
Auf lange Sicht

Was kann denn die Zentralbank dafür

Die Preise steigen so stark wie seit Jahrzehnten nicht mehr. Haben wir einfach nur Pech oder ist die Geldpolitik schuld? Wir wagen die lange Sicht auf eine der wichtigsten Kennzahlen einer Wirtschaft: die Inflation.

Von [Fabio Canetg](#), 16.05.2022

So was hat man lange nicht gesehen. In den Vereinigten Staaten beträgt die Inflation laut den jeweils aktuellsten Zahlen 8,2 Prozent, in der Eurozone 7,4 Prozent. Und auch in der Schweiz liegt die Teuerung mit 2,4 Prozent über dem Zielband von 0 bis 2 Prozent.

Ist das einfach nur Pech – oder wissen die Zentralbanken nicht mehr, wie gute Geldpolitik geht?

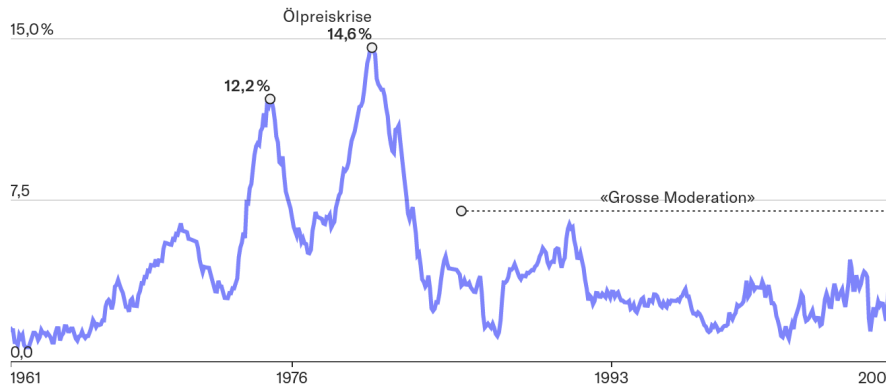
Die «Grosse Moderation»

Blicken wir zuerst in die Vergangenheit, und zwar auf die Zeit von 1985 bis 2007. In Tschernobyl kommt es zu einer Nuklearkatastrophe (1986), in den USA krachen Flugzeuge in Hochhäuser (2001) und in Bagdad wird 2006 das Todesurteil gegen Saddam Hussein vollstreckt. In dieser Periode geschah auch etwas, das kaum Eingang ins kollektive Gedächtnis fand: Die hohen Inflationsraten der 1970er-Jahre mit Preissteigerungen von teilweise über 10 Prozent pro Jahr flachten nachhaltig ab.

Die Zeit nach 1985 ist in Wirtschaftskreisen bekannt als *great moderation*. Sie war gekennzeichnet durch robustes Wirtschaftswachstum und stabile Inflationsraten. In den USA, in Europa und in der Schweiz stabilisierte sich die Teuerung im Bereich von 2,5 Prozent.

Inflationsrate in den USA

Von 1961 bis zum Ausbruch der Finanzkrise 2007



Die Inflationsrate wird am Konsumentenpreisindex (CPI) gemessen, Quelle: [St. Louis Fed.](#)

Wie kam es dazu? 2004 nannte Ben Bernanke, der von 2006 bis 2014 Präsident der amerikanischen Zentralbank Fed war, in einer Rede zwei Gründe.

Erstens: Die Zentralbanken hätten dazugelernt. Nach 1985 sei nicht mehr versucht worden, die Arbeitslosigkeit dadurch zu senken, dass man mehr Inflation zuließe. Anders gesagt: Die Zentralbanken stellten ihr System um. Noch in den 1970er-Jahren wirkten die Interventionen der Zentralbanken nicht wie beabsichtigt. Sie wollten den Arbeitsmarkt ankurbeln, verursachten damit aber nichts anderes als einen Preisschub.

Zweitens, so Bernanke, hätten die Zentralbanken in den 1970er-Jahren häufig darauf verwiesen, dass sich viele Ursachen der Inflation – etwa gestörte Lieferketten – ihrem Einfluss entziehen. Es ist natürlich richtig: Zentralbanken können nicht verfügen, dass mehr Autos oder mehr Erdöl produziert wird. Sie können den Preisdruck aber lindern, indem sie die Nachfrage nach Autos und Erdöl reduzieren – etwa durch die Anhebung der Leitzinsen, was wiederum Bankkredite verteuert.

