

Die W&P-Perspektive: «Zinsen runter, Inflation rauf?» – So einfach ist es nicht

Wieso bleibt die Inflation trotz jahrelanger ultraexpansiver Geldpolitik so tief? Tiefere Zinsen sollten die Inflation ansteigen lassen. In dieser W&P-Perspektive richten wir unseren Blick auf den Schweizer Warenkorb und kommen zum Schluss, dass sich tiefe Zinsen auf wichtige Komponenten kaum oder gar deflationär auswirken. Dies stellt Zentralbanken vor Herausforderungen. // Adriel Jost und Lëzan-Noé Calis

Die weltweit tiefen Inflationsraten seit der letzten Finanzkrise bereiten Kopfzerbrechen. Die Schweiz steht exemplarisch dafür, wie wenig sich die Inflationsentwicklung um die klassische Lehrbuchtheorie schert. Tiefe Zinsen sollten danach zu einer erhöhten Kreditnachfrage und damit zu einer erhöhten Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen führen. Als Folge wäre mit einer Beschleunigung der Teuerungsdynamik zu rechnen. Dies ist ausgeblieben.

Auch die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat in den letzten Jahren einen historisch einmaligen, ultraexpansiven geldpolitischen Kurs gefahren. Seit Anfang 2015 hält sie ihren Leitzins gar im negativen Bereich. Dennoch sind die Inflationsraten sehr tief geblieben: Seit 2009 verharren die Preise im Schnitt sogar auf gleichem Niveau, nachdem sie zwischen 2000 und 2009 immerhin noch jährlich um 1 Prozent gestiegen waren.

Wechselkurs als Einflussfaktor für die Inflation

Die Frage der ausbleibenden Inflation weist viele Facetten auf. Die Inflationsentwicklung in der Schweiz liefert aber konkrete Hinweise, warum die Formel «Zinsen runter, Inflation rauf» zu einfach ist. Zuerst einmal spielt für eine kleine, offene Volkswirtschaft natürlich nicht nur der Zinssatz, sondern auch der Wechselkurs eine wichtige Rolle, zumindest in der kurzen Frist. Wie Abbildung 1 zeigt, drückten seit der Finanzkrise verschiedene Aufwertungsrunden auf die Preise für ausländische Güter.

Auch indirekt kann ein starker Wechselkurs für tiefere Preise in der Schweiz sorgen, wenn eine Aufwertung dazu führt, dass Exportunternehmen bei ihren inländischen Lieferanten Preisnachlässe fordern, oder wenn eine durch einen starken Wechselkurs verursachte Wachstumsdelle die Nachfrage reduziert. Die SNB

hat darum in den letzten Jahren ihre Geldpolitik auch primär auf den Wechselkurs ausgerichtet.

Inwiefern der Negativzins und damit eine grössere Zinsdifferenz zum Ausland hilft, den Franken aufgrund geringerer Attraktivität abzuschwächen und somit für höhere Inflation zu sorgen, ist in einer früheren W&P-Perspektive kritisch diskutiert worden. Wie auch immer der Zusammenhang zwischen Zinsen und Wechselkursbewegungen aber ist: Abbildung 1 zeigt, dass Aufwertungen normalerweise einen nur vorübergehenden Einfluss auf die Inflation haben – die Preise passen sich über die Zeit dem neuen Wechselkursniveau an.

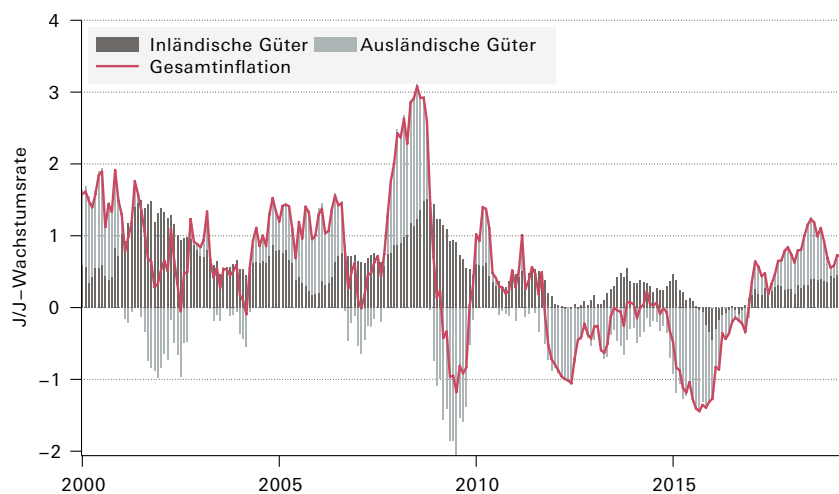
Deflationäre Wirkung tiefer Zinsen

Lassen wir Wechselkursbewegungen für den Moment deshalb beiseite. Sorgen tiefere Zinsen abgesehen vom Wechselkurs für höhere Inflation? In dieser *Perspektive* kommen wir zum Schluss, dass dies ebenfalls nicht eindeutig ist, weil tiefe Zinsen auch preissenkende Auswirkungen aufweisen können. Wie lässt sich dies erklären?

