

Die Rückkehr einer Totgeglaubten

Jahrzehntlang war Inflation kein Thema, das Phänomen galt als erledigt. Entsprechend schwer tun sich viele mit der Beurteilung und der Bekämpfung des weltweiten Teuerungsschubs.

TEXT AYO BRUNETTI
ILLUSTRATIONEN ANDREAS TÖPFER

Bis vor kurzem wurde die Inflation in Industrieländern wie eine ausgerotete Krankheit behandelt: historisch interessant, aber für die aktuelle Politik unbedeutend. In den Siebziger- und frühen Achtzigerjahren war es in der Schweiz, in Deutschland und den USA zu Inflationsschüben gekommen, danach ging die durchschnittliche Teuerung sukzessive zurück. Seit den Neunzigern erlebten wir drei Jahrzehnte lang Preisstabilität. Und das, obwohl die Geldpolitik immer expansiver wurde, die Zentralbanken also etwa die Zinsen immer weiter senkten.

Diese Erfahrung brachte viele Beobachterinnen und Beobachter zu der Überzeugung, die Inflation sei nachhaltig überwunden. Nun aber hat die wirtschaftliche Lage sich radikal verändert. Die Inflationsraten schiessen seit über einem Jahr in die Höhe, und es scheint kein Ende absehbar. Entsprechend beherrscht das Thema Inflation seit dem vergangenen Jahr zunehmend die makroökonomische Debatte.

Die Jahrzehnte der Preisstabilität haben dazu beigetragen, dass grundlegende makroökonomische Mechanismen in Vergessenheit gerieten und viele deshalb in den vergangenen Monaten davon ausgingen, es handle sich bei den Preissteigerungen nur um ein vorübergehendes Phänomen.

So verstrich wertvolle Zeit, bis die Gefahr eines lang anhaltenden Inflationsprozesses endlich erkannt und ernsthaft Gegenmassnahmen ergriffen wurden. Alle grösseren Zentralbanken reagierten in unterschiedlichem Ausmass zu spät. Deshalb ist das Risiko einer sich selbst verstärkenden, nur schwer einzudämmenden Inflation heute grösser, als nötig gewesen wäre. Unsere Lage weist starke Parallelen auf zur Zeit vor der grossen Finanzkrise von 2008; auch damals führte die jahrzehntelange Finanzstabilität dazu, dass man globale Finanzkrisen als überwundenes Phänomen betrachtete; auch damals wurden die Gefahren zu spät erkannt, was die Krise deutlich verschärfte.

