

Zur Diskussion über Deflationsgefahren in Deutschland

Angesichts abnehmender Inflationsraten und abermals enttäuschter Wachstumserwartungen in vielen wichtigen Industrieländern nimmt die Frage nach dem Risiko einer Deflation derzeit breiten Raum in der öffentlichen Diskussion ein. Insbesondere die labile Lage der deutschen Volkswirtschaft, mit ihrer hartnäckigen Wachstumschwäche, hat angesichts der niedrigen Teuerungsrate mancherorts die Befürchtung einer drohenden Deflation geweckt.

Dabei wird allerdings zu Unrecht bereits ein vorübergehender Rückgang des Preisniveaus bisweilen als „Deflation“ bezeichnet. Von Deflation jedoch sollte erst gesprochen werden, wenn negative Preisänderungsraten über einen längeren Zeitraum auftreten. Eine solche Entwicklung kann in eine sich selbst verstärkende Abwärtsspirale münden, in der die Möglichkeiten der konventionellen Wirtschaftspolitik stark eingeschränkt sind.

Die deutsche Volkswirtschaft weist derzeit keine akuten Anzeichen einer drohenden Deflation auf. Allerdings sind die Risiken sorgfältig zu beobachten, die aus der auch im laufenden Jahr noch anhaltenden gesamtwirtschaftlichen Stockung resultieren. Vor diesem Hintergrund kommt vertrauensstärkenden und in eine konsistente Gesamtstrategie eingebetteten Struktur-reformen eine zentrale Bedeutung zu.

Deflationsbegriff

*Deflation als
anhaltender
Rückgang des
allgemeinen
Preisniveaus*

Mit Deflation wird im Folgenden ein anhaltender Rückgang des allgemeinen Preisniveaus bezeichnet. Sie stellt, ebenso wie Inflation, eine Verletzung des stabilitätspolitischen Ziels der Zentralbank dar. Ein vorübergehender Rückgang des Preisniveaus, der bei einem niedrigen Inflationstrend eintreten kann, fällt nicht unter diesen Deflationsbegriff.

Von Deflation sollte auch nicht gesprochen werden, wenn lediglich die Preise für einige Warengruppen, in einzelnen Sektoren oder in bestimmten Regionen sinken. In einer Marktwirtschaft sind derartige Anpassungen der relativen Preise die Antwort auf Veränderungen der Nachfrage- und Angebotsverhältnisse – wie zum Beispiel Unterschiede in den sektoralen Produktivitätsentwicklungen – und für eine effiziente, wohlstandssteigernde Allokation der Ressourcen unumgänglich. So sind beispielsweise die ausgeprägten Preisrückgänge im Bereich der Informations- und Kommunikationstechnologien Ausdruck des rasanten technischen Fortschritts in diesem Sektor, aber kein Indiz für eine deflationäre Tendenz.

*Preisniveau-
rückgänge
durch Verbes-
serungen
auf der
Angebots-
seite ...*

Selbst ein Rückgang des allgemeinen Preisniveaus ist nicht generell bedenklich – entscheidend sind vielmehr die hinter einer solchen Entwicklung stehenden Ursachen. Hier lassen sich prinzipiell Angebots- und Nachfragefaktoren unterscheiden. Preisniveaurückgänge durch positive Angebotschocks (z. B. ein höherer Produktivitätsanstieg, ein durch Deregulierung gesteigerner Wettbewerbsgrad oder ein Rückgang der Rohstoffpreise) sind Folge

davon, dass mit unverändertem Aufwand mehr Güter produziert beziehungsweise Produktionsfaktoren und Vorleistungen im Produktionsprozess günstiger eingesetzt werden können. Unter sonst unveränderten Bedingungen können die produzierten Güter zu niedrigeren Preisen angeboten werden.

Eine starke Abnahme der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage führt dagegen bei gegebenen Produktionsmöglichkeiten zu einer Unterauslastung der Kapazitäten, die ebenfalls preisniveausenkend wirkt. Dabei kann durch die Preisbewegung die Nachfrageminderung zwar tendenziell gedämpft werden, ein Preisrückgang kann aber auch Erwartungen auf weitere Preissenkungen erzeugen und damit die Zurückhaltung auf der Nachfrageseite verstärken.

*... oder durch
negative
Entwicklungen
auf der
Nachfrageseite*

Während Preisniveaurückgänge vom ersten Typ zumeist vorübergehend und damit wirtschaftspolitisch eher unbedenklich sind, handelt es sich bei anhaltenden Preisrückgängen vom zweiten Typ um eine problematische Entwicklung, weil sie mit einer Störung des gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichts einhergehen kann und dann von der Preisseite zusätzliche destabilisierende Momente ausgehen.

Mögliche Selbstverstärkungseffekte einer Deflation

Eine Deflation birgt die Gefahr, eine Volkswirtschaft immer tiefer in die Krise zu ziehen. Gleichzeitig sind die Möglichkeiten der Wirt-

schaftspolitik begrenzt, dieser Fehlentwicklung entgegenzuwirken.

Grundsätzlich lassen sich mehrere Wirkungskanäle identifizieren, über die ein anhaltender Rückgang des allgemeinen Preisniveaus die realwirtschaftliche Aktivität negativ beeinflussen kann. Eine entscheidende Rolle für die sich selbst verstärkenden Effekte spielen dabei die Erwartungen über die weitere Preisniveaumentwicklung.

Selbst verstärkende Effekte durch Kaufzurückhaltung, ...

Ist der Preisrückgang mit der Aussicht zukünftig weiter sinkender Preise verbunden, kann dies zu einer allgemeinen Kaufzurückhaltung führen. Diese wiederum würde eine weitere Verringerung der aggregierten Nachfrage bedingen, der die Abwärtsbewegung des Preisniveaus zusätzlich verstärkt.

... den Anstieg der realen Verschuldung, ...