Generell ermöglichen tiefe Zinsen dank günstigen Krediten einen Kapazitätsausbau. So sorgt die erhöhte Nachfrage weniger rasch für Engpässe und wirkt weniger inflationär, als man es zuerst vermuten würde. Sobald sich die Nachfrage reduziert, wirken sich die Überkapazitäten sogar deflationär aus. Dieser Zusammenhang kann als ein Grund angeführt werden, warum die Inflationsraten weltweit eher tief bleiben.

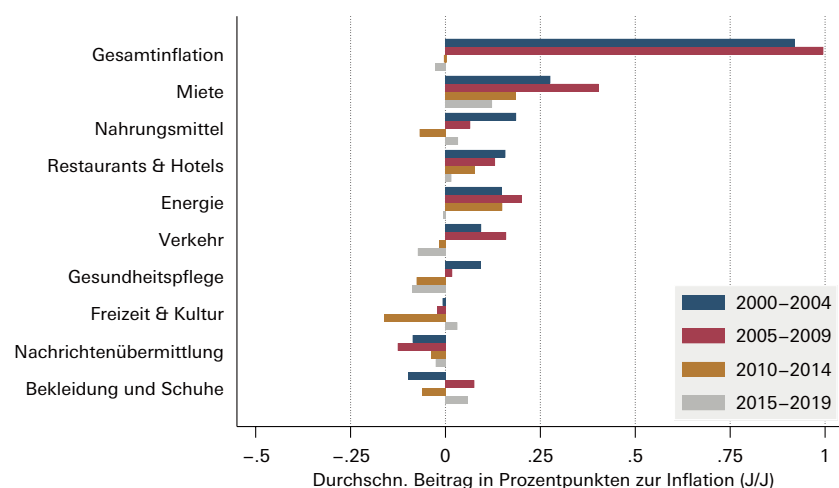
Ein ähnlicher Zusammenhang lässt sich in der Inflationsentwicklung in der Schweiz beobachten. Abbildung 2 zeigt die Inflation seit 2000 aufgegliedert in ausgewählte Komponenten. Diese detaillierte Betrachtung macht die Bedeutung der Mietpreise klar, welche im Warenkorb ein Gewicht von 19.1 Prozent aufweisen. Im

Abb. 1: Schweizer Inflation, Beitrag nach Herkunft der Güter



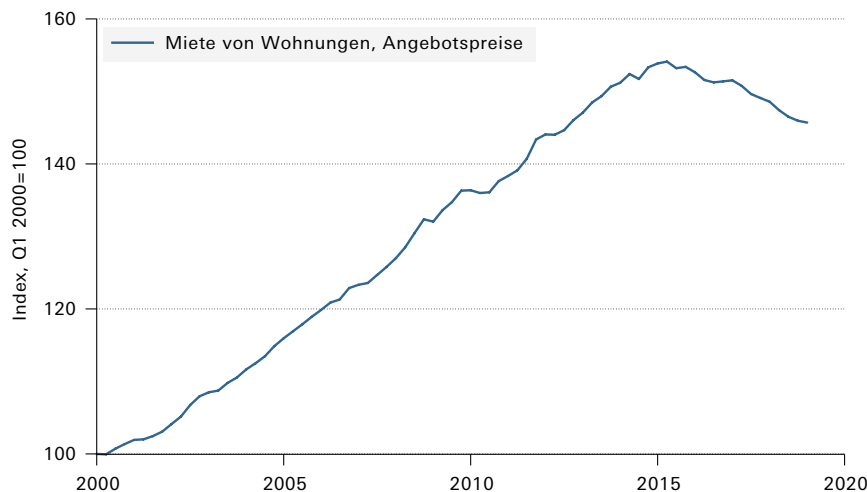
Die Abbildung zeigt die Entwicklung der Schweizer Inflation seit dem Jahr 2000. Dabei wird zwischen in der Schweiz produzierten Gütern und Dienstleistungen und importierten Gütern und Dienstleistungen unterschieden. Verschiedene Aufwertungsrounds des Schweizer Frankens führten dazu, dass die Preise der ausländischen Güter sanken. Der Einfluss war aber nur befristet.