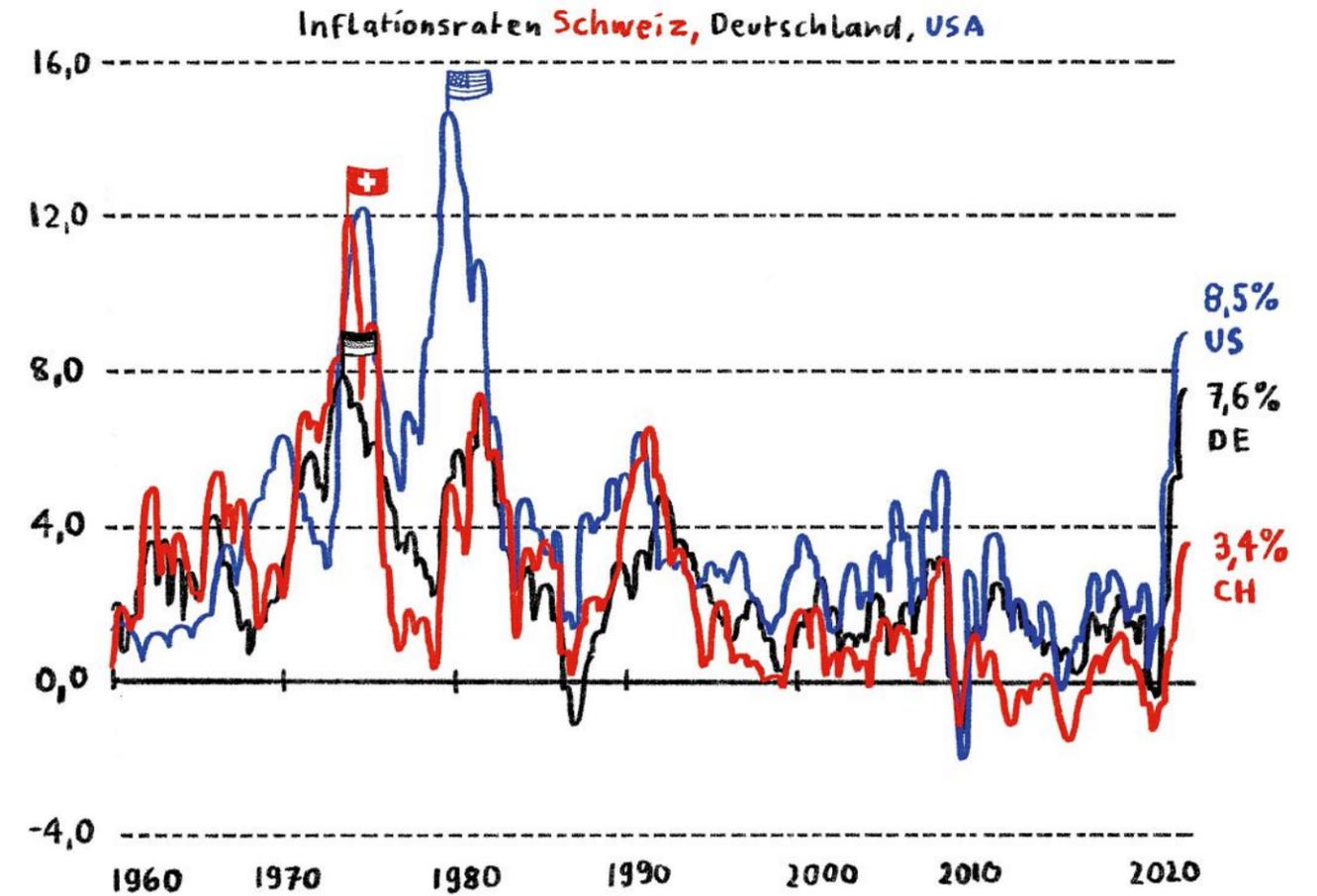
Die grundsätzlichen Mechanismen einer Inflation und ihrer Bekämpfung

sind weniger offensichtlich, als es scheinen mag. Umso wichtiger ist es, sie zu verstehen.

Eine Preiserhöhung ist noch keine Inflation

Von Inflation spricht man, wenn der Konsumentenpreisindex – also der Preis des Warenkorb einer typischen Konsumentin – im Vergleich zum gleichen Monat des Vorjahres stark steigt. Eine solche Erhöhung allein stellt aber noch kein makroökonomisches Problem dar. Entscheidend ist, ob die Preiserhöhung einmalig ist (oft als Schock bezeichnet) oder ob sie längerfristig und selbstverstärkend ist.

Sinkende und steigende Preise sind in einer Marktwirtschaft völlig normal und deuten darauf hin, dass Knappheitssignale funktionieren. Diese wiederum sorgen dafür, dass Ressourcen nicht verschwendet werden. Was knapp ist, wird teurer. Inflation entsteht, wenn die Preise von Produkten oder Dienstleistungen stark ansteigen, die im Konsumentenpreisindex grosses Gewicht haben. Eine einmalige, dauerhafte Preiserhöhung stellt



aber noch keinen Inflationsprozess dar, der wirtschaftspolitisches Handeln erfordern würde.

Eine einmalige Preiserhöhung liegt dann vor, wenn bei stabilen Preisen ein Schock zu einem steigenden Preisniveau für einige Monate führt und sich danach die Erhöhung mit jedem weiteren Monat abflacht.