In bestehenden Schuldverträgen mit nominal fixierten Zahlungen bewirkt ein Rückgang des Preisniveaus einen Anstieg der realen Verschuldung und der realen Zinslast. Dies führt zu einer höheren Ausfallwahrscheinlichkeit von Schuldnern, was aus mehreren Gründen die deflationäre Entwicklung verstärken kann. So führen die steigende Risikovorsorge des Finanzsystems und die Bonitätsverschlechterung der Unternehmen zu Zurückhaltung bei der Kreditvergabe, was für sich genommen die aggregierte Nachfrage weiter schwächt. Die durch den unerwarteten Anstieg der realen Verschuldung und der realen Zinslast tendenziell zunehmende Zahl von Insolvenzen trägt ebenfalls zum allgemeinen wirtschaftlichen Abschwung bei. Sie bewirkt Arbeitsplatzverluste, Zukunftsangst, Einkommens-

unsicherheit und erhöht auf diese Weise noch die allgemeine Kaufzurückhaltung.

Grundsätzlich können Nominalzinsen nicht negativ werden, solange mit Bargeld ein risikoloses, liquides und unverzinstes Aktivum existiert. Ist die Nullzinsgrenze erreicht, steigt der Realzins mit der Deflationsrate. Eine weitere Reduzierung des Realzinses zur Stimulierung der wirtschaftlichen Aktivität ist somit in dieser Situation nicht mehr möglich.

... höhere Realzinsen ...

Ein ähnlicher, wenn auch weniger bindender Effekt wirkt in einer Währungsunion: Dort ist der kurzfristige Nominalzins für alle Teilnehmerländer gleich, und die Geldpolitik richtet sich nach der durchschnittlichen Preisperspektive für die Gesamtheit dieser Länder. Gibt es Unterschiede in den nationalen Preisänderungsraten, dann differieren bei einem einheitlichen Nominalzins auch die Realzinsen über die Länder hinweg. Dies kann destabilisierend wirken, wenn wegen einer zu geringen Nachfrage ein Land oder eine Gruppe von Ländern Deflation aufweist, die anderen aber nicht. In den deflatorischen Ländern ist dann der Realzins höher als in den anderen, was die Nachfrage dort weiter dämpft und somit die Deflationstendenz verstärkt. Die Zentralbank wird jedoch auf diese dämpfenden Effekte reagieren, soweit sie die Inflationsperspektiven des gesamten Währungsraums beeinflussen.

Zudem belastet eine Deflation die Staatsfinanzen in besonderem Maße. Sie führt (ohne Berücksichtigung aktiver staatlicher Gegenmaßnahmen) über die Wirkung der automatischen Stabilisatoren zu einer Erhöhung der

... und Belastungen der Staatsfinanzen

staatlichen Defizite. Besonders betroffen sind die Einnahmen aus Steuern und Sozialversicherungsbeiträgen. Hier würde vor allem ein Rückgang der Bruttolöhne und -gehälter pro Beschäftigtem stark negativ zu Buche schlagen, weil sich die üblicherweise haushaltentlastende Wirkung der „kalten Progression“ umkehren würde.¹⁾ Aber auch sinkende Beschäftigung, zurückgehender privater Verbrauch und schrumpfende Unternehmensgewinne belasten die Staatseinnahmen.²⁾ Auf der Ausgabenseite führt der Anstieg der Arbeitslosigkeit zu arbeitsmarktbedingten Mehrausgaben. Dem stehen Einsparungen durch die Verbilligung der staatlichen Sachkäufe gegenüber. Die Zinsausgaben dürften auf Grund der mittel- bis langfristigen Laufzeitenstruktur nur zeitverzögert auf einen (bei einer Deflation zu erwartenden) Rückgang des nominalen Zinsniveaus reagieren.

Dem stehen stabilisierende Effekte gegenüber, ...

Es existieren aber auch Faktoren, die den gerade skizzierten, sich selbst verstärkenden Abwärtsprozessen entgegenwirken können. So steht dem durch die Deflation verursachten Anstieg der realen Schuldenlast spiegelbildlich ein realer Vermögensanstieg bei den Gläubigern gegenüber. Dieser wirkt tendenziell nachfragesteigernd: Insbesondere die Zunahme der realen Geldmenge lässt die Zinsen sinken und trägt so zu einer höheren Nachfrage bei. Zusätzlich können positive Vermögenseffekte zu verstärkten Güterkäufen führen. Allerdings dürften diese positiven Effekte nur begrenzt sein. Erstens kann der Vermögensanstieg bei Insolvenz des Schuldners nicht (vollständig) realisiert werden.³⁾ Zweitens dürfte die allgemeine Unsicherheit in einem Deflationsszenario dazu führen, dass

auch die Gläubiger Kaufzurückhaltung üben. Und drittens ist davon auszugehen, dass Gläubiger eher eine geringere Ausgabenneigung besitzen als Schuldner, so dass der reale Vermögensanstieg im Hinblick auf die Ausgaben auch aus diesem Grund nicht vollständig kompensierend wirken dürfte.

Auch die in diesem Zusammenhang häufig angeführten Nominallohnrigiditäten nach unten wirken nicht notwendigerweise stabilisierend, vor allem bei stärkeren Preisrückgängen, die über die Produktivitätsrate hinausgehen. Durch die Verhinderung von Nominallohnsenkungen führen Preisniveaurückgänge zu steigenden Reallöhnen. Dies wirkt zwar anhaltenden Preissenkungserwartungen entgegen und erhöht die Kaufkraft der Beschäftigten. Dem steht jedoch gegenüber, dass steigende Reallöhne tendenziell die Beschäftigung und damit das Gesamteinkommen aller Arbeitnehmer reduzieren. Welcher der beiden Effekte dominiert, hängt letztlich vom institu-

1 Hier wird allein auf die finanzielle „Belastung“ der staatlichen Haushalte durch eine zurückgehende (oder negative) „kalte Progression“ („fiscal drag“) abgestellt. Dabei darf nicht übersehen werden, dass der „fiscal drag“ zwar mit einer Entlastung der staatlichen Haushalte verbunden ist, aber grundsätzlich ein gesamtwirtschaftliches Problem darstellt, da hierdurch der wachstumshemmende „Steuerkeil“ zwischen Arbeitskosten und Nettolöhnen erhöht wird. Mit anderen Worten: Inflation mag zwar die öffentlichen Haushalte auf der Einnahmenseite entlasten, ist aber dennoch auch über diesen Kanal gesamtwirtschaftlich schädlich.

