

Filc, Wolfgang; Flassbeck, Heiner; Wohlers, Eckhardt

**Article — Digitized Version**

## Haben wir eine Deflation?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Filc, Wolfgang; Flassbeck, Heiner; Wohlers, Eckhardt (1998) : Haben wir eine Deflation?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Springer, Heidelberg, Vol. 78, Iss. 8, pp. 447-456

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/40128>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# Haben wir eine Deflation?

*Die gesamtdeutsche Inflationsrate ist im Juli erstmals seit über zehn Jahren unter 1% gefallen. Die positive Nachricht vom „Sieg über die Inflation“ wird jedoch von neuen Befürchtungen überlagert. Besteht derzeit die Gefahr einer Deflation? Wie sollte die Politik auf mögliche deflationäre Tendenzen reagieren?*

Wolfgang Filc

## Das Menetekel der Deflation

Vor zwei Jahren wurde von Roger Bootle der „Tod der Inflation“ verkündet<sup>1</sup>. Ein weltweit verstärkter Wettbewerb im Zuge der Globalisierung der Märkte habe Verteilungskämpfe zum Erliegen kommen lassen und damit den Motor der Inflation, die Lohn-Preis-Spirale, außer Kraft gesetzt. Flugs war die Rede von der „gezähmten Bestie“<sup>2</sup> oder vom „erloschenen Vulkan“<sup>3</sup>. Und wenn der Disinflationprozess so nachhaltig vollzogen werden konnte, daß nun den meisten Industrieländern nahezu absolute Preisstabilität zu attestieren ist, weil ein allgemeiner Preisanstieg in der Größenordnung von 0,5 bis 2% wegen Ungenauigkeiten der statistischen Erfassung und Qualitätsverbesserungen der erfaßten Produkte sowie bei Berücksichtigung der Schattenwirtschaft noch mit Preisstabilität vereinbar ist<sup>4</sup>, dann ist der Schritt auf dem Weg von der Inflation über die Disinflation bis zur Deflation nicht mehr weit.

Denn wurde der Disinflationprozess der meisten Industrieländer nicht auf der Grundlage des Diktums der monetaristischen Geldtheorie vollzogen, wonach Inflation stets und überall ein monetäres Phänomen sei, und war es nicht Milton Friedman, der vor Dekaden

empfohlen hatte, eine konstante Deflationsrate in Höhe einer angemessenen Verzinsung von Finanzaktiva und Sachaktiva anzustreben, weil nur so eine allokatonsverzerrende Besteuerung der Geldhaltung ausgeschlossen werden könne?

Gegenwärtig liegt der Preisanstieg der Lebenshaltung in vielen Industrieländern unter der Marke von 2%, die von der Deutschen Bundesbank als mit Preisniveaustabilität noch vereinbar erachtet wird (mittelfristige Preisannahme). Es ist deshalb eine aktuelle Frage, ob Deflation nicht nur eine nicht ausschließbare Möglichkeit darstellt, sondern bald aktuell werden kann. Wo also stehen wir: Preisstabilität, Inflationspause, stabile Inflationsraten auf niedrigem Niveau, Vorhof zur Deflation, Deflation?

### Ein historischer Vergleich

Rückblick: Deutschland 1932. Jahresdurchschnittliche Veränderungen gegenüber dem Vorjahr:

Großhandelspreise -13%, Kosten für die Lebenshaltung -11%, reales Bruttosozialprodukt -7,4%, Aktienkursindex -35,9%, Stundenverdienste -16,1%, Wareneinfuhr -30,6%, Warenausfuhr -40,2%, durchschnittliche Rendite festverzinslicher Wertpapiere 8,4%. Zudem: 5,6 Mill. Arbeitslose bei einer Bevölkerung von 40 Millionen<sup>5</sup>.

Momentaufnahme in Deutschland, Mitte 1998: Voraussichtliches Wachstum des realen Bruttoinlandsproduktes im laufenden Jahr 2,7%<sup>6</sup>, Rekordwachstum der Warenausfuhr und voraussichtlich höchster Überschuß der Handelsbilanz seit Vollzug der deutschen Einheit bei absehbarem Leistungsbilanzausgleich im laufenden Jahr, saisonbereinigter Rückgang der Arbeitslosigkeit, Anstieg der Lebenshaltungskosten von wenig mehr als einem Prozent, annähernde Konstanz der Erzeugerpreise, Rendite zehnjähriger öffentlicher Anleihen mit 4,5% auf einem Rekordtief, Aktienkurse er-

<sup>1</sup> R. Bootle: The Death of Inflation, Surviving and Thriving in the Zero Era, London 1996.

<sup>2</sup> M. Sauga: Gezähmte Bestie, in: Wirtschaftswoche, H. 3, 1997, S. 14 ff.

<sup>3</sup> N. Piper: Roger Bootles provozierende Thesen über das Ende der Inflation, in: Die Zeit, Nr. 14, 28.3.1997, S. 31.

<sup>4</sup> Vgl. N. Oulton: Do UK Price Indexes Overstate Inflation?, in: National Institute Economic Review, Nr. 152, 1995, S. 60.

<sup>5</sup> Vgl. Dresdner Bank: Historische Statistische Reihen, Mai 1996.

<sup>6</sup> Vgl. OECD: Wirtschaftsausblick 63, Juni 1998, S. VIII.

klimmen einen Gipfel nach dem nächsten.

1932 markierte den Höhepunkt der 1929 begonnenen weltweiten Deflationsspirale, 1998 ist von steigendem Wirtschaftswachstum bei Preisniveaustabilität in vielen Industrieländern gekennzeichnet, und das am Ende eines langjährigen Disinflationprozesses.

Disinflation kennzeichnet den Rückgang eines allgemeinen Preisauftriebs, Deflation nicht nur einen zeitlich eng begrenzten, sondern einen anhaltenden Rückgang des Preisniveaus<sup>7</sup>. Nirgends in der Welt ist Deflation ein akutes Problem. Aber nichts schließt aus, daß Disinflation in Deflation einmündet oder umgekehrt ein erneuter Inflationsprozeß ausgelöst werden kann.

### Jüngste Entwicklungen

Der Inflationstrend in den Industrieländern war seit Beginn der neunziger Jahre bemerkenswert ähnlich, unabhängig von unterschiedlichen Konjunkturzyklen. Die Konvergenz der Inflationsraten auf einem seit dreißig Jahren nicht mehr erreichten niedrigen Niveau ist maßgeblich darauf zurückzuführen, daß die Verpflichtung der Geldpolitik auf Preisstabilität und der Finanzpolitik auf Haushaltsdisziplin zunehmende öffentliche Unterstützung gefunden hat. Für Europa kommt hinzu, daß die Konvergenzkriterien des Maastrichter Vertrags für den Eintritt in die Europäische Währungsunion eine wahre Konvergenzrallye ausgelöst hatten.