Nach der Anpassung sind wir zwar auf einem höheren Preisniveau, haben aber keine Inflation mehr, und damit besteht auch kein mittelfristiges Problem. Ein Beispiel: Verdoppeln sich die Erdölpreise und bleiben sie dann auf hohem Niveau, so sollten die Zentralbanken nicht darauf reagieren, obwohl die Inflation vorübergehend ansteigt. Die Menge des weltweit gehandelten Erdöls lässt sich nämlich nicht mit Geldpolitik beeinflussen.

Diese Überlegung führt zur generellen Maxime, dass einmalige Preisschocks zwar zu einem lang anhaltenden Inflationsprozess führen können, aber nicht müssen. Insofern ist verständlich, dass viele Beobachterinnen und Beobachter den aktuellen Inflationsprozess zu Beginn als vorüberge-

hend einschätzten – mit dem Hinweis auf einmalige preissteigernde Schocks.

Echte Inflation, die Gegenmassnahmen erfordert, entsteht erst dann, wenn Schocks die Preise längerfristig steigen lassen und wenn sich die steigenden Preise nicht auf einzelne Güter (beispielsweise Erdöl) beschränken, sondern sich auf andere Sektoren ausdehnen. Dabei ist entscheidend, ob die Menschen mit Preissteigerungen rechnen, ob sie eine Inflation erwarten, weil das Lohn-Preis-Spiralen auslösen kann. Die Psychologie spielt hier eine zentrale Rolle.

Die Dynamik ist folgende: Löhne sind in der Regel für ein Jahr fixiert; falls innerhalb dieses Jahres Inflation entsteht, die Güterpreise also ansteigen, kann ich mir für meinen Lohn plötzlich weniger kaufen. Entscheidend sind dann die nächsten Lohnverhandlungen. Steigen die Löhne etwa gleich stark wie die Preise – erhalte ich also einen Teuerungsausgleich von meiner Arbeitgeberin – dann haben wir es gesamtwirtschaftlich immer noch mit einer einmaligen Preiserhöhung zu tun. Erfolgen die Lohn-

verhandlungen aber in einem Umfeld mit steigender Inflation, dann werden die Arbeitnehmenden eine Lohnsteigerung fordern, welche die Teuerung des vergangenen Jahres übertrifft. Sonst riskieren sie erneut einen übermässigen Kaufkraftverlust. Die Unternehmen ihrerseits werden versuchen, die höheren Lohnkosten durch weitere Preiserhöhungen auf die Konsumentinnen und Konsumenten zu überwälzen. Damit erhöht sich das Preisniveau weiter, und das «Spiel» beginnt von vorne.

Je höher die Inflationserwartungen, desto stärker gehen die Lohnforderungen über den Ausgleich für die vergangene Inflation hinaus, und desto ausgeprägtere Lohn-Preis-Spiralen werden losgetreten. Schaukeln Löhne und Preise sich gegenseitig hoch, so hat man es mit einer echten, potenziell lang anhaltenden Inflation zu tun.

Ist es einmal so weit gekommen, kann der Inflationsprozess nur mit restriktiver Geldpolitik, also vor allem einer Erhöhung der Zinsen durch die

Zentralbanken, und entsprechend hohen realwirtschaftlichen Kosten bekämpft werden – das lehrt die Wirtschaftsgeschichte uns eindrücklich.

Wie gross ist also die Gefahr einer echten, lang anhaltenden Inflation in der heutigen Situation? Um das beurteilen zu können, müssen wir einerseits abschätzen, ob es preissteigernde Schocks gibt, und andererseits, ob dadurch die Inflationserwartungen steigen und so Lohn-Preis-Spiralen ausgelöst werden.

