

## IM BLICKPUNKT

### ARGUMENTE GEGEN EINE DEFLATIONSGEFAHR

*Die deutsche Wirtschaft wird in diesem Jahr stagnieren. Gleichzeitig steigen die Verbraucherpreise mit rund 1 Prozent nur geringfügig an. Deshalb wird vor den Gefahren einer Deflation in Deutschland gewarnt. Ein Vergleich mit der deflationären Entwicklung in Japan in den letzten Jahren zeigt aber, dass die zunächst scheinbaren Parallelen nicht gezogen werden können. Deutschland leidet nicht unter einer geplatzten Spekulationsblase. Außerdem ist das deutsche Bankensystem nicht im japanischen Ausmaß in Mitleidenschaft gezogen. Das ruhige Preisklima verschafft der deutschen Wirtschaft innerhalb der Europäischen Währungsunion vielmehr einen Wettbewerbsvorteil, den der Hochkostenstandort in seiner jetzigen Situation gut gebrauchen kann. Die Lehre, die aus der japanischen Entwicklung gezogen werden kann, ist die Notwendigkeit, dringend erforderliche Struktur-reformen umfassend durchzuführen.*

*iw-trends*

Die Diskussion über Deflationsgefahren hat sich in den letzten Jahren immer wieder in den Vordergrund geschoben. Im Gefolge der Asienkrise wurde eine mögliche Deflation in Deutschland bereits in den Jahren 1998 und 1999 diskutiert. Nach der Teuro-Debatte, die zu Beginn des letzten Jahres noch die Angst vor Inflationsspiralen auslöste, gilt die Deflationsgefahr bereits seit Mitte des Jahres 2002 wieder als ein aktuelles Wirtschaftsthema. Eine Studie des Internationalen Währungsfonds (IMF) kam zu dem Ergebnis, dass für Deutschland die Gefahr einer milden Deflation beträchtlich sei (IMF, 2003).

*Untersuchungs-  
gegenstand*

Im folgenden Beitrag werden zunächst die wesentlichen Kennzeichen einer Deflations-Depressions-Spirale kurz dargestellt. Danach wird für Deutschland untersucht, welche Argumente für und gegen eine akute Deflationsgefahr sprechen. Dabei werden Parallelen zur deflationären Entwicklung in Japan in den letzten Jahren gezogen.

*Was ist Deflation?*

Deflation verstanden als ein monetäres Phänomen ist das Gegenteil von Inflation, das heißt ein dauerhafter und auf breiter Front angelegter Rückgang der Verbraucherpreise im Vergleich zum Vorjahr. Eine Deflation im Sinne eines realwirtschaftlichen Phänomens geht weit über dies hinaus. Schocks, wie beispielsweise eine Boomphase und das Platzen einer dadurch ausgelösten Spekulationsblase, gelten als Auslöser für eine Deflations-Spirale. In den Analysen zur Weltwirtschaftskrise der dreißiger Jahre wurde darauf hingewiesen, dass einer Deflation in der Regel eine wirtschaftliche Überhitzungsphase vorausgeht. In diesen Boomzeiten werden die zukünftigen Investitionserträge als zu optimistisch eingeschätzt. Dadurch werden Produktionskapazitäten aufgebaut, und die Vermögenspreise steigen stark an. Platzt schließlich eine solche Vermögensblase, dann schränken zunächst Unternehmen ihre Investitionen und Haushalte ihren Konsum ein. Es entstehen Überkapazitäten und Nachfrangelücken, die sich dämpfend auf die Preisentwicklung auswirken. Der Druck auf die Preise ist umso stärker, je länger die Nachfrangelücken vorherrschen. Gehen schließlich die Preise sogar absolut betrachtet zurück, dann kann sich dies über verschiedene Kanäle zu einer ernststen Deflations-Depressions-Spirale auswachsen (Bernanke, 1995; IMF, 2003; Deutsche Bundesbank, 2003; Wagner, 2003).

*Gewinneinbruch*

Vermögensverluste, Überkapazitäten, die Anpassungsrezession und schließlich ein starker und dauerhafter Verfall der Preise lassen die Unternehmensgewinne sinken. Ein anhaltender Gewinneinbruch kann eine Volkswirtschaft wiederum über mehrere Wirkungsketten belasten:

1. Verluste treiben Unternehmen in den Konkurs. Zudem bremsen niedrige Gewinne die Investitionsmöglichkeiten und -anreize bei den verbleibenden Unternehmen. Dies wiederum dämpft die Investitionen und damit auch die Nachfrage in einer Volkswirtschaft trotz sinkender Preise.
2. Rückläufige Gewinne belasten die weitere Entwicklung am Aktienmarkt. Über Vermögenseffekte wird der Konsum der privaten Haushalte beeinträchtigt. Geringere Konsumausgaben bremsen dann die gesamtwirtschaftliche Nachfrage bei insgesamt fallenden Preisen. Verschärft wird dieses Problem auch, weil sich die Verbraucher in Erwartung weiter sinkender Preise beim Konsum zurückhalten. Dieser strategische Konsumattentismus führt dazu, dass mehr gespart wird. Fallende Preise erhöhen zudem den Realwert des Geldes und das Horten von Geld wird

belohnt. Die privaten Ersparnisse wandern in die verzinste Geldhaltung, statt in produktive Investitionen.