2 Ein starker Preisrückgang würde bei der Umsatzsteuer zu kräftigen Rückgängen führen, da (im Rahmen des Vorsteuerabzugs) bereits gezahlte Umsatzsteuer auf zuvor eingekauften Vorleistungen von den Umsatzsteuerzahlungen für (im Preis gesunkene) Endprodukte abgesetzt werden kann. Ein Gewinnrückgang im Unternehmenssektor belastet die Steuereinnahmen, wobei freilich Verluste wohl zum größten Teil erst zeitverzögert mit künftigen Gewinnen steuerwirksam verrechnet werden können.

3 Dies gilt nicht beim Bargeld, welches keine rückzahlbare Schuld des Staates darstellt, so dass hier kein kompensierender Effekt zu erwarten ist.

tionellen Rahmenwerk des Arbeitsmarktes und von der Dauer beziehungsweise der Stärke des kontraktiven Ausgangsschocks ab.

In einer Währungsunion führt eine Deflation in einem Land unter sonst gleichen Bedingungen zu einer verbesserten preislichen Wettbewerbsfähigkeit dieses Landes. Dies erhöht für sich genommen die Nachfrage des Auslands nach inländischen Gütern und reduziert die Nachfrage des Inlands nach ausländischen Gütern und wirkt somit stabilisierend auf die inländische Preisentwicklung. Allerdings kann in einem einheitlichen Währungsraum auch die Gefahr entstehen, dass Deflationstendenzen in einem großen Mitgliedsland in die anderen Teilnehmerländer „exportiert“ werden: Steigt auf Grund der verbesserten preislichen Wettbewerbsfähigkeit des deflationären Landes die Nachfrage des Auslands nach dessen Gütern und sinkt damit die Nachfrage nach den Gütern der anderen Länder, kann auch dort ein nach unten gerichteter Preisdruck entstehen.

... die jedoch wahrscheinlich schwächer sind als die destabilisierenden Effekte

Insgesamt verdeutlichen die bisherigen Überlegungen, dass von einer Deflation besondere gesamtwirtschaftliche Gefahren ausgehen, da sie mit einer Reihe sich selbst verstärkender Effekte einhergehen kann. Hinzu kommt, dass in einer bereits bestehenden Deflations-situation die Möglichkeiten der Geld- und Fiskalpolitik zur Stimulierung der wirtschaftlichen Aktivität und damit zur Beendigung der Abwärtsspirale eingeschränkt sind.

Enge Grenzen für die Wirtschaftspolitik, ...

So werden die Möglichkeiten, durch aktive expansive fiskalpolitische Maßnahmen die Nachfrage zu erhöhen, insoweit beschränkt,

als eine Deflation über die Wirkung der automatischen Stabilisatoren das Defizit erhöht und außerdem der ausstehende öffentliche Schuldenstand real ansteigt. Dies hat auch zur Folge, dass die laufenden realen Zinszahlungen steigen, was den Ausgabenspielraum weiter begrenzt. Außerdem lassen sich die wirtschaftlichen Erwartungen durch expansive finanzpolitische Maßnahmen nicht stabilisieren, wenn sich der Staat bereits in einer auf Dauer nicht tragbaren Haushaltslage befindet und die Wirtschaftsakteure deshalb damit rechnen müssen, dass in Zukunft eine höhere Abgabenlast unausweichlich wird.

Die Möglichkeiten der Geldpolitik sind weitgehend erschöpft, wenn die kurzfristigen Nominalzinsen die Nullgrenze erreicht haben. Die Erwartung eines abnehmenden Preisniveaus führt dann zu positiven und mit zunehmender Deflationsrate steigenden kurzfristigen Realzinsen, was die aggregierte Nachfrage weiter dämpft. Zur Überwindung einer schweren Wirtschaftsschwäche ist jedoch unter Umständen ein negativer Realzins geboten, dem die Nullzinsgrenze dann im Wege steht. Darüber hinaus dürfte die Wirkung alternativer liquiditätszuführender Maßnahmen begrenzt sein. So ist zu befürchten, dass die zusätzlichen Mittel entweder bei den Banken verbleiben, da von diesen das Risiko von Neuausleihungen in einer Deflationsphase als zu hoch eingeschätzt wird (Kreditklemme), oder von Nichtbanken zur Tilgung bestehender Kredite oder zur Geldanlage im Bankensystem statt für Ausgaben verwendet werden (Liquiditätsfalle).

Phasen mit Preisrückgängen in ausgewählten Industrieländern seit 1980 *)

Quartal		
Land	Verbraucherpreise	BIP-Deflator
Australien	97/III – 98/I	98/IV
Deutschland	86/III – 87/I	00/I – 00/IV
Kanada	94/IV	98/I 98/III – 98/IV 01/IV – 02/II
Japan	86/IV – 87/I 95/IV – 96/I 98/III 99/I – dato	86/III – 87/II 94/IV – 96/IV 98/II – dato
Niederlande	86/III – 87/IV	86/IV – 87/II
Neuseeland	99/I – 99/III	91/I 91/III 97/I – 97/II 99/I 99/III – 99/IV
Schweden	98/IV – 99/I	97/I
Schweiz	98/IV	97/I – 97/III 98/III – 99/II

* G7-Staaten sowie Australien, Belgien, Niederlande, Neuseeland, Schweden und die Schweiz.

Deutsche Bundesbank

... so dass präventiven Maßnahmen eine besondere Bedeutung zukommt

Auf Grund dieser Grenzen einer „klassischen“ Makropolitik ist es nur sehr schwer möglich, eine Deflation zu bekämpfen, wenn sie bereits eingetreten ist. Daher sollte das Hauptaugenmerk der einzelnen Politikbereiche darauf liegen, mit geeigneten präventiven Maßnahmen das Abrutschen der Volkswirtschaft in die Deflation zu vermeiden.