Ein perfekter Sturm

Was preissteigernde Schocks betrifft, so ist die Antwort einfach: Wir erleben aktuell mehrere kurzfristig preissteigernde Schocks gleichzeitig. Denn die gesamtwirtschaftliche Nachfrage wächst stärker als das Angebot. Dieses Umfeld begünstigt eine Inflation, und einiges spricht dafür, dass wir da nicht so bald herauskommen werden. Dies sind die drei wichtigsten Entwicklungen:

1. NACHFRAGESCHOCKS:

Preissteigernde Schocks entstanden, als die Pandemiebeschränkungen ausliefen und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage dadurch wieder stieg. Entscheidende Faktoren waren:

- **Post-Corona-Boom:** Konsum und Investitionen waren während der Pandemie eingebrochen, nun kam es zu einem starken Aufholeffekt. Die unfreiwillig aufgeschobenen Ausgaben wurden rasch getätigt, und das befeuerte die Nachfrage.

- **Expansion der Staatsausgaben:** Um die Pandemie zu bekämpfen, wurden die Staatsausgaben überall deutlich erhöht, sie stimulierten die Nachfrage, und das für länger. Dieser Effekt ist in den USA besonders stark.

- **Expansive Geldpolitik:** Schon vor der Pandemie betrieben die Zentralbanken eine sehr expansive Geldpolitik. Zur Pandemiebekämpfung wurde diese noch deutlich ausgeweitet und eine Liquiditätsflut befeuerte die Investitions- und Konsumnachfrage.

2. ANGEBOTSSCHOCKS:

Inflationen werden meist durch eine überschüssende Nachfrage ausgelöst. Aber nun spielten auch Schocks auf der Angebotsseite – plötzliche Einschränkungen der Produktion – eine zentrale Rolle. Befeuert wurde dies durch:

- **Engpässe bei den Lieferketten:** Pandemiebedingt wurde vielerorts die Produktion heruntergefahren, das traf Teile der verästelten Wertschöpfungsketten, welche die globale Arbeitsteilung charakterisieren. Ein Symbol für diese Einschränkungen waren Containerschiffe, die massenweise vor den grossen Seehäfen lagen, weil sie nicht beladen oder entladen werden konnten. Die strikte Corona-Politik in China trägt stark dazu bei, dass das Problem bis heute nicht wirklich gelöst worden ist.

- **Energieverknappung:** Als sich die Situation bei den Lieferketten etwas zu entspannen begann, versetzte der Angriff Russlands auf die Ukraine dem gesamtwirtschaftlichen Angebot einen weiteren negativen Schock. Wichtige Energieträger wurden knapp, das verteuerte die Produktion und schränkte das Angebot weiter ein.

3. TRENDWENDE HIN ZU EINEM LÄNGERFRISTIG INFLATIONÄREN UMFELD:

Die Jahrzehnte vor der Pandemie waren gekennzeichnet durch globale Entwicklungen, die eher deflationär, also preissenkend wirkten. Einerseits die starke Globalisierung: Die Ausweitung des Imports billiger Güter hatte einen preissenkenden Effekt. Andererseits die Demographie: Die grossen Kohorten der Babyboomer-Generationen sparten für ihre Altersvorsorge, das bremste die Nachfrage. Diese Trends schwächen sich nun ab und beginnen sogar, sich zu drehen. Es ist plausibel, dass sie in den kommenden Jahren Inflation begünstigen:

- **De-Globalisierung:** Schon vor der Pandemie liess sich eine Trendumkehr beobachten. Seither hat sich dieser Prozess noch verstärkt. Die Probleme

mit den Lieferketten scheinen zudem eine Renationalisierung von Teilen der Produktion zu verstärken. Bestätigt sich die Tendenz zur De-Globalisierung, dann dürften die damit verbundenen höheren Kosten der Produktion lang anhaltend preissteigernd wirken.

