



Überlegungen zur Inflationsannahme für die Finanzplanung des Bundes

Frank Schmidbauer *

Notiz EFV, September 2024

Kurzfassung

Die Inflation ist eine zentrale volkswirtschaftliche Kenngrösse, für welche auch für das Budget und die Finanzplanung des Bundes Annahmen zur langfristigen Entwicklung getroffen werden. In der vorliegenden Notiz werden die Überlegungen, die zur Festlegung der langfristigen Gleichgewichtsannahme für die Inflation in der Schweiz führten, dargelegt. Über die vergangenen drei Jahrzehnte wirkten strukturelle Faktoren wie die wirtschaftliche Globalisierung weltweit und in der Schweiz tendenziell dämpfend auf die Inflation. Nachdem die Nachwirkungen der internationalen Finanzkrisen die Inflationsraten im Jahrzehnt 2010-2019 nochmals deutlich absinken liessen, in der Schweiz auf annähernd null, kam es in den letzten Jahren im Nachgang zur Corona-Pandemie und verstärkt durch den Krieg in der Ukraine zu einer abrupten Inflationswende. Für die Zukunft scheinen sich verschiedene strukturelle Faktoren, insbesondere auf internationaler Ebene, eher in Richtung eines höheren Inflationsdrucks verschoben zu haben (Demografie, Dekarbonisierung, De-Globalisierung), wobei diese Effekte noch sehr unsicher sind. Für die Schweiz könnte die strukturelle Frankenstärke auch künftig die Inflation begrenzen. Die Analyse fördert keine überzeugenden Gründe für eine Erhöhung oder Verringerung der bisherigen Annahme für die Gleichgewichtsinflation zutage. Die bisherige langfristige Inflationsannahme für die Schweiz von 1 % wird bestätigt. Die Beibehaltung der Inflationsannahme von 1% ist zudem kompatibel mit dem langfristigen Inflationsdurchschnitt (1990-2024) und entspricht der Mitte des SNB-Zielbands.

Frank Schmidbauer, Eidgenössische Finanzverwaltung (EFV), Abteilung Wirtschafts- und Geldpolitik, E-Mail: frank.schmidbauer@efv.admin.ch

Weitere Grundlagenarbeiten der Abteilung Wirtschafts- und Geldpolitik der EFV finden sich auf <https://www.efv.admin.ch/efv/de/home/themen/publikationen/oeko-publ.html>.

Disclaimer: Die Notiz spiegelt nicht notwendigerweise die offiziellen Positionen des Amtes, des Departements oder des Bundesrats wider. Für die in den Arbeiten vertretenen Thesen und allfällige Irrtümer ist in erster Linie der Autor selbst verantwortlich.



1 Ausgangslage

Für die Finanzplanung des Bundes muss u.a. eine Gleichgewichtsannahme der Inflation getroffen werden (siehe Box 1). Die langfristige Gleichgewichtsannahme für die schweizerische Inflation, gemessen am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK), lag bislang bei 1%. Dieser Wert wurde wie folgt begründet: Erstens entspricht er weitgehend der durchschnittlichen Inflationsrate über einen langen Zeitraum (beispielsweise seit 1990), und zweitens liegt er in der Mitte des Zielbereichs der SNB für die Preisstabilität (über null, unter 2%).

In der jüngeren Vergangenheit gab es längere Phasen, in denen die Inflationsentwicklung erheblich von diesem historischen Durchschnitt abwich. So war praktisch das gesamte Jahrzehnt 2010-2019 durch aussergewöhnlich tiefe Inflationsraten geprägt, in der Schweiz von nahezu null. Auf der anderen Seite kam es ab 2021 im Zuge der globalen Erholung von der Corona-Pandemie in vielen Ländern zu einem markanten Inflationsanstieg, der in begrenztem Ausmass auch die Schweiz betraf. Angesichts dieser Inflationsentwicklungen in den letzten Jahren drängt sich eine Überprüfung der langfristigen Inflationsannahme auf.

In dieser Notiz werden zunächst die massgeblichen Erklärungsfaktoren der vergangenen Inflationsentwicklung herausgearbeitet (Abschnitt 2). Daran anschliessend erfolgt eine Analyse, wie sich wesentliche Inflationstreiber in Zukunft entwickeln könnten (Abschnitt 3). Abschliessend wird dann die Gleichgewichtsannahme für die Inflation abgeleitet (Abschnitt 4).

