besteht die Gefahr, dass die Zentralbanken zu zögerlich handeln und so die Inflation nicht auf das gewünschte Niveau hinunterbringen. So würde über die Zeit das Vertrauen der Wirtschaftsakteure in die Notenbanken sinken und damit die Durchsetzung der Geldpolitik zukünftig erschwert. Zuletzt könnten die strukturellen Gegebenheiten der Vergangenheit, die zur tiefen Inflation führten, nachhaltig verschlechtert werden und die zukünftige Stabilisierung der Inflation zusätzlich erschweren.

Der unsichere Ausblick auferlegt den Notenbanken einige politische Knacknüssen. Unabhängig davon macht es für sie keinen Sinn von der bisherigen Praxis abzuweichen, denn damit konnten sie in den letzten Jahrzehnten eine grosse Glaubwürdigkeit aufbauen und festigen. Die Notenbanken sind gut beraten, ihre Geldpolitik auch zukünftig so umzusetzen, dass die makroökonomische Stabilität möglichst aufrechterhalten können. Zudem müssen sie ihre Pläne

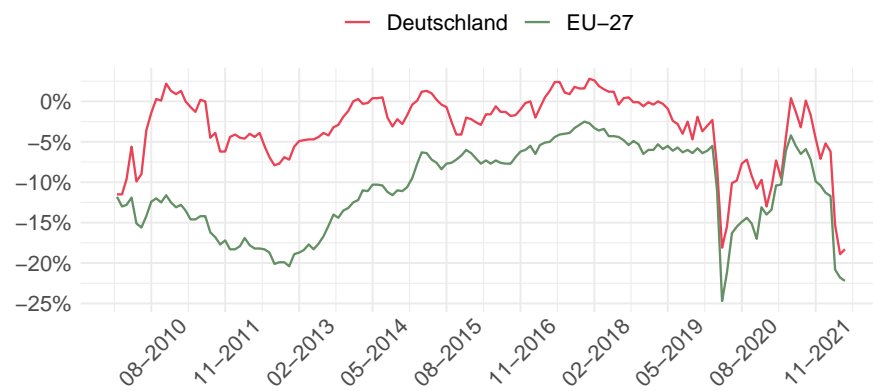


Abbildung 7: Konsumentenstimmung in der EU-27, Deutschland und der Schweiz. \*Quelle\*: Eurostat und Seco

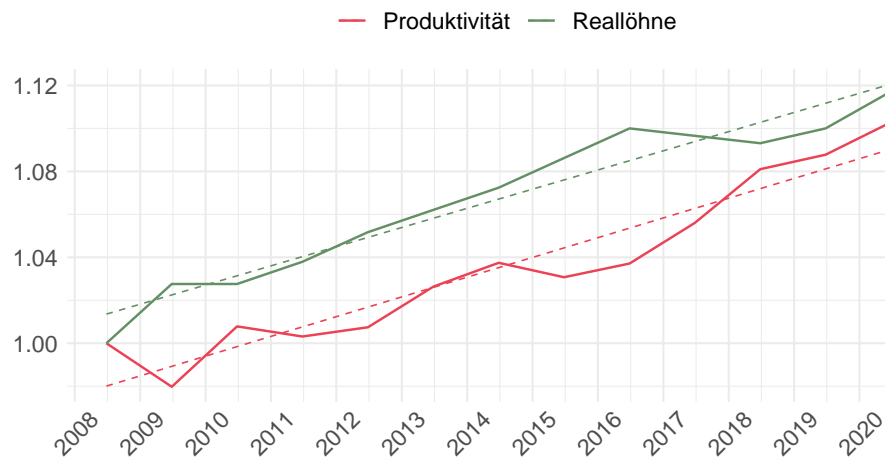


Abbildung 8: Entwicklung der Reallöhne sowie der Produktivität sowie deren lineare Trendlinien. Quelle: BFS

klar und transparent kommunizieren und so ihre Glaubwürdigkeit stärken.