Die Orientierung der Geldpolitik an der Stabilität des Geldwerts, die haushaltspolitische Zurückhaltung in Europa und Nordamerika mit einer Absenkung öffentlicher Defizite seit dem Höchststand 1992/93 um über 3% des Bruttoinlandsprodukts, der stärkere Wett-

bewerb im Zuge der Globalisierung der Wirtschaftsbeziehungen und eine zurückhaltende Lohnpolitik mit ähnlichem Trendverlauf der Lohnstückkosten vieler Länder dämpften den Preisauftrieb erheblich und nachhaltig. Hinzu kommen Wechselkursänderungen, die unterschiedlichen Positionen der Länder im Konjunkturzyklus Rechnung getragen haben. Währungen von Ländern mit hohem Wirtschaftswachstum, vor allem der USA und Großbritanniens, werteten auf, mit sinkenden Einfuhrpreisen und anziehenden Güterimporten aus Ländern mit geringerem Wirtschaftswachstum und deshalb größeren Kapazitätsreserven im Gefolge.

Es war also diese Konstellation aus weitgehend produktivitätsorientierter Lohnpolitik, Fortschritten bei der Konsolidierung der öffentlichen Haushalte, einer dem Geldwert verpflichteten Geldpolitik und an wirtschaftlichen Fundamentaldaten orientierter Kursentwicklung der Währungen westlicher Industrieländer, die Konvergenz der Inflationsraten auf niedrigerem Niveau bewirkte. Der Rückgang

Die Autoren unseres Zeitgesprächs:

*Prof. Dr. Wolfgang Filc, 54, lehrt Volkswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt Geld, Kredit, Währung an der Universität Trier.*

*Dr. Heiner Flassbeck, 57, ist Leiter der Abteilung Konjunktur am Deutschen Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin.*

*Dr. Eckhardt Wohlers, 54, ist Leiter der Abteilung Konjunktur, Geld und öffentliche Finanzen im HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung-Hamburg.*

des allgemeinen Preisauftriebs wurde unterstützt von sinkenden Rohstoffpreisen seit Beginn des Jahres 1997, der sich mit der Wirtschaftskrise in den südostasiatischen Ländern weiter beschleunigte. So lag der HWWA-Gesamtindex der Weltmarktpreise für Rohstoffe im März 1998 um 20,6% unter dem Vorjahreswert<sup>8</sup>.

So begrüßenswert diese Erfolge bei der Stabilisierung des Preisniveaus von Industrieländern sind, so wächst doch die Gefahr, den Ehrgeiz zu überziehen, den verbleibenden geringen Preisauftrieb weiter zurückzuführen und in einen deflationären Prozeß abzugleiten. Dann könnte sich die Deflation der Jahre 1929 bis 1932 wiederholen.

### Ein Deflations-Szenario

Ein Szenario weltweiter Deflation läßt sich aus dem Zusammenspiel monetärer und realwirtschaftlicher Einflußfaktoren wie folgt vorstellen:

Aufbauend auf den bisherigen Erfolgen bei der Preisstabilisierung überziehen Zentralbanken ihren stabilitätspolitischen Ehrgeiz und verursachen eine scharfe Rezession. Insbesondere die Europäische Zentralbank, die mit dem Ziel konfrontiert ist, rasch Reputation aufzubauen, ist hiervor nicht gefeit.

Die Finanzpolitik orientiert sich ausschließlich an der weiteren Haushaltskonsolidierung und befolgt in der Rezession eine Parallelpolitik. Vor allem Länder, die der Europäischen Währungsunion angehören werden, können dieser

<sup>7</sup> Vgl. M. Feldsieper: Deflation, in: W. Albers, u.a. (Hrsg.): Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaft, Bd. 2, Stuttgart/New York u.a. 1980, S. 133 ff.

<sup>8</sup> Vgl. K. Matthies: Ende des Preisrückgangs auf den internationalen Rohstoffmärkten?, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 78. Jg. (1998), H. 4, S. 244.

Gefahr unterliegen, wenn auch in der Rezession dem im Stabilitäts- und Wachstumspakt geforderten finanzpolitischen Ziel der weiteren Haushaltskonsolidierung prioritäres Gewicht eingeräumt wird.

□ Der weltweit verschärfte Wettbewerb drückt Gewinnmargen von Unternehmen, schließlich auch Güterpreise.

□ Der internationale Standortwettbewerb führt zu einem Steuerwettlauf nach unten und zu einer weiteren Einschränkung der öffentlichen Ausgaben.

□ Es wird Vorschlägen gefolgt, der hohen Arbeitslosigkeit durch Lohnsenkungen bzw. für längere Zeit unter dem Fortschritt der Arbeitsproduktivität liegende Lohnzuwächse beizukommen.

All das zusammengenommen kann eine deflatorische Lücke an den Gütermärkten entstehen lassen oder vergrößern. Preissenkungen für Güter und Leistungen und damit sinkende Gewinnerwartungen der Unternehmen würden zu einem anhaltenden Verfall von Vermögenspreisen führen, also zu einem drastischen Einbruch von Aktienkursen und Immobilienpreisen, wie Ausgang der achtziger Jahre und im ersten Drittel der neunziger Jahre in einigen Ländern, so in den USA, Großbritannien, Japan, Schweden, Finnland und Norwegen<sup>9</sup>. Gegenwärtig läßt sich in Südostasien verfolgen, welche verheerenden Folgen ein drastischer Einbruch von Vermögenspreisen auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung hat.

Die Deflation von Vermögenspreisen schwächt die Position von Schuldnern, und sie begünstigt Gläubiger. Unternehmen, die regelmäßig einen Teil der Investitionsausgaben durch Kreditaufnahme finanzieren, müssen steigende Anteile ihres Cash-flow für

den Schuldendienst einsetzen und deshalb Ausgaben für Güter und Leistungen einschränken<sup>10</sup>. Zudem leidet ihre Kreditwürdigkeit, weil die Nettovermögensposition von Unternehmen bei einem drastischen Rückgang von Vermögenspreisen proportional sinkt.

### Das Beispiel Südostasien

Auch private Haushalte geraten dann in eine Schuldenfalle, wie sich gegenwärtig in Japan beobachten läßt. Die lang anhaltende Rezession hat in weiten Bereichen der japanischen Wirtschaft zu Gehaltskürzungen geführt, wodurch ein größerer Teil der Nettohaushaltseinkommen für die Zinsbedienung von Hypothekendarlehen oder anderer Kredite, die früher zur Teilnahme an der Hausse von Preisen an Vermögensmärkten aufgenommen wurden, gebunden wird. Deshalb sinkt der private Verbrauch. Auch Zinssätze unter 1% p.a. und staatliche Konjunkturprogramme sind dann nicht immer geeignet, die Zuversicht von Konsumenten und Investoren hinsichtlich der künftigen wirtschaftlichen Entwicklung soweit zu stärken, daß ein wirtschaftlicher Aufschwung eingeleitet werden kann.