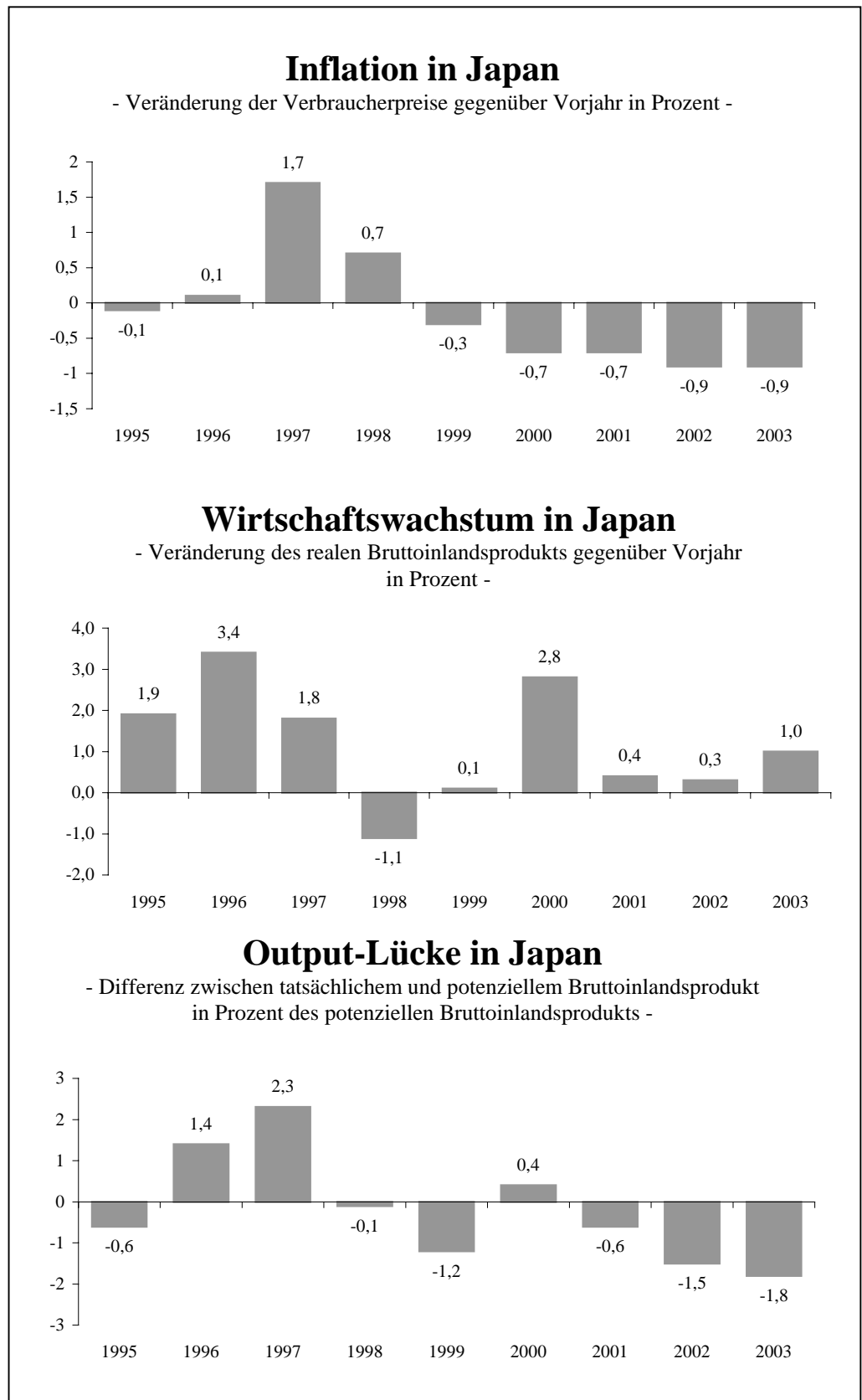
3. Sinkende Vermögenswerte, zum Beispiel Aktienkurse und Immobilienpreise, können zudem die Verschuldungssituation verschärfen. Irving Fisher (1933) hat in seiner Schulden-Deflations-Theorie auf die Schuldenproblematik fallender Güterpreise hingewiesen: Sind die Vermögenspreise niedriger als die Schulden, dann steigt zum einen die Insolvenzgefahr. Zum anderen erhöhen sinkende Preise den Realwert der Nominalschulden. Nominal konstante Schuldenverpflichtungen können bei sinkenden Preisen schwerer bedient werden. Kreditausfälle, Panikverkäufe und Banken Krisen können dann wie in den dreißiger Jahren die Folge sein. Allerdings erhöhen sich durch sinkende Preise die Realvermögen, was wiederum belebend auf die Konsumnachfrage wirken kann.

Außerdem beeinträchtigen sinkende Preise die Wirtschaft, wenn sie die Kostensituation von Unternehmen verschlechtern: Fallende Preise führen dazu, dass die Realzinsen bei konstanten Nominalzinsen ansteigen. Selbst bei Nominalzinsen von null führen sinkende Preise zu positiven und beschleunigende negative Veränderungsrate zu ständig ansteigenden Realzinsen. Dadurch verschlechtern sich die Investitionsbedingungen und über rückläufige Investitionen wird die Gesamtnachfrage geschwächt. Gehen die Preise zurück, dann steigen außerdem bei gleich bleibenden Nominallöhnen die realen Arbeitskosten, die für die Arbeitsnachfrage der Unternehmen entscheidend sind. Dies veranlasst die Unternehmen Arbeitskräfte zu entlassen. Folglich gehen das Masseneinkommen, der Konsum und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage trotz sinkender Preise zurück. Dabei muss allerdings bedacht werden, dass fallende Preise bei konstanten Nominallöhnen zu steigenden Realeinkommen führen, die wiederum die Kaufkraft der Beschäftigten erhöhen.

*Kostenschub*

Diese Ausführungen sollen theoretische Transmissionswege darstellen, über die fallende Preise zu einem sich selbst verstärkenden wirtschaftlichen Abwärtsprozess führen können. Im Folgenden wird dargestellt, welche Merkmale die wirtschaftliche Entwicklung in Japan, die des Weiteren als Vergleichsmaß für die aktuelle Situation in Deutschland dienen soll, in den neunziger Jahren aufweist. Dazu werden sieben Faktoren herangezogen, anhand derer ein deutsch-japanischer Vergleich vorgenommen wird.

Abbildung 1



Quelle: OECD; Institut der deutschen Wirtschaft Köln.