Perioden mit Deflation

Auch wenn die letzten Jahrzehnte vor allem durch inflationäre Prozesse gekennzeichnet waren, hat es seit 1980 auch immer wieder Zeitabschnitte mit rückläufigen Preisniveaus gegeben. Hiervon waren auch Industrieländer betroffen (siehe obige Tabelle). Zumeist waren diese Phasen jedoch nur von kurzer Dauer

und geringer Intensität. Nicht selten stellten wechselkursbedingte Rückgänge der Importpreise die Ursache dar (so z. B. in Deutschland Ende 1986/Anfang 1987). Lediglich in Japan sind seit Mitte der neunziger Jahre Verbraucherpreise über einen längeren Zeitraum zurückgegangen.

Besonders ausgeprägte Phasen anhaltender und zum Teil deutlicher Preisniveaurückgänge findet man hingegen im letzten Viertel des 19. Jahrhunderts sowie in der Zeit zwischen den beiden Weltkriegen. Dabei war vor allem das 19. Jahrhundert durch immer wiederkehrende Deflationsphasen gekennzeichnet. Allein in den Jahren 1875 bis 1899 gab es in Deutschland drei Zeitabschnitte, in denen das Preisniveau abnahm (siehe Schaubild auf S. 21). Hierzu dürfte vor allem das damals vorherrschende Währungssystem des Internationalen Goldstandards beigetragen haben: Während das Geldangebot über den vorhandenen Goldbestand weitgehend fixiert war, nahm die Geldnachfrage stetig zu, nicht zuletzt infolge des Bevölkerungswachstums, der Industrialisierung und einer steigenden Anzahl von Ländern, die ihre Währungen an das Gold banden. Geld wurde damit tendenziell knapper, das Preisniveau ging zurück. Mit den größeren Goldfunden Ende des 19. Jahrhunderts sowie wegen der zunehmenden Entkopplung des Buchgelds vom (goldgebundenen) Bargeldumlauf traten später Deflationsgefahren in den Hintergrund; stattdessen setzten sich zunehmend Inflationstendenzen durch.

Neben diesem monetären Erklärungsfaktor dürften allerdings auch realwirtschaftliche Entwicklungen zur Deflation beigetragen

Deflation Ende des 19. Jahrhunderts verursacht vom Goldstandard ...

... und vom technischen Fortschritt

haben. So hatte der technische Fortschritt die Produktivität besonders im industriellen Sektor steigen lassen, was zu einem Rückgang der Industriegüterpreise geführt hatte. Die Erschließung neuer Anbauflächen vor allem in den Vereinigten Staaten führte zudem gemeinsam mit dem technischen Fortschritt im Verkehrswesen zu stark rückläufigen Preisen für landwirtschaftliche Erzeugnisse. Die Preisrückgänge in den Vereinigten Staaten übertrugen sich schließlich, durch die Mechanismen des Goldstandards begünstigt, auf andere Länder.

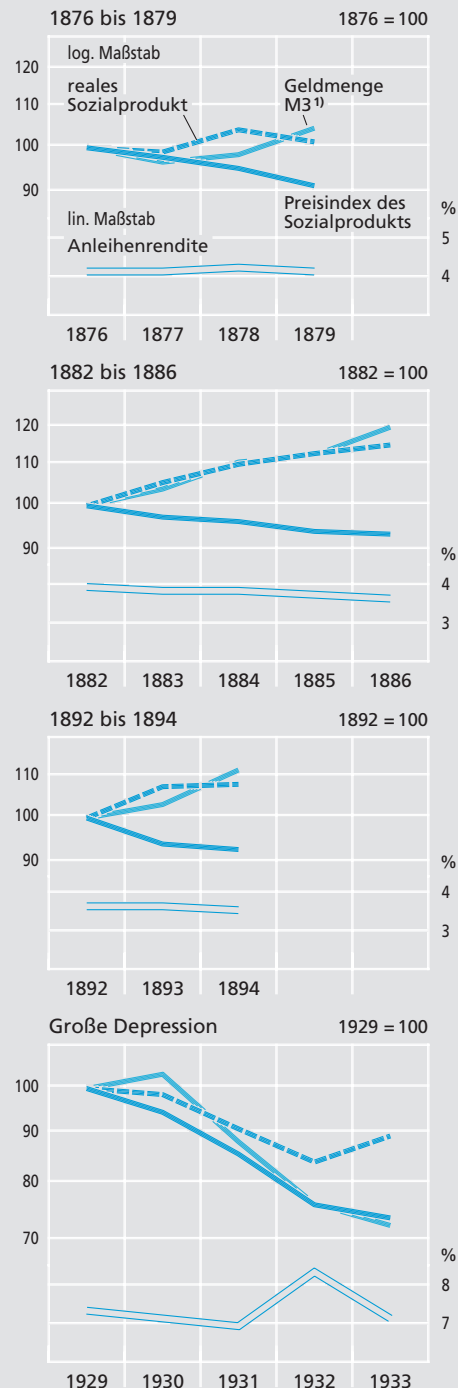
*Deflation in
der Großen
Depression*

Auch zwischen den beiden Weltkriegen gab es Perioden anhaltend fallender Preise. Neben der Deflation von 1920 bis 1922 in den Vereinigten Staaten ist hier insbesondere die Große Depression der Jahre 1929 bis 1933 zu nennen. In dieser Zeit fielen die Preise in Deutschland jahresdurchschnittlich um 6 ½ % und das reale Sozialprodukt um rund 3 % pro Jahr. In den USA war der Rückgang der Produktion sogar noch dramatischer als in Deutschland.