Deshalb sind Konstellationen möglich, die künftig zu einer weltweiten Deflation führen können. Die Krisen in Südostasien und in Japan sind weder ausgestanden noch dauerhaft in dieser Region isoliert. Die Expansion der Weltwirtschaft hat sich merklich verlangsamt, maßgeblich als Folge der Krisen in Ostasien, deren kontraktive Impulse inzwischen auf eine Reihe anderer Volkswirtschaften übergeschlagen sind<sup>11</sup>. Die Krisenländer fallen über Jahre hinaus als Nachfrager nach Rohstoffen und nach Konsumgütern westlicher Industrieländer aus. So erreichen die Schockwellen der asiatischen

Wirtschaftskrise zunehmend andere Wirtschaftsregionen.

Die OECD hat ihre Prognose des Wachstums der Weltwirtschaft für das laufende Jahr um gut einen Prozentpunkt auf 3% nach unten korrigiert. Im Mai 1998 verzeichneten die USA ein Handelsbilanzdefizit von 15,8 Mrd. US-\$. Dabei sanken die amerikanischen Exporte nach Asien um 21% im Vergleich zum Vorjahresmonat, besonders ausgeprägt war der Exportrückgang in die Krisenländer, so nach Indonesien um 73%. Rückläufige Unternehmensgewinne in den USA bei weiter zunehmenden Handelsbilanzdefiziten könnten zu einem Kursrutsch am amerikanischen Aktienmarkt und des Dollars an den Devisenmärkten führen. Ein derartiger Schock an den amerikanischen Finanzmärkten könnte zu einer weltweiten Deflation beitragen: Aktienkurseinbruch, Zinsauftrieb, Preissenkung an den Gütermärkten, Lohnkürzungen, Massenarbeitslosigkeit.

### Politikempfehlungen

Was ist zu tun, um dieser nicht ausschließbaren Entwicklung vorzubeugen? War es gelungen, durch einen geeigneten makroökonomischen Policy-mix einen Disinflationsprozeß erfolgreich zu gestalten, so muß es auch möglich sein, Deflation zu verhindern. Gefordert sind deshalb vor allem Lohnpolitik, Geldpolitik und Finanzpolitik. Diese drei Politikbereiche sollten für eine Konstellation von Lohnsatz, Zinsniveau und Wechselkurs sorgen, die zu einem

<sup>9</sup> Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 63. Jahresbericht, Basel 1993, S. 171 ff.

<sup>10</sup> Vgl. M. King: Debt deflation: Theory and evidence, in: European Economic Review, Vol. 38 (1994), S. 419 ff.

<sup>11</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Konjunkturlage, in: Monatsbericht Juni 1998, S. 44 ff.

beschäftigungsschaffenden Wirtschaftswachstum beiträgt, ohne Gefahren der Inflation oder Deflation einzugehen.

Für die Lohnpolitik folgt hieraus, daß Geldlohnsteigerungen strikt am Zuwachs der Arbeitsproduktivität zu orientieren sind. Deutlich darüber hinausgehende Lohnerhöhungen bewirken einen Auftrieb der Lohnstückkosten und gefährden die Preisstabilität, geringere Lohnsteigerungen, zumal im Wettbewerb der Länder um Standortvorteile, verkürzen den Abstand zwischen Preisstabilität und Deflation.

Die Geldpolitik sollte sich den „Rat von Keynes und Wicksell Anfang der zwanziger Jahre in Erinnerung ... rufen, ... daß es für die Zentralbanken nicht nur angemessen, sondern auch machbar sei,

<sup>12</sup> Bank für Internationalen Zahlungsausgleich: 66. Jahresbericht, Basel 1996, S. 181.

<sup>13</sup> Vgl. J. B. Taylor: Discretion versus Policy Rules in Practice, in: Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 23, 1993, S. 195 ff.; W. Filc: Zinsregel für die europäische Geldpolitik, Institut für Empirische Wirtschaftsforschung, Devisenmarktanalyse für das zweite Halbjahr 1997, Halle (Saale) 1998, S. 14 ff.

sowohl der Inflation als auch der Deflation erfolgreich entgegenzutreten“<sup>12</sup>. Das erfordert eine Orientierung der geldpolitischen Maßnahmen nicht allein am Ziel der Preisniveaustabilität, sondern auch an einem beschäftigungssichernden Wirtschaftswachstum. Die Taylor-Regel einer zinspolitischen Konzeption der Geldpolitik ist eine konkrete Ausgestaltung dieser Forderungen. Danach reagiert die Geldpolitik einerseits auf eine Überhitzung der Konjunktur und den davon ausgelösten Inflationsdruck, berücksichtigt andererseits aber auch ein schwaches Wirtschaftswachstum bei stabilen Preisen<sup>13</sup>.

Die Finanzpolitik sollte für eine dauerhaft tragfähige Verschuldung sorgen. Die im Vertrag von Maastricht festgelegten und im Stabilitäts- und Wachstumspakt bekräftigten finanzpolitischen Konvergenzkriterien sind hierfür ein brauchbares Maß. Aber es ist davon Abstand zu nehmen, die Konsolidierung öffentlicher Haushalte um jeden Preis, auch um den der Deflation, zur einzigen Richt-

linie der Fiskalpolitik werden zu lassen. In Ausnahmefällen, so bei Anzeichen einer deflatorischen Lücke, sind starre Regeln als Richtschnur wirtschaftspolitischen Handelns nicht geeignet, den angemessenen Kurs zu halten.

Derart aufeinander abgestimmte Konzeptionen der Träger der makroökonomischen Stabilisierungspolitik sind grundsätzlich geeignet, das Menetekel einer Deflation zu vertreiben. Freilich ist es erforderlich, daß die Industrieländer eine aufeinander abgestimmte und gleichgerichtete Strategie verfolgen, um eine Wiederholung der weltweiten Deflation zu Beginn der dreißiger Jahre auszuschalten. Die internationale Koordinierung der Wirtschaftspolitik ist ein schwieriges Feld, wenn divergierende länderspezifische Interessen berührt werden. Die Notwendigkeit, einen nicht ausschließbaren deflationären Prozeß abzuwehren, kann aber keine Kontroversen auslösen. Deshalb ist Optimismus angezeigt, daß sich die dunkle Geschichte der Deflation Anfang der dreißiger Jahre nicht wiederholt.

Heiner Flassbeck

## Europa auf dem Weg in die Deflation?

Die Frage, ob wir eine Deflation haben, ist zu verneinen. Die spannende Frage ist vielmehr, ob wir auf dem Wege in eine Deflation sind. Dafür jedenfalls gibt es einige untrügliche Anzeichen. Die „Inflationsrate“ lag in Deutschland im Juni bei 1,2%. Die Süddeutsche Zeitung schloß daraus, Deutschlands Verbraucher hätten die Mehrwertsteuererhöhung vom 1. April bisher im Portemonnaie nicht zu spüren bekommen, weil auch im

März die Inflationsrate 1,2% betrug. Was, wenn die Zeitung irrt, weil die Mehrwertsteuererhöhung, die „rein rechnerisch“ mit einem halben Prozentpunkt zu Buche schlägt, weitgehend im Preisindex enthalten ist, der Preisindex ohne Mehrwertsteuererhöhung also bei etwa 0,7% liegen würde? Eine statistisch gemessene Preissteigerungsrate von dreiviertel Prozent aber entspricht nicht einer gleichgroßen tatsächlichen Preissteige-

rungrate, weil vor allem Qualitätsänderungen bei vielen Produkten und die Einführung neuer Güter von der Statistik nicht zeitnah erfaßt werden können. Die Bundesbank ist gerade in einer eigenen Studie zu dem Ergebnis gekommen, ein dreiviertel Prozent „Statistikirrtum“ sei diesem und anderen Faktoren zuzurechnen.