Box 1: Volkswirtschaftliche Gleichgewichtsannahmen

Die für die Finanzplanung zentralen Werte werden von der Eidgenössischen Finanzverwaltung (EFV) in den *volkswirtschaftlichen Eckwerten* publiziert.¹ Das reale und das nominale BIP werden dabei von der Expertengruppe Konjunkturprognosen des Bundes prognostiziert. Darauf basierend erstellt das SECO anschliessend eine Mittelfristprognose. Dazu wird das Produktionspotenzial der Schweizer Wirtschaft geschätzt. Dieses wird einerseits verwendet, um den Konjunkturfaktor in der Schuldenbremse zu bestimmen. Andererseits konvergiert das reale BIP mittelfristig zu seinem Produktionspotenzial.²

Die der Mittelfristprognose zugrundeliegende ökonomische Annahme ist, dass mittelfristig die zentralen Variablen zum volkswirtschaftlichen Gleichgewicht konvergieren. Variablen für die Finanzplanung, für die keine Prognosen vorliegen oder deren Prognosehorizont zu kurz ist, werden durch Annahmen der EFV ergänzt. Zu diesen gehören die Kurz- und Langfristzinsen, die Inflation und das Lohnwachstum des Schweizerischen Lohnindex (SLI). Mittelfristig konvergieren auch diese Variablen zum volkswirtschaftlichen Gleichgewicht. Entsprechend müssen Annahmen für die volkswirtschaftlichen Gleichgewichtswerte festgelegt werden.

2 Historische Entwicklung

Über die drei Jahrzehnte 1990-1999, 2000-2009 und 2010-2019 hat sich die Inflation, gemessen an den jeweiligen Periodendurchschnitten, sowohl in der Schweiz als auch in der Eurozone und in den USA sukzessive verringert, wobei die Schweiz über alle drei Jahrzehnte die tiefste Teuerung aufwies, gefolgt von der Eurozone und den USA (s. Tabelle 1). Die relativ hohen Inflationsdurchschnitte für das Jahrzehnt der 1990er Jahre waren dabei noch stark durch die frühen 1990er Jahre geprägt, als die Inflation in vielen Ländern im Zuge des damaligen Konjunkturbooms (u.a. Wiedervereinigung Deutschland) auf hohe Werte gestiegen war, so etwa in der Schweiz bis auf gut 6% 1992. Anschliessend setzte bereits in den neunziger Jahren eine disinflationäre, durch strukturelle Veränderungen wie die intensivierte Globalisierung und die verstärkte Preisstabilitätsorientierung vieler Zentralbanken bedingte Tendenz ein. Die sehr tiefen Inflationsraten im Jahrzehnt 2010-2019 reflektierten massgeblich die Nachwirkungen verschiedener Finanzkrisen (u.a. globale Finanzkrise, Schuldenkrise Euroraum), welche die Konjunktur belasteten und die Inflation dämpften. Mit der weltwirtschaftlichen Erholung von der Corona-Pandemie kam es dann ab 2021 zu einer globalen

¹ Vgl. [Eckwerte Finanzplanung](#).

² Mittelfristig wird zuerst das Produktionspotenzial geschätzt. Das reale BIP konvergiert anhand einer sogenannten Schliessungsregel zu diesem hin. Die Schliessungsregel schliesst die Produktionslücke zwischen BIP und Produktionspotenzial. Vgl. [Potenzialwachstum](#).

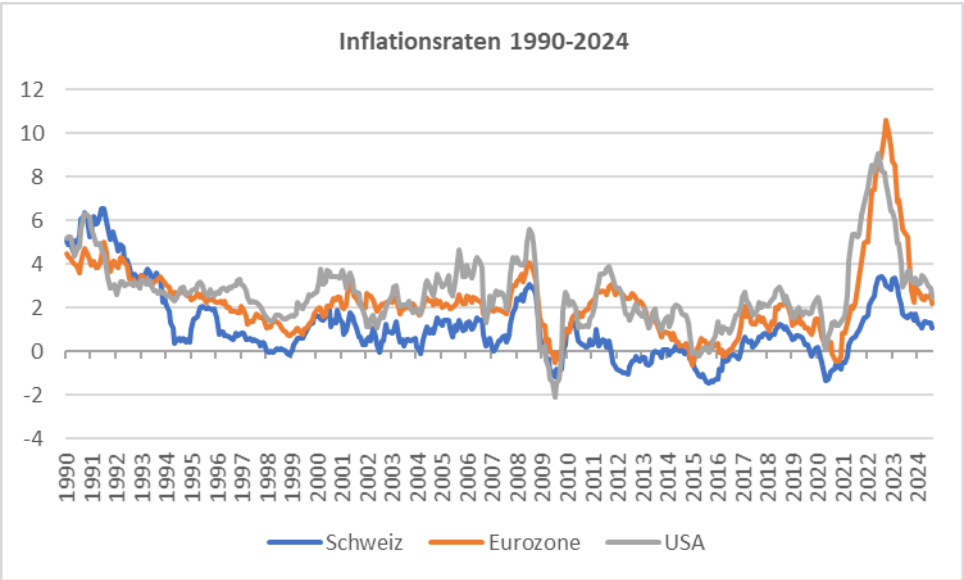
Rückkehr der Inflation, die in vielen Ländern in einem vorübergehenden markanten Inflationsanstieg gipfelte, welcher sich indes in der Schweiz in Grenzen hielt (Grafik 1). Nachfolgend werden die massgebenden Inflationstreiber der verschiedenen Perioden noch näher beleuchtet.

