

Weltweit hohe Inflationserwartungen: Gefahren für die Finanzmarktstabilität

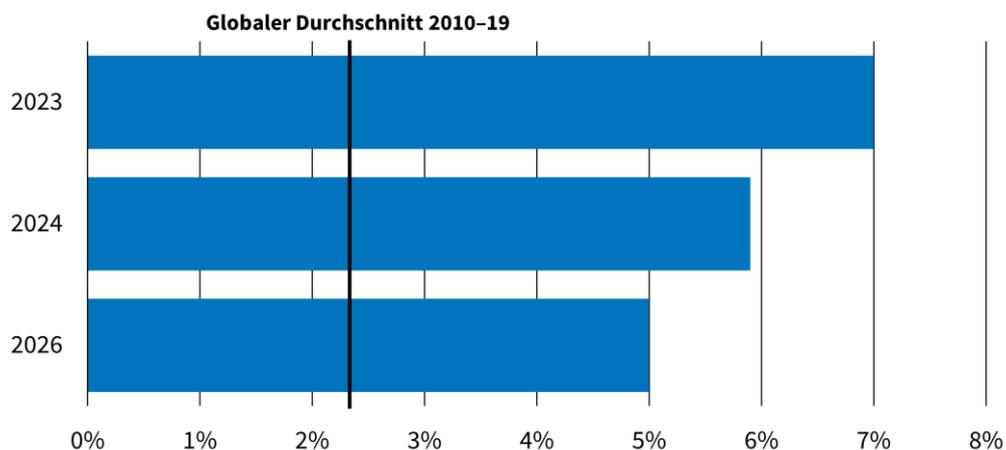
Dr. Martin Mosler

1. Globale Preissteigerungen weiter hoch auf Rekordniveau

Die grossen Zinsschritte und der Ausstieg aus den *Quantitative Easing*-Programmen von Zentralbanken rund um den Globus zeigen bisher kaum Wirkung. Für 2023 liegt die erwartete Inflationsrate im Mittel bei 7 Prozent und damit deutlich über dem langjährigen Durchschnitt. Das ist das Ergebnis der aktuellen Welle des Economic Expert Survey (EES) des Instituts für Schweizer Wirtschaftspolitik (IWP) an der Universität Luzern und des ifo Instituts in München. Auch für die kommenden Jahre rechnen die befragten Ökonomen angesichts von Preissteigerungen von 5.9 Prozent für 2023 und 5 Prozent für 2026 nicht mit einer spürbaren Entspannung bei der weltweiten Inflationsdynamik.

Weltweite Inflationserwartungen

Erwartete Inflationsrate im weltweiten Durchschnitt für das Jahr...



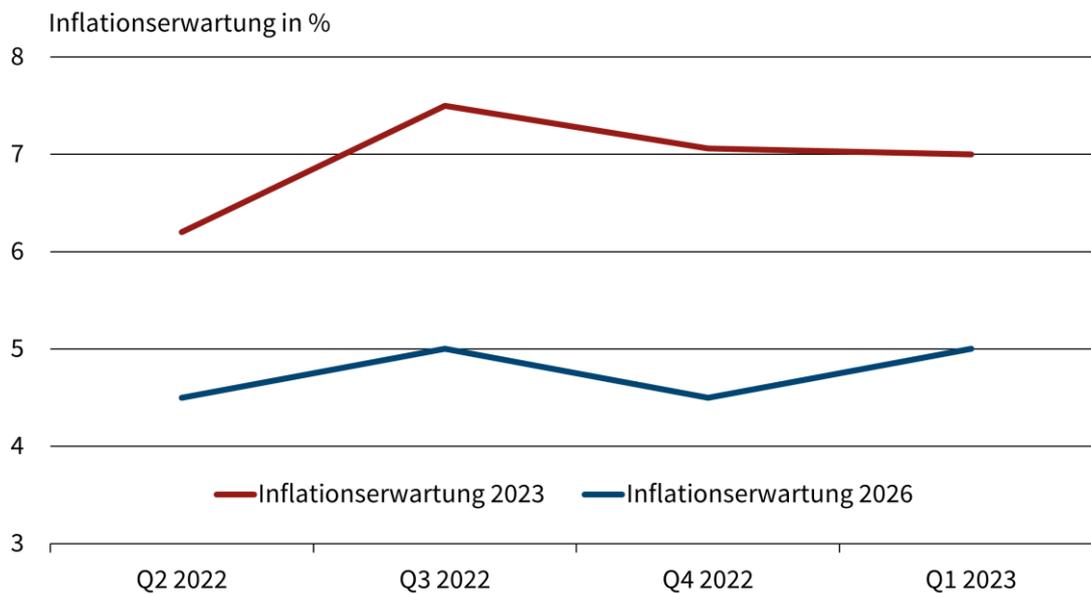
Quelle: Economic Experts Survey Q1 2023.