Damit bliebe von der aktuellen „Inflationsrate“ nur noch wenig bis nichts übrig. Wie immer man aber

## Verteilungsspielraum und Beschäftigung in Westdeutschland

(Jahresdurchschnittliche Veränderung bzw. Veränderung gegenüber Vorjahr in %)

Jahre	Stunden-Produktivität <sup>1</sup>	Nominaler Stundenlohn <sup>2</sup>	Inflations- bzw. Deflationspotential	Tatsächliche Inflation <sup>3,4</sup>	Realer Stundenlohn <sup>5</sup>	Realer Netto-Stundenlohn <sup>6</sup>	Realer privater Verbrauch <sup>7</sup>	Arbeitsvolumen <sup>7</sup>	Beschäftigte	Reales BIP
	1	2	3 = 2-1	4	5	6	7	8	9	10
1951-1960	6,9	9,2	2,3	1,9	7,2	6,6	7,8	1,0	3,3	8,0
1961-1970	5,3	9,6	4,4	2,7	6,8	5,7	5,1	-0,8	1,0	4,4
1971-1980	3,7	9,6	5,8	5,0	4,3	3,0	3,3	-1,0	0,7	2,7
1981-1985	2,1	4,4	2,3	3,8	0,6	-0,4	0,6	-0,9	-0,3	1,1
1986-1990	2,9	4,5	1,6	1,4	3,1	3,4	3,6	0,4	1,6	3,4
1991-1995	2,3	4,9	2,7	3,1	1,8	-0,4	2,1	-0,6	-0,1	1,6
1996-1997	2,9	2,0	-0,9	1,9	0,1	-0,3	0,8	-1,1	-1,2	1,8

<sup>1</sup> Bruttoinlandsprodukt in Preisen von 1991 je geleistete Erwerbstätigenstunde. <sup>2</sup> Bruttoeinkommen aus unselbständiger Arbeit je geleistete Beschäftigtenstunde. <sup>3</sup> Deflator des privaten Verbrauchs. <sup>4</sup> Ab 1995 Deutschland. <sup>5</sup> Nominaler Stundenlohn deflationiert mit dem Deflator des privaten Verbrauchs. <sup>6</sup> Nettolohn- und -gehaltsumme je Beschäftigtenstunde, deflationiert mit dem Deflator des privaten Verbrauchs. <sup>7</sup> Geleistete Arbeitsstunden der Erwerbstätigen.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen des DIW.

den Mehrwertsteuereffekt schätzt, die Preissteigerungsrate liegt ganz nahe bei einer Null. Überhaupt nicht enthalten im Preisindex, wie ihn das Statistische Bundesamt mißt, sind darüber hinaus Sonderangebote oder Rabatte. Ist der Handel, was angesichts der Flaute bei der Binnennachfrage nicht unplausibel ist, verstärkt auf diese Instrumente der Nachfrageanregung angewiesen, ist die ökonomisch relevante Preisentwicklung unter Umständen bereits im negativen Bereich. Ob man das Deflation nennen sollte, ist eine offene Frage. Sicher aber ist das schnelle Abwiegen jeder Deflationsgefahr unverantwortlich.

### Sinkende Lohnstückkosten

Woher kommt diese deflationäre Tendenz? Eine Antwort darauf findet, wer auf der Kostenseite der Volkswirtschaft sucht. In einer gesamtwirtschaftlichen Betrachtung sind die Kosten für Arbeit die mit Abstand wichtigste Kostenkomponente. Anders als bei einem einzelnen Unternehmen werden nämlich in der Gesamtwirtschaft auch alle Vorleistungen einschließlich des Realkapitals mit Arbeit hergestellt, so daß der Preis für Arbeit das Kostenniveau der Volkswirtschaft

dominiert. Der Preis für Arbeit, der ausbezahlte Lohn pro Stunde, ist aber in den vergangenen Jahren so wenig gestiegen wie noch nie zuvor in der Geschichte der Bundesrepublik (vgl. Tabelle)<sup>1</sup>.

Während sich in den fünfziger und sechziger Jahren die Zuwachsraten der Löhne noch auf fast 10% pro Jahr beliefen und danach bis Mitte der neunziger Jahre immerhin noch auf etwa 5%, sind sie in den letzten beiden Jahren auf 2% gefallen. Da der Einsatz von Arbeit weitgehend im gleichen Maße effizienter gestaltet wurde wie in früheren Jahrzehnten, die Arbeitsproduktivität also trotz der Lohnzurückhaltung weiter stieg, sind die effektiven Kosten für Arbeit, die Lohnstückkosten, absolut gesunken. Bezeichnet man, wie in der Tabelle geschehen, die Differenz zwischen der Zunahme der Stundenlöhne und der Zunahme der Stundenproduktivität als Inflations- bzw. Deflationspotential von Seiten der Lohnpolitik (Spalte 3), dann zeigt sich, daß in den letzten beiden Jahren zum ersten Mal von der Lohnpolitik ein deutlicher deflationärer Impuls ausgeht. Vor 1994 gab es in der gesamten Geschichte der Bun-

desrepublik nur ein einziges Jahr, in dem ein solch deflationärer Effekt zu beobachten war<sup>2</sup>.

Dieser Effekt hat sich allerdings im Durchschnitt der beiden Jahre noch nicht in der tatsächlichen Inflationsrate niedergeschlagen. Die Unternehmen haben trotz der Kostensenkung die Preise noch erhöhen können. Folglich sind die Gewinne der Unternehmen weit stärker gestiegen als die Lohneinkommen, die Verteilungssituation hat sich zugunsten der Unternehmensseite verbessert. Diese Verteilungsänderung war sogar die stärkste, die es in einem Zweijahreszeitraum seit dem Zweiten Weltkrieg gegeben hat. Doch können die Unternehmen die Preise trotz weiter sinkender Kosten hoch halten? Auch 1998 werden die Lohnstückkosten um über 1% sinken. Die jüngste Abschwächung bei den Verbraucherpreisen zeigt, daß dies auf die Preise durchzuschlagen beginnt. Der Wettbewerb zwingt die Unternehmen, den Kostenvorteil zu einem erheblich

<sup>1</sup> Vgl. dazu auch: Tendenzen der Wirtschaftsentwicklung 1998/99; in: DIW-Wochenbericht, Nr. 27/98, S. 485 ff.

<sup>2</sup> Das war im Jahre 1959, freilich bei Lohnzuwächsen von über 6% und einer Produktivitätszunahme von über 7%.

größeren Teil als bisher an die Kunden weiterzugeben.

