

Spezialthema: Inflation

Juni 2021

Agenda

- ❑ Inflation: Ein politisches – kein monetäres – Phänomen.
- ❑ Prognoseinstrumente für die Inflation? Die Realwirtschaft in Form der Output Gap schneidet gut ab. Unter den monetären Indikatoren liefert das Zinsniveau gewisse Anhaltspunkte, während der Zusammenhang von Geldmenge und Inflation zu hinterfragen ist.
- ❑ Lohn-Preis-Spirale: Überstrapazierter Mechanismus.
- ❑ Marktbasierte Inflationserwartungen: Keine taugliche Prognose.
- ❑ Tiefe und vergleichsweise stabile Inflationsraten wie in den letzten drei Jahrzehnten bleiben das mittelfristig wahrscheinlichste Szenario. Zu berücksichtigen ist, dass Inflationsprognosen naturgemäß deutlich unschärfer sind als Prognosen der Realwirtschaft.

Executive Summary

Wir analysieren in dieser Kurzstudie wesentliche Trends und Bestimmungsgründe der Inflation. Aufgrund ihrer Bedeutung für die globalen Kapitalmärkte und der Datenverfügbarkeit stehen die USA im Vordergrund. Ergänzend betrachten wir die Eurozone.

Wir beleuchten Erklärungsansätze für die Inflationsentwicklung, insbesondere die Konjunktur, Indikatoren der Geldpolitik und die Rolle der Wirtschaftspolitik und deren institutioneller Rahmen (Letzteres ist v.a. für das Verständnis von Phasen sehr hoher Inflation von Bedeutung). Was die Konjunktur betrifft, ist die Output Gap (ein Mass, ob eine Wirtschaft über oder unter ihrem produktiven Potenzial bei Vollbeschäftigung operiert) ein bestechend einfacher und im Zeitablauf verlässlicher vorauslaufender Indikator der Inflation. Unter den geldpolitischen Faktoren ist eine Beurteilung des Zinsniveaus hilfreich. Geldmengenaggregate (wie M1 und M2) sind zur Beurteilung der Inflation wenig geeignet. Besonders problematisch für die Geldtheorie ist, dass seit etwa 1990 kaum noch ein Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Inflation erkennbar ist. Konzeptionell ist nicht klar, ob eine Veränderung der Geldmenge lediglich das Spiegelbild einer Vielzahl von Angebots- und Nachfragefaktoren (auch die Inflation ist ein Nachfragefaktor) darstellt oder tatsächlich ein Auslöser von Inflation ist. Wir zeigen auch, dass Marktindikatoren der erwarteten Inflation wenig Aussagekraft bezüglich der künftigen Inflationsentwicklung haben. Am Schluss der Studie fassen wir die Faktoren zusammen, welche eine tiefe und vergleichsweise stabile Inflation seit den 1990er-Jahren begünstigt haben dürften.

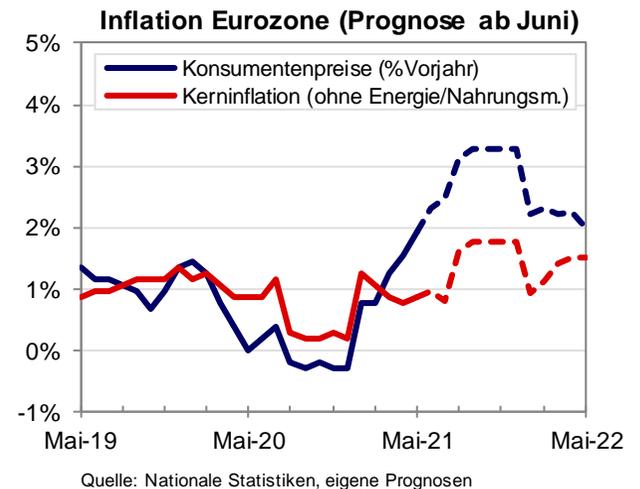
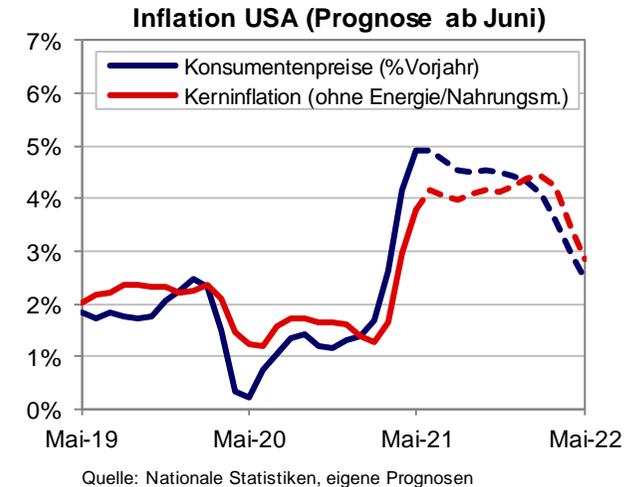
Für die Anlagepraxis haben sich folgende analytischen Bausteine bewährt: Die Inflation ist umso höher, je stärker eine Volkswirtschaft über ihrem produktiven Potenzial operiert, wobei es unerheblich ist, ob eine Überhitzung durch eine zu lockere Geldpolitik, Fiskalprogramme oder andere Faktoren ausgelöst wird. Ein gegenüber dem Gleichgewichtszins systematisch und für längere Zeit zu tiefes Zinsniveau würde mittelfristig Inflationsrisiken signalisieren, was derzeit nicht der Fall ist.

Wir kommen zum Schluss, dass tiefe und vergleichsweise stabile Inflationsraten wie in den letzten drei Jahrzehnten das mittelfristig wahrscheinlichste Szenario bleiben. Dabei gilt es zu berücksichtigen, dass Inflationsprognosen naturgemäss deutlich unschärfer sind als Prognosen der Realwirtschaft.