Tabelle 1: Inflationsdurchschnitte für verschiedene Zeiträume

Durchschnittliche Inflation (in %)	Schweiz	Eurozone	USA
Periodendurchschnitte			
1990-1999	2.3	2.6	3.0
2000-2009	1.0	2.1	2.6
2010-2019	0.0	1.4	1.8
2020-2024	1.2	3.9	4.3
Langfristige Durchschnitte			
1990-2024	1.1	2.3	2.7
2000-2024	0.6	2.1	2.6

Quelle: Refinitiv, eigene Berechnungen.

Grafik 1: Inflationsentwicklung 1990-2024 im Verlauf



Quelle: Refinitiv, eigene Darstellung.

Strukturelle disinflationäre Faktoren in den 1990er Jahren

Die im Verlauf der 1990er Jahre international einsetzende Disinflation wird in der ökonomischen Literatur insbesondere auf zwei Erklärungsfaktoren zurückgeführt. Zum einen die verstärkte und erfolgreiche Orientierung der Zentralbanken auf Preisstabilität, unter anderem durch festgelegte Inflationsziele («Inflation Targeting»).^3 Zum anderen die inflationsdämpfenden Effekte der intensivierten Globalisierung (Stichwort Integration von China und anderer Schwellenländer in die Weltwirtschaft), welche durch verstärkten internationalen Handel und Wettbewerbsdruck auf Güter- und Faktormärkten einen stetigen Abwärtsdruck auf die Preise ausübten.^4

Disinflationäre Nachwirkungen der Finanzkrise im Jahrzehnt 2010-2020

Zu diesen strukturellen Effekten kam ausserdem verstärkend hinzu, dass die globale Finanzkrise von 2008 und weitere Krisen wie etwa die europäische Schuldenkrise (ab 2011) die Weltkonjunktur über mehrere Jahre belasteten. Die verhaltene globale Wachstumsdynamik trug zu weiter rückläufigen Inflationsraten im Jahrzehnt 2010-2019 bei. In der Eurozone und in den USA schwächte sich die

³ Vgl. Jordan, T. (2015), «The impact of international spillovers on inflation dynamics and independent monetary policy: the Swiss experience», 28. August 2015, Jackson Hole Konferenz.

⁴ Für einen kompakten Überblick siehe z.B. den BIS Jahresbericht 2018.

Inflation in dieser Periode deutlich ab und lag mit durchschnittlich 1,4% in der Eurozone bzw. 1,8% in den USA unter den jeweiligen Inflationszielen der EZB und der Fed von rund 2%. In der Schweiz wirkten sich zusätzlich mehrere Aufwertungsschübe des Frankens, der in Phasen hoher Unsicherheit (Finanzkrise, Eurokrise) als sicherer Hafen verstärkt nachgefragt wurde, inflationsdämpfend (sinkende Importpreise) aus. Die Schweizer Teuerung sank zeitweise in den negativen Bereich und betrug im Durchschnitt des Jahrzehnts 2010-2019 annähernd null, womit sie am unteren Ende des SNB-Zielbereichs von 0 - 2% lag.

Um die Konjunktur zu stützen und die Inflation zu stabilisieren respektive die deflationären Tendenzen abzumildern, gingen die Zentralbanken nach der grossen Finanzkrise bekanntlich zu einer expansiven Geldpolitik über und setzten vielfach auf unkonventionelle Massnahmen wie Negativzinsen und Anleihekaufprogramme. In der Schweiz umfassten die betreffenden Massnahmen, um Deflationsrisiken zu bekämpfen, insbesondere den temporären Euro-Mindestkurs (06.09.2011-15.01.2015) sowie die Negativzinspolitik und massive Devisenkäufe. Das expansive geldpolitische Gegensteuern der Zentralbanken trug dazu bei, das Absinken der Inflation im Jahrzehnt 2010-2020 zu begrenzen, ansonsten wäre die ohnehin tiefe Inflation noch mehr gesunken.

Rückkehr der Inflation ab 2021

In den letzten Jahren kam es im Nachgang zur Corona-Pandemie und verstärkt durch den Krieg in der Ukraine zu einer abrupten Inflationswende in einem für die Zentralbanken unerwarteten Ausmass. Eine Kombination aus angebots- und nachfrageseitigen Effekten (Lieferengpässe, steigende Energie- und Rohstoffpreise, fiskalpolitische Abfederungsmassnahmen, expansive Geldpolitik, Auf- und Nachholeffekte)⁵ führte zu einem sprunghaften Wiederanstieg der Inflation (Grafik 1).

In den USA stieg die Inflation im Verlauf von 2022 bis auf einen Höchststand von 8%, im Euroraum sogar bis auf über 10%. In der Schweiz verlief der Teuerungsschub mit einem Höchstwert von 3,4% vergleichsweise moderat. Dazu beigetragen haben der günstige schweizerische Energiemix und die hiesige Wirtschaftsstruktur, der tiefe Anteil energieintensiver Konsumgüter im schweizerischen Konsumentenindex und vor allem auch die Aufwertung des Frankens. Die Zentralbanken schwenkten nach anfänglichem Zögern ab 2022 entschieden auf einen strafferen geldpolitischen Kurs ein und erhöhten die Leitzinsen schnell und deutlich, um eine Verfestigung der Inflation zu verhindern.