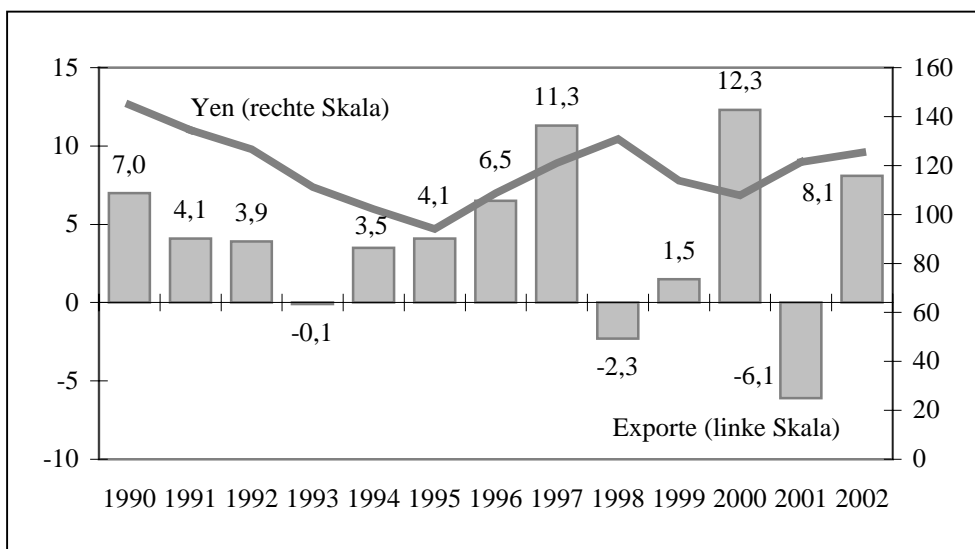
Beispiel: Japan

1. *Preisentwicklung*: Japan befindet sich seit 1999 durchgehend in einer Periode anhaltend fallender Preise. Die Verbraucherpreise dürften in diesem Jahr um 3,5 Prozent unter dem Niveau von 1998 liegen. Selbst die starken Ölpreissteigerungen in dieser Zeit konnten den Preisverfall nicht unterbrechen (Abbildung 1).
2. *Wirtschaftswachstum*: Das japanische Bruttoinlandsprodukt ist in den letzten beiden Jahren kaum gewachsen (Abbildung 1). Die Wachstumserwartungen für 2003 liegen bei fast 1 Prozent. Seit dem Jahr 2000 hat sich die Nachfragerücke (Differenz zwischen tatsächlichem und potenziellem Bruttoinlandsprodukt) wieder deutlich erhöht und lag im vergangenen Jahr nach OECD-Berechnungen bei -1,5 Prozent des Potenzi- als. Für 2003 wird ein Anstieg auf -1,8 Prozent erwartet.

Abbildung 2

## Wechselkurs und japanische Exporte

- Japanische Yen je US-Dollar und Veränderung der realen Exporte gegenüber Vorjahr in Prozent -



Quelle: OECD; Institut der deutschen Wirtschaft Köln.

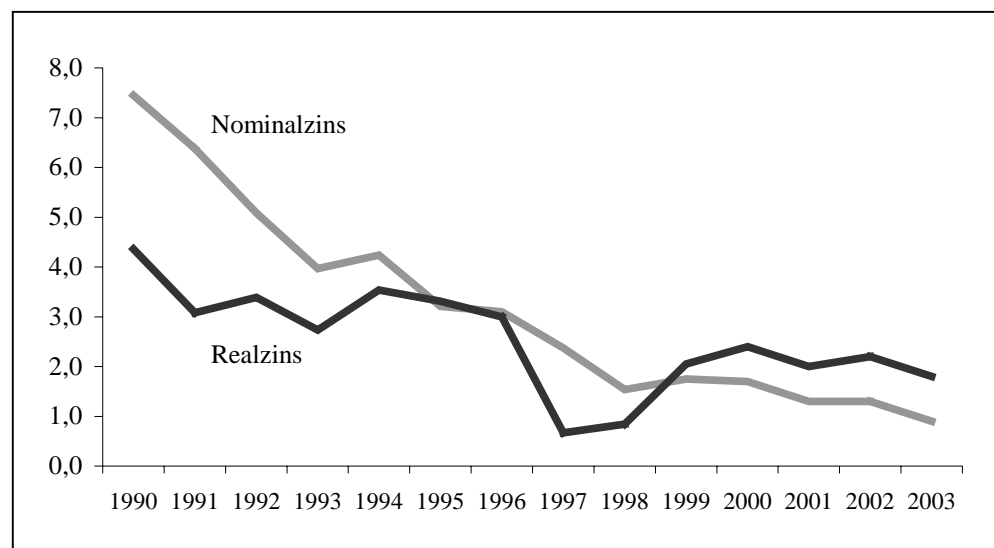
3. *Wettbewerbsfähigkeit*: Die Aufwertung des Yen bis Mitte der neunziger Jahre verschlechterte die preisliche Wettbewerbsfähigkeit und dämpfte die Exporttätigkeit (Abbildung 2). Die anschließende Abwertung hat die Exporte nur kurz angeregt. Steigende Importe aus China setzten zugleich der japanischen Wirtschaft zu, und China wurde zum ernsthaften Konkurrenten auf den japanischen Exportmärkten.

4. *Spekulationsblase*: Als Auslöser der japanischen Wirtschaftsprobleme gilt das Platzen einer Spekulationsblase am japanischen Immobilien- und Aktienmarkt bereits Anfang der neunziger Jahre (Ahearne u. a., 2002). Die Immobilien sind durch den Preisverfall heute weit weniger wert als der Kaufpreis und die damit verbundenen Schulden. Die Käufer müssen die teuren Immobilien, teilweise finanziert mit hohen Zinsen, tilgen. Das lähmt den Konsum. Die japanische Konsumschwäche kann derzeit aber nicht mit einem verstärkten Sparen erklärt werden. Die Sparquote der privaten Haushalte lag in 2002 mit 5,8 Prozent deutlich unter den Werten zu Beginn der neunziger Jahre mit rund 14 Prozent.

Abbildung 3

### Zinsentwicklung in Japan

- Langfristige Nominal- und Realzinsen in Prozent -



Realzins: inflationsbereinigte jährliche Umlaufrendite langfristiger Staatsanleihen.  
 Quelle: OECD; Institut der deutschen Wirtschaft Köln.



5. *Wirtschaftspolitik*: Zu Beginn reagierte die japanische Notenbank mit einer zögerlichen Ausweitung der Geldmenge auf die fallenden Vermögenspreise. Die Weltwirtschaftskrise der dreißiger Jahre lehrt jedoch, dass in einem solchen Fall die Notenbank nicht restriktiv wirken darf (Friedman/Schwartz, 1963). Das mögliche Ausmaß der geplatzten Blase wurde in Japan nicht erkannt (Ahearne u. a., 2002; Deutsche Bundesbank, 2003). Trotz einer stark lockeren Geldpolitik bis zum Jahr 1995 mit kurzfristigen Nominalzinsen von nahezu null blieben die nominalen und realen Kapitalmarktzinsen bei rund 3 Prozent. Seit 1999 sind die Realzinsen nahezu stabil und liegen mit rund 2 Prozent über dem Nomi-

nalzins (Abbildung 3). Zudem wurde eine Serie von keynesianischen Konjunkturprogrammen aufgelegt, die allerdings zu einer beständig steigenden staatlichen Verschuldung führten. Mit 147,2 Prozent des Bruttoinlandsprodukts war die Bruttoschuldenquote des japanischen Staats im Jahr 2002 mehr als doppelt so hoch wie im Jahr 1991 (64,5 Prozent) und wie derzeit in Deutschland mit 62,4 Prozent (siehe Tabelle).