Inflation: Preisdruck derzeit fast nur in den USA

Es hat sich bereits vor einigen Monaten abgezeichnet, dass die Inflationsraten im zweiten Quartal anziehen werden. Dies ist eine Folge der wirtschaftlichen Normalisierung, des Anstiegs der Rohstoffpreise und von Lieferengpässen in einigen Güterkategorien. In den USA sind die Preise tatsächlich deutlich stärker gestiegen als erwartet. So lag der Konsumentenpreisindex (die Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel) im April um 0,9% und im Mai um 0,7% über dem Vormonatswert. Während die vergleichbaren Werte für die Eurozone im April und Mai bei 0,1% bzw. 0,2% lagen (auf Basis saisonbereinigter EZB-Daten), weisen Umfragen bei Unternehmen auch in Europa derzeit auf einen höher als üblichen Preisdruck hin. Dieser sollte im weiteren Jahresverlauf global, wenn Angebot und Nachfrage wieder besser im Gleichgewicht sind, spürbar nachlassen.

Trotz überdurchschnittlicher monatlicher Inflationsraten in den USA sind es weitgehend Basiseffekte, welche den Anstieg des Preisniveaus im Vorjahresvergleich bewirken, da die Preise in den Lockdowns vor Jahresfrist gesunken sind. Mit Verzögerung führen Basiseffekte (v.a. aufgrund gestiegener Energiepreise) auch in der Eurozone v.a. in der zweiten Jahreshälfte zu höheren Inflationsraten. Die Prognosen in den Grafiken basieren auf leicht überdurchschnittlichen monatlichen Preissteigerungsraten bis August und danach auf den in den letzten Jahren üblichen monatlichen Zuwächsen.



Historische Trends: Deutschland und USA

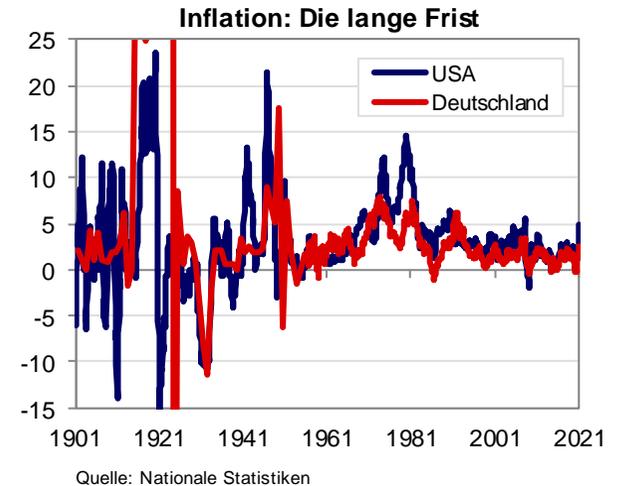
Die Grafik zeigt die Inflationsraten in den USA und Deutschland in den letzten 120 Jahren.

Die Inflation ist aufgrund angebotsseitiger Störungen und eines enormen staatlichen Geldbedarfs während und nach bedeutenden Kriegen i.d.R. hoch (und kann in einer Hyperinflation enden, wie in der Weimarer Republik). Bemerkenswert ist der Anstieg der Inflation zwischen Mitte der 1950er und Anfang der 1980er-Jahre, wobei die Ursachen im Wesentlichen in einer aktivistischen Wirtschaftspolitik, welche einen Anstieg der Inflation in Kauf genommen hat, liegen (wobei Ölpreisschocks die Inflation in den 1970er-Jahren zusätzlich befeuert haben).

Die Inflation war wesentlich volatil in der ersten Hälfte des vergangenen Jahrhunderts als danach.

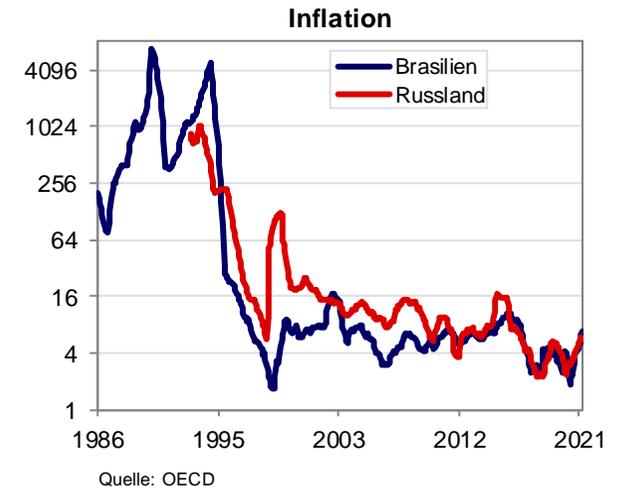
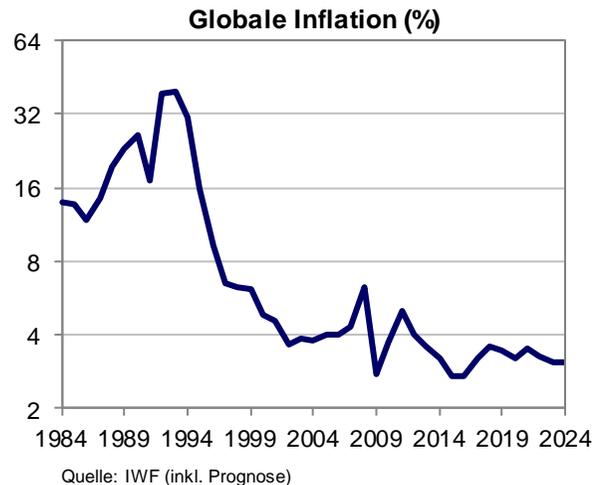
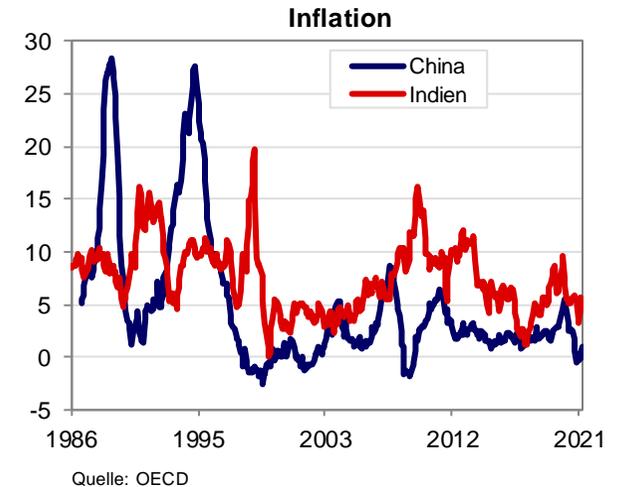
Inflation: Weit schwieriger prognostizierbar als die Realwirtschaft

Die Grafik illustriert auch, dass die Inflation im statistischen Sinne keine stationäre Variable ist, d.h. die Inflation oszilliert (anders als beispielsweise die Arbeitslosenrate) nicht um einen im Zeitablauf etwa konstanten Mittelwert bei konstanter Varianz. Diese Eigenschaft macht eine Inflationsprognose bereits aus statistischen Gründen wesentlich schwieriger als eine Prognose der realwirtschaftlichen Entwicklung, denn nicht-stationäre Variablen folgen einem Random-Walk-Prozess ohne ex ante konstantem Mittelwert als Anker.