### Aufgaben der Geldpolitik

Eine von der Kostenseite her angelegte Deflation wird – wie eine von dort kommende Inflation – früher oder später auch auf die Preise durchschlagen, wenn nicht von seiten der Geldpolitik energische Gegenmaßnahmen ergriffen werden. Solche Gegenmaßnahmen hat die Deutsche Bundesbank in Fällen inflationärer Impulse in Form von Zinserhöhungen auch immer frühzeitig ergriffen. Nach allgemeiner Überzeugung vermeidet man nämlich bei einem frühzeitigen Eingreifen, einem „preemptive strike“, erhebliche Kosten, die sich daraus ergeben, daß eine tatsächlich eingetretene Inflation bekämpft werden muß. Bei deflationären Impulsen ist das nicht anders. Die Deutsche Bundesbank hat allerdings im vergangenen Jahr, *nachdem* ein erheblicher deflationärer Impuls erkennbar war, nicht mit einer Zinssenkung reagiert. Sie hat sogar im Herbst, als der starke Rückgang der Lohnstückkosten schon eine Tatsache war, die Zinsen erhöht. Das ist vergleichbar einer „inflationären“ Situation, in der die Stundenlöhne um über 5% gestiegen wären und die Bundesbank die Zinsen gesenkt hätte. Hätten wir daraus geschlossen, das geldpolitische Instrumentarium sei in einer Weise eingesetzt worden, die ein Ausbleiben inflationärer Gefahren garantiert?

Die Hoffnung derjenigen, die deflationäre Gefahren verneinen, auf eine automatische und ausreichend starke Reaktion der Geldpolitik sind trügerisch und in der Regel inkonsistent. Man verweist darauf, daß dann, wenn das Inflationsziel der Zentralbank unterschritten wird, die reale Geld-

menge verstärkt steigt und folglich die Zinsen sinken. Keine Zentralbank der Welt aber verfolgt ein reines Geldmengenkonzept, bei dem in einem solchen Fall die Zinsen „automatisch“ fallen. Das zeigt sich auch in diesem Jahr am Beispiel der Bundesbank. Obwohl die Preissteigerungsrate (klammert man die Mehrwertsteuererhöhung aus, die auch für die Bundesbank unerheblich sein muß) deutlich unterhalb der Zielrate liegt, werden die Zinsen nicht gesenkt, und der Bundesbankpräsident warnt davor zu glauben, die Inflation sei tot.

Wichtiger noch, der Verweis auf den automatischen Stabilisator in Form der Entwicklung der realen Geldmenge steht klar im Widerspruch zur Theorie des „preemptive strike“ im Falle der Inflation, die doch von allen vertreten wird. Ein vorsorgliches Handeln der Geldpolitik ist in einem reinen Geldmengenkonzept unmöglich, weil der Zinsanstieg erst eintritt, wenn wegen einer tatsächlich höheren Inflationsrate die reale Geldmenge weniger stark zunimmt. Wer das ablehnt und ein frühzeitiges Eingreifen der Geldpolitik bei Auftreten inflationärer Gefahren fordert, muß das Geldmengenkonzept relativieren und kann bei deflationären Gefahren nicht einfach auf die Automatik der Zunahme der realen Geldmenge verweisen.

### Gefahren einer Deflation

Die deflationäre Gefahr ist heute viel größer als eine inflationäre. Grundsätzlich ist erstere ebenso ernst zu nehmen wie letztere. Es gibt aber in der Tat gute Argumente dafür, eine deflationäre Gefahr sogar viel ernster zu nehmen. Die Wirkungen von Inflation auf der einen Seite und von Deflation auf der anderen Seite sind nämlich nicht vollkommen symmetrisch, weil Gruppen mit unter-

schiedlichen Rollen in der Marktwirtschaft unterschiedlich betroffen sind. Selbst eine im Grunde sehr leichte Deflationstendenz, wie wir sie gegenwärtig in Japan erleben, kann gravierende Folgen haben. Das letzte Mal trat in Deutschland eine Deflation zu Anfang der dreißiger Jahre auf. Damals sanken die nominalen Stundenverdienste mehrere Jahre hintereinander kräftig; in der Spitze (1932) um 16%. Auch die Preise fielen in der Spitze (1932) um über 10%<sup>3</sup>. Im gleichen Zeitraum sank auch das reale Bruttosozialprodukt in einer bis dahin unbekanntenen Größenordnung (1931 und 1932 um jeweils 7%), die Zahl der Arbeitslosen explodierte. Die „große Depression“ ging Hand in Hand mit der größten Lohn- und Preisdeflation dieses Jahrhunderts.

Warum ist der Zusammenhang zwischen einem Lohn- und Preisniveaurückgang und einem allgemeinen Produktionsrückgang so eng? John Maynard Keynes gab dafür schon vor der großen Depression eine unmittelbar einleuchtende Erklärung:

„Die einfachen Argumente gegen eine Deflation lassen sich unter zwei Überschriften zusammenfassen. Zum ersten ist eine Deflation nicht erwünscht, weil sie eine Änderung des Geldwertes bewirkt, was immer schädlich ist, und Vermögen auf ungerechte Weise verteilt, was gleichermaßen schmerzhaft für die Stabilität der Wirtschaft wie für die Stabilität der Gesellschaft ist. Die Deflation führt – wie gezeigt wurde – zu einem Vermögenstransfer zur Klasse der Rentiers und zu allen Inhabern von Geldtiteln; die Inflation erzeugt die gegenteiligen Effekte. Insbesondere bewirkt die Deflation einen

<sup>3</sup> Vgl. Historische statistische Reihen, herausgegeben von der Dresdner Bank, Mai 1998, S. 6.

Transfer von allen Kreditnehmern, d.h. von den Händlern, den Produzenten und den Bauern an die Gläubiger, also von den Aktiven zu den Passiven.

Während der Druck auf den Steuerzahler zur Bereicherung des *Rentier* das wichtigste dauerhafte Ergebnis ist, gibt es jedoch eine andere heftigere Störung während der Transformationsperiode. Eine Politik, die den Wert der Geldmenge eines Landes um beispielsweise 100% über den derzeitigen Wert in Gütern anhebt ... kommt

<sup>4</sup> J. M. Keynes: A Tract on Monetary Reform, in: The Collected Writings of J. M. Keynes, IV, London/Basingstoke 1971, S. 118/119. (Übersetzung des Verfassers).

dem Signal gleich, daß jeder Kaufmann und jeder Produzent erwarten muß, daß sein Lager und seine Rohstoffe nach einiger Zeit unter seinen Händen stetig an Wert verlieren, und daß jeder, der seine Geschäfte mit Krediten finanziert, früher oder später 100% seiner Kreditsumme verliert (weil er in Gütern das Doppelte von dem Geliehenen zurückzahlen muß). Die moderne Wirtschaft, die hauptsächlich mit geliehenem Geld vorangetrieben wird, muß notwendigerweise durch solch einen Prozeß zum Stillstand kommen. Es wird im Interesse aller wirtschaftlich Aktiven liegen, für einige Zeit die Geschäfte ruhen zu lassen, und all

jener, die Ausgaben planen, ihre Aufträge so lange wie möglich zu verschieben. Weise wird derjenige handeln, der seine Aktiva in Bargeld umtauscht, Risiken vermeidet und sich aus den wirtschaftlichen Aktivitäten zurückzieht, und in ländlicher Abgeschiedenheit den sicheren stetigen Wertzuwachs seines Bargeldes abwartet. Die mögliche Erwartung einer Deflation ist schlimm genug, die sichere Erwartung ist verheerend, denn die Funktionsweise der modernen Wirtschaft ist gegenüber Fluktuationen des Wertes der Geldmenge nach oben noch weitaus weniger angepaßt wie sie es gegenüber Fluktuationen nach unten ist<sup>4</sup>.