*Rolle der
Geldpolitik*

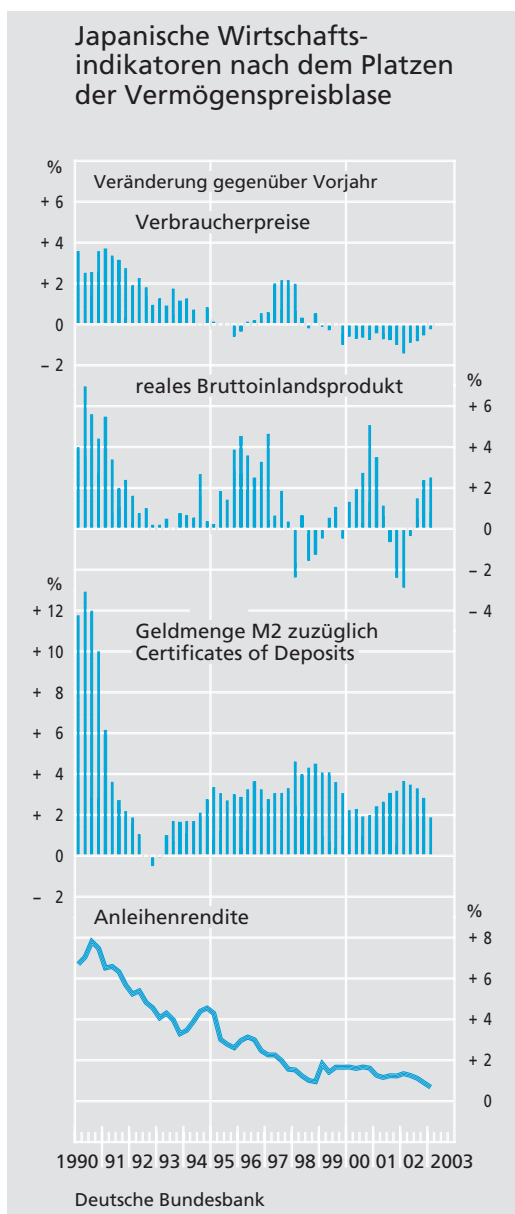
Häufig wird der Aktiencrash in den USA im Jahr 1929 als Auslöser für die Große Depression genannt. Allerdings zeichnet – zusätzlich zu den Rigiditäten des damaligen internationalen Gold-Devisen-Standards – wohl auch eine zu restriktive Geldpolitik der amerikanischen Notenbank für den Ausbruch der Großen Depression und deren Zählebigkeit verantwortlich: So hatte es die Notenbank hin- genommen, dass sich nach dem Aktiencrash die Kreditvergabe stark abschwächte und die Geldmenge M1 zurückging. Im Jahr 1932 betrug der kurzfristige Realzins – trotz zwi-

Deflationsphasen in Deutschland



1 Quellen: B. Sprenger (1982), Geldmengen-
änderungen in Deutschland im Zeitalter der
Industrialisierung (1835-1913); H. James
(1985), The Reichsbank and Public Finance
in Germany 1924-1933.

Deutsche Bundesbank



schenzeitlich vorgenommener Zinssenkungen – durchschnittlich 11%. Die Finanzierungsbedingungen waren damit ausgesprochen ungünstig. Diese restriktiven monetären Rahmenbedingungen dürften auch die Schwierigkeiten im Bankensektor verstärkt haben.

Ein Beispiel der jüngeren Vergangenheit für eine Deflation findet man – wie erwähnt – in

Japan. Dort ist es in den neunziger Jahren immer wieder zu Phasen mit einem anhaltenden Rückgang der Verbraucherpreise gekommen. Gleichzeitig hat sich das Wachstumstempo des Bruttoinlandsprodukts abgeschwächt. Dabei weist die japanische Entwicklung Ähnlichkeiten mit der Großen Depression auf. In beiden Fällen platzte eine spekulative Blase an den Vermögenmärkten, was sich dann über Unternehmensinsolvenzen, Bankenkrisen und andere rezessionsbedingte Folgeerscheinungen dämpfend auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und das Preisniveau auswirkte. Der Preisrückgang in Japan fiel gleichwohl deutlich schwächer aus als etwa in Deutschland während der Großen Depression. Auch ging die gesamtwirtschaftliche Produktion über diesen Zeitraum hinweg nicht zurück.

Deflation in Japan: Vermögenspreisrückgang ...

Begleitet wurde die wirtschaftliche Abschwächung in Japan von einem vergleichsweise geringen Anstieg der Geldmenge und einer – primär durch angebotsseitige und strukturelle Faktoren bedingten – spürbaren Abschwächung der realen Kreditvergabe japanischer Banken an den privaten Sektor, die seit 1999 sogar beschleunigt zurückgeht. Im Rückblick zeigt sich nun, dass die Deflationsgefahren in Japan offenbar nicht rechtzeitig erkannt wurden. Anfänglich schien der Abschwung Anfang der neunziger Jahre große Ähnlichkeit mit vergleichbaren Konjunkturphasen in der Vergangenheit zu haben. Erst später zeigte sich, dass die wirtschaftliche Erholung deutlich schleppender vonstatten ging als früher, wozu auch das Platzen der Immobilienpreisblase und die Ostasienkrise beigetragen hat-

... und monetäre Bedingungen

ten.⁴⁾ Zwar senkte die Bank von Japan den Notenbankzins bis 1995 auf nahe 0 % ab, dies konnte jedoch das – auch durch die anhaltende Yen-Aufwertung in der ersten Hälfte der neunziger Jahre mitverursachte – Abrutschen in die Deflation nicht verhindern. Auch die Kapitalmarktzinsen verringerten sich zwar im Konjunkturabschwung, beliefen sich aber im Jahr 1995 noch immer auf 5 %, da die Marktteilnehmer nicht mit einem in der Zukunft sinkenden Preisniveau rechneten. Aus heutiger Sicht waren die realen Finanzierungskosten damit sehr hoch.