Abb. 2: Inflationsentwicklung in der Schweiz, aufgeteilt nach Beiträgen



Die Abbildung stellt den durchschnittlichen Beitrag ausgewählter Güter- und Dienstleistungsgruppen zur Jahresteu-erung in verschiedenen Perioden dar. Es fällt auf, dass die vom Bundesamt für Statistik berechneten Mietpreise seit 2010 trotz tieferer Zinsen deutlich weniger stark angestiegen sind als da-vor. Andere Komponenten, wie die Ge-sundheitspflege, verlaufen aufgrund administrierter Preise teilweise unab-hängig von zyklischen Entwicklungen.

Abb. 3: Entwicklung der Mietpreise in der Schweiz



Die Abbildung zeigt die Entwicklung der Mietpreise von Wohnungen seit der Jahrtausendwende, gemessen an den Angebotspreisen. Der stetige An-stieg seit der Jahrtausendwende kam 2015 zum Erliegen - obwohl zu diesem Zeitpunkt die Zinsen in der Schweiz nach der Einführung des Negativzinses der SNB nochmals fielen. Ein Grund für die fallenden Mietpreise ist unter anderem, dass Anlagen in Immobilien im Tiefzinsumfeld vergleichsweise attraktiv bleiben. Dadurch ist ein Über-angebot an Wohnungen entstanden, speziell in nicht-urbanen Gebieten.

Quelle: Bundesamt für Statistik, Schweizerische Nationalbank, Wüest Partner, Wellershoff & Partners

ersten Jahrzehnt seit der Jahrtausendwende war diese Komponente der wichtigste Inflationstreiber in der Schweiz. Zugleich ist aber ihr Beitrag über die abgebildeten Zeitperioden deutlich zurückgegangen.

Dies liegt daran, dass die Tiefzinspolitik der SNB auch inflationssenkende Effekte auf die Mietpreise hat. Die durch die ausgedehnte Kreditvergabe erhöhte Geldmenge hat zwar zu Preissteigerungen bei Häusern geführt. Auch sorgte das zusätzliche Geld für erhöhte Nachfrage nach Mietwohnungen. Beides wirkt preistreibend.

Die extrem tiefen Zinsen wiesen in den letzten Jahren aber auch preissenkende Wirkung auf Wohnungsmieten auf. Einen direkten negativen Einfluss übte das Zinsniveau auf die Wohnungsmieten über den hypothekarischen Referenzzinssatz aus, an den Schweizer Mietverträge gekoppelt sind. Das fallende Zinsniveau liess die Zinsen von Hypotheken von über 4 Prozent in 2008 auf noch knapp über 1 Prozent sinken, was sich entsprechend in einem niedrigeren Referenzzinssatz (von 3,5 Prozent auf 1,5 Prozent) widerspiegelt. Vermieter waren in der Folge gezwungen, Wohnungsmieten nach unten anzupassen.

Ein indirekter negativer Einfluss der SNB-Zinspolitik auf die Mieten rührt daher, dass die tiefen Zinsen zu einem regen Wohnungsbau geführt haben. Durch das Niedrigzinsumfeld haben Anlagen in Schweizer Immobilien in den letzten Jahren an Attraktivität gewonnen. Folge davon ist ein Überangebot von Wohnraum in nicht-urbanen Gebieten, was wiederum zu mehr Leerwohnungen und sinkenden Mieten führt (vgl. dazu Abbildung 3). Zwei Entwicklungen hatten zur Folge, dass dieser preisdämpfender Effekt seit der Finanzkrise nicht noch stärker gespielt hat: das hohe Bevölkerungswachstum und die daraus resultierende hohe Nachfrage nach Wohnraum einerseits und das zumindest in urbanen Regionen begrenzte Angebot an Land andererseits.

Gleichzeitig ist eine höhere Mietpreisinflation ausgeblieben, weil im Bausektor trotz der erhöhten Bautätigkeit kaum Kapazitätsengpässe zu verzeichnen waren, welche das Bauen und damit auch die Mieten spürbar verteuert hätten. Sowohl der aggregierte Baupreisindex als auch jener für den Hoch- und Tiefbau haben sich in den letzten Jahren nur geringfügig nach oben bewegt. Der Bausektor konnte die entsprechenden Kapazitäten sowohl bei Arbeitnehmenden und Maschinen offenbar rechtzeitig ausbauen.