Entwicklungen in führenden Schwellenländern

Dass die Inflation nicht nur in den Industrieländern seit den 1980er-Jahren rückläufig ist, zeigt die Entwicklung in führenden Schwellenländern. Während eine säkular tiefere Inflation in Indien nur ansatzweise erkennbar ist, ist ein Strukturbruch in China Mitte der 1990er-Jahre offensichtlich. In den früheren Hyperinflationen Brasiliens und Russlands sind die Unterschiede in der Inflation vor und nach dem Jahr 2000 augenfällig.

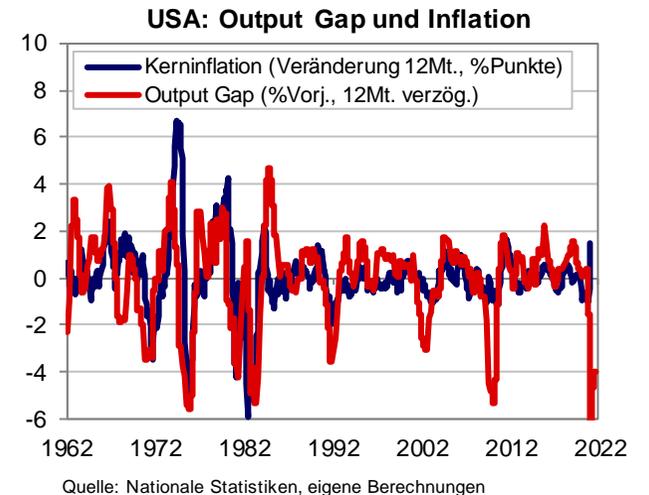


Output Gap: Inflation bei Überhitzung

Die Grafik zeigt die Veränderung der Inflation im Vorjahresvergleich (in Prozentpunkten) und die Output Gap (die Veränderung im 12-Monatsvergleich, jeweils um 12 Monate verzögert). Die Output Gap misst die Differenz der aktuellen und der potenziellen Wirtschaftsleistung (wobei letztere als Bruttoinlandsprodukt bei Vollbeschäftigung definiert ist). Eine positive Output Gap bedeutet, dass die Wirtschaft oberhalb ihres nachhaltigen Produktionspotenzials operiert und dass Kapazitätsengpässe bestehen. In einem solchen Umfeld sind die Unternehmen eher geneigt, die Preise zu erhöhen, als wenn die Nachfrage schwach ist.

Dass Veränderungen in der Output Gap die Inflation ein Jahr verzögert bestimmen, ist in der Grafik gut ersichtlich, wobei dieser Zusammenhang über die letzten sechs Jahrzehnte hinweg sehr stabil war. Dieses Ergebnis ist ganz anders als bei der Geldmenge, deren Korrelation mit der Inflation Anfang der 1990er-Jahre zusammengebrochen ist. Die Grafik zeigt auch, dass sowohl die Output Gap als auch die Inflation in der Zeit von 1960 bis Mitte der 1980er-Jahre grössere Ausschläge verzeichnet haben als nach 1990, womit die Volatilität der Inflation mit jener der Realwirtschaft korreliert.

Damit ist der Konjunkturzyklus ein guter Indikator für Veränderungen der Inflation. Angesichts des Rückgangs der Output Gap vor einem Jahr ist der zugrundeliegende Inflationsdruck derzeit noch gering. Dies stützt die Annahme, dass der jüngste Anstieg der Inflation in den USA ein vorübergehendes Phänomen darstellt, welches u.a. mit der Öffnung der Wirtschaft nach den Lockdowns zusammenhängt.



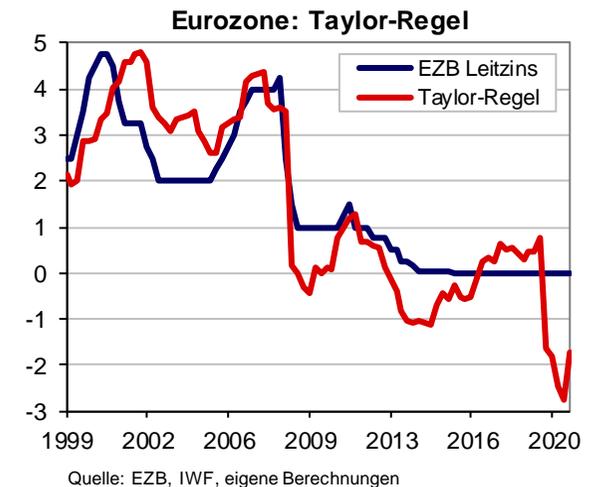
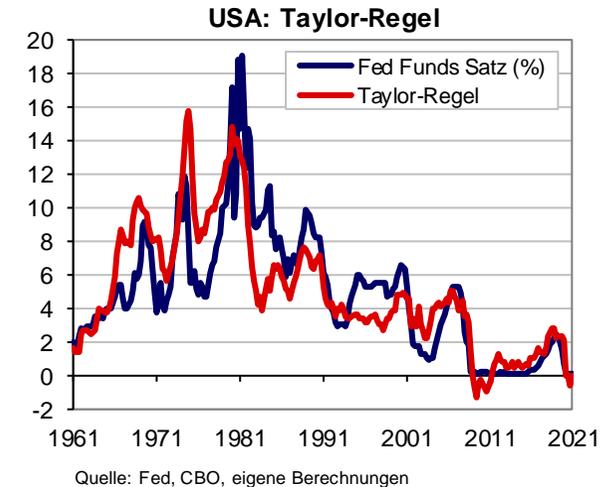
Inflation wegen zu billigen Geldes?