Die international erfolgte Straffung der Geldpolitik trug zusammen mit der Entspannung von Angebotsengpässen (Normalisierung der Lieferketten, Beruhigung bei den Energiemärkten) dazu bei, dass die Inflationsraten sich wieder in Richtung der Zentralbankbandbreiten oder -ziele bewegten, wenngleich das Tempo der Disinflation international unterschiedlich ausfiel. In der Schweiz sank die Inflation bereits im Frühling 2023 wieder unter die 2%-Schwelle und lag zuletzt bei 1,1% (August 2024). Der verringerte Inflationsdruck hat die SNB zu einer geldpolitischen Lockerung mit zwei Leitzinssenkungen im ersten Halbjahr 2024 veranlasst. Verglichen mit der Schweiz erwies sich der Inflationsdruck in vielen anderen Ländern, darunter die USA und die Eurozone, als hartnäckiger, wozu Zweitrundeneffekte insbesondere in Form höherer Lohnzuwächse beitrugen. Bis zuletzt lagen die Inflationsraten in der Eurozone (2,2%) und in den USA (knapp 3%) noch über den Inflationszielen der EZB bzw. der Fed von 2%. Aber die Inflationstendenzen scheinen nun auch dort auf dem Rückmarsch und der Weg für weitere Leitzinssenkungen entsprechend frei zu sein.

3 Analyse der langfristigen Inflationsperspektiven

Während die Inflationsentwicklung in der kurzen Frist (ein bis drei Jahre) typischerweise durch den Konjunkturzyklus (Überauslastung bzw. Unterauslastung) sowie Wechselkurs- und Rohstoffpreisschwankungen bestimmt wird, werden die langfristigen Inflationsaussichten, unter der Annahme einer im Gleichgewicht befindlichen Konjunktur, massgeblich durch strukturelle Einflussfaktoren bzw. Trends sowie die von den Zentralbanken angestrebten Inflationsziele bestimmt.

⁵ BIS Jahresbericht 2024

3.1 Strukturelle Einflussfaktoren

Nachdem seit den 1990er Jahren strukturelle Faktoren, wie die wirtschaftliche Globalisierung, einen disinflationären Einfluss ausgeübt hatten, zeigt sich für die Zukunft ein verändertes Bild. Vermehrt ist unter Ökonominen und Ökonomen die Einschätzung verbreitet, dass sich wichtige strukturelle globale Einflussfaktoren von «disinflationär» zu «inflationär» verschoben haben bzw. künftig verschoben werden. In der ökonomischen Literatur werden vor allem die folgenden Faktoren auf internationaler Ebene als **strukturell inflationserhöhend** aufgeführt:⁶

- **Demografische Alterung:** Die demografische Alterung reduziert das Arbeitskräftepotenzial und könnte die bereits heute festzustellende Arbeitskräfteknappheit in einigen Berufen (Fachkräftemangel) oder auch insgesamt (Arbeitskräftemangel) weiter verschärfen. Eine daraus resultierende grössere Verhandlungsmacht der Arbeitnehmenden könnte zu einem dauerhaft höheren Lohnwachstum mit der Folge einer höheren Inflation führen. Da die Alterung zudem mit einem überproportionalen Wachstum des personalintensiven Gesundheitswesens einhergeht, könnte dies ihren inflationären Effekt noch verstärken.⁷ Allerdings könnte die Demografie auch wie in der Vergangenheit disinflationär wirken, falls die Alterung mit einer Erhöhung der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis einherginge (weil die Bevölkerung mehr für die Rentenphase vorsorgt).⁸
- **De-Globalisierung:** Die geopolitische Polarisierung und der wachsende Protektionismus in vielen Ländern könnten dauerhaft den internationalen Handel bremsen, unter dem Strich in den einzelnen Ländern zu einer Verteuerung der Produktionsprozesse führen und sich auf diese Weise inflationär auswirken. Dies wäre in gewissem Sinne eine teilweise Umkehr der disinflationären Globalisierungseffekte der vergangenen Jahrzehnte. In Zusammenhang mit der De-Globalisierung ist ausserdem die Wiederaufnahme der Industriepolitik in etlichen Ländern zu erwähnen, da der Schutz der inländischen Produktion von speziellen Branchen tendenziell ebenfalls zu einer Verteuerung führt.
- **Klimawandel/Dekarbonisierung:** Massnahmen zur Bekämpfung des Klimawandels und für eine Dekarbonisierung der Wirtschaft können je nach Ausgestaltung – sofern sie die Verteuerung klimaschädlicher Produkte und Produktionsweisen beinhalten – über eine längere Zeit einen Aufwärtsdruck auf die Inflation bringen («greenflation»)⁹. Auch die absehbar erheblichen Investitionskosten für die Umrüstung zu einer CO₂-neutralen Wirtschaft sind in diesem Zusammenhang zu erwähnen.