*Erfahrungen
mit Deflations-
perioden*

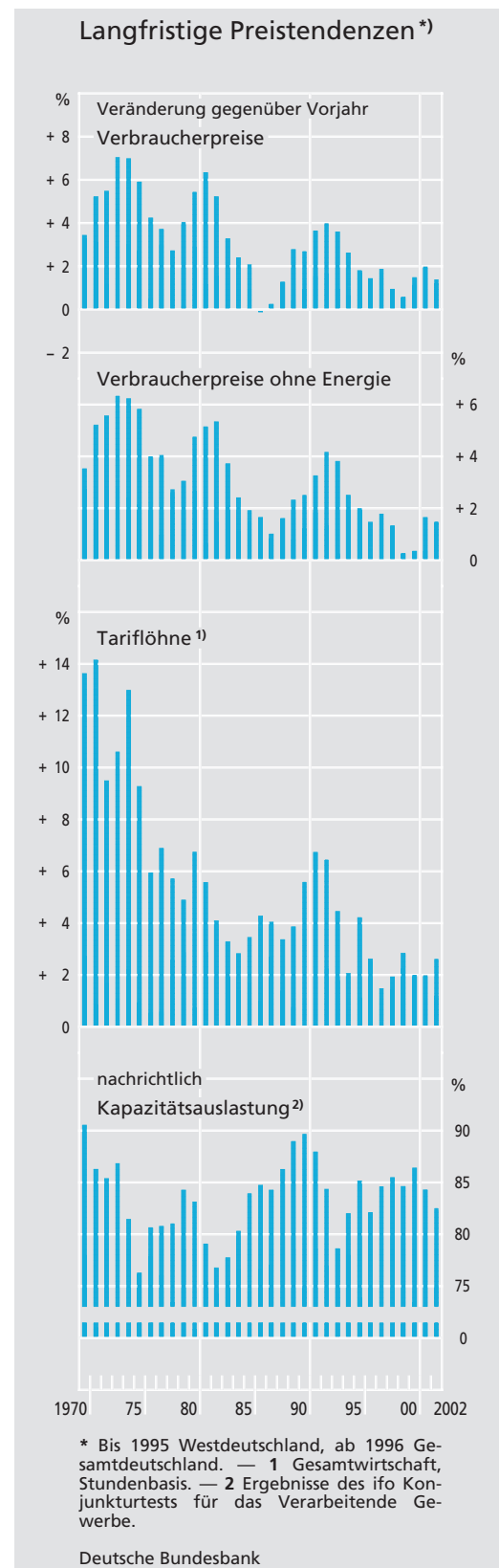
Insgesamt zeigt die Darstellung einzelner Deflationsperioden, insbesondere der Großen Depression und des letzten Jahrzehnts in Japan, dass eine Deflation schwer wiegende Konsequenzen für eine Volkswirtschaft haben kann. Diese ergeben sich zum einen daraus, dass eine Deflation selbst verstärkende Effekte entwickeln kann, die die Ökonomie in einen Abwärtssog ziehen können. Zum anderen spielt eine Rolle, dass traditionelle wirtschaftspolitische Maßnahmen eine solche Entwicklung nur schwer aufhalten können, wenn dieser Sog erst einmal eingesetzt hat.

Aktuelle Situation in Deutschland

*Gegenwärtig in
Deutschland
keine
deflationäre
Entwicklung,
da ...*

Vor dem Hintergrund der eingangs erläuterten Definition von Deflation und der historischen Erfahrungen mit Phasen rückläufiger Preise wird deutlich, dass die gegenwärtige wirtschaftliche Lage in Deutschland nicht als

⁴ Siehe: Overview, in: T. Bayoumi und C. Collyns (Hrsg.), Post-bubble Blues, How Japan Responded to Asset Price Collapse, Internationaler Währungsfonds, 1999, S. 2.



Verbraucherpreisindex (nach Hauptkomponenten)

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Position	2000 Anteil %	2002			2003	
		2. Vj.	3. Vj.	4. Vj.	1. Vj.	April/ Mai
Energie	8,1	-1,6	-0,3	3,4	7,7	1,6
darunter:						
Mineralölprodukte	4,2	-3,3	0,6	8,4	14,4	0,1
Nahrungsmittel	9,0	0,5	-0,8	-1,0	-2,2	-1,0
darunter:						
Saisonwaren	1,6	-3,2	-4,7	-4,6	-9,5	-4,6
gewerbliche Waren	31,3	1,0	0,7	0,2	0	0,1
Dienstleistungen	27,1	2,5	2,6	2,1	1,4	1,7
Mieten	24,4	1,4	1,5	1,4	1,2	1,2
Insgesamt	100,0	1,3	1,1	1,2	1,2	0,8

Deutsche Bundesbank

deflationäre Entwicklung bezeichnet werden kann.

... Anstieg des
HVPI, ...

Die Inflationsraten sind zwar seit mehr als einem Jahr kräftig zurückgegangen, blieben aber im positiven Bereich. Der Verbraucherpreisindex war im Durchschnitt der Monate April/Mai 0,8% höher als vor einem Jahr. Auch unter Berücksichtigung der Messprobleme bei der Preiserfassung, die zudem in Deutschland insbesondere durch verbesserte Verfahren bei der Qualitätsbereinigung an Bedeutung verloren haben, ergibt sich kein genereller Preisrückgang. Vielmehr herrscht in Deutschland praktisch Preisstabilität.

... deutliche
Lohnsteigerungen, ...

Trotz der schlechten Wirtschaftslage sind die Löhne weiter deutlich gestiegen. Im ersten Quartal 2003 war das Tariflohniveau 3%

höher als vor einem Jahr. Wegen des Abbaus außertariflicher Vergünstigungen waren die effektiv gezahlten Lohnsteigerungen je Beschäftigten zwar etwas niedriger (2,4%) und außerdem führten weitere Produktivitätsverbesserungen zu einer Reduzierung des Kostendrucks in den Unternehmen. Die Lohnstückkosten erhöhten sich aber gleichwohl erneut um rund ½%, sodass auch von dieser Seite im Augenblick keine deflatorische Tendenz angelegt ist.

Die Wirtschaftsaktivität verläuft gegenwärtig sehr gedämpft. Trotz des leichten Rückgangs im ersten Quartal ist die Wirtschaft jedoch nicht generell auf einen abwärts gerichteten Pfad eingeschwenkt. Die Lage ist vielmehr durch eine lang anhaltende Stagnation gekennzeichnet. Ein für eine Deflation

... kein Kauf-
attentismus
wegen Erwartung fallender
Preise und ...

charakteristischer Kaufattentismus infolge der Erwartung sinkender Preise lässt sich nicht feststellen. Die in jüngster Zeit geringere Konsumneigung kann eher durch die Beschäftigungs- und die damit verbundenen Einkommensrisiken erklärt werden.