Um abschätzen zu können, ob der Leitzins einer Notenbank im Einklang mit dem wirtschaftlichen Umfeld steht, bietet sich die Taylor-Regel an. Deren Berechnung basiert auf der aktuellen Inflation, dem Inflationsziel der Notenbank, der Konjunktur (in Form der Output Gap, d.h. der Abweichung der wirtschaftlichen Aktivität vom Potenzial bei Vollbeschäftigung) und dem neutralen Realzins (welcher seinerseits von der Demografie und der Zunahme der Arbeitsproduktivität beeinflusst wird).

Tatsächlich zeigt das Beispiel der USA, dass die Geldpolitik in den 1960er- und 1970er-Jahren zu locker war. Der Fed Funds-Satz (der Leitzins der USA) war meist tiefer als das Niveau, welches durch die Taylor-Regel angezeigt wird.

Zu günstiges Geld in den 1960er- und 1970er-Jahren würde demnach den Anstieg der Inflation in dieser Periode erklären. Mit einer restriktiven Geldpolitik (d.h. deutlich über der Taylor-Regel liegender Fed Funds-Satz) Anfang der 1980er-Jahre wurde der Grundstein für einen anhaltenden Rückgang der Inflation gelegt.

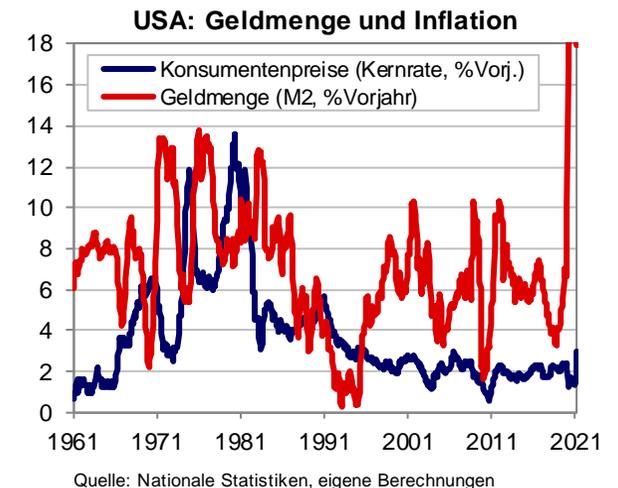
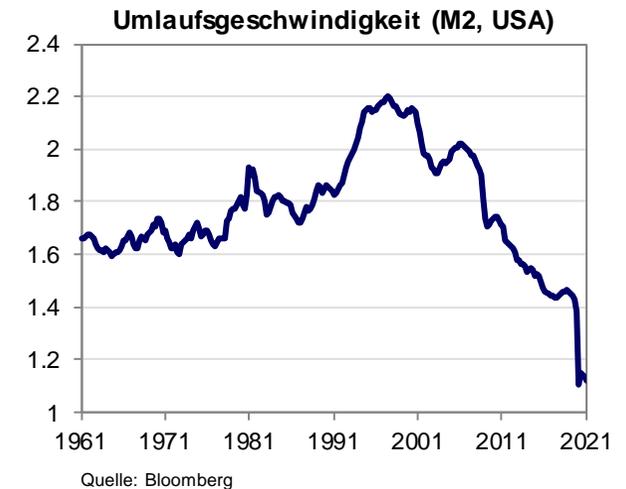
Die Grafik für die Eurozone zeigt, dass der EZB-Leitzins seit der Finanzkrise von 2008 im Mittel höher war als dies durch die Taylor-Regel angezeigt wird. In den USA stimmte der Leitzins in den vergangenen fünfzehn Jahren fast perfekt mit der Taylor-Regel überein. Damit implizieren die derzeit historisch tiefen Notenbankzinsen überraschenderweise keine zu lockere Geldpolitik.



Geldmenge und Inflation: Gibt es überhaupt einen Zusammenhang?

Der Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisniveau lässt sich mit der Quantitätsgleichung (deren Wurzeln reichen ins 16. Jahrhundert zurück) illustrieren, wobei die Gleichung eine Definition ist und daher immer gilt: $M \cdot v = P \cdot y$. Die Geldmenge M multipliziert mit der Umlaufgeschwindigkeit v entspricht dem Wert aller Transaktionen, d.h. dem Preisniveau P multipliziert mit dem Transaktionsvolumen y (angenähert meist durch das reale Bruttoinlandsprodukt). Ein stabiler Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisniveau ergibt sich, wenn unterstellt werden kann, dass v konstant ist (y schwankt naturgemäss eher wenig), was seit den frühen 1990er-Jahren nicht mehr der Fall war (vgl. Grafik oben). Selbst wenn v konstant ist, sagt die Gleichung nichts darüber aus, ob M durch P verursacht wird (steigende Geldnachfrage aufgrund eines gestiegenen Preisniveaus) oder umgekehrt. Einfache statistische Analysen für die USA mit Daten von 1880 bis 2020 zeigen, dass M sogar etwas stärker durch P bestimmt wird als P durch M , wobei Letzteres üblicherweise als ausschliessliche Kausalität unterstellt wird.

Die Grafik unten zeigt das Wachstum der Geldmenge M2 und der Inflation für die USA seit den 1960er-Jahren. Der Zusammenhang zwischen den beiden Grössen ist wenig stabil. Das Fehlen einer Korrelation zwischen M2 und der Inflation seit etwa 1990 ist als «Inflationsparadox» bekannt. Veränderungen der Geldmenge waren zumindest in den letzten drei Jahrzehnten kein zuverlässiger Prädiktor für die Inflation. Es ist offensichtlich, dass eine Theorie, die über längere Zeiträume keine vernünftigen Prognosen liefert, nicht als gute Theorie gewertet werden kann. (Das bedeutet nicht, dass monetäre Aggregate und ihre Komponenten keine nützlichen Informationen für Ökonomen oder Zentralbanken enthalten können, bedeutet aber, dass die Aussage "starkes Wachstum der monetären Aggregate bedeutet höhere Inflation" nicht zutrifft.)