Eckhardt Wohlers

## Deflation – viel Lärm um nichts?

In den letzten Jahrzehnten galt die Inflation als eine der Hauptprobleme entwickelter Volkswirtschaften, und ihre Bekämpfung war überall ein wichtiges Ziel der Wirtschaftspolitik. Nachdem der Preisauftrieb in den neunziger Jahren weltweit deutlich nachgelassen hat und Preisstabilität greifbar nahe scheint, werden nun Befürchtungen laut, daß bei der Bekämpfung der Inflation des Guten zuviel getan worden sein könnte. Pessimisten sehen sogar bereits eine Deflation am Horizont heranziehen. Bestätigt fühlen sie sich auch durch den Präsidenten der amerikanischen Notenbank, Alan Greenspan, der Anfang dieses Jahres öffentlich über die Gefahren einer Deflation meditierte<sup>1</sup>.

In der Wirtschaftstheorie gilt als wesentliches Kriterium für das Vor-

liegen einer Deflation ein spürbarer Rückgang des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus für Güter und Dienstleistungen über einen längeren Zeitraum hinweg<sup>2</sup>; als Meßgröße dienen in der Regel hoch aggregierte Preisindizes wie der Preisindex der Lebenshaltung, der Index der Erzeuger- bzw. der Großhandelspreise, aber auch der Deflator des Bruttoinlandsprodukts. Rückläufige Preise auf Teilmärkten wie z.B. bei EDV-Geräten rechtfertigen also noch nicht die Bezeichnung Deflation. Eine Deflation setzt überdies einen anhaltenden Rückgang des Preisniveaus voraus, ein Rückgang der Inflationsrate – d.h. eine Verlangsamung des Preisauftriebs – stellt somit ebenfalls keine Deflation dar; für dieses Phänomen hat sich in der letzten Zeit der Begriff „Disinflation“ eingebürgert. Nicht ein-

deutig bestimmt ist, wie lange das Preisniveau sinken muß, damit eine Deflation vorliegt. Es herrscht aber insoweit Einmütigkeit, als ein auf ein Jahr begrenzter Rückgang noch keine Deflation bedeutet.

### Wirkungen der Deflation

Sinkende Preise für Güter und Dienstleistungen müssen nicht zwangsläufig etwas Negatives sein; dies gilt insbesondere dann, wenn sie Folge von Produktivitätssteigerungen sind. Die Erfahrungen der Vergangenheit und insbesondere der Weltwirtschaftskrise Anfang der dreißiger Jahre zeigen jedoch, daß ein nachhaltiger Rückgang des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus, sofern er unerwartet kommt, in der Regel auch erhebliche Konsequenzen für Produktion und Beschäftigung hat. In diesem

Falle kommt es zu einer „deflatorischen Lücke“, d.h. zu einem Zurückbleiben der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage hinter dem Angebot, aus der sich unter widrigen Umständen eine regelrechte Abwärtsspirale entwickeln kann. Das Vorhandensein einer „deflatorischen Lücke“ gilt denn auch häufig neben dem anhaltenden Preisverfall als zweites wichtiges Kriterium für eine Deflation.

Ein anhaltender Preisrückgang bei Gütern und Dienstleistungen führt insbesondere bei wenig flexiblen Kosten zu einer Verschlechterung der Erlös-Kosten-Relation der Unternehmen. Der Druck auf die Gewinnmargen und die Ungewißheit über Ausmaß und Dauer des Preisverfalls beeinträchtigen die Investitionsneigung. Können die Löhne nicht oder nur verzögert angepaßt werden, kommt es zu steigenden Reallohnen, zu einer sinkenden Nachfrage nach Arbeit und zu steigender Arbeitslosigkeit. Eine Tendenz zur Selbstverstärkung ergibt sich daraus, daß eine Deflation die Geldhaltung attraktiv macht und private Haushalte wie auch Unternehmen veranlassen kann, in Erwartung weiter sinkender Preise Kaufzurückhaltung zu üben.

Ein besonderes Problem ergibt sich daraus, daß Zinsen nicht negativ werden können. In einer Deflation steigen deshalb die Realzinsen spürbar. Dies beeinträchtigt nicht nur die Investitionsbereit-

schaft der Unternehmen, hohe Realzinsen erschweren Betrieben und privaten Haushalten auch die Bedienung bestehender Verbindlichkeiten. Um den Zinsverpflichtungen nachkommen zu können, müssen andere Ausgaben gedrosselt werden. Schließlich erhöht sich auch das Kreditrisiko, und die Bereitschaft der Banken zur Kreditvergabe nimmt ab.

Verstärkt werden kann der Deflationsprozeß auch von seiten der Wirtschaftspolitik. Versucht der Staat, die durch sinkende Preise und den Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage entstehenden Steuerausfälle durch Ausgabenkürzungen auszugleichen, vergrößert er die deflatorische Lücke und beschleunigt den Abschwung. So hat die Brüningssche „Parallelpolitik“ in Deutschland maßgeblich dazu beigetragen, die Wirtschaftskrise Anfang der dreißiger Jahre zu vertiefen und zu verlängern<sup>3</sup>. Krisenverschärfend wirkt auch der Versuch, durch Handelsrestriktionen wie Einfuhrzölle oder -kontingente die eigene wirtschaftliche Situation verbessern zu wollen, denn über kurz oder lang werden die Handelspartner zu den gleichen Mitteln greifen. Im Endeffekt werden, wie die Weltwirtschaftskrise ebenfalls gezeigt hat, lediglich Handel und internationale Arbeitsteilung eingeschränkt, mit entsprechenden negativen Konsequenzen für die Wohlfahrt. Erhebliche Verantwortung hat schließlich auch die Geldpolitik. Reagiert sie, wie beispielsweise die Deutsche Reichsbank während der Weltwirtschaftskrise, auf den Rückgang der Preise mit einer entsprechenden Einschränkung der Geldversorgung, setzt sie einen wichtigen „automatischen Stabilisator“ außer Kraft. Das Zurückbleiben der Geldmengenentwicklung hinter der Entwicklung des gesamtwirt-

schaftlichen Produktionspotentials wirkt restriktiv und verstärkt den deflatorischen Prozeß.