6. *Reformfähigkeit*: Strukturreformen zur Stärkung der Anpassungsfähigkeit der japanischen Wirtschaft kamen nicht voran. Angebot und Nachfrage liefen zeitweise deutlich auseinander. Die ineffizienten Wirtschaftsstrukturen wurden konserviert, und die Überkapazitäten wurden aufgrund von Subventionen und niedrigen Zinsen nicht abgebaut.
7. *Bankenkrise*: Spiegelbildlich häuften sich in den Bankenbilanzen die „faulen“ Kredite von ansonsten nicht überlebensfähigen Unternehmen. Dadurch geriet das japanische Finanzwesen in die Krise. Die Banken reagierten mit Verschleierungstaktiken und haben bis heute keine Bereinigung ihrer Bilanzen und damit des Unternehmenssektors vorgenommen. Die niedrigen Zinsen haben zudem die Finanzdisziplin im Bankenbereich nicht gestärkt. Durch die Bankenkrise funktioniert der monetäre Transmissionsmechanismus nicht mehr. Geldpolitische Impulse erreichen die Realwirtschaft immer weniger (Krugman, 1998). Vor dem Hintergrund ihrer eigenen Probleme sind die Banken bei der Kreditgewährung für Unternehmen und Haushalte sehr zurückhaltend (Kreditklemme). Die steigenden Realzinsen wirken zudem als Investitionsbremse.

Vor dem Hintergrund dieser Entwicklung in Japan werden im Folgenden nach dem gleichen Prinzip Argumente aufgeführt, die für und gegen eine deflatorische Entwicklung in Deutschland sprechen.

*Deutsch-japanischer  
Vergleich*

1. *Preisentwicklung*: Die gemessenen Inflationsraten in Deutschland befinden sich seit dem Frühsommer letzten Jahres leicht oberhalb der 1-Prozent-Marke. Zuletzt lagen sie im Juni 2003 um 1 Prozent über dem Vorjahreswert. Die aktuelle Ölpreis- und vor allem die Dollarentwicklung können vorübergehend durch rückläufige Importpreise zu negativen Veränderungsraten beim Verbraucherpreisindex im Vorjahresvergleich führen. Berücksichtigt man zudem, dass die gemessene Inflation höher sein kann als die tatsächliche, dann befinden sich die deutschen Inflationsraten bereits nahe an

der Nulllinie, also an der Grenze zur Deflation. Weil Qualitätsverbesserungen von Gütern bei der Preismessung oftmals nicht adäquat berücksichtigt werden, wird die tatsächliche Teuerung durch den Preisindex überzeichnet.

Grundsätzlich können in einem gemeinsamen Währungsraum wachstumsschwache Länder wie Deutschland niedrigere Inflationsraten haben als wachstumsstarke Länder wie Irland oder Spanien. Tatsächlich ist dies gegenwärtig auch der Fall. Unterschiedliche Inflationsraten trotz einheitlicher Geldpolitik können mit gegenläufigen Konjunkturphasen und Wirtschaftspolitiken in den Teilgebieten sowie dem Balassa-Samuelson-Effekt erklärt werden. Letzterem zufolge ist der Aufholprozess der Länder mit einer geringeren wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit durch ein überdurchschnittliches Produktivitätswachstum besonders in der Industrie gekennzeichnet. Diese Produktivitätsfortschritte eröffnen Spielräume für Lohnerhöhungen in der Industrie. Allerdings greifen diese Lohnerhöhungen oftmals auch auf die Sektoren mit niedrigeren Produktivitätserhöhungen – vor allem den Dienstleistungssektor – über. Da Dienstleistungen weniger international handelbar sind und sich damit dem internationalen Preiswettbewerb teilweise entziehen, dürften hier Lohnerhöhungen leichter über die Preise an die Konsumenten überwältigt werden. Damit steigen dann in den aufholenden Volkswirtschaften die Preise insgesamt stärker an.

In Deutschland herrscht derzeit kein genereller Preisrückgang vor (Abbildung 4). Allenfalls kann von Preisniveaustabilität – sofern dies mit einer Inflationsrate von 1 Prozent überhaupt vereinbar ist – die Rede sein. Die Inflationsrate lag seit dem Jahr 1999 nur ein einziges Mal (Mai 2003) unter der 1-Prozent-Marke. Das Argument, die Preisindizes überzeichnen die tatsächliche Inflation, kann momentan damit abgeschwächt werden, weil den Qualitätsänderungen nunmehr stärker Rechnung getragen wird. Zudem erfolgte erst kürzlich eine Umbasierung des deutschen Preisindex für die Lebenshaltung. Damit ist der zur Preismessung verwendete Warenkorb noch relativ aktuell, und Qualitätsaspekte sind noch nicht so ausschlaggebend wie bei einer größeren Differenz zwischen Basisjahr und Beobachtungsjahr.

Es gibt zudem keine Konjunkturprognosen, die einen Preisrückgang in Deutschland für das nächste Jahr vorhersagen. Auch Forschungsinstitute, die eindringlich vor einer Deflation warnen, weisen in ihren Preisprognosen