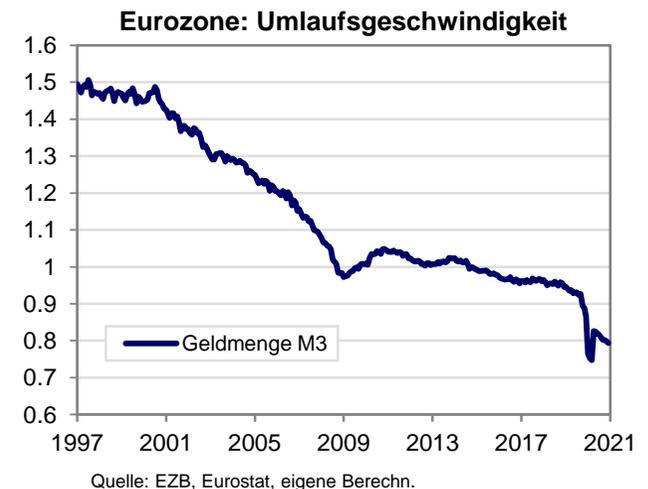
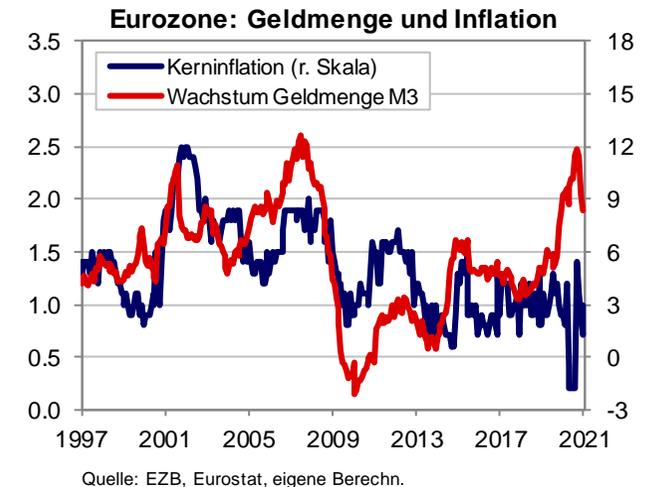


Eurozone: Geldmenge und Inflation

In der Eurozone ist der Zeitraum verfügbarer Daten sehr viel kürzer als in den USA (längere Daten für Deutschland könnten verwendet werden, ihre Aussagekraft für die Eurozone insgesamt dürfte aber begrenzt sein). Seit 1997 war das Wachstum der Geldmenge M3 in der Eurozone im Mittel sehr viel höher als die Inflation. Das Spiegelbild davon ist eine sinkende Umlaufgeschwindigkeit des Geldes (s. untere Grafik).

Dennoch haben sich das Wachstum der Geldmenge M3 in der Eurozone und die Inflation zuweilen in die gleiche Richtung bewegt (der Korrelationskoeffizient liegt bei knapp 0,4). Dabei ist aber zu beachten – und dies ist zentral für die Argumentation –, dass Geldmengenänderungen nicht systematisch der Inflation vorauslaufen. Zuweilen beschleunigt oder verlangsamt sich das Geldmengenwachstum erst, nachdem sich die Inflationsraten bereits verändert haben. Damit scheidet die Geldmenge als vorauslaufender Indikator der Inflation selbstverständlich aus. Da sich die beiden Größen (Geldmenge und Inflation) – wenn überhaupt – etwa zeitgleich bewegen, wäre auch eine umgekehrte Kausalität möglich, d.h. dass die Geldmenge primär durch die Geldnachfrage bestimmt wird, welche ihrerseits abhängig von der Inflation ist.

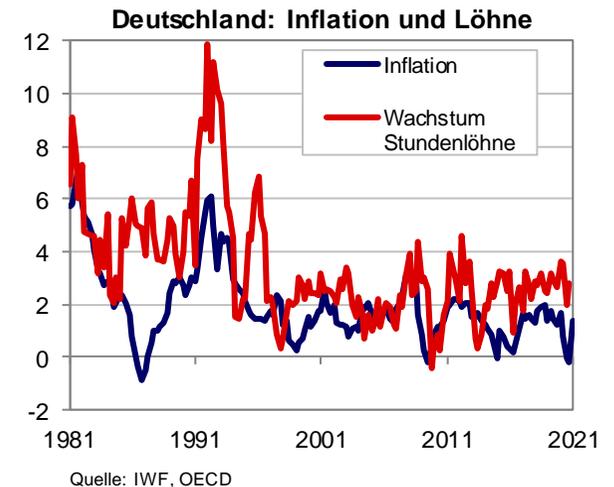
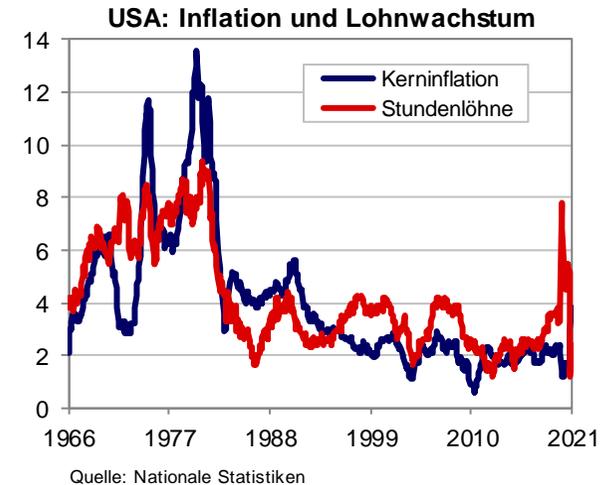
Es lässt sich auch für die Eurozone schliessen, dass ein Anstieg oder Rückgang der Geldmenge nicht als Inflations- oder Deflationssignal interpretiert werden kann.