Als **strukturell disinflationärer Einflussfaktor** wird auf der anderen Seite vor allem die fortschreitende **Digitalisierung** angesehen, deren effizienzsteigerndes Potenzial, etwa durch künstliche Intelligenz (KI), auf lange Sicht produktivitätssteigernd und preissenkend wirken könnte. Allerdings sind die betreffenden Effekte noch unsicher, sowohl hinsichtlich Ausmasses als auch Richtung. So wird auch die Auffassung vertreten, dass der Aufbau einer KI-Infrastruktur erhebliche Energie- und Personalressourcen erfordert und womöglich in einer ersten Phase eher inflationär als disinflationär wirken könnte.¹⁰

Auch wenn diese globalen strukturellen Einflussfaktoren mehrheitlich für einen erhöhten Inflationsdruck zu sprechen scheinen, ist das konkrete Ausmass mit grosser Unsicherheit behaftet, da ihre Wirkungen teilweise noch schwer abschätzbar sind. Bislang liegen kaum quantitative Abschätzungen dieser strukturellen Faktoren auf die künftige Inflationsentwicklung vor, sondern vielfach wird mit Annahmen oder Szenarien gearbeitet. So gelangt etwa eine neuere Analyse des Rückversicherers Munich Re über die mittel- bis längerfristigen Inflationsaussichten (2025-2030) in den G7-Staaten zur Einschätzung, dass eine sich im Zielbereich der Zentralbanken von rund 2% einpendelnde Inflation aus heutiger Sicht zwar das wahrscheinlichste Szenario darstellt (60% Eintretenswahrscheinlichkeit),

⁶ Vgl. hierzu Nagel, J. (2024), "Too low, too high. What's next for inflation?", 7. Mai 2024, Eltville am Rhein, und die darin zitierte Literatur.

⁷ Eine umfassende Analyse zu den Auswirkungen und Zusammenhängen der Alterung auf Inflation und weitere Bereiche wie Wirtschaftswachstum, Einkommensverteilung, öffentliche Finanzen findet sich im Buch von Goodhart, C./Pradhan, M. (2020), «The Great Demographic Reversal: Aging Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival».

⁸ Obstfeld, M. (2023), "Natural and neutral real interest rates: past and future".

⁹ Vgl. Schnabel, I. (2022), "A new age of energy inflation: climateflation, fossilflation and greenflation", 17. März 2022, Frankfurt a.M.

¹⁰ « A court terme, l'intelligence artificielle peut avoir un effet inflationniste », Le Temps, 8. August 2024.

einem «Hochinflationsszenario» mit einer aus strukturellen Gründen persistenten Inflation von 3% in den G7-Ländern aber immerhin eine 30%-Wahrscheinlichkeit attestiert wird.¹¹

Neben diesen globalen Einflussfaktoren, die auch auf die Schweiz wirken, sind darüber hinaus noch zwei potenziell wichtige **Schweiz-spezifische Einflussfaktoren** zu nennen, die beide als inflationsdämpfend einzuschätzen sind. Zum einen der **Wechselkurs**, der für die Schweiz als kleine offene Volkswirtschaft eine zentrale Rolle für die Konjunktur und die Inflation spielt. Sofern der Franken weiterhin als Safe Haven gefragt sein wird, ist mit einer fortgesetzten nominellen Aufwertung des Frankens zu rechnen, welche die (importierte) Inflation dämpfen dürfte. Die disinflationäre Wirkung einer Frankenaufwertung spielte bereits bei der jüngsten Inflationsberuhigung eine wesentliche Rolle und kann auch auf lange Sicht wirksam bleiben. Zum anderen die **Personenfreizügigkeit** mit der EU, welche durch die erleichterte Rekrutierung von Arbeitskräften aus den EU-Ländern die Flexibilität des Arbeitsangebots erhöht hat und dazu beigetragen haben könnte, dass trotz eines relativ starken Beschäftigungswachstums in den letzten Jahren ein potenziell inflationärer Aufwärtsdruck auf die Löhne bislang nicht auszumachen war. Sofern die Personenfreizügigkeit auch in einem künftigen Arrangement mit der EU weitgehend bestehen bleibt, dürfte dieser Wirkungskanal auch künftig einen Anstieg der Inflation begrenzen.

3.2 Die Rolle der Geldpolitik für die langfristige Inflationsannahme

Neben den strukturellen Einflussfaktoren hängt die langfristige Inflation ausserdem in starkem Masse von der Geldpolitik ab. Die Zentralbanken üben mittels ihrer geldpolitischen Instrumente – bei der SNB sind dies in erster Linie die Zins- und Wechselkurspolitik – einen massgeblichen Einfluss auf die Inflation aus. Zwar können sie kurzfristige Teuerungsschwankungen, z.B. ausgelöst durch einen abrupten Ölpreisanstieg, nicht verhindern, mittel- bis langfristig können sie aber die Inflation in den angestrebten Bereich bringen, der bei vielen Zentralbanken, darunter Fed und EZB, bei einem Inflationsziel von 2% liegt und im Fall der SNB eine Bandbreite von 0 bis 2% umfasst. Sofern die zuvor ausgeführten strukturellen Faktoren einen permanenten Aufwärtsdruck auf die Inflation ausüben würden, könnten die Zentralbanken dem durch restriktive Massnahmen, wie Leitzinserhöhungen, entgegenwirken und so die Inflation mittel- bis längerfristig im geldpolitischen Zielbereich halten.

