

## Notenbanken

# «Es gibt Beispiele für gute Deflation»

## Viele Zentralbanken verfehlen ihr Ziel von zwei Prozent Inflation deutlich. Der wirkungsmächtige Ökonom Bert Rürup hält das für eine gute Nachricht. Er fordert, die Mandate der Währungshüter zu ändern

**NZZ am Sonntag:** *In vielen Industrienationen sinken die Preise, obwohl die Notenbanken versuchen, Inflation zu erzeugen. Sie sagen, das liege an der Digitalisierung. Warum?*

**Bert Rürup:** Wir befinden uns mit der Digitalisierung am Anfang einer technologischen Revolution, die allenfalls mit der Einführung der Dampfmaschine oder der Nutzung der Elektrizität vergleichbar ist. Digitalisierung heisst nicht, dass praktisch jeder ein Smartphone nutzt und im Internet surft. Digitalisierung steht dafür, die reale Welt in maschinenlesbarer Form abzubilden. Dies ermöglicht es, zunehmend auch anspruchsvolle Arbeitsleistungen an intelligente Maschinen zu übertragen.

*Was hat das mit der Teuerungsrate zu tun?*

Vier Faktoren kommen zusammen. Erstens: Die Bildungsrendite für eine Reihe qualifizierter Berufe sinkt. Zweitens: Digitale Produkte sind billiger als ihre analogen Pendanten. Das E-Paper kostet weniger als die Zeitung, die Musikdatei weniger als die CD. Drittens entstehen immer mehr neue Unternehmen, die mit ihren App-basierten Geschäftsmodellen die Preispolitik traditioneller Anbieter torpedieren. Denken Sie an den Taxi-Konkurrenten Uber, an den Mit-fahrdienst BlaBlaCar oder an Auxmoney, das Privatkredite vermittelt und Banken ihr Kerngeschäft streitig macht. Und viertens schafft die Unmenge kostenloser Vergleichsportale im Internet eine nie da gewesene Transparenz. Der preisdämpfende Effekt all dieser Entwicklungen wird unterschätzt.

*Wer mit digitalen Produkten und Diensten Geld spart, kann anderswo mehr ausgeben.*

Das stimmt. Genau das ist das Ergebnis sinkender oder langsamer steigender Preise.

*Es gibt Gegenbeispiele. Die Zahlungsbereitschaft für Apple-Produkte ist enorm.*

Die Preise anderer Hersteller sind deutlich gesunken, und man muss bei Preiserhöhungen die immensen technologischen Verbesserungen der neuen Geräte berücksichtigen.

*Was folgt aus der Entwicklung?*

Die zurzeit geltenden Inflationsziele der Zentralbanken gehören auf den Prüfstand. Denn diese Ziele sind Kinder vergangener oder vergehender Verhältnisse.

*Es hat sich bewährt, ein Inflationsziel deutlich über der Nullgrenze zu formulieren, um weit entfernt von Deflation zu sein.*

Die 2%-Marke der EZB ist das Ergebnis eines Beschlusses des EZB-Rates aus dem Jahr 2003 unter Berücksichtigung der damaligen Bedingungen. Vorher galt für die Bundesbank eine

Teuerungsrate zwischen 0% und 2% als Preisstabilität. Ich rede nicht dem Ziel von null das Wort. Aber ich halte es für falsch, Teuerungsrate unter 2% als Deflation und daher generell als gefährlich zu bezeichnen.

*Warum?*

Konsumenten verschieben ihre Käufe nicht, nur weil die Inflationsrate unter das Inflationsziel fällt. Sie tun das selbst dann nicht, wenn die Preisentwicklung für einige Monate negativ ist. Dazu braucht es noch andere Faktoren, beispielsweise eine gleichzeitig steigende Arbeitslosenrate. Aber sinkende Preise in einer Phase des Aufschwungs wie zum Beispiel derzeit in Deutschland, aber auch in der gesamten Euro-Zone stellen kein ernstes Problem dar.

*Viele Ökonomen warnen, eine einmal ausgebrochene Deflation sei kaum zu stoppen. Ein Puffer zur Nullgrenze sei sinnvoll.*

Eine von einem Preisverfall getriebene Abwärtsspirale gab es bisher einmal. Das war in der Weltwirtschaftskrise in den 1930ern. Selbst in Japan ist eine solche Spirale nach unten in den letzten 25 Jahren nicht zu beobachten gewesen, obwohl die Teuerungsrate lange sehr tief waren.

*Private Konsumenten mögen ihr Verhalten nicht so schnell ändern. Aber Unternehmen investieren bei 2% Inflation eher als bei 0%.*

Das stimmt. Eine an einem höheren Inflationsziel orientierte Geldpolitik ist unternehmensfreundlich und stimuliert die Aktienmärkte. Aber es ist ja nicht das Ziel der Geldpolitik, ein möglichst angenehmes Umfeld für Unternehmen und Finanzinvestoren zu schaffen. Zentralbanken sollten der Geldwertstabilität verpflichtet sein.