Die Löhne bewegen sich mit der Inflation

Im Zusammenhang mit Inflation ist gelegentlich von einer Lohnpreis-Spirale die Rede. Demnach löst ein Anstieg der Löhne bei den Unternehmen Preissteigerungen (zwecks Überwälzung der gestiegenen Kosten an die Kunden, um die Gewinnmargen zu halten) aus, was aufgrund höherer Güterpreise wiederum höhere Lohnforderungen nach sich zieht. Der Mechanismus funktioniert bei Vollbeschäftigung, d.h. wenn seitens der Beschäftigten und der Unternehmen eine entsprechende Verhandlungs- bzw. Preissetzungsmacht besteht. In einer wirtschaftlichen Schwächephase, etwa wenn eine Notenbank die Konjunktur mittels Zinserhöhungen dämpft, spielt der Mechanismus in der entgegengesetzten Richtung und die Inflation sinkt.

Eine Lohnpreis-Spirale kann Inflations- und Deflations-Tendenzen zwar verstärken, ist aber kein eigenständiger Mechanismus, welcher die Inflation ausserhalb der Kontrolle der Notenbanken bestimmt.



Institutioneller Rahmen und Wirtschaftspolitik

Episoden extrem hoher Inflation finden sich oft in einer Konstellation, in der einem hohen Finanzbedarf des Staates eine ungenügende privatwirtschaftliche Finanzierung gegenübersteht. Wenn in der Folge die Notenbank zur Finanzierung der Staatsausgaben eingesetzt wird, kann ein solcher Prozess sogar eine Hyperinflation auslösen (was voraussetzt, dass die Notenbanken unter staatlicher Kontrolle stehen). Das Muster ist etwa in der Hyperinflation der Weimarer Republik, aber auch in Zimbabwe in den 2000er-Jahren, gut erkennbar. Ebenso lässt sich die Inflation in den USA nach dem zweiten Weltkrieg mit staatlicher Einflussnahme auf die Geldpolitik in Zusammenhang bringen. Trotz der 1913 gesetzlich festgeschriebenen Unabhängigkeit der Notenbank wurde die US-Geldpolitik zwischen 1933 und 1951 faktisch vom Kongress und der Regierung bestimmt.

Etwas anders gelagert ist die Inflationsphase der 1960er- und 1970er-Jahre. Nach der Entdeckung der Phillips-Kurve 1958, welche einen negativen Zusammenhang zwischen Lohnsteigerungen (bzw. Inflation) und Arbeitslosigkeit aufzeigt, wurde diese primär in den USA alsbald dahingehend interpretiert, dass unter Inkaufnahme einer höheren Inflation die Arbeitslosenrate gesenkt und damit der Wohlstand erhöht werden kann. Das darauf beruhende wirtschaftspolitische Experiment der 1960er-Jahre endete in einem stetigen Anstieg der Inflation. In den 1970er-Jahren kamen Ölpreisschocks hinzu.

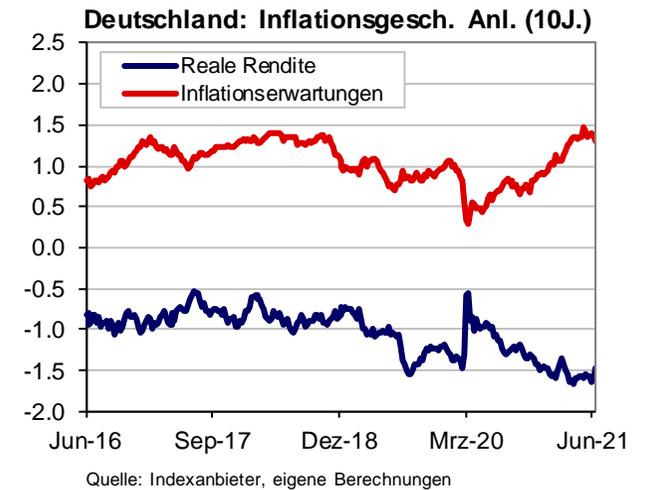
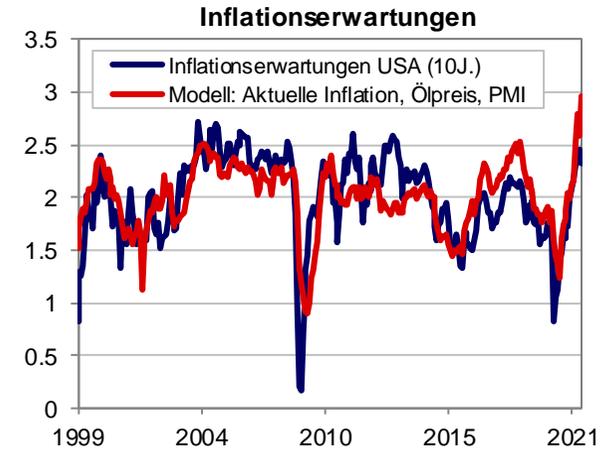
Gemeinsam ist Phasen hoher Inflation, dass diese letztlich das unbeabsichtigte oder tolerierte Resultat der Umsetzung wirtschaftspolitischer Ziele ist. Man ist geneigt, im berühmtesten Satz des Geldtheoretikers Milton Friedman «Inflation ist immer und überall ein monetäres Phänomen» das Wort «monetär» mit «politisch» zu ersetzen, da Geld lediglich den Transmissionsmechanismus, nicht aber die eigentliche Ursache des Phänomens benennt.

Die enorm hohen Anleihekäufe (quantitative Lockerung) führender Notenbanken in Industrieländern seit der Finanzkrise mögen auf den ersten Blick Parallelen zur Geschichte, als Zentralbanken als Notenpresse instrumentalisiert wurden, aufweisen. Die Motivation hinter den derzeitigen Anleihekäufen ist aber eine ganz andere. Die quantitative Lockerung wird seit der Finanzkrise von den Notenbanken auf breiter Front als geldpolitisches Instrument eingesetzt. Dabei erwerben die Notenbanken Staatsanleihen nach eigenem Ermessen und nicht auf Anordnung von Regierungen, deren Haushalte aufgrund versiegender privatwirtschaftlicher Kreditquellen schwer finanzierbar geworden sind.

Inflationserwartungen: Keine Langfristprognose

Inflationserwartungen lassen sich aus Marktpreisen und Umfragen ermitteln. Die aus inflationsgeschützten Anleihen hergeleiteten Erwartungen widerspiegeln dabei (s. Grafik oben) aktuelle Konjunkturdaten, insbesondere die aktuelle Inflation, Veränderungen im Ölpreis und der Konjunktur (repräsentiert durch den PMI, d.h. den Industrie-Einkaufsmanager-Index).

