

Deflation als überschätzte Gefahr

Schwache Beziehung zwischen Preisrückgängen und Wachstum

Jahre mit sinkenden Preisen für Güter und Dienstleistungen sind nicht zwingend Jahre mit schwachem Wachstum. Weit bedrohlicher sind Jahre mit sinkenden Vermögenspreisen. Die Geldpolitik müsste Finanzzyklen daher mehr Beachtung schenken.

Thomas Fuster

Mit dem Begriff der Deflation assoziieren viele Ökonomen reflexartig die Idee einer schwachen Wirtschaft. So werden sinkende Preise von Gütern und Dienstleistungen oft gleichgesetzt mit einem Nachfrageausfall, einem Rückgang der wirtschaftlichen Produktion oder einem Hinauszögern von Kaufentscheidungen. Das ist aber eine einseitige Sicht, die allein auf die Nachfrage schielt. Deflation kann indes auch aus einem Anstieg des Angebots herrühren: Verbessert sich die Produktivität, steigt der Wettbewerb auf Gütermärkten oder sind die für die Produktion nötigen Inputs wie beispielsweise Erdöl billiger oder zahlreicher verfügbar, hat dies ebenfalls ein Absinken der Preise zur Folge; gleichzeitig steigen aber der Output und die realen Einkommen. Sinkende Preise implizieren in diesem Fall eine Zunahme von Wohlstand und Wachstum.

Von 1870 bis 2013

Gar so eindeutig, wie derzeit von Befürwortern einer ultraexpansiven Geldpolitik behauptet, fällt die ökonomische Kosten-Nutzen-Rechnung bei fallenden Preisen also nicht aus. Klärung von unabhängiger Seite tut not. Ökonomen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) haben daher in ihrem jüngsten «Quarterly Review» die Kosten von Deflation in einem historisch breiten Kontext untersucht. Sie sprechen dabei von Preisdeflation und verstehen darunter – etwas grob vereinfacht – ein Absinken der Preise von Gütern und Dienstleistungen. Als zeitlicher Rahmen dient die Periode zwischen 1870 und 2013, womit auch die Grosse Depression der 1930er Jahre berücksichtigt wird. Untersucht werden über 100 Deflationsjahre in 38 Ländern, wobei neben den Preisen für Güter und Dienstleistungen auch jene für Vermögenswerte (vor allem Aktien und Immobilien) analysiert werden.

Um das Resultat vorwegzunehmen: Sinkende Preise stellen aus historischer Sicht keineswegs jenes Schreckensszenario dar, als das sie in der öffentlichen Debatte oft präsentiert werden. So konnte in der Studie eine nur sehr schwache Beziehung zwischen Deflation (bei Gütern und Dienstleistungen) und Wirtschaftswachstum beobachtet werden. Eine klare Relation zeigt sich eigentlich nur in den Jahren zwischen 1929 und 1938, die dominiert wurden durch die Weltwirtschaftskrise. Sieht man von dieser Periode ab, hängt das Wachsen oder Schrumpfen einer Volkswirtschaft nicht vom Trend der Konsumentenpreise ab; die Gegenüberstellung aller Deflations- und Inflationsjahre zeigt, dass in Phasen steigender Preise das Wachstum kaum höher lag. Klammert man die Weltwirtschaftskrise aus und blickt auf die Nachkriegszeit, zeigt sich sogar ein höheres Wachstum in Jahren sinkender Preise.

Platzende Immobilienblasen

Anders sieht die Sache aus, wenn anstelle der Preise von Gütern und Dienstleistungen die Preise von Vermögenswerten wie namentlich Aktien und Immobilien berücksichtigt werden. Hier zeigt sich, dass längere Phasen sinkender Aktien- und vor allem Immobilienpreise in der Tendenz durchaus mit grösseren Abschwüngen der Gesamtwirtschaft einhergehen. Mit anderen Worten: Aus historischer Sicht sind Phasen sinkender Vermögenspreise weit kostspieliger als Phasen sinkender Konsumentenpreise. Als besonders schädlich haben sich dabei Deflationen von Häuserpreisen herausgestellt. Es gilt dies insbesondere für die Nachkriegszeit. In diesem Zeitraum wirkten sinkende Häuserpreise weit dämpfender auf den Wirtschaftsgang, als steigende Häuserpreise einen stimulierenden Effekt zu entfalten vermochten.

Bedrohliche Finanzzyklen

Welche Lehren sind aus den Ergebnissen zu ziehen? Erstens warnen die Autoren davor, bei der Diskussion über Deflation stets auf die Grosse Depression zu verweisen; hier handle es sich bezüglich Rückgang des Outputs nämlich weniger um einen Archetyp als vielmehr um einen sehr spezifischen Sonderfall fallender Preise. Zweitens legt die Studie den Schluss nahe, dass die (geld)politischen Akteure gut beraten wären, den Finanzzyklen (also der Entwicklung der Vermögenspreise und Verschuldung) mehr Beachtung zu schenken. So ist der Schaden, der etwa das Platzen einer Immobilienblase zu verursachen vermag, weit grösser als der (empirisch kaum nachweisbare) Schaden sinkender Güter- oder Dienstleistungspreise. Bezogen auf den derzeitigen Boom der Vermögenswerte (und die Gefahr eines danach umso stärkeren Abschwungs) erschiene daher die Glättung des Finanzzyklus durch eine straffere Geldpolitik einiges angemessener als die Flutung der Märkte mit immer noch mehr Liquidität.