© ifo Institut / IWP

Der EES untersucht vierteljährlich auf globaler Ebene die Inflationserwartungen von Wirtschaftsexperten, wobei an der aktuellen Umfrage vom 9. März 2023 bis zum 23. März 2023 1'572 Wirtschaftsexperten aus 136 Ländern teilgenommen haben. Ein Vergleich der Umfrageergebnisse über die Zeit zeigt, dass die kurzfristigen Inflationserwartungen ihren Höhepunkt im dritten Quartal 2022 erreichten und sich seitdem auf einem nur auf leicht geringerem Niveau bewegen. Die langfristigen Inflationserwartungen der Experten sind im Vergleich zu den vergangenen Quartalen sogar angestiegen. Trotz der Notenbankinterventionen ist damit weiterhin keine Entspannung bei der erwarteten Inflationsdynamik zu spüren.

Weltweite Inflationserwartungen im Zeitverlauf

Erwartete Inflationsrate im weltweiten Durchschnitt für die Jahre 2023 und 2026



Quelle: Economic Experts Survey Q2 2022 bis Q1 2023.

© ifo Institut / IWP

Bei einer genaueren Betrachtung der Daten fällt auf, dass auch regional hohe Inflationsraten erwartet werden, die über dem Ziel der Preisstabilität von Zentralbanken liegen. Generell sind die Inflationserwartungen auch für die meisten Weltregionen im Vergleich zum Vorquartal deutlich angestiegen. Die Heterogenität in den Inflationserwartungen ist weltweit jedoch stark ausgeprägt.

Inflationserwartung 2023



Quelle: Economic Experts Survey Q1 2023.

© ifo Institut / IWP

Während in Nordamerika die Inflationserwartungen zwar tendenziell schwächer ausfallen, sind in Mittel- und insbesondere in Südamerika die Inflationserwartungen im Vergleich zur letzten EES-Umfrage in 2022 deutlich angestiegen. Ähnliches lässt sich auch für die meisten Regionen Afrikas feststellen. In den Regionen des asiatischen Kontinents zeigen sich hingegen grosse Unterschiede: Während sich die kurzfristigen Inflationserwartungen in vielen Teilen Asiens gegenüber den vergangenen Quartalen zurückentwickelt haben, sind die Inflationserwartungen für 2023 insbesondere in Westasien zuletzt stark gestiegen.