### Deflation oder Disinflation?

Alles in allem birgt eine Deflation also erhebliche Gefahren, und Warnungen davor sind nicht auf die leichte Schulter zu nehmen. Allerdings ist zu fragen, wie groß die Gefahr einer Deflation gegenwärtig tatsächlich ist. Gemessen an den beiden Hauptkriterien – ein anhaltend kräftiger Rückgang des Preisniveaus und das Vorhandensein einer deflatorischen Lücke – ist eine deflatorische Situation derzeit nicht gegeben. In den neunziger Jahren hat sich lediglich der Preisauftrieb weltweit deutlich abgeschwächt; der empirische Befund zeigt nur eine – von der Politik durchaus angestrebte – Disinflation. Angesichts der Meßungenauigkeiten bei der Ermittlung der Preise stellt sich allerdings die Frage, ob bei den niedrigen Inflationsraten, die in den meisten Industrieländern inzwischen erreicht sind, die Schwelle zur Deflation bereits überschritten ist, und ob eine Geldpolitik, die absolute Preisniveaustabilität anstrebt, deshalb nicht bereits deflatorisch wirkt. Diese Fragen spielten im übrigen auch bei den Überlegungen Greenspans eine erhebliche Rolle.

In der Tat werden insbesondere Qualitätsverbesserungen in den Preisindizes nur unzureichend erfaßt; ähnliches gilt für Verschiebungen in der Verbrauchsstruktur. So kam die Boskin-Kommission für die USA zu dem Ergebnis, daß der amerikanische Verbraucherpreisindex in den letzten zwanzig Jahren das Ausmaß des tatsächlichen Preisanstiegs um durchschnittlich rund 1% p.a. überzeichnet hat<sup>4</sup>. Für Deutschland ermittelte die Bundesbank jüngst einen „Fehler“ bei der Inflations-

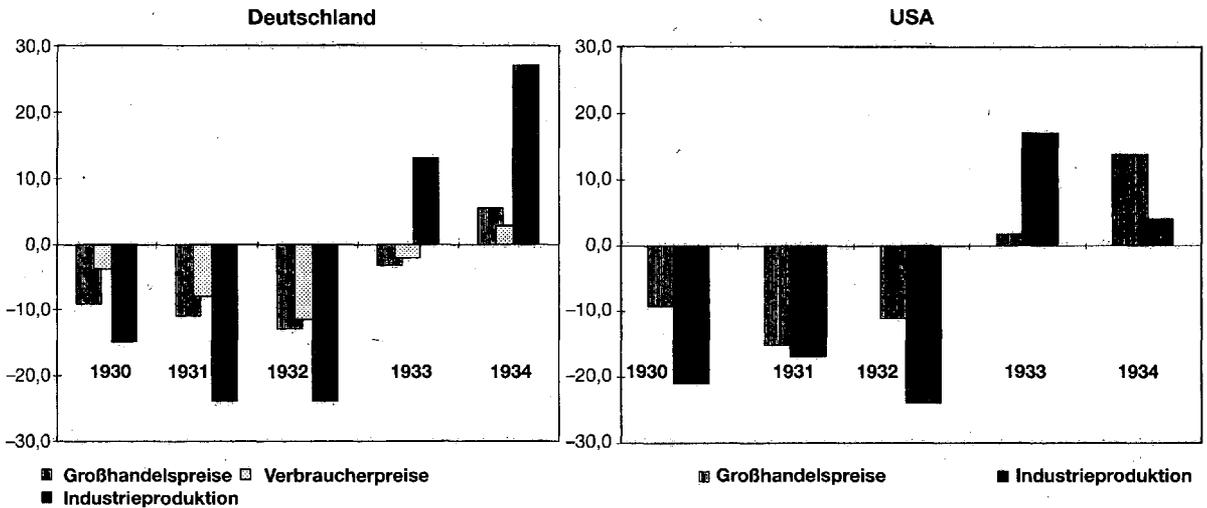
<sup>1</sup> Vgl. Federal Reserve Board: Problems of Price Measurement, Remarks by Chairman Alan Greenspan at the Annual Meeting of the American Economic Association and the American Finance Association, Chicago, Illinois, 3. Januar 1998.

<sup>2</sup> Vgl. M. Feldsieper: Deflation, in: Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaft, Bd. 2, Stuttgart/New York u.a. 1980, S. 133.

<sup>3</sup> Vgl. M. Feldsieper, a.a.O., S. 136.

<sup>4</sup> Vgl. Federal Reserve Board, a.a.O.

Entwicklung von Preisen und Produktion in der Weltwirtschaftskrise<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Veränderungsraten gegenüber dem Vorjahr in %.

Quellen: M. Feldsieper: Deflation, in: Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaft, Bd. 2, Stuttgart/New York u.a. 1980, S. 135; H. Sandte: Deflation – Ursachen und Wirkungen, in: WISU, H. 3/1998, S. 235; Statistisches Jahrbuch für die Bundesrepublik Deutschland, 1997.

messung von dreiviertel Prozentpunkten pro Jahr<sup>5</sup>. Vor diesem Hintergrund wäre ein Anstieg der Verbraucherpreise im Ausmaß von 1 bis 2% annähernd mit Preisniveaustabilität gleichzusetzen. Die Probleme bei der Inflationsmessung sind mit ein Grund dafür, daß bei der Festlegung der geldpolitischen Vorgaben in der Regel eine „Zielinflationsrate“ berücksichtigt wird. So geht die Deutsche Bundesbank von einer „mittelfristigen Preisnorm“ von 1½ bis 2 % aus; die Europäische Zentralbank wird für die EWU eine ähnliche Rate zugrunde legen. Aber auch aus einem Unterschreiten dieser Rate läßt sich noch nicht unbedingt ein Deflationsrisiko ableiten. So gehen von einem „Stabilitätsimport“ als Folge einer Baisse an den internationalen Rohstoffmärkten wie in den letzten Jahren kaum Deflationsgefahren aus; gleiches gilt für Preisrückgänge aufgrund der Senkung von staatlichen Gebühren. Schließlich lösen auch Preissenkungen als Folge technologisch bedingter Produktivitätssteigerun-

gen nicht unbedingt deflatorische Prozesse aus.

**Asset price deflation**

Teilweise wird in Kurseinbrüchen an den Aktien- und Immobilienmärkten ein Indiz für steigende Deflationsrisiken gesehen. Eine „asset price deflation“ hat zum Teil ähnliche realwirtschaftliche Konsequenzen wie eine Güterpreisdeflation. Vermögensverluste schwächen die Investitionsneigung der Unternehmen und die Kaufbereitschaft der Verbraucher. Da Vermögenswerte häufig zur Kreditabsicherung herangezogen werden, können Kredite bei sinkenden Vermögenspreisen „notleidend“ werden, so daß zusätzliche Sicherheiten bereitgestellt werden müssen. Überdies wird die Beschaffung von Eigen- und Fremdkapital erschwert. Schließlich wirkt eine „asset price deflation“ destabilisierend auf das Finanzsystem des betroffenen Landes. All das hat erhebliche negative Konsequenzen für Wachstum und Beschäftigung.