Dass aktuelle Konjunkturdaten einen guten Prädiktor für die Inflation in den kommenden zehn Jahren darstellen, kann bezweifelt werden. Inflationserwartungen sind bezüglich der Fragestellung, was an den Kapitalmärkten eingepreist ist, nützlich, dürften zur Herleitung einer akkuraten langfristigen Inflationsprognose aber wenig beitragen.

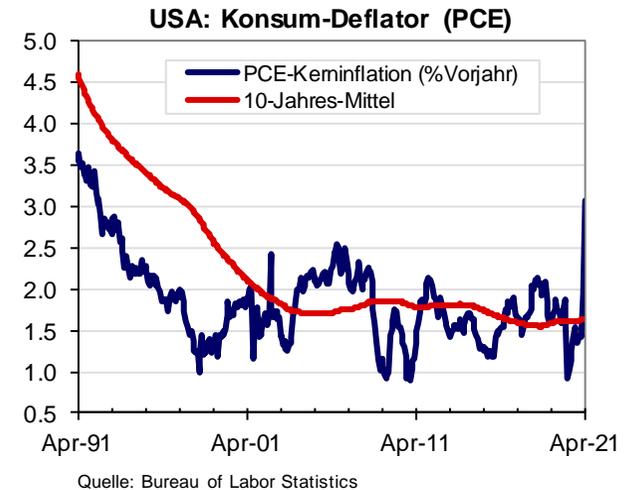


Experimentierfreudige US-Notenbank

Die US-Notenbank hat 2020 beschlossen, die Geldpolitik insofern neu auszurichten, als künftig auf vorbeugende Zinserhöhungen verzichtet wird. Der Grund dafür ist, dass die Inflation (gemessen am Personal Consumption Deflator PCE) seit Mitte der 1990er-Jahre nur selten über dem Fed-Ziel von 2% und im Durchschnitt sogar tiefer war. Dies soll sich künftig ändern, und die Inflation soll über einen Konjunkturzyklus hinweg im Mittel 2% betragen.

Dies bedeutet, dass die Geldpolitik nicht schon gestrafft wird, wenn realwirtschaftliche Indikatoren (etwa eine sehr tiefe Arbeitslosenrate) auf einen weit fortgeschrittenen Konjunkturzyklus hinweisen, sondern erst, wenn dies auch in steigenden Inflationsraten ersichtlich ist.

Wenn auf vorbeugende Zinserhöhungen verzichtet wird, besteht die Chance, dass die Arbeitslosigkeit weit stärker fallen könnte als bisher, ohne dass die Inflation deutlich steigt. Das Risiko besteht darin, dass die Inflation in aller Regel verzögert auf Kapazitätsengpässe reagiert und eine nötige Straffung der Geldpolitik zu spät erfolgt und dann stärker ausfallen muss, als wenn die Geldpolitik vorbeugend agiert hätte.



Gründe für eine verhaltene Inflation

Dass etwa 1990 ein Strukturbruch stattgefunden hat und die Inflation seither tief und vergleichsweise stabil ist, ist in der Literatur gut dokumentiert. Die Inflation hat in den vergangenen drei Jahrzehnten nicht mehr systematisch auf Veränderungen in der Geldmenge reagiert, und die durch den Wirtschaftszyklus verursachten Schwankungen der Inflation sind vergleichsweise gering geblieben. Die Erklärung eines derartigen Strukturbruches ist inhärent schwierig. Wir fassen die wesentlichen der in der Literatur genannten Faktoren im folgenden zusammen.

Die Globalisierung wird oft als dämpfend für die Inflation angeführt. Dabei gilt Chinas Beitritt in die Welthandelsorganisation WTO im Jahr 2001 als Meilenstein. Da Waren und Dienstleistungen global immer besser handelbar werden, verlieren die Unternehmen ihre lokale Preissetzungsmacht und erhöhen daher die Preise nicht, selbst wenn der Lohndruck lokal steigt. Zudem wechseln immer mehr Menschen in Schwellenländern aus der Landwirtschaft in den Industrie- und Dienstleistungssektor, was das globale Arbeitskräfteangebot strukturell erhöht und zyklischen Engpässen entgegenwirkt. Obwohl dieses Argument überzeugend ist, scheint es überraschend wenig empirische Belege dafür zu geben.

Der technologische Fortschritt ist ein weiterer Faktor, der eine niedrige Inflation begünstigt, da viele Produkte (Bsp. Halbleiter) immer leistungsfähiger werden und gleichzeitig weniger kosten, was zu Produktpreisdeflation beiträgt. Die Sharing Economy (Bsp. Airbnb, Uber) erhöht den verfügbaren Kapitalstock, was die Kapitalrendite mittels rückläufiger Preise reduziert. E-Commerce trägt zudem zu erhöhter weltweiter Preistransparenz bei. In den vergangenen Jahrzehnten hat auch die Industrialisierung des Einzelhandels (Beispiele dafür sind Walmart, Zara und IKEA) zu tieferen Preisen für viele Güter geführt.

Weitere Argumente fokussieren auf abnehmenden Lohndruck. So hat die Gefahr im Zeitablauf zugenommen, dass Unternehmen die Produktion in Niedriglohnländer verlagern, was mässigend auf Lohnforderungen wirken kann. In einer alternden Gesellschaft gehen zudem immer mehr Mitarbeitende mit hohen Löhnen am Ende des Erwerbslebens in Rente, während jene, die in das Erwerbsleben eintreten, niedrigere Löhne aufweisen (das Argument besteht v.a. dann, wenn die Produktivitätslücke zwischen Älteren und Jüngeren kleiner ist als die Lohnlücke). Dieser demographische Effekt ist in den USA gemäss Fed statistisch nachweisbar.