- **Demographische Wende:** Die Demographie wird in den meisten Ländern in naher Zukunft ebenfalls zu preissteigernden Umwälzungen führen. Die grossen Kohorten der Babyboomer gehen in Pension, und die jüngeren Jahrgänge sind deutlich weniger geburtenstark. Das hat zwei preissteigernde Effekte. Erstens führt die Pensionierung zu einem Entsparen: Das angehäuften Alterskapital wandert in den Konsum. Zweitens werden Arbeitskräfte knapper, was Lohnerhöhungen begünstigt.

- **Klimapolitik:** Schliesslich wird der mit zunehmender Intensität betriebene Umbau der Wirtschaft Richtung Klimaneutralität ebenfalls eher preistreibend wirken, weil er mit sehr hohen Investitionskosten verbunden ist und die Produktion verteuert.

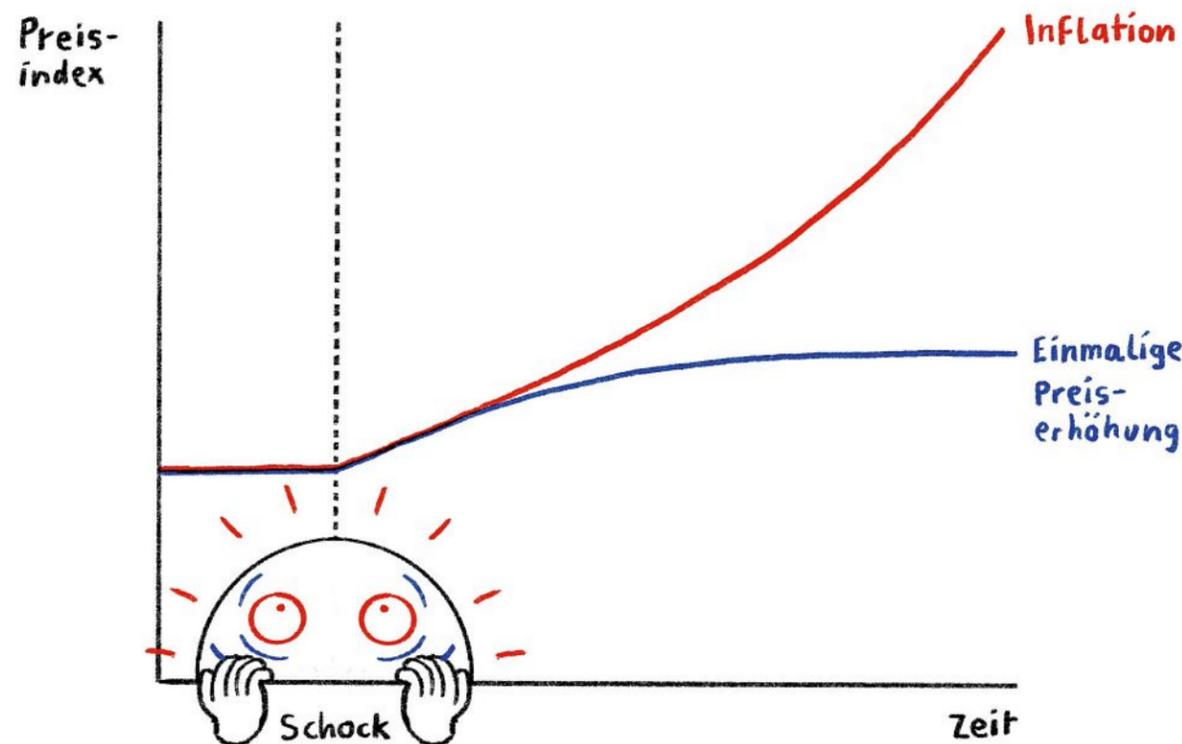
Zusammengefasst bedeutet das: Wir beobachten einen perfekten Sturm inflationsbegünstigender Schocks. Damit ist eine der beiden Voraussetzungen für einen problematischen Inflationsprozess – die Existenz preissteigernder Schocks – mehr als erfüllt.