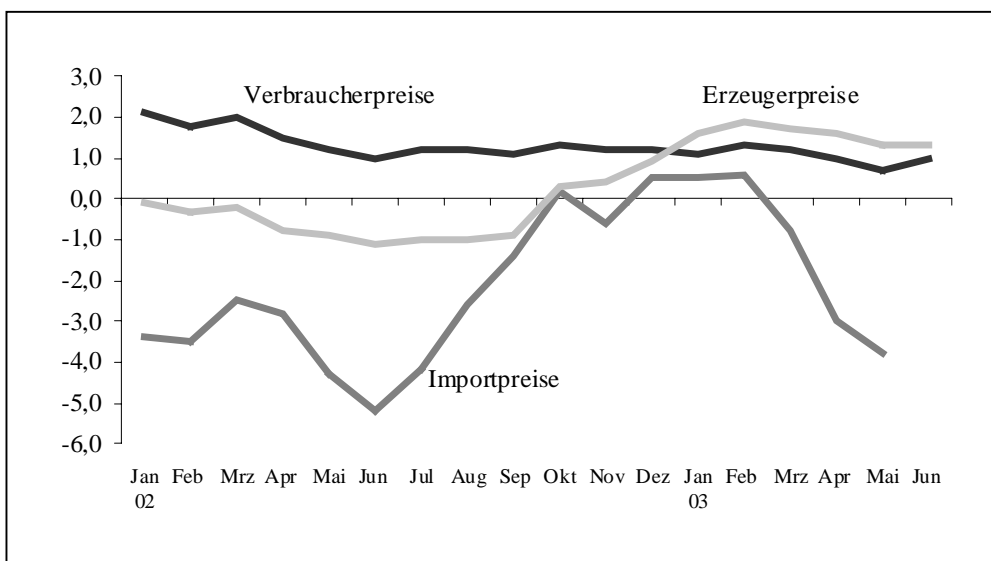


positive Inflationsraten aus (DIW, 2003). Die in Deutschland immer noch merklichen Lohnerhöhungen und die damit ansteigenden Lohnstückkosten sprechen zudem mittelfristig gegen ein anhaltend sinkendes Preisniveau (Deutsche Bundesbank, 2003). Trotz schlechter Wirtschaftslage sind die Arbeitskosten weiter angestiegen. Im ersten Quartal 2003 lagen die Arbeitskosten je Arbeitnehmerstunde um 2,5 Prozent über dem Vorjahreswert. Die Lohnstückkosten stiegen gleichzeitig um 0,7 Prozent gegenüber dem Vorjahr an. Damit gehen von der Lohnseite keine deflatorischen Tendenzen aus. Auch die Entwicklung der Erzeugerpreise, die im ersten Halbjahr 2003 um 1,6 Prozent über dem entsprechenden Vorjahreswert lagen, weist zumindest für den Industriedurchschnitt am aktuellen Rand auf keinen Preisverfall hin.

Abbildung 4

## Preisentwicklung in Deutschland

- Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent -



Quelle: Statistisches Bundesamt; Institut der deutschen Wirtschaft Köln.



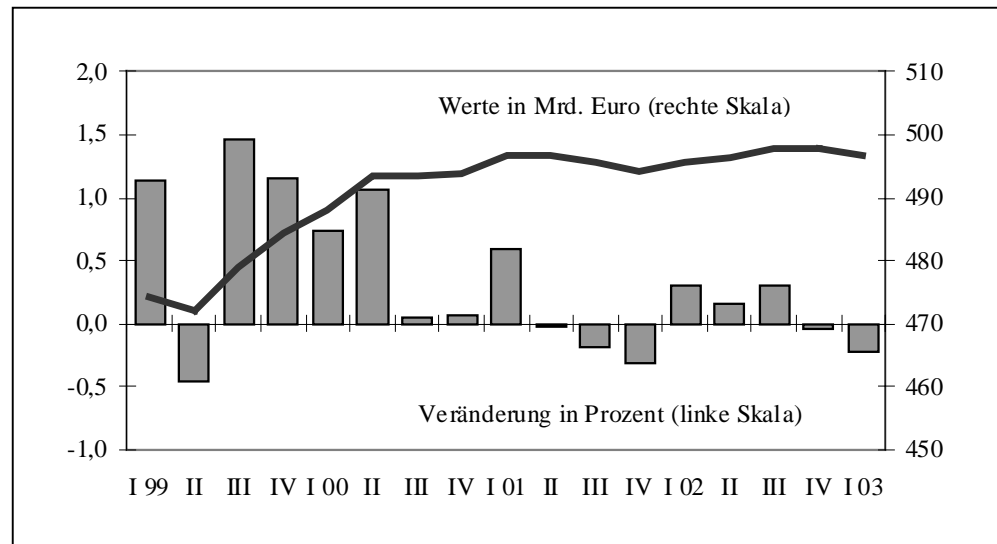
2. *Wirtschaftswachstum*: Wie Japan hat auch Deutschland bereits seit Mitte der neunziger Jahre ernste Wachstumsprobleme. Seit dem Jahr 2000 stagniert das saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt (Abbildung 5). Deutschland ist damit beim Wachstum das Schlusslicht in Europa und befindet sich seitdem in der längsten Stagnationsphase der Nachkriegszeit. Die Wachstumserwartungen für das Jahr 2003 fallen außerdem in Japan mit knapp 1 Prozent deutlich höher aus als in Deutschland, wo die Mehrzahl der Prognostiker von einer Stagnation ausgeht. Wie in Japan besteht auch in Deutschland gegenwärtig eine Nachfragerücke. Nach OECD-Berechnungen belief sich

das „output gap“ im Jahr 2002 auf 1,3 Prozent, und es dürfte in diesem Jahr auf über 2 Prozent des potenziellen Bruttoinlandsprodukts ansteigen.

Abbildung 5

### Bruttoinlandsprodukt in Deutschland

- Saisonbereinigte Werte in Milliarden Euro (rechte Skala) und  
Veränderung gegenüber Vorquartal in Prozent (linke Skala) -



Quelle: Statistisches Bundesamt; Institut der deutschen Wirtschaft Köln.

Trotz der schwachen Binnenkonjunktur darf das Argument einer Nachfrage-  
lücke in Deutschland nicht überbewertet werden (Mayer, 2003; Jörg, 2003).  
Zum einen erfolgten in Deutschland keine Überinvestitionen im vorherge-  
henden New-Economy-Boom, und deshalb besteht kein so ausgeprägtes  
Überkapazitätenproblem wie in Japan. Zum anderen ist der Auslastungsgrad  
der deutschen Industrie über seinem langjährigen Durchschnitt. Aufgrund  
der rückläufigen Investitionstätigkeit in den Jahren 2001 und 2002 wird  
auch das Potenzialwachstum stark abgebremst. Damit darf zumindest in  
Frage gestellt werden, ob die Output-Lücke weiterhin stark ansteigt.