Inflationserwartungen in den Weltregionen

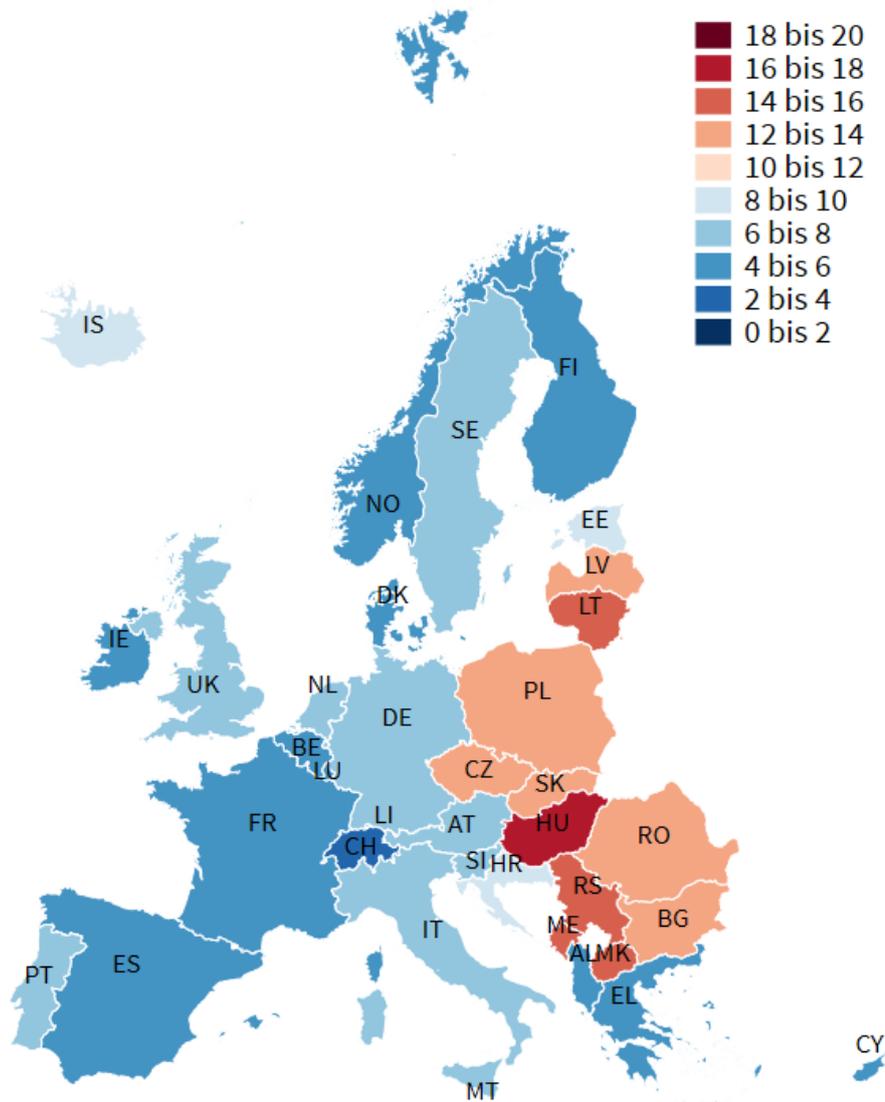
Region	Inflation 2023	Inflation 2024	Inflation 2026
Europa			
Nordeuropa	8.4 (+0.1)	5.2 (-0.1)	3.3 (-0.2)
Osteuropa	14.8 (-0.5)	10.2 (-1.0)	7.1 (-0.6)
Südeuropa	9.0 (-0.2)	6.6 (+0.2)	4.3 (+0.5)
Westeuropa	5.3 (-0.1)	3.7 (+0.1)	2.6 (0.0)
Amerika			
Nordamerika	5.0 (-0.2)	3.8 (+0.1)	2.7 (-0.1)
Mittelamerika und Karibik	12.2 (+1.4)	9.7 (+0.1)	8.3 (+0.3)
Südamerika	46.1 (+21.8)	33.1 (+11.5)	18.1 (+0.4)
Afrika			
Nordafrika	32.7 (+0.4)	29.9 (+5.5)	28.7 (+10.0)
Mittelafrika	17.8 (+6.9)	20.6 (+9.6)	25.1 (+14.7)
Ostafrika	29.9 (-4.8)	24.4 (+2.8)	21.3 (+4.9)
Südafrika	6.2 (-0.4)	5.9 (-0.1)	6.4 (+0.9)
Westafrika	13.1 (-0.4)	11.8 (+0.6)	10.2 (+0.7)
Asien & Ozeanien			
Ostasien	5.3 (-0.7)	4.8 (-0.6)	3.9 (-0.2)
Südasien	22.5 (-0.7)	20.1 (+0.3)	21.4 (+4.0)
Südöstliches Asien	5.1 (-0.3)	4.8 (+0.1)	4.7 (+0.5)
Westasien	24.2 (+2.9)	16.6 (+0.8)	12.5 (+1.2)
Zentralasien	15.1 (+0.9)	12.1 (+0.7)	9.7 (+0.5)
Ozeanien	5.9 (-0.2)	4.9 (0.0)	4.2 (+0.3)

Quelle: Economic Experts Survey Q1 2023.