Wenn die Inflationserwartung steigt

Solche Schocks sind eine notwendige, aber keine hinreichende Voraussetzung für ein Inflationsproblem. Entscheidend ist, wie eingangs beschrieben, ob die Schocks nur vorübergehende Preisanpassungen auslösen oder ob sie die Inflationserwartungen erhöhen und so Lohn-Preis-Spiralen lostreten.

Wegen der jahrzehntelangen Preisstabilität hatten die Menschen in den Industrieländern bis vor kurzem sehr tiefe Inflationserwartungen. In den Jahren vor der Pandemie waren viele eher besorgt, die Inflation könnte zu tief und damit zu nahe an einer Deflation sein. Entsprechend expansiv war die Geldpolitik, und die hohe Liquiditätsversorgung befeuerte zwar

Einmalige Preiserhöhung versus selbstverstärkende Inflation



die Preise von Aktien und Häusern, nicht aber die Güterpreise. Niemand rechnete mit einer Inflation, deshalb wurden die oben genannten preissteigernden Schocks viel zu lange als einmalig betrachtet.

Inzwischen hat sich das geändert. Die Anzeichen für Lohn-Preis-Spiralen werden immer klarer. Direkt messen kann man diese Spiralen nicht, aber ein sehr guter Indikator ist die Entwicklung der sogenannten Kerninflation.

Sie misst die Veränderungsrate eines Konsumentenpreisindex, der Güter mit besonders instabilen Preisen – Energie und Nahrungsmittel – nicht enthält. Steigt die Inflation, aber die Kerninflation bleibt stabil, so bedeutet das, dass die Preissteigerungen auf den typischerweise volatilen Teil der Güter beschränkt ist und damit nicht auf andere Preise übergreift; steigt die Kerninflation hingegen auch, so haben wir es mit einem breiten Inflationsprozess zu tun. Der Mechanismus dieses Übergreifens: Steigende Inflationserwartungen führen zu höheren Lohnforderungen in allen

Wirtschaftssektoren und ziehen damit alle Güterpreise nach oben.

In den USA hat die Kerninflation inzwischen sehr hohe Werte von beinahe fünf Prozent erreicht. Und auch in der Eurozone steigt sie auf etwas tieferem Niveau von vier Prozent deutlich an. In der Schweiz sind die Werte ebenfalls angestiegen, bleiben aber auf deutlich tieferem Niveau; inzwischen liegen sie bei zwei Prozent. Die USA dürften schon in einer selbstverstärkenden Lohn-Preis-Spirale sein, darauf deuten die Daten hin. In der Eurozone gibt es erste Anzeichen, dass dieser Prozess begonnen hat, und in der Schweiz haben wir noch relativ wenige Anzeichen dafür.

Es ist noch zu früh, um zu beurteilen, ob wir es schon mit selbstverstärkenden Inflationen zu tun haben, aber die Hinweise verdichten sich. Entscheidend werden die Ergebnisse der nächsten Lohnverhandlungen sein. Die ausgetrockneten Arbeitsmärkte auf beiden Seiten des Atlantiks sprechen dafür, dass die Voraussetzungen für deutlich steigende Löhne vorhanden sind.

Wieso wird die Schweiz nicht teurer?

Auch in der Schweiz hatten wir jüngst einen Anstieg der Inflation, aber bisher war dieser deutlich geringer als in vergleichbaren Ländern. Woher kommt diese erstaunliche Abkopplung der Schweizer Teuerung vom internationalen Trend? Vor allem zwei Gründe lassen sich anführen.

Erstens hat der Schweizer Franken sich vor allem gegenüber dem Euro in jüngerer Vergangenheit spürbar aufgewertet, und die Schweizerische Nationalbank (SNB) lässt dies inzwischen zu. Mit der Aufwertung verbilligen sich die Importe. Und inländische Unternehmen können wegen der Konkurrenz durch die Importgüter ihre Güterpreise nur moderat anheben.