Wo Zinsen nur wenig Einfluss haben können

Aber nicht nur bei den Mieten wirken die tiefen Zinsen preisdämpfend. Bei anderen Komponenten des Warenkorb ist weder von den Zinsen noch von der Wirtschaftslage ein direkter Einfluss auf die Preisentwicklung zu erwarten, weil diese Preise staatlich festgelegt sind. Neben Alkohol, Tabak und bestimmten Dienstleistungen und Produkten im Bereich Verkehr ist hier vor allem der Bereich Gesundheit mit einem Anteil am Warenkorb von 15,5 Prozent zu erwähnen (vgl. Tabelle 1). In diesem Bereich haben sich die Preise in den letzten zehn Jahren sogar reduziert. Zudem führen vor allem im Bereich Telekommunikation und Internet der technische Fortschritt in Kombination mit einem hohen Wettbewerb zu inflationsdämpfenden Effekten.¹

Schlussfolgerungen

Haben die Zentralbanken also trotz ihres Mandats, für Preisstabilität zu sorgen, kaum Einfluss auf die Teuerung – und dort wo sie Einfluss haben, in die «falsche» Richtung, nach unten? Zusammenfassend lässt sich sagen: Der Zusammenhang zwischen Zinsen und Inflation ist jedenfalls komplexer, als Lehrbücher ihn beschreiben. Ein genauer Blick auf die Inflationsentwicklung der letzten Jahre zeigt warum: Bei wichtigen Komponenten des Warenkorb wirken sich Zinssenkungen deflationär aus, andere bleiben unbeeinflusst.

Zentralbanken, insbesondere kleiner, offener Volkswirtschaften wie der Schweiz, sind dadurch herausgefordert. Der Zinssatz, ihr im Normalfall einziges Instrument, hat nur wenig oder teilweise sogar konträre Auswirkungen auf das einzige Ziel, die Inflationsentwicklung. Mit dem Wechselkurs kann die Inflation zwar ebenfalls beeinflusst werden. Der Effekt ist aber nur kurzfristig, und Wechselkursinterventionen bringen bekanntlich auch Nebenwirkungen mit sich – wie die SNB mit ihrer rekordhohen Bilanz ein Lied davon singen kann. Schliesslich zeigen die Erkenntnisse, dass der Ausstieg aus der Tiefzinspolitik schwierig wird. Die vorgestellten Ergebnissen bedeuten nämlich im Umkehrschluss, dass ein Anstieg der Zinsen unerwünschte inflationäre Auswirkungen zur Folge haben kann.

¹ Für die USA rechnen Ökonomen der Federal Reserve Bank of San Francisco damit, dass nur 42 Prozent der Inflationskomponenten pro-zyklisch reagieren (T. Mahedy & A. Shapiro, *What's Down With Inflation?*, FRBSF Economic Letter, November 27, 2017).

Tab. 1: Warenkorb des Schweizer Landesindex der Konsumentenpreise

	Gewicht im Gesamtindex (in Prozent)
Nach Hauptgruppen	
Wohnen und Energie	25.1
Miete	19.1
Energie	3.7
Laufende Wohnungsreparaturen	1.1
Dienstl. für Versorgung und Unterhalt der Wohnung	1.1
Gesundheitspflege	15.5
Verkehr	10.8
Nahrungsmittel und alkoholfreie Getränke	10.7
Restaurants und Hotels	9.4
Freizeit und Kultur	8.8
Sonstiges	5.5
Hausrat und laufende Haushaltsführung	3.7
Bekleidung und Schuhe	3.6
Nachrichtenübermittlung	3.0
Alkoholische Getränke und Tabak	2.8
Unterricht	1.1
Nach Herkunft der Güter	
Inländische Güter	74.6
Importierte Güter	25.4

Quelle: Bundesamt für Statistik, Wellershoff & Partners

Rechtliche Hinweise

Diese Publikation wurde durch Wellershoff & Partners Ltd. zusammengestellt und veröffentlicht. Sie dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertenstellung, zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die hierin enthaltenen Analysen basieren auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen können zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Einige Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und/oder von allen Investoren erworben werden. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuften Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. Der Termin- und Optionenhandel ist mit Risiken behaftet. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurückerhalten als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken. Wir können nicht auf Ihre persönlichen Anlageziele, finanzielle Situation und Bedürfnisse im Rahmen dieser Publikation eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor einer Investition in eines der in dieser Publikation erwähnten Produkte Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren. Dieses Dokument darf ohne vorherige Einwilligung von Wellershoff & Partners Ltd. weder reproduziert noch vervielfältigt werden. Wellershoff & Partners Ltd. untersagt ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieser Publikation an Dritte. Wellershoff & Partners Ltd. ist nicht haftbar für jegliche Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieser Publikation resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden.

Impressum

Herausgegeben von // Wellershoff & Partners Ltd., Zürich

Autoren // Adriel Jost, adriel.jost@wellershoff.ch

Lêzan-Noé Calis, ln.calis@wellershoff.ch

Konzeption // Wellershoff & Partners Ltd., Zürich

Gestaltung // Feinmass Kommunikationsdesign, Luzern

Die W&P-Perspektive erscheint in deutscher oder englischer Sprache.

Redaktionsschluss: 1. Juli 2019