Außerdem ist nicht jede Form der Deflation negativ zu bewerten. Deflation  
verstanden als realwirtschaftliches Phänomen beruht auf einem Ausein-  
derlaufen von Angebot und Nachfrage. Wächst das Angebot wegen hoher  
Produktivitätssteigerungen infolge des technischen Fortschritts (Stichwort:  
New Economy) zunächst schneller als die Nachfrage, dann sinkt das Preis-  
niveau insgesamt. Ein positiver Angebotsschock – technischer Fortschritt  
oder eine deutliche Verbilligung der Produktionsfaktoren, wie zum Beispiel

Öl – führt zu niedrigeren Preisen, gleichzeitig aber auch zu einer höheren gesamtwirtschaftlichen Produktion und Nachfrage. Vorübergehend sinkende Preise sind also kein realwirtschaftliches Problem, wenn sie etwa auf rückläufige Ölpreise zurückzuführen sind.

Die Konsumschwäche und die Investitionsrückgänge beruhen in Deutschland nicht auf der Erwartung sinkender Preise (Deutsche Bundesbank, 2003). Von strategischer Konsumzurückhaltung kann hier zu Lande keine Rede sein. Die Konsumschwäche im vergangenen Jahr kann zum einen mit der Teuro-Diskussion begründet werden, also dem Gegenteil von Deflation. Zum anderen begrenzen die katastrophale Arbeitsmarktentwicklung, steigende Steuern und die Sozialabgaben das Einkommens- und Konsumwachstum. Der jüngste Anstieg des Sparens der privaten Haushalte auf 10,4 Prozent des verfügbaren Einkommens ist kein Deflationssignal. Die niedrige Sparquote der Jahre 1999 und 2000 in Höhe von 9,8 Prozent war durch die enorme Zunahme der Aktienkurse begründet. Vermögenszuwächse mussten dabei weniger aus dem laufenden Einkommen erspart werden. Außerdem ist in Deutschland der Durchschnitt der neunziger Jahre mit 11,4 Prozent höher als die aktuellen Sparquoten.

3. *Wettbewerbsfähigkeit*: Die aktuelle Euro-Aufwertung schwächt die Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands. Damit kann die für das deutsche Wirtschaftswachstum in den letzten Jahren entscheidende Exportwirtschaft beeinträchtigt werden. Dies ist durchaus vergleichbar mit der Yen-Aufwertung bis Mitte der neunziger Jahre und der zeitweisen Exportschwäche Japans.

Die Aufwertung des Euros schwächt zudem die Einfuhrpreise und wirkt somit zum einen dämpfend auf die Inflationsrate ein. Zum anderen verbilligt der stärker werdende Euro die Importe insgesamt. Die deutschen Verbraucher haben dann – etwa bei einer billigeren Ölrechnung – auch mehr Geld für den Kauf heimischer Produkte, was wiederum der Deflationsgefahr entgegenwirkt. Oder anders ausgedrückt: Durch die rückläufigen Importpreise verbessern sich die deutschen „terms of trade“, was letztlich einer Realeinkommensverbesserung entspricht, welche die Kaufkraft im Inland erhöht.

Das Phänomen Deflation muss zudem immer für einen gesamten Währungsraum gesehen werden (Mayer, 2003). Es ist ein Unterschied, ob die Preise

in einem Teilgebiet einer Währungsunion oder im gesamten Währungsraum fallen. Derzeit besteht für den gesamten Euroraum keine Deflationsgefahr. Wenn aber die Preise in Deutschland weniger stark steigen als im übrigen Währungsraum, dann wird die deutsche Wirtschaft im Verhältnis zu anderen Regionen des Europäischen Währungsraums preisgünstiger (Fels, G., 2003). Einheimische Produzenten gewinnen Wettbewerbsvorteile. Erhöhen sich dadurch die deutschen Exporte in den Euroraum, dann wirkt dies etwaigen deflationären Tendenzen entgegen. Über den internationalen Preiszusammenhang und die Nachfrageverschiebungen steigen die Preise schließlich wieder. Eine Währungsunion mit festen Wechselkursen ist dann wie eine Versicherung gegen eine Deflation in Teilräumen (Issing, 2003). Gegen dieses Argument kann zwar vorgebracht werden, dass ein deflationäres Deutschland in der gesamten Europäischen Währungsunion (EWU) eine Deflations-Spirale auslösen kann. Da in der EWU jedoch keine Lohnzurückhaltung geübt wird (Lesch, 2003), bestehen von der Kostenseite her keine deflatorischen Gefahren für den gesamten Euroraum.

4. *Spekulationsblase*: Auch in Deutschland ist eine Spekulationsblase geplatzt. Die deutschen Aktienkurse sind in den Jahren 2001 und 2002 nach einem starkem Anstieg in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre erheblich eingebrochen, was sich vor allem negativ in den Bilanzen der Banken und Versicherungen niederschlug.

Der Verfall der Vermögenspreise und die Auswirkungen auf Verbraucher und Unternehmen waren offensichtlich in Deutschland nicht so gravierend wie in Japan. Zum einen haben sich die Aktienkurse seit März 2003 wieder deutlich erholt. Zum anderen gab es keinen Rückgang der Immobilienpreise in Deutschland. Eine Immobilienblase wird von den Notenbanken als gefährlicher eingestuft als eine Aktienblase – wie etwa die Blase der High-Tech-Aktien (Issing, 2003). Es sind mehr private Haushalte beeinträchtigt, und die Banken sind in stärkerem Ausmaß betroffen.

5. *Wirtschaftspolitik*: Es wird zuweilen der Vorwurf einer zu restriktiven Geldpolitik für Deutschland artikuliert (DIW, 2003). Eine einheitliche Geldpolitik für den Euroraum durch die Europäische Zentralbank (EZB) kann vor dem Hintergrund der Wachstums- und Inflationsunterschiede in Europa nicht für alle Länder optimal sein. Damit seien die Euroraum-Zinsen