Zweitens ist im Schweizer Konsumentenpreisindex das Gewicht der besonders volatilen Güterkategorien Energie und Nahrungsmittel im internationalen Vergleich relativ tief. Das heisst, dass der Budgetanteil, den Schweizerinnen und Schweizer durch-

schnittlich dafür ausgeben, kleiner ist. Energiegüter, deren Preise besonders stark gestiegen sind, machen im Schweizer Index nur fünf Prozent aus, während es in der EU elf Prozent sind.

Die Zentralbanken müssen dem Feuer rasch den Sauerstoff entziehen, bevor sich ein Flächenbrand bildet.

Trotz dieser verhältnismässig guten Ausgangslage muss gesagt werden: Auch in der Schweiz liegt die Inflation seit Monaten deutlich über den von der SNB als Voraussetzung für Preisstabilität definierten zwei Prozent. Auch hierzulande ist das Einsetzen einer Lohn-Preis-Spirale nicht auszuschliessen.

Nur die Geldpolitik kann die Spitze brechen

Die grossen Zentralbanken sind von der Vehemenz der Inflation überrascht worden und haben zum Teil deutlich zu spät ihre Gegenmassnahmen ergriffen. Dabei ist ihr Handeln entscheidend. Aus vergangenen Inflationsepisoden wissen wir erstens, dass die von den Zentralbanken verantwortete Geldpolitik das einzige wirtschaftspolitische Instrument ist, das einer voranschreitenden Inflationsdynamik wirklich die Spitze brechen kann. Erhöht die Zentralbank die Zinsen, so reduziert das die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, insbesondere über die Verteuerung der Investitionen, was preisdämpfend wirkt.

Und zweitens ist klar, dass diese Bekämpfung immer tiefere Rezessionen auslöst, je stärker die Inflationserwartungen gestiegen sind und bereits selbstverstärkende Lohn-Preis-Spiralen ausgelöst haben. Die Zentralbanken sollten sich rasch mit deutlichen Zinserhöhungen der Infla-

tionsdynamik entgegenstellen, bevor sich eine höhere Inflation nachhaltig durchgesetzt hat. Sie müssen dem Feuer der beginnenden, sich gegenseitig verstärkenden Erhöhungen von Löhnen und Preisen rasch den Sauerstoff entziehen – also die Liquidität zurückfahren – bevor sich ein Flächenbrand bildet. Erste Schritte dazu wurden in den meisten Ländern unternommen, aber angesichts nach wie vor extrem tiefer Zinsen und überhitzter Arbeitsmärkte ist klar, dass die Geldpolitik rasch noch restriktiver werden muss.

Die amerikanische Zentralbank hat die Zinsen inzwischen deutlich erhöht und somit klar signalisiert, dass sie auch hohe realwirtschaftliche Kosten in Kauf nimmt, um die Inflation zu bekämpfen. Deutlich weniger aggressiv scheint bisher die Reaktion der Europäischen Zentralbank (EZB), die trotz hoher Inflation erst im Juli die Zinsen erhöhte.

Die EZB ist allerdings in einer besonderen Situation: Eine entschlossene Inflationsbekämpfung könnte das Risiko einer erneuten Eurokrise heraufbeschwören. In der Schweiz schliesslich hat die SNB zwar auch relativ lange gewartet, dann aber noch vor der EZB eine Zinserhöhung beschlossen. Gleichzeitig signalisierte sie deutlich, dass sie bereit ist, eine schrittweise Aufwertung des Frankens mitzutragen, weil das die Inflation dämpft.

In den kommenden Monaten dürften hinsichtlich der noch immer tiefen Zinsen und der starken Inflationsdynamik noch einige Zinserhöhungen anstehen. Das wird die wirtschaftliche Entwicklung wohl weiter bremsen. Solche Schritte sind unbeliebt, aber viel besser, als wenn eine starke Inflation sich nur noch zum Preis einer schweren Rezession aufhalten lässt. **DM**

AYMO BRUNETTI ist Professor für Ökonomie an der Universität Bern.
redaktion@dasmagazin.ch