Allerdings wird in der Wissenschaft und der Wirtschaftspolitik teilweise kontrovers diskutiert, ob die Zentralbanken einen erhöhten strukturellen Inflationsdruck überhaupt bekämpfen oder nicht stattdessen eine etwas höhere Inflation akzeptieren sollten. So wird verschiedentlich, u.a. vom früheren IWF Chefökonom Kenneth Rogoff, die Ansicht vertreten, dass die Zentralbanken mit Rücksicht auf die in vielen Ländern gestiegene Staatsverschuldung starke Zinsanhebungen möglichst vermeiden und lieber eine höhere Inflation zulassen würden (These der fiskalischen Dominanz der Geldpolitik).¹² Daneben wird auch argumentiert, dass die Zentralbanken notwendige strukturelle Anpassungen in der Wirtschaft wie die Dekarbonisierung oder die demografische Alterung, die mit einer höheren Inflation einhergehen, nicht durch eine zu rigide Inflationsbekämpfung behindern, sondern ihre Inflationsziele anheben sollten. Ein moderat höheres Inflationsziel, z.B. 3% statt 2%, wäre dieser Sichtweise zufolge ebenso mit Preisstabilität vereinbar, zumal die gängige Ausrichtung vieler Zentralbanken auf 2% als willkürlich kritisiert wird.¹³ Eine Anhebung des Inflationsziels wird ferner auch damit begründet, dass damit der Handlungsspielraum für Leitzinssenkungen vergrössert würde (Problematik des «Effective Lower Bound», d.h. dass bei niedriger Inflation die nominalen Zinsen oft schon nahe bei null liegen und somit der Spielraum für Leitzinssenkungen beschränkt ist). Aus dieser Warte plädierte etwa ein weiterer früherer Chefökonom des IWF, Olivier Blanchard, schon vor Jahren für höhere Inflationsziele der Zentralbanken und hat dies jüngst erneut bekräftigt.¹⁴

Die Zentralbanken weisen derartige Vorschläge und Forderungen bisher jedoch entschieden zurück. In jüngster Zeit hat insbesondere die EZB den Forderungen nach einer Anhebung ihres Inflationsziels mehrfach eine klare Absage erteilt. Aus ihrer Sicht ist erstens das Ausmass der künftigen strukturellen Inflationseffekte noch sehr unsicher, zweitens werde eine dauerhaft höhere Inflation als 2% von der Bevölkerung abgelehnt, und drittens würde die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik beschädigt, wenn

¹¹ Munich Re (2023), «Medium-term inflation outlook: Is the world heading for a “regime shift” after almost four decades of low inflation?»

¹² Vgl. Rogoff, K. et al. (2024), «Changing Central Bank Pressures and Inflation», Brookings Papers on Economic Activity, Spring 2024; sowie Reinhart, C. (2021), «Monetary Policy in an era of high debt», Karl Brunner distinguished lecture, September 2021.

¹³ Rürup, B. (2024), «Ein neues Ziel für die Geldpolitik», in Handelsblatt v. 05.07.2024. Auch in der oben erwähnten Analyse von Munich Re wird eine Erhöhung der Inflationsziele im Falle des Hochinflationsszenarios als prüfenswerte Option für die Zentralbanken erachtet.

¹⁴ Blanchard O., «Ein Inflationsziel von drei Prozent wäre sinnvoller», in Handelsblatt v. 31.07.2024.

die Zentralbank bei einer Überschreitung des Inflationsziels einfach dieses anheben würde.¹⁵ Auch die Fed hat sich gegen eine Erhöhung des Inflationsziels ausgesprochen.¹⁶ Die These der fiskalischen Dominanz der Geldpolitik verneinen die Zentralbanken unter Verweis auf die ausgeprägten Leitzinsanhebungen der letzten Jahre, die ein Beleg für die nach wie vor uneingeschränkte Unabhängigkeit der Geldpolitik seien.¹⁷

Die SNB hat sich ebenfalls bislang Forderungen nach einer Erhöhung des Inflationsziels widersetzt. Weil die SNB im Unterschied zur EZB, zur Fed und vielen anderen Zentralbanken kein Punktziel für die Inflation, sondern ein Zielband (Korridor) zwischen 0 und 2% (über null, unter 2%) über die mittlere Frist anstrebt, können unterschiedliche inflationsseitige Rahmenbedingungen – sowohl eine strukturell tiefere Inflation als auch ein Umfeld erhöhter Inflation – im Rahmen dieses Zielbandes abgedeckt werden.¹⁸ So wäre im geltenden Zielband etwa auch eine langfristig höhere Inflation von 1,5 bis knapp 2% enthalten und würde somit nicht zwingend eine Erhöhung des Inflationsziels erfordern. Die internationale Diskussion um die fiskalische Dominanz der Geldpolitik ist für die Schweiz vor dem Hintergrund der moderaten öffentlichen Verschuldung wenig relevant.