(Fortsetzung nächste Seite)

Gründe für eine verhaltene Inflation (Fortsetzung)

Nicht zuletzt dürften die Zentralbanken einen wesentlichen Beitrag für tiefe und stabile Inflationsraten geleistet haben. Weltweit ist die Zahl der unabhängigen Notenbanken gestiegen, wobei ein höherer Grad an Unabhängigkeit im Mittel mit tieferen Inflationsraten einhergeht. Zudem haben sich seit den späten 1980er-Jahren immer mehr Notenbanken ein Inflationsziel gegeben, wobei die Ziele (zumindest bis vor wenigen Jahren) asymmetrisch verfolgt wurden (eine Inflation oberhalb des Zielwerts wird bekämpft, während eine Inflation darunter toleriert wird, was dazu führt, dass die Inflation im Durchschnitt unterhalb des Zielwerts zu liegen kommt). Darüber hinaus dürften Inflationsziele dazu beigetragen haben, die Inflationserwartungen auf tiefen Niveaus zu stabilisieren.

Während der Einfluss der genannten Einflussgrößen auf die Inflationsentwicklung bisher quantitativ nicht umfassend eruiert werden konnte, gibt es zumindest kaum Hinweise darauf, dass sich die Einflussgrößen künftig in die entgegengesetzte Richtung entwickeln würden. Eine geringfügige Ausnahme ist die US-Notenbank Fed, welche – nachdem die Inflation seit Mitte der 1990er-Jahre im Durchschnitt unter dem 2%-Ziel gelegen hatte – seit 2020 die Geldpolitik so ausrichtet, dass das Inflationsziel über einen Wirtschaftszyklus hinweg im Mittel erreicht werden soll, was zwar im Durchschnitt ein etwas höheres Niveau aber keinen anhaltenden Anstieg der Inflation impliziert.

Zusammenfassung und Folgerungen

Ein kurzer Blick auf die Geschichte zeigt, dass eine hohe Inflation in aller Regel durch wirtschaftspolitische Fehler verursacht wird. Phasen von Hyperinflation gehen mit einer Instrumentalisierung der Notenbank zur Finanzierung von Staatshaushalten einher. Der seit der Finanzkrise erhöhte Aufkauf von Staatsanleihen durch führende Notenbanken fällt allerdings nicht in diese Kategorie.

Für die Inflationsprognose eignet sich die Realwirtschaft weit besser als monetäre Grössen: Die Inflation ist umso höher, je stärker eine Volkswirtschaft über ihrem produktiven Potenzial operiert, wobei es unerheblich ist, ob eine Überhitzung durch eine zu lockere Geldpolitik, Fiskalprogramme oder andere Faktoren ausgelöst wird. In einer überhitzten Wirtschaft sind angebotsseitige Störungen (etwa die Ölpreisschocks der 1970er-Jahre) weit stärker inflationstreibend als üblich. Unter den monetären Grössen liefert das Zinsniveau gewisse Anhaltspunkte: Ein gegenüber dem Gleichgewichtszins systematisch und für längere Zeit zu tiefes Zinsniveau würde mittelfristig Inflationsrisiken signalisieren (was derzeit aber nicht der Fall ist). Der Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflation ist sowohl konzeptionell als auch empirisch derart unklar, dass Geldaggregate für die Abschätzung künftiger Inflations- oder Deflationsrisiken nicht herangezogen werden sollten.

In der Summe der Argumente bleibt eine verhaltene und wenig volatile Inflation wahrscheinlicher als ein struktureller Anstieg der Inflation. Anders als in den 1960er-Jahren fehlen derzeit, trotz rekordtiefer Zinsen, Hinweise auf eine eindeutig zu lockere Geldpolitik. Es kann auch davon ausgegangen werden, dass weder EZB noch Fed tolerieren werden, dass die Inflation für eine längere Zeit deutlich über ihren 2%-Zielen zu liegen kommt. Die Instrumente zur Inflationsbekämpfung (insbesondere Erhöhung der Zinsen zur Dämpfung der Konjunktur) sind vorhanden und wirksam (während umgekehrt das Bekämpfen einer zu tiefen Inflation mittels Tiefzinspolitik, aufgrund der faktischen Nullzins-Untergrenze, nicht zwingend erfolgsversprechend ist). Auch eine Überhitzung der Weltwirtschaft steht insofern nicht unmittelbar an, als die Wirtschaftsleistung das Niveau vor der Pandemie noch nicht erreicht hat. Bei der Beurteilung der Inflation ist zu berücksichtigen, dass Inflationsprognosen naturgemäss deutlich unschärfer sind als Prognosen der Realwirtschaft.

Die R & A Group ist ein unabhängiges, auf Finanzmarkt-Analysen und Vermögensverwaltung spezialisiertes Unternehmen. Die R & A Group zeichnet sich aus durch ein umfangreiches Investment Research mit einem Schwerpunkt in den Bereichen Anlagestrategie und Aktienselektion.

Das 2001 gegründete Unternehmen ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Zürich und Mitglied des führenden Branchenverbandes VSV (Verband Schweizerischer Vermögensverwalter).

***Investment-
Research at Work™***

Disclaimer: Wir übernehmen keine Gewährleistung für die Richtigkeit der Informationen in diesem Dokument, obgleich die Informationen auf Quellen beruhen, die wir für verlässlich halten. Wir sind unabhängig und haben keine Geschäftsverbindungen mit Unternehmen, die in diesem Dokument erwähnt sind. Ansichten, Schätzungen und Prognosen in diesem Dokument reflektieren unsere Beurteilung zum Zeitpunkt des Schreibens. Wir haben keine Verpflichtung, dieses Dokument zu aktualisieren, zu ändern oder zu ergänzen oder den Leser zu benachrichtigen, wenn sich Ansichten, Schätzungen oder Prognosen ändern oder nicht mehr akkurat sind. Dieses Dokument ist ausschliesslich zu Informationszwecken bestimmt und stellt keine Offerte zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Wertschriften oder jede andere Anlageentscheidung dar. Dieses Dokument darf Personen in den USA, Grossbritannien und anderen Ländern, die dies allenfalls untersagen, nicht abgegeben werden.

Die Datenquellen sind jeweils vermerkt (ausgenommen sind Kursgraphiken; hier stammen die Daten von Börsen oder Indexanbietern).

© R & A Group Research & Asset Management AG · Bodmerstrasse 3 · CH-8002 Zürich · Telefon +41-44-201 07 20 · e-Mail info@ragroup.ch · www.ragroup.ch