## Gibt es Spielraum der Unternehmen für Lohnerhöhungen?

Ein Blick zurück zeigt, dass die Inflationsraten der Schweiz ab 2009 mehrere Jahren negativ waren (vgl. Abbildung 3), was sich positiv auf die Entwicklung der Reallöhne auswirkte und somit die Reallöhne stärkte. So stiegen die Reallöhne in den letzten zehn Jahren um gegen 8 Prozent resp. um durchschnittlich 0.8 Prozentpunkte pro Jahr.

Der von den Gewerkschaften in die Lohnverhandlungen einbrachte Nachholbedarf der Reallöhne mit Blick auf die Produktivität gibt es so nicht (vgl. Abbildung 8). Vielmehr sind diese beiden Grössen in den letzten Jahren praktisch parallel angestiegen.

Auch sind die Unternehmen von der Inflation ebenfalls betroffen, denn diese ist importiert und die Margen aufgrund der höheren Preise bleiben nicht bei den inländischen Unternehmen.

## Erkenntnisse

Die steigende Inflation ist nicht nur medial, sondern auch bei Konsumentinnen und Konsumenten ein brennendes Thema. Auch im April 2022 stiegen die Inflationsraten von Ländern der EU aber auch der USA im Vergleich zum Monat März weiter an. Einigkeit besteht bei Ökonominnen und Ökonomen darüber, dass die Inflationsrate von unterschiedlichen Treibern getrieben wird. Dabei überlagern die preistreibenden Entwicklungen als Folge des Ukrainekriegs wie auch der Folgen der Corona-Pandemie die zugrundeliegende Teuerung aufgrund der expansiven Geldpolitik der Notenbanken in den letzten Jahren.

Der Ukrainekrieg erhöhte in den zurückliegenden Monaten die Energiepreise empfindlich, während die Corona-Pandemie zurzeit zu Lockdowns in China führt, was die globalen Lieferketten stark stört. Diese Engpässe erhöhen die Preise als Folge der Knappheit von Gütern. Gemäss einer Umfrage der NZZ und der KOF sieht eine Mehrheit von Ökonominnen und Ökonomen die hohen Inflationsraten als temporäres Problem. Für diese Einschätzung gibt es gewichtige Gründe, so etwa die Tatsache, dass das US-Fed die Geldpolitik bereits gestrafft hat und wohl auch EZB und anschliessend die SNB nachziehen dürften. Auch ist der fiskalische Stimulus zur Überwindung der Corona-Pandemie beendet. Ebenso gewöhnen sich die Marktakteure kontinuierlich an die höheren Rohstoffpreise, so dass diese bald in die Kaufüberlegungen der Konsumenten eingepreist sein dürften. Auch passt sich die Logistik an die neuen Gegebenheiten an und die Lieferengpässe dürften über die Zeit abnehmen. Zudem weisen die Notenbanken in den meisten entwickelten Volkswirtschaften eine hohe Glaubwürdigkeit auf, so dass die Erwartungen hin zu einer rückläufigen Inflation gehen. Auch dürften die strukturellen Rahmenbedingungen der Vergangenheit, die vor den momentanen Krisen eine tiefe Inflationsrate sichergestellt haben, auch weiterhin Bestand haben. Gegeben dem ist so, so dürfte sich die Inflation zukünftig auf ein tieferes Niveau zurück entwickeln.

Nach wie vor bestehen jedoch beträchtliche Risiken, dass die obigen Faktoren die Inflation mittelfristig nicht wieder zurück ins Zielband führen. So könnten etwa stagflationäre Schocks häufiger werden und so die Inflationserwartungen destabilisieren. Ebenso besteht die Gefahr, dass die Notenbanken zu zögerlich reagieren und so die Inflation hoch bleibt resp. weiter ansteigt. Dies würde über die Zeit der Glaubwürdigkeit der Notenbanken schaden und die zukünftige Geldpolitik erschweren. Und nicht zuletzt kann es sein, dass die in Vergangenheit stabilisierend wirkenden strukturellen Rahmenbedingungen soweit verändert haben, dass sie ihre bisherige inflationshemmende Wirkung nicht mehr ausüben.

## **Literatur**

Jongrim Ha, M.A. Kose und F. Ohnsorge, 2022. Today's inflation and the great inflation of the 1970s: Similarities and differences. VOX EU.