3.3 Aktuelle langfristige Inflationsprognosen und Inflationserwartungen

Während Konjunkturprognosen in der Regel nur eine kurze Prognoseperiode von ein bis zwei Jahren abdecken, liegt der Horizont mittel- bis langfristiger Wirtschafts- und Inflationsprognosen oft bei fünf bis zehn Jahren. Solche mittel- bis langfristigen Prognosen werden seltener publiziert als Konjunkturprognosen. Tabelle 2 gibt eine Übersicht über die aktuellen längerfristigen Inflationsprognosen für die Schweiz, die Eurozone und die USA. Die langfristige Inflationsprognose von Consensus Economics (internationale Umfrage unter Prognoseinstituten und Banken) mit einem Prognosehorizont von 6-10 Jahren und die mittelfristigen Prognosen des IWF und des Instituts BAK/Oxford Economics mit einem Prognosehorizont von je 5 Jahren.

Tabelle 2: Übersicht mittel- und langfristige Inflationsprognosen (in %)

	Prognosezeitraum	Schweiz	Eurozone	USA
Consensus (August 2024)	Ø 2030-2034	1.1	2.0	2.3
IWF (April 2024)	2029	1.2	1.9	2.1
BAK/Oxford	2029	1.1	1.9	2.2

Quelle: Eigene Darstellung.

Für die Schweiz beträgt die langfristige Inflationsprognose des Consensus 1,1%, die mittelfristige des IWF 1,2% und jene von BAK/Oxford 1,1%. Diese Prognosen von gut 1% liegen in der Mitte des SNB-Zielbands und nahe an der bisherigen Gleichgewichtsannahme der EFV. Für die Eurozone liegen beide Prognosen im Bereich des EZB-Zielwertes von 2%. Für die USA liegen sie leicht höher, aber doch noch nahe bei der Zielinflation des Fed von 2%.

Als weitere Informationsquelle können auch Umfragen zu den längerfristigen Inflationserwartungen herangezogen werden. Gemäss der Umfrage der SNB-Regionaldelegierten bei den von ihnen befragten Firmen rechneten diese im zweiten Quartal 2024 auf mittlere bis längere Sicht (drei bis fünf Jahre) mit einer Inflationsrate von 1,4%. Im Vergleich zu den kurzfristigen Erwartungen (6-12 Monate), die sich meistens stark an der aktuellen Teuerung orientieren und daher grössere Ausschläge nach unten und oben aufzeichnen, sind die längerfristigen Inflationserwartungen über die Zeit stabiler und lagen über die letzten Jahre trotz gewisser Schwankungen immer im Zielbereich der SNB (Grafik 2).

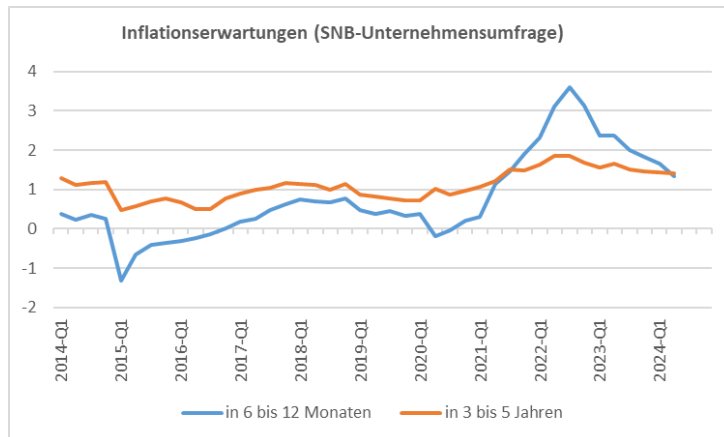
¹⁵ Vgl. hierzu Nagel (2024) sowie Schnabel, I. (2022), "A new age of energy inflation: climateflation, fossilflation and greenflation", 17. März 2022, Frankfurt a.M.

¹⁶ Powell, J. (2023), «Inflation: Progress and the path ahead», Rede an der Jackson Hole Konferenz, 23. August 2023

¹⁷ Schnabel, I. (2024), «Wird die Geldpolitik von der Fiskalpolitik dominiert?», Rede bei der Stiftungskonferenz der Stiftung Geld und Währung, 7. Juni 2024, Frankfurt a.M.

¹⁸ Vgl. Jordan, T. (2022), «Geldpolitik unter neuen Rahmenbedingungen: Herausforderungen für die SNB», 27. August 2022, Jackson Hole Konferenz.

Grafik 2: Inflationserwartungen Schweiz



Quelle: Eigene Darstellung. SNB.

Eine feste Verankerung der Inflationserwartungen im preisstabilen Bereich ist aus Zentralbankensicht sehr wichtig, weil dadurch die Gefahr verringert wird, dass sich vorübergehende Teuerungsausschläge durch Zweitrundeneffekte wie höhere Lohnsteigerungen verfestigen. Zur schnellen Rückbildung des Inflationsanstiegs in der Schweiz haben nach Einschätzung der SNB die begrenzten Zweitrundeneffekte und die preisstabilen Inflationserwartungen wesentlich beigetragen.