Laut Bernanke hätten die Zentralbanken erst in den 1980er-Jahren aufgehört, die Schuld für die Inflation ausserhalb der eigenen Politik zu suchen. Getreu der Losung des legendären Ökonomen Milton Friedman, wonach Inflation immer und überall die Schuld der Zentralbanken sei, sagten sie sich nach 1985: Wir übernehmen die volle Verantwortung für die Inflation. Und wir treten beim ersten Anzeichen steigender Preise auf das Bremspedal der Geldpolitik.

Bekamen die Zentralbanken die Inflation also nach 1985 in den Griff, weil sie eine bessere Geldpolitik machten? Weil sie weniger auf den Arbeitsmarkt fokussierten und mehr Verantwortung für die Inflation übernahmen?

Nicht nur. Die Inflation stabilisierte sich auch aus einem anderen Grund. Die Zentralbanken hatten schlicht auch Glück. Die Wirtschaft wurde während der «Grossen Moderation» von weniger grossen Schocks getroffen als noch in den 1970er-Jahren. Die Ölpreiskrisen von 1973 und 1979/1980 wiederholten sich nicht. Andere wichtige Ereignisse wie die asiatische Finanzkrise von 1997/1998 hatten nur milde Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum ausserhalb Asiens. Für die Zentralbanken war es dadurch einfacher, die Inflation zu kontrollieren. Es führte also nicht allein die gute Strategie, *good policy*, zu guten Resultaten, sondern auch *good luck* – glückliche Zufälle.

Haben die Zentralbanken die Lehren der Vergangenheit vergessen?

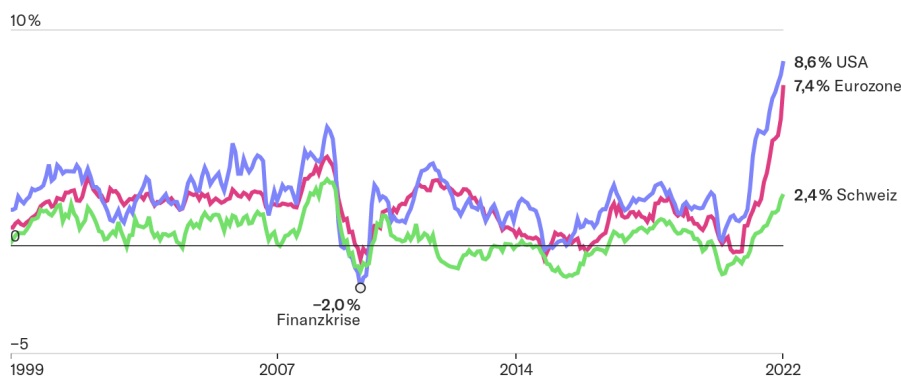
2008 endete die «Grosse Moderation» mit zwei schweren Wirtschaftskrisen: In den USA platzte die Immobilienblase, in Europa drohte die Währungsunion zu zerbrechen. Vorbei waren die Zeiten stabiler Wachstumsraten. Es folgte ein Jahrzehnt mit zu tiefer Teuerung und rekordtiefen Zinsen. Die Debatte um *good policy* vs. *good luck* geriet in Vergessenheit, weil andere Fragen wichtig wurden, beispielsweise die Rolle der Zinsuntergrenze.

Doch jetzt ist die Diskussion über Glück und Unglück in der Geldpolitik wieder entbrannt. Wir leben seit zwei Jahren mit einer Pandemie; ein Jahrhundertereignis, wenn man dem Bundesamt für Bevölkerungsschutz glaubt. Und jetzt hat auch noch Russland die Ukraine überfallen. Mit beiden Ereignissen ist enormes Leid verbunden und der Tod vieler Menschen.

Aus geldpolitischer Sicht sind sie aber vor allem eines: Pech. Die Pandemie treibt die Preise nach oben, unter anderem weil Häfen in China während Wochen geschlossen waren (und es jetzt wieder sind); und die Sanktionen gegen Russland führen zu steigenden Rohstoffpreisen. Doch die Inflation ist nicht nur deswegen so hoch.

Inflationsraten in der Eurozone, der Schweiz und den USA

Von der Einführung des Euro 1999 bis März 2022



Quelle: St. Louis Fed. Aktuell liegen für alle erwähnten Länder und Regionen die Zahlen bis März 2022 vor.