© ifo Institut / IWP

Speziell für Europa befinden sich die Erwartungen im weltweiten Vergleich auf dem niedrigsten Niveau, sowohl für das aktuelle Jahr 2023 als auch für die Jahre 2024 und 2026. Dabei zeigt sich zwar ein fallender Trend in den erwarteten Preissteigerungen, jedoch gehen die befragten Experten auch für das kommende Jahr nicht von einer Rückkehr auf das von der SNB oder EZB ausgegebene Ziel der Preisstabilität von nahe an 2 Prozent aus. Speziell für die Schweiz liegt die durchschnittlich erwartete Inflation für 2023 bei 3 Prozent, im nächsten Jahr bei 2.3 Prozent und erst mittelfristig bis 2026 bei 1.7 Prozent.

Inflationserwartungen in Europa 2023



Quelle: Economic Experts Survey Q1 2023.

© ifo Institut / IWP

2. Preissteigerungen bedrohen Finanzmarktstabilität

Bei der Bildung der Inflationserwartungen haben Zentralbanken weltweit noch immer nicht die Oberhand gewonnen. Dabei befinden sie sich zu allem Übel auf einem geldpolitischen Drahtseilakt. Zusätzlich zur Dämpfung der Preissteigerungen müssen sie auch die fragile Finanzmarktstabilität im Auge behalten. Das von US-Banken gehaltene Volumen von hypothekenbesicherten Wertpapieren (*mortgage-backed securities*) etwa fiel an Ostern 2023 im Vergleich zur Vorwoche um über 100 Milliarden Dollar. Dunkle Erinnerungen an den Auslöser der Finanzkrise von 2008 wurden wach. Der aktuelle Ausverkauf ist wohl ein Nachbeben der Turbulenzen um die Silicon Valley Bank, deren Wertpapierportfolio und damit Kundenvertrauen im Zuge der straffen Zinserhöhungen unter Druck geriet. Die fragilen Finanzmärkte taumeln aber auch diesseits des Atlantiks, wie die Causa Credit Suisse erschreckend zeigt.

Das oberste Ziel der Währungshüter ist und bleibt die Preisstabilität. Aber auch die Finanzmarktstabilität ist ein Kernelement der modernen Geldpolitik. Beide Stabilitätsziele treten nun aber als Antagonisten auf: Während der Finanzsektor angesichts der Turbulenzen nach Liquidität ächzt, mahnt die Inflationsgefahr zur monetären Kontraktion. Was also soll man tun? Der Nobelpreisträger der Ökonomie Jan Tinbergen formulierte bereits 1936 eine geniale wie einfache Überlegung: Für jedes wirtschaftspolitische Ziel benötigt man mindestens ein eigenständiges wirtschaftspolitisches Instrument. Übertragen auf die Moderne bleibt zur Krisenintervention der Zentralbanken somit die strikte Trennung der Probleme. Die SNB hat es zuletzt vorgemacht: Notliquidität zur Stabilisierung der Credit Suisse, aber keine Änderung beim Leitzins zur Inflationskontrolle.

Doch der vermeintliche Ausweg ist gefährlich. Einerseits werden Zentralbankbilanzen durch Rettungsaktionen aufgeblasen, andererseits werden sie durch den Ausstieg aus Quantitative Easing verkürzt. Das schafft Verwirrung bei einem Akteur, dessen eigentliche Währung nicht etwa auf der Druckerpresse, sondern auf dem Vertrauen der Wirtschaftsteilnehmer beruht. Zudem bedingen sich beide Ziele. Es wird geschätzt, dass die Preisschocks auf den weltweiten Anleihe- und Wertschriftenmärkten nach dem Chaos um die Silicon Valley Bank einen etwa so starken Inflationseffekt hatten wie eine theoretische Anhebung des Fed-Leitzinses um 1.5 Prozentpunkte.

Vor allem haben die geldpolitischen Prioritäten aber eine implizite Rangfolge: Es bedarf der Finanzmarktstabilität als notwendige Voraussetzung, damit das Ziel der Preisstabilität überhaupt verfolgt werden kann. Plakativ formuliert: Ist das Bankensystem erst einmal kollabiert, greifen nicht nur die Transmissionsriemen der Geldpolitik nicht mehr – in einer solchen Welt ist Inflation auch eine unserer geringsten Sorgen. Die Überlegungen von Tinbergen werden damit um eine wichtige temporale Komponente ergänzt: Nicht nur die Trennung der Instrumente, auch ihre zeitliche Gewichtung ist für Währungshüter zur effektiven Zielerreichung entscheidend.