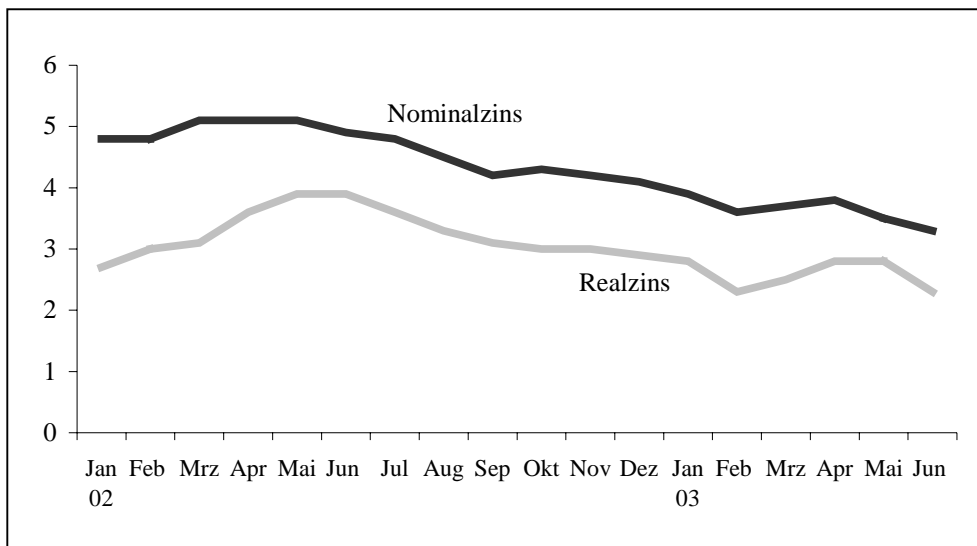
bezogen auf die wirtschaftliche Lage in Deutschland derzeit zu hoch. Außerdem wird befürchtet, dass die deutsche Fiskalpolitik infolge der Verschuldungsgrenzen des Stabilitätspakts eine Wachstumsbremse sei (Bofinger/Flassbeck, 2002).

Die EZB kann keine Zinspolitik für deutsche Wirtschaftsverhältnisse betreiben. Denn dann entstünden bei deutlich voneinander abweichenden Konjunkturverläufen in den einzelnen Ländern – was derzeit nicht der Fall ist – stabilitätspolitische Probleme. Außerdem würde eine zu lockere Geldpolitik den erforderlichen Reformdruck in Deutschland vermindern.

Abbildung 6

### Zinsentwicklung in Deutschland

- Langfristige Nominal- und Realzinsen in Prozent -



Realzins: inflationsbereinigte jährliche Umlaufrendite langfristiger Staatsanleihen.  
Quelle: Deutsche Bundesbank; Institut der deutschen Wirtschaft Köln.



Der Vorwurf einer zu restriktiven Geldpolitik ist nicht haltbar. Die Geldversorgung der Euro-Länder und auch Deutschlands ist nicht knapp. Die langfristigen Nominalzinsen waren im Juni 2003 in Deutschland mit 3,3 Prozent im intertemporalen Vergleich niedrig. Das gilt auch für die Realzinsen, die sich seit Beginn des Jahres 2003 zwischen 2,3 und 2,9 Prozent bewegen (Abbildung 6). In den achtziger Jahren lagen sie durchschnittlich bei 4,9 Prozent, in den neunziger Jahren bei 4 Prozent. Die EZB hat allerdings mit einem kurzfristigen Leitzins von 2 Prozent derzeit noch Spielraum, der bei einer ausbleibenden Erholung in absehbarer Zeit genutzt werden kann. Unterstellt man bei der Taylor-Regel zur Bestimmung eines angemessenen

Kurzfristzinses für das Jahr 2003 ein Output-Gap ( $Y-Y^*$ ) von  $-2$  Prozent, einen gleichgewichtigen Realzins  $r$  von 2 Prozent (Gern u. a., 2003) und eine Zielinflationsrate ( $P^*$ ) von 2 Prozent, dann ergibt sich gemäß der Formel  $i = P + r + 0,5(P-P^*) + 0,5(Y-Y^*)$  bei der gegenwärtig erwarteten Inflationsrate ( $P$ ) von 1 Prozent ein kurzfristiger Taylor-Zins ( $i$ ) in Höhe von 1,5 Prozent. Kritiker einer zu expansiven Geldpolitik weisen aber darauf hin, dass eine weitere monetäre Lockerung nicht unbedingt die Investitions- und Konsumnachfrage – also die Realwirtschaft – anregen würde, sondern wie in den vergangenen 15 Jahren verschiedene Vermögenswertblasen alimentiert (Fels, J., 2003).

Der Vorwurf, der Stabilitätspakt und seine Konsolidierungsaufgaben würden verglichen mit der Brüning'schen Sparpolitik in den dreißiger Jahren die deutsche Wirtschaft ab, ist ebenfalls nicht haltbar. Die Staatsausgaben steigen bei konjunkturell bedingten Einnahmeausfällen nach wie vor an. Letztlich geht es in der deutschen Konsolidierungsdiskussion vielmehr darum, in welchem Ausmaß die Defizite steigen und somit um wie viel das Defizit-Kriterium des Stabilitätspakts missachtet wird (Issing, 2003).

6. *Reformfähigkeit*: Sowohl die deutschen als auch die japanischen Politiker müssen sich den Vorwurf gefallen lassen, die Wachstumsprobleme nicht ursachenadäquat anzugehen. Strukturhaltung und eine hohe Konsensneigung sind auch vor dem Hintergrund der demographischen Anpassungslasten in beiden Ländern schwere Hypothesen für die Wachstumskräfte. Beim Blick auf bestimmte Messzahlen, die jedoch nur begrenzte Aussagen zum Staatseinfluss zulassen, ergeben sich bei der Staats- und Abgabenquote leichte Vorteile für Japan (Tabelle). Während allerdings diese Quoten in Deutschland seit 1991 auf höherem Niveau konstant geblieben sind, kam es in Japan zu einem deutlichen Anstieg. Zudem ist die Verschuldungssituation in Japan erheblich schwerwiegender als in Deutschland.

Zwar leidet Deutschland unter rigiden Arbeitsmärkten, aber in Japan haben schuldenfinanzierte Subventionen und Nullzinsen sowie eine zögerliche Restrukturierungspolitik den Abbau der Überkapazitäten erschwert. Spiegelbild dessen sind die faulen Kredite in den Bankenbilanzen und die Kreditklemme.

Tabelle

## Staatseinfluss im deutsch-japanischen Vergleich

- in Prozent des Bruttoinlandsprodukts; OECD-Abgrenzungen -

		1991	2002
Staatsquote <sup>1)</sup>	Deutschland	47,1	48,6
	Japan	31,8	38,6
Abgabenquote <sup>2)</sup>	Deutschland	44,1	45,0
	Japan	33,7	31,4
Schuldenquote <sup>3)</sup>	Deutschland	38,8	62,4
	Japan	64,5	147,2
Defizitquote <sup>4)</sup>	Deutschland	-2,9	-3,6
	Japan	1,8	-7,1

1) Staatsausgaben. 2) Gesamte Steuer- und nicht steuerliche Einnahmen. 3) Bruttoschulden des Staats. 4) Neuverschuldung (negatives Vorzeichen: Defizit).