Mitschuldig an der hohen Teuerung sind auch die Zentralbanken selbst. Sie sorgen sich wieder mehr um den Arbeitsmarkt als um die Preisstabilität. Das zeigt beispielhaft die Strategieänderung der US-Zentralbank von 2020. Die Fed hat damals angekündigt, künftig eine etwas höhere Inflation anzustreben. Viele Kommentatorinnen verstanden die Anpassungen so, dass die Fed fortan erst dann auf steigende Preise reagieren werde, wenn wieder Vollbeschäftigung herrscht und die Inflation über dem Zielwert liegt.

Zuvor war das anders. Zinsen wurden bereits angehoben, wenn prognostiziert wurde, dass die Teuerung über den Zielwert steigen könnte.

Die Zentralbanken nehmen sich selbst aus dem Spiel

Bei der Europäischen Zentralbank gab es 2021 eine etwas weniger weit gehende, aber ähnliche Strategieanpassung. So erklärte deren Präsidentin Christine Lagarde noch im November letzten Jahres, dass steigende Zinsen im Jahr 2022 «sehr unwahrscheinlich» seien. Als sie das sagte, lag die Infla-

tion bereits bei 4,9 Prozent. Das zeigt: Auch die Europäische Zentralbank unterschätzte den Preisdruck.

In der Schweiz wacht Nationalbankpräsident Thomas Jordan über die Teuerung. Und auch er hat die Zinsen bei der letzten Sitzung der Nationalbank im März nicht angehoben, obwohl die Inflation über dem Zielband von 0 bis 2 Prozent lag. Die Begründung: Die Teuerung werde bald wieder fallen. Er sagte also das Gleiche wie die Fed und die Europäische Zentralbank: Die Inflation sei vorübergehend. In den USA und in der Eurozone sehen wir nun aber, dass dies eine Fehleinschätzung war.

Die Zentralbanken haben heute also einen sorgloseren Blick auf die Inflation als noch zwischen 1985 und 2007. Bei der Fed kommt hinzu, dass das Arbeitsmarktziel mehr Gewicht bekommen hat.

Doch es gibt noch einen weiteren Unterschied zwischen der Geldpolitik von heute und der *good policy* der Jahre von 1985 bis 2007: Die Zentralbanken verweisen wieder häufiger auf preistreibende Faktoren, die sie nicht beeinflussen können: Herhalten müssen gestörte Lieferketten, die zum Beispiel Webcams verteuern; wegfallende Exporte aus der Ukraine, die den Weizen verknappen; und Sanktionen gegen Russland, die den Erdölpreis nach oben treiben. Die Zentralbanken sagen nicht mehr: Wenn die Inflation steigt, ist das allein unsere Schuld.

Tatsächlich können die Zentralbanken nichts dafür, wenn der Ölpreis steigt. Das gilt aber nicht für die Inflation an sich – der Kampf dagegen ist für die Zentralbanken ein wirtschaftspolitisches Spiel auf Augenhöhe. Verlieren die Zentralbanken dieses Spiel, sind sie selber schuld.

Was lernen wir daraus?

Der Auslöser für die hohe Inflation war wohl die Pandemie. Und auch der russische Krieg in der Ukraine ist ein Preistreiber. Wir hatten also geldpolitisches Pech – *bad luck*. Gleichzeitig zeugt die zurückhaltende Reaktion der Zentralbanken von einer falschen Strategie: In den USA entwickelte sich die Fed zu einer Institution, die wieder mehr Arbeitsmarkt- statt Geldpolitik macht.

Und in Europa und der Schweiz verweisen die Zentralbanken wieder häufiger darauf, dass sie gegen die steigenden Preise gar nichts in der Hand hätten. Das wäre *bad policy*. Wahrscheinlich hat also nach vielen Jahren mit tiefen Inflationsraten eine Kombination aus Pech und schlechter Geldpolitik zur Inflation geführt.

Zum Schluss ein bisschen Optimismus: Noch mehr Pech wird es hoffentlich nicht geben. Und von der Europäischen Zentralbank kommen Zeichen, dass man bald wieder aktiver gegen die Inflation vorgehen, sprich: die Zinsen erhöhen will. Das heisst, sie wollen wieder eine gute Geldpolitik machen.

Zum Autor

Fabio Canetg hat an der Universität Bern und an der Toulouse School of Economics zum Thema Geldpolitik doktriert. Heute ist er Dozent an der Universität Neuenburg. Als freischaffender Journalist schreibt er für die Republik und «Swissinfo», wo er auch den Geldpolitik-Podcast «Geldcast» moderiert.