3. Fazit

Der weltweite Drahtseilakt zwischen Inflation und Finanzmarktstabilität ist kein geldpolitisches Neuland, aber durchaus ungewohnt. Bei den letzten grossen Notenbankinterventionen von der Finanzkrise 2008 bis zur Corona-Krise 2020 übertünchten die Sorgen um die Finanzsysteme alle Inflationsbedenken. Im aktuell simultanen Krisenmodus hingegen liegt der Fokus zurecht auf den gegenläufigen Effekten der gewählten Instrumente. Weder Banken Krisen noch Preissteigerungen werden uns dabei auf absehbare Zeit in Ruhe lassen. Die Ergebnisse der aktuellen EES-Umfrage deuten auf schwierige Zeiten hin.

4. Hintergrund: Sonderumfrage des EES

Der Economic Experts Survey (EES) ist eine vierteljährliche Umfragereihe unter internationalen Wirtschaftsexperten, die gemeinsam vom Institut für Schweizer Wirtschaftspolitik (IWP) an der Universität Luzern und dem ifo Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München durchgeführt wird. Der EES misst auf globaler Ebene die Qualität von Wirtschaftspolitik und politischen Rahmenbedingungen anhand von Expertenaussagen. Die Ergebnisse werden vierteljährlich veröffentlicht. Der EES liefert durch die Einschätzungen der Teilnehmer zunächst qualitative Informationen, die für die folgende Interpretation der Ergebnisse aufbereitet werden. Die Ergebnisse des EES sind zeitnah verfügbar und international vergleichbar.

Die sechste Umfragerelle des EES lief vom 9. März 2023 bis zum 23. März 2023. Insgesamt 1'572 Wirtschaftsexperten aus 136 Ländern nahmen an der Umfrage teil.

Im Rahmen der Welle wurden Sonderfragen zur Inflation gestellt. Die Umfrageteilnehmer wurden gebeten, ihre Erwartungen zur durchschnittlichen Preissteigerung in ihrem Land für die Jahre 2023, 2024 und 2026 anzugeben. Aus den Antworten der Experten auf die einzelnen Fragen bilden wir zunächst das arithmetische Mittel für jedes Land und anschliessend das arithmetische Mittel für jede Weltregion. Für das weltweite Mittel verwenden wir den Median der durchschnittlich erwarteten Inflations- und

Wachstumsraten auf Länderebene. Der Median wird verwendet, weil die Erwartungen regional stark heterogen sind, und in individuellen Ländern bzw. Regionen drastisch höher sind als im Rest der Welt.

Wir verwenden 18 Weltregionen auf fünf Kontinenten, aufbauend auf der Definition der geografischen Regionen der Vereinten Nationen. Aufgrund von Datenbeschränkungen definieren wir alle Subregionen innerhalb Ozeaniens als eine Region und fassen die Regionen Zentralamerika und Karibik zu einer gemeinsamen Region zusammen.

Wir rekrutieren die Wirtschaftsexperten für die Umfrage aus zwei Gruppen. Die erste Gruppe sind renommierte Wirtschaftsexperten, die an Forschungsinstituten, Zentralbanken, multinationalen Unternehmen, Botschaften und internationalen Organisationen arbeiten. Die Experten aus dieser Gruppe sind handverlesen und haben Verbindungen zum international renommierten CESifo-Netzwerk. Die zweite Gruppe besteht aus führenden Akademikern und Forschern im Bereich der Wirtschaftswissenschaften gemäss internationalen Wissenschaftsrankings. Teilnehmer aus beiden Gruppen prägen oftmals die öffentlichen Wirtschaftsdebatten in ihrem Land. Die Experten beantworten die Fragen online und können dabei das Land auswählen, für das sie ihre Expertise zur Verfügung stellen möchten. Die Wirtschaftsexperten nehmen freiwillig an der Umfrage teil und erhalten für die Teilnahme keine Vergütung.

Die Auswertung der Ergebnisse wird zwischen den Forschungsteams der beiden beteiligten Institute koordiniert. Die mögliche Interpretation der Ergebnisse wird ebenso von den Forschungsteams besprochen, die finale Auswertung und Publikation erfolgt jedoch individuell. Die hier dargestellte Interpretation der Ergebnisse entspricht der Einschätzung des Instituts für Schweizer Wirtschaftspolitik.