*Sie halten es für kein Problem, dass die Teuerungsrate in der Euro-Zone seit Monaten nicht nur tief, sondern sogar negativ sind?*

Ein grosser Teil dieses Preisrückgangs ist Folge des Einbruchs der Rohölpreise, was einen Konjunkturprogramm gleichkommt. Gefährlich wäre eine negative Preisentwicklung in Kombination mit einer einbrechenden Wirtschaft. Aber alle Euro-Länder, selbst Griechenland, befinden sich derzeit in einem realwirtschaftlichen Aufschwung. Ich würde sogar noch etwas weiter gehen: Es gibt historische Beispiele für gute Deflation.

*Wie bitte?*

Die Jahre 1873 bis 1893 gelten in Deutschland als die gute alte Zeit. In diesen zwei Jahrzehnten ging das Preisniveau zurück, die Industrialisierung schritt zügig voran, und die Volkswirtschaft wie die Realeinkommen wuchsen. Eine echte Deflation, das heisst eine durch eine hartnäckige Kaufzurückhaltung ausgelöste Abwärtsspirale, ist das ekligste Problem, das es gibt. Aber: Eine Unterschreitung des Inflationsziels ist hierfür eine notwendige Bedingung, jedoch definitiv noch keine hinreichende.

*Wie weit würden Sie das Ziel absenken?*

Jedes Inflationsziel ist ein Kind der Erfahrungen und Verhältnisse seines Geburtsjahrs. Seit dem Ende der 1980er Jahre gingen schrittweise alle Notenbanken von der Geldmengensteuerung zum «Inflation Targeting», zur direkten Steuerung der Inflationsrate, über. Dafür brauchte man ein Inflationsziel. In den entwickelten Industrieländern liegt diese Zielinflation im Korridor zwischen 3% und 1%. Eine analytische Begründung für das vom EZB-

Rat festgelegte Inflationsziel von knapp 2% gab es nicht. Wäre man bereits zwei Jahrzehnte früher zum «Inflation Targeting» übergegangen, wäre sicher ein höheres Inflationsziel herausgekommen.

*Das 2%-Mandat lässt sich auch institutionell begründen: Verständliche Regeln begrenzen die Macht der Entscheidungsträger.*

Notenbanken sind aus guten Gründen unabhängig. Regeln für das finanzpolitische Handeln wie Schuldenbremsen oder Konvergenzkriterien sind Ausdruck eines Misstrauens gegenüber der Politik. Das Dumme ist, dass diese gutgemeinten Regeln oft nicht funktionieren, wie die leidvollen Erfahrungen mit den europäischen Regeln für die nationalen Haushaltspolitiken zeigen.

*Sie sehen Regeln als flexible Verfügungsmasse?*

Nein, aber es muss möglich sein, sie zu ändern, wenn sich die Bedingungen ändern, auf denen sie basieren. Regeln basieren immer auf dem Blick zurück. Ich wage den Blick nach vorne, in die digitale Zukunft, die gerade erst begonnen hat.

*Der ehemalige US-Finanzminister Larry Summers rechnet ebenfalls mit einer tiefen Inflation, fürchtet aber gleichzeitig eine stagnierende Wirtschaft. Warum sind Sie optimistischer?*

Die These der säkularen Stagnation ist ein *running gag*. Alvin Hansen hat sie bereits vor 70 Jahren vorausgesagt. Wir haben zweifellos eine Phase niedrigen Wachstums, aber empirische Evidenz für eine dauerhafte Stagnation sehe ich nicht. Wir werden auch bei flachen Wachstumskurven steigende Reallöhne haben, gerade weil die Inflation tief ist.

*Was halten Sie von den EZB-Anleihekäufen?*

Ich sehe dieses Programm kritisch. In den USA war die geldpolitische Lockerung erfolgreich, weil sich die Unternehmen dort in der Regel am Kapitalmarkt finanzieren. In Europa läuft es indirekter über Bankkredite. Deswegen wird die Lockerung in der Euro-Zone die Zinsen für Staatsanleihen noch weiter drücken. Das meiste Geld wird aber in andere Vermögenswerte fließen. Eine deutliche Belebung der Realwirtschaft erwarte ich davon nicht.

*Wie bewerten Sie die Situation in der Schweiz, wo die Preise fallen und eine Rezession droht?*

Die Situation ist mit der Aufhebung der Wechselkursbindung entstanden. Der Wechselkurs des Frankens ist dadurch künstlich gedrückt worden. Die heftige Korrektur nach der Aufhebung und die damit verbundene Verteuerung der Exporte und Verbilligung der Importe erfordert deutliche Anpassungen im Hochlohnland Schweiz, um international wettbewerbsfähig zu bleiben.

*Derzeit werden in der Schweiz so viele Tausendernoten gehortet wie noch nie.*

Es könnte zwar gut sein, dass der Anstieg daran liegt, dass Ausländer in den Franken flüchten. Aber keine Frage, gewisse Risiken im Zusammenhang mit der Preisentwicklung sind in der Schweiz vorhanden. Und sie sind deutlich grösser als in Deutschland.

*Interview: Sebastian Bräuer*