Quelle: OECD; Institut der deutschen Wirtschaft Köln.



7. *Bankenkrise*: Die deutschen Banken haben auch infolge des Aktiencrashs der vergangenen Jahre erhebliche Ertragsprobleme, was sich im Kreditangebotsverhalten der Banken niederschlägt. Ein Teil der deutschen Unternehmen – vor allem im Mittelstand – klagt derzeit über Finanzierungsprobleme (DIHK, 2003).

Allerdings sind die Ursachen und das Ausmaß der Finanzierungsprobleme in beiden Ländern deutlich unterschiedlich (BdB, 2003). Die Not leidenden Kredite belaufen sich in Deutschland nach Schätzungen auf 1 Prozent, in Japan auf 8 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. In Deutschland ist das Bankensystem trotz mancher Schwierigkeiten nicht in Gefahr. Die Kreditversorgung in Deutschland ist generell gesichert, allerdings wird dem gestiegenen Insolvenzrisiko infolge der schlechten Konjunktur mehr Rechnung getragen (Deutsche Bundesbank, 2003). Deutsche Banken und Versicherungen stellen sich in höherem Maß den aktuellen Problemen und agieren nicht mit Verschleierungstaktiken wie in Japan.

Deutschland befindet sich im Gegensatz zu anderen Industrieländern, die von Ölpreissteigerungen, Wechselkursaufwertungen, dem Ende der New-Economy-Euphorie, der nachlassenden Weltwirtschaft infolge geopolitischer Unsicherheiten gleichermaßen getroffen wurden, in einer andauernden Stagnationsphase. Diese höhere Störanfälligkeit liegt in den Strukturproblemen begründet, also im Wesentlichen im deutschen Arbeitsmarkt- und

*Strukturreformen  
beschleunigen*

Sozialsystem und ihren negativen Auswirkungen auf die Angebotskräfte. Die deutschen Wachstumsprobleme resultieren daraus, dass die Produktionsfaktoren Arbeit, Humankapital und Kapital nicht effizient genutzt werden. Der sachlich falsche Vergleich mit Japan und die Beschwörungen einer Deflationsgefahr führen dazu, dass die längst überfälligen Reformen in den Hintergrund treten. Die Deflationsdebatte verstärkt die bestehende Unsicherheit in der deutschen Wirtschaft. Ein Aufbrechen des Investitions- und Konsumstaus kann lediglich die Politik bewirken, indem sie die überfälligen Strukturreformen endlich tatkräftig angeht.

Juli 2003

Michael Grömling

---

Literatur:

- Ahearne, Alan u. a., 2002, Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s, Discussion Paper, Nr. 729, Federal Reserve Board, Washington.
- Bernanke, Ben, 1995, The Macroeconomics of the Great Depression: A comparative Approach, in: Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 27, Nr. 1, S. 1-28.
- Bofinger, Peter / Flassbeck, Heiner, 2002, Das Risiko einer Deflation, Die Wirtschaftspolitik sollte nach Kräften gegensteuern, in: FAZ, Nr. 279, v. 30. November, S. 13.
- Bundesverband deutscher Banken (BdB), 2003, Deutschland steht nicht vor einer Deflation, Argumente zum Finanzmarkt, Juni, Berlin.
- Deutsche Bundesbank, 2003, Zur Diskussion über Deflationsgefahren in Deutschland, in: Monatsbericht, Juni, Frankfurt am Main, S. 15-28.
- Deutscher Industrie- und Handelskammertag (DIHK), 2003, Konjunktur im Frühsommer 2003, Ergebnisse der DIHK-Umfrage bei den Industrie- und Handelskammern, Berlin.
- Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), 2003, Tendenzen der Wirtschaftsentwicklung 2003/2004, in: DIW-Wochenbericht, Nr. 27-28, S. 421-464.
- Fels, Gerhard, 2003, Irrungen Wirrungen, in: iwd, 29. Jg., v. 2. Januar, S. 2-3.
- Fels, Joachim, 2003, Spekulationsblasen, in: FAZ, Nr. 154, v. 7. Juli, S. 24.
- Fisher, Irving, 1933, The Debt-Deflation Theory of Great Depressions, in: Econometrica, Vol. 1, S. 337-357.
- Friedman, Milton / Schwartz, Anna, 1963, A Monetary History of the United States 1867-1960, Princeton.



Gern, Klaus-Jürgen u. a., 2003, Euroland: Erholung gewinnt allmählich an Fahrt, in: Die Weltwirtschaft, Heft 1, S. 1-39.

Internationaler Währungsfonds (IMF), 2003, Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options – Findings of an Interdepartmental Task Force, Washington, DC.

Issing, Otmar, 2003, Wir nehmen Risiken ernst, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 27, v. 17. Juni, S. 10-12.

Jörg, Harald, 2003, Deflationsgefahren in Deutschland?, in: Dresdner Bank (Hrsg.), Economic Monitor, v. 22. Mai, Frankfurt am Main.

Krugman, Paul R., 1998, It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap, in: Brookings Papers on Economic Activity, Heft 2, S. 137-187.

Lesch, Hagen, 2003, Europäische Währungsunion und Lohnsenkungswettbewerb, in: iw-trends, Vierteljahresschrift für empirische Wirtschaftsforschung, 30. Jg., Heft 2.

Mayer, Thomas, 2003, Euroland: Deflationsrisiken gering, in: Deutsche Bank (Hrsg.), Ausblick – Konjunktur & Märkte, v. 6. Juni, S. 5-8.

Wagner, Helmut, 2003, Deflation: Japan als Warnung, in: Handelsblatt, Nr. 41, v. 27. Februar, S. 8.

\*\*\*

## **Arguments Against the Threat of a Deflation**

*iw-focus*

In the face of stagnant growth and low inflation, some economists warn against the danger of deflation in Germany. Actually the state of the German economy shows no parallels with recent deflationary developments in Japan. Germany neither suffers from a bursted speculative bubble nor is the German banking system as impaired as the Japanese one. Furthermore, the moderate price increases give the German economy a slight competitive advantage within the European Monetary Union. The lesson from the Japanese experience is, therefore, that the ghost of deflation can best be banished by implementing the overdue structural reforms swiftly.