... kein generell starker Rückgang der Immobilienpreise

Auch kann in Deutschland – im Gegensatz zu Japan – nicht von einem generellen starken Rückgang der Preise auf den Immobilienmärkten gesprochen werden. Bei aller Heterogenität der Teilmärkte sowie Unvollkommenheit der Datenlage lässt sich bei den Preisen von Wohnimmobilien eine flache Grundtendenz beziehungsweise ein nur leichter Preisrückgang in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre feststellen. Hinsichtlich der Wohngrundstücke blieb die Aufwärtstendenz auch in den letzten beiden Jahren erhalten.

Preisprognosen gehen von aufwärts gerichtetem Preistrend aus

Schließlich gehen praktisch alle verfügbaren Preisprognosen für Deutschland über die nächsten zwei Jahre von einem weiter aufwärts gerichteten Preistrend aus. Im Jahr 2004 könnte danach zwar vorübergehend in einzelnen Monaten die Null-Linie gestreift werden. Dies wäre jedoch überwiegend auf eine weitere Verbilligung von Importgütern zurückzuführen, deren Preisentwicklung zuletzt deutlich auf die allgemeine Preissteigerungsrate ausstrahlte (siehe Schaubild auf S. 26). Eine sich selbst verstärkende Abwärtsspirale des Preisniveaus wird aber weder von den nationalen und internationalen Prognoseinstitutionen noch von den Finanzmärkten erwartet. Starke Preisrückgänge auf einzelnen Teilmärkten wie insbesondere bei den Gütern der Informations- und Kommunikationstechnologien sind – wie schon er-

Preisprognosen *)

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Organisation	2003	2004
BIP-Deflator		
OECD	0,8	0,6
IWF	1,1	1,2
EU-Kommission	1,2	0,8
Forschungsinstitute	1,1	1,0
Verbraucherpreise		
OECD	0,8	0,4
IWF	1,0	0,7
EU-Kommission	1,3	1,2
Forschungsinstitute	1,3	1,2
Consensus	1,2	1,2

* OECD: Economic Outlook vom April 2003 (vorläufig), IWF: World Economic Outlook vom April 2003, EU-Kommission: Prognose vom April 2003, Gutachten der Forschungsinstitute vom Frühjahr 2003, Consensus Forecast vom Mai 2003.

Deutsche Bundesbank

wähnt – nicht Ausdruck einer Deflation, sondern das Resultat von enormen Produktivitätssteigerungen und insofern ein Zeichen funktionsfähiger Wettbewerbsmärkte sowie des zur Erfüllung der Allokationsfunktion der Preise notwendigen „Atmens“ der relativen Preise.

Gibt es deflatorische Risiken in Deutschland?

Auch wenn die Bezeichnung „Deflation“ nicht auf die gegenwärtige Wirtschaftslage in Deutschland passt, so bleibt doch die Frage, ob auf Grund der schwachen und fragilen Gesamtkonstellation der Wirtschaft nicht die Gefahr eines Abgleitens in die Deflation besteht. Wie die Bundesbank in ihrer Denk-

Deutschland leidet an hartnäckiger Stockungsphase



schrift „Wege aus der Krise“⁵⁾ im Einzelnen dargelegt hat, leidet Deutschland derzeit an einer Wachstums- und Vertrauenskrise, in der sich kurz-, mittel- und langfristige Belastungsfaktoren überlagern und verstärken. Die Wirtschaft durchläuft keine kurzfristige und sich selbst korrigierende Rezession nach klassischem Konjunkturmuster, sondern eine hartnäckige Stockungsphase, die nun schon fast drei Jahre andauert und die Störanfälligkeit für negative Schocks erhöht.

Die weiter sinkende Kapazitätsauslastung drückt die Investitionsbereitschaft der Unternehmen. Der Arbeitsmarkt ist voll von der Wirtschaftsschwäche erfasst, was sich seinerseits negativ auf das verfügbare Einkommen, auf Stimmung und Konsumneigung auswirkt. Das Vertrauen in die Selbstheilungskräfte der Wirtschaft und die Reformfähigkeit der Politik hat gelitten. Aus der Dauer dieser „Quasi-Stagnation“ könnten sich durchaus einige Risikoelemente für das mögliche Entstehen deflationärer Tendenzen entwickeln, zumal bisher keine klaren Auftriebskräfte für ein Überwinden der Wirtschaftsschwäche auszumachen sind.

In diesem Zusammenhang verdient auch die Wechselkursentwicklung Beachtung. Seit Jahresbeginn ist der Wert des Euro gegenüber dem US-Dollar um 12 ½ % und gegenüber dem gewogenen Durchschnitt aller wichtigen Währungen um knapp 9 % gestiegen. Dämpfende Preiseffekte könnten davon in zweierlei Weise ausgehen. Zum einen übt

5 Deutsche Bundesbank, Wege aus der Krise – Wirtschaftspolitische Denkanstöße für Deutschland, März 2003 (im Internet unter www.bundesbank.de verfügbar).

der höhere Wechselkurs einen unmittelbaren Druck auf die Einfuhrpreise aus, zum anderen dämpft die Aufwertung die Auslandsnachfrage nach heimischen Produkten. Beide Entwicklungen sind schon seit einiger Zeit zu beobachten und auch in den meisten Prognosen für das Jahr 2004 enthalten.

Häufig wird auch die schwache Entwicklung der Bankkredite als Risikofaktor gesehen. Zwar lässt sie sich überwiegend mit einer konjunkturbedingt zurückhaltenden Kreditnachfrage des Privatsektors erklären, doch scheinen auch die Banken bei der Kreditgewährung vorsichtiger geworden zu sein, um den gestiegenen Risiken Rechnung zu tragen (vgl. auch den Aufsatz auf S. 69 ff. in diesem Bericht). So werden für risikoreiche Kredite höhere Zinsen gefordert und die Anforderungen an Sicherheiten verschärft. Daneben kam es auch zu Einschränkungen bei den Kreditvolumina. Das Kreditangebotsverhalten ist insgesamt vorsichtiger geworden.