Japan ist derzeit ein Musterbeispiel dafür, wie stark eine Vermögenspreisdeflation das Finanzsystem und die wirtschaftliche Entwicklung beeinträchtigen kann<sup>6</sup>. In Zeiten der Vermögenspreishausschwere hatten die japanischen Banken in großem Umfang Kredite zum Kauf von Aktien und Immobilien vergeben, die ihrerseits wiederum zur Besicherung der aufgenommenen Kredite dienten. Als die „Blase“ platzte und Aktienkurse und Immobilienpreise in den Keller rutschten, kam es zu Kreditausfällen, aber auch zu Vermögensverlusten bei den Finanzinstituten selbst, da diese ebenfalls in Aktien- und Immobiliengeschäften engagiert waren. Das führte wiederum zu einer deutlichen Einschränkung der Kreditvergabe der Banken an Unternehmen, so daß die extrem niedrigen Zinsen kaum Wirkung zeigten.

<sup>5</sup> Vgl. o.V.: Probleme der Inflationsmessung, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Mai 1998, S. 60.

<sup>6</sup> Vgl. H. Sandte: Deflation – Ursachen und Wirkungen, in: WISU, H. 3/1998, S. 236.

Trotz ähnlich gravierender realwirtschaftlicher Effekte stellt eine „asset price deflation“ keine Deflation im eigentlichen Sinne dar. Es handelt sich bei ihr um ein auf spezielle – zum Teil recht enge – Märkte beschränktes Phänomen, das durchaus mit steigenden Güterpreisen einhergehen kann. Da die Preisbildung an den Märkten für Sachvermögen stark von Erwartungen geprägt wird und schon von daher ein hohes Unsicherheitsmoment enthält, und das Angebot zudem beschränkt und kurzfristig wenig variabel ist, ist die Volatilität auf diesen Märkten weitaus höher als auf den Gütermärkten. Auf den Vermögenmärkten hat es deshalb in der Vergangenheit häufiger starke Preiseinbrüche gegeben, ohne daß bereits von einer allgemeinen Deflation die Rede gewesen wäre. Ebenso wenig waren die starken Kurssteigerungen in Haussephasen ein Maßstab für die Inflation.

#### **Deflationsrisiken durch Asien-Krise?**

Die Deflationsdiskussion erhielt neue Nahrung durch die Finanzkrise in Asien. So wird befürchtet, daß die südostasiatischen Länder die kräftige Abwertung ihrer Währungen nutzen und die Weltmärkte mit billigen Produkten überschwemmen könnten, um ihre wirtschaftliche Situation zu verbessern. Dies würde den – durch die wachsende Globalisierung ohnehin schon intensiveren – internationalen Wettbewerb weiter verschärfen, in den Industrieländern zu einem Druck auf die Preise und zu Absatzeinbußen bei heimischen Produkten führen und so dort die Gefahr eines deflatorischen Prozesses heraufbeschwören.

Zweifellos belastet die Finanzkrise in Asien die konjunkturelle

Entwicklung in den Industrieländern<sup>7</sup>. Derzeit gibt es allerdings keine Anzeichen dafür, daß sich daraus ein Deflationsprozeß entwickeln könnte; diese Gefahr scheint noch nicht einmal für die Krisenländer selbst gegeben. Auch sind die Wettbewerbsvorteile der südostasiatischen Länder weitaus geringer, als es in der Veränderung der nominalen Wechselkurse zum Ausdruck kommt. So war die Abwertung der asiatischen Währungen mit Ausnahme des Yen wegen starker heimischer Preissteigerungen real weniger ausgeprägt als nominal. Auch hat die Abwertung die zur Produktion weltmarktfähiger Güter notwendigen Importe erheblich verteuert, und der „Importgehalt“ der Exporte ist insbesondere in den südostasiatischen Schwellenländern sehr hoch. Schließlich sind in diesen Ländern – anders als in Japan – durch steigende Zinsen die Kosten der Exportfinanzierung erheblich in die Höhe geschwollen. All das spricht gegen eine Überschwemmung der Weltmärkte mit billigen Produkten aus Fernost. Außerdem würde sich bei kräftig steigenden Exporten insbesondere beim japanischen Yen wohl rasch wieder eine Aufwertungstendenz herausbilden.

#### **Deflationsgefahren durch Lohnzurückhaltung?**

Von einigen wird in der letzten Zeit auch auf Deflationsrisiken im Zusammenhang mit der Europäischen Währungsunion (EWU) verwiesen. Da in einer Währungsunion Unterschiede in der Kostenentwicklung nicht mehr über den Wechselkurs ausgeglichen werden können, würde eine beschäftigungspolitisch motivierte Lohnzurückhaltung in einem großen Land wie Deutschland die anderen Mitgliedstaaten dazu zwingen, ihre Lohnkosten entsprechend anzupassen, wollen sie nicht an Wett-

bewerbsfähigkeit verlieren. Das würde zu einem Kostensenkungswettbewerb führen, der wegen des verschärften Wettbewerbs einen deflatorischen Prozeß mit entsprechenden negativen Folgen für Wachstum und Beschäftigung auslösen könnte. Dahinter steht die Annahme, daß Lohnzurückhaltung – im Sinne eines Zurückbleibens des Reallohnanstiegs hinter dem Produktivitätsanstieg – nicht zu mehr Beschäftigung in der Währungsunion führt, daß also die Nachfrage nach Arbeit wenig „lohnelastisch“ ist.

Ob Lohnzurückhaltung die Gefahr eines deflatorischen Prozesses in der EWU heraufbeschwört, hängt maßgeblich von der Geldpolitik ab. Bei einer konsequent potentialorientierten Geldpolitik, die eine mittelfristige „Zielinflationsrate“ – die von der Europäischen Zentralbank vermutlich bei rund 2% angesetzt wird – einbezieht, ist das Entstehen eines deflatorischen Prozesses unwahrscheinlich. Kritisch wird es allerdings, wenn die Geldpolitik sich nicht mehr an der mittelfristigen „Zielinflationsrate“ orientiert und – wie in der Weltwirtschaftskrise – die Geldmengenentwicklung der vermeintlich günstigeren Preisentwicklung „anpaßt“.

Zusammenfassend läßt sich sagen, daß in den Industrieländern eine deflatorische Entwicklung derzeit nicht zu sehen ist; das gilt im Grundsatz selbst für Japan. Auch gibt es kaum Hinweise, daß die Deflationsgefahren nachhaltig größer geworden sind. Gleichwohl hat die gegenwärtige Diskussion auch ihr Gutes. Sie schärft den Blick dafür, daß die Inflation nur eine Seite der Medaille ist, und daß bei annähernder Preisniveaustabilität, wie sie gegenwärtig erreicht ist, auch mögliche Fehlentwicklungen in die Gegenrichtung wieder ins Auge gefaßt werden müssen.

<sup>7</sup> Vgl. dazu G. Weinert: Zunehmende Belastung der Weltkonjunktur durch Asienkrise, in diesem Heft, S. 483 ff.