Sowohl die langfristigen Inflationsprognosen für die Schweiz (Durchschnitt 1.1) als auch die gemessenen Inflationserwartungen für die Schweiz (1.4%) bewegen sich im mittleren Bereich des von der SNB angestrebten Inflationsbands. Auch für das Ausland ist gemäss den Prognosen nicht davon auszugehen, dass die Zentralbanken in Zukunft deutlich höhere Inflationswerte zulassen werden.

4 Abschliessende Diskussion

Sowohl eine tiefere als auch eine höhere Inflationsannahme im Vergleich zur bisherigen von 1% wäre möglich, ohne dass das Zielband der SNB von 0 - 2% verletzt würde. Die Analyse in dieser Notiz fördert jedoch keine überzeugenden Gründe zutage.

Eine permanente Rückkehr der Inflation zu den tiefen Werten vor der Pandemie, als die Schweizer Inflation über das ganze Jahrzehnt 2010-2019 im Mittel bei null lag, und die eine Absenkung der langfristigen Inflationsannahme rechtfertigen könnte, ist zwar nicht ausgeschlossen, aber aus heutiger Sicht eher unwahrscheinlich. Gegen ein permanentes Tiefinflationsszenario spricht, dass sich verschiedene strukturelle Faktoren, insbesondere auf internationaler Ebene, eher in Richtung eines anhaltend höheren Inflationsdrucks verschoben haben (Demografie, Dekarbonisierung, De-Globalisierung). Sofern diese Faktoren international inflationserhöhend wirken, dürfte dies zumindest teilweise auf die Schweizer Inflation durchschlagen und ihren Rückgang begrenzen.

Eine Anhebung der Inflationsannahme erscheint auf der anderen Seite ebenfalls nicht angezeigt. Zum einen sind die erwähnten globalen Inflationstreiber in ihrem Ausmass noch unsicher und entsprechend schwer abzuschätzen. Zum andern könnten gewisse Schweiz-spezifische Faktoren auch künftig die Inflation dämpfen, wobei insbesondere eine anhaltende nominelle Aufwertung des Frankens sowie das mit der Personenfreizügigkeit verbundene flexible Arbeitsangebot, welches den Lohn- und Inflationsdruck begrenzen dürfte, zu nennen sind. Einem deutlichen langfristigen Anstieg der Inflationsraten dürfte zudem die Preisstabilitätsorientierung der SNB und anderer Zentralbanken entgegenstehen. Eine teilweise diskutierte Anhebung der Inflationsziele wird bislang von allen wichtigen Zentralbanken abgelehnt.

Angesichts dieser Überlegungen erscheint die bisherige langfristige Gleichgewichtsannahme für die Inflation von 1% weiterhin angemessen. Dies steht auch im Einklang mit den Einschätzungen von Prognoseinstituten und Umfragen.

Literaturverzeichnis

BIS Jahresbericht (2018).

BIS Jahresbericht (2024).

Blanchard O. (2024). Ein Inflationsziel von drei Prozent wäre sinnvoller. Handelsblatt v. 31.07.2024.

Goodhart, C. und Pradhan, M (2020). The Great Demographic Reversal: Aging Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival.

Jordan, T. (2015). The impact of international spillovers on inflation dynamics and independent monetary policy: the Swiss experience. 28. August 2015, Jackson Hole Konferenz.

Jordan, T. (2022). Geldpolitik unter neuen Rahmenbedingungen: Herausforderungen für die SNB. 27. August 2022, Jackson Hole Konferenz.

Munich Re (2023). Medium-term inflation outlook: Is the world heading for a “regime shift” after almost four decades of low inflation?

Nagel, J. (2024). Too low, too high. What's next for inflation? Rede an der Joint Spring Conference 2024, 7. Mai 2024, Eltville am Rhein, und die darin zitierte Literatur.

Obstfeld, M. (2023). Natural and neutral real interest rates: past and future.

Powell, J. (2023). Inflation: Progress and the path ahead. Rede an der Jackson Hole Konferenz, 23. August 2023.

Reinhart, C. (2021). Monetary Policy in an era auf high debt. Karl Brunner distinguished lecture, September 2021.

Rogoff, K. et al. (2024). Changing Central Bank Pressures and Inflation. Brookings Papers on Economic Activity.

Rürup, B. (2024). Ein neues Ziel für die Geldpolitik. Handelsblatt v. 05.07.2024.

Schnabel, I. (2022). A new age of energy inflation: climateflation, fossilflation and greenflation. Rede an der The ECB and Its Watchers XXII Konferenz, 17. März 2022, Frankfurt a.M.

Schnabel, I. (2024). Wird die Geldpolitik von der Fiskalpolitik dominiert? Rede bei der Stiftungskonferenz der Stiftung Geld und Währung, 7. Juni 2024, Frankfurt a.M.