Wahrscheinlichkeit für deflationäre Abwärtsspirale gering

Das potenzielle Zusammenwirken der verschiedenen Belastungsfaktoren könnte im schlimmsten Fall die Wirtschaftsschwäche verschärfen oder auch die erwartete Erholung weiter verzögern. Andererseits ist jedoch die Wahrscheinlichkeit gering, dass die Wirtschaft in eine sich selbst verschärfende Abwärtsspirale von Preisniveaurückgang und kontraktiver Tendenz auf den Güter- und Finanzmärkten abgleitet. Die Risiken aus der Wechselkursentwicklung sind normalerweise nur temporär, da ihre Preiswirkungen nach einer gewissen Zeit auslaufen. Auch aus einem – willkommenen – Ölpreisrückgang und der daraus resultierenden Dämpfung der

Konsumentenpreise kann kaum ein dauerhafter deflatorischer Impuls entstehen. Trotz gewisser Schwierigkeiten insbesondere kleiner und mittlerer Unternehmen bei der Finanzierung über Bankkredite kann nicht von einer allgemeinen Kreditklemme gesprochen werden; die Funktionsfähigkeit des Bankensystems und die Verfügbarkeit von Krediten zu risikoäquivalenten Marktkonditionen sind weiterhin gegeben. Im Übrigen bestehen – wie erwähnt – in der Europäischen Währungsunion Gegenkräfte, die dem Entstehen deflatorischer Tendenzen in einzelnen Regionen, selbst wenn diese so groß sind wie Deutschland, entgegenwirken. Die mit der hier zu Lande erreichten Preisstabilität einhergehende Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit wird auf mittlere Sicht die Nachfrage nach heimischen Produkten stärken und damit die Wirtschaftsaktivität beleben.

Insgesamt liegen in Deutschland derzeit also keine Anzeichen für ein Abgleiten in eine Deflation mit anhaltenden Rückgängen des Preisniveaus und einem sich selbst verstärkenden realwirtschaftlichen Abwärtssog vor. Gleichwohl sind angesichts der Fragilität der allgemeinen Wirtschaftslage die Preistendenzen und die erwähnten Risikofaktoren sorgfältig zu beobachten und zu analysieren, um mögliche deflationäre Entwicklungen rechtzeitig erkennen zu können.

Wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen

Deutschland zählt derzeit zu den preisstabilsten Ländern im Euro-Raum und prägt durch sein hohes Gewicht auch maßgeblich die Ent-

wicklung des EWU-Preisaggregats. Die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe beträgt im Euro-Raum derzeit knapp 2 % und liegt damit innerhalb des Bereichs, in dem der EZB-Rat mittelfristig Preisniveaustabilität gewahrt sieht. Ein stabiles Preisniveau ist gesamtwirtschaftlich vorteilhaft. Es wirkt wettbewerbsstützend und tarif- und verteilungspolitisch konfliktentschärfend. Stabile Preise bilden daher eine wesentliche Voraussetzung für angemessenes Wirtschaftswachstum.

Zur Sicherung der Preisniveaustabilität ist grundsätzlich sowohl inflationären als auch deflationären Entwicklungen vorzubeugen. Darüber hinaus muss in der EWU die Ansteckungsgefahr beachtet werden, die von einem großen Mitgliedsland auf andere Länder ausgehen könnte. Die Geldpolitik trägt deflationären Risiken in zweifacher Weise Rechnung: Erstens hat der EZB-Rat im Rahmen der kürzlich vorgenommenen Präzisierung seiner geldpolitischen Strategie seine stabilitätspolitischen Vorstellungen mit einer Inflationsrate für das Euro-Gebiet von mittelfristig „knapp unter 2 %“ konkretisiert. Dieses Ziel bietet bei den derzeitigen Inflationsdifferenzen einen genügend großen Sicherheitsabstand zur Deflation für alle Mitgliedsländer. Zweitens hat der EZB-Rat, zuletzt durch seine Zinssenkungsentscheidung vom 5. Juni 2003, monetäre Rahmenbedingungen geschaffen, die hinreichend Raum für eine wieder aufwärts gerichtete realwirtschaftliche Entwicklung lassen und von der geldpolitischen Seite eine Realisierung des Stabilitätsziels im Rahmen der EZB-Strategie erlauben.

Im Mittelpunkt der Debatte über Deflationsrisiken in Deutschland steht vor allem die seit Mitte der neunziger Jahre herrschende Wachstumsschwäche der deutschen Volkswirtschaft, die durch einen Vertrauensverlust bei Investoren und Konsumenten, sinkende Kapazitätsauslastung, steigende Arbeitslosigkeit und anhaltende Investitionszurückhaltung gekennzeichnet ist. Diese hartnäckige Stagnation gilt es durch Strukturreformen zu überwinden. Die Umsetzung überfälliger Reformen würde die Widerstandsfähigkeit der deutschen Volkswirtschaft gegenüber gesamtwirtschaftlichen Störungen steigern und mittelfristig einen Schutz vor deflationären Risiken liefern.

Im Zentrum einer solchen umfassenden Strukturreform stehen dauerhaft tragfähige Staatsfinanzen verbunden mit einer Kürzung leistungshemmender und anreizverzerrender Subventionen und Sozialleistungen, eine Reform der Renten- und Krankenversicherung, die den demographischen Belastungen und den hohen Lohnzusatzkosten in Deutschland Rechnung trägt, sowie eine Überarbeitung des institutionellen Rahmenwerks auf dem Arbeitsmarkt. Da den positiven Langfristeffekten solcher Reformen zumindest kurzfristig negative Einkommenseffekte gegenüberstehen können, kommt es darauf an, die Reformschritte in einer Weise umzusetzen, die das Vertrauen in die Verlässlichkeit und Nachhaltigkeit der Politik stärkt. In diesem Fall können positive Erwartungseffekte sogar kurzfristig zur Überwindung der Stagnation beitragen.

*... aber
Struktur-
reformen sind
entscheidend*

*Geldpolitik
trägt Risiken
Rechnung, ...*