

Preise auf der schiefen Bahn

Wird alles billiger, freuen sich die Käufer. Doch für Schuldner kann es gefährlich werden.

- Studie: Fallende Preise gefährden den Konsum nicht.
- Kreditkalkulationen basieren oft auf Preiserhöhungen.

Norbert Häring
Frankfurt

Im August 2013 war sich Mario Draghi noch sicher: „Wir sehen in keinem Land der Währungsunion eine Deflation“, sagte der Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB). Das lag vor allem aber an Draghis Deflation-Definition als einen nachhaltigen, sich selbst treibenden Preisrückgang, bei dem Verbraucher und Investoren in Erwartung noch niedrigerer Preise ihre Käufe aufschoben.

Gleichwohl beschlossen in den folgenden 13 Monaten Draghi und der EZB-Rat zwei umfangreiche Maßnahmenpakete gegen die Deflationsgefahr. Dabei hat die EZB weitgehend unbemerkt einen Schwenk in ihrer Inflations- und Deflationstheorie vollzogen.

Noch im August 2013 ging es für die EZB nur darum, die Inflationserwartungen „fest verankert“ zu halten, da dies die von Draghi gefürchtete Deflationsspirale abschließt. In den Folgemonaten merkte Draghi aber, dass es viel zu simpel ist, die Problematik nachhaltig fallender Preise auf Attentismus der Verbraucher zu reduzieren. Denn dabei bleiben viel wichtigere Aspekte, wie etwa die Lage der Schuldner, ausgeblendet.

Hinzu kommt, dass der unterstellte Wirkungsmechanismus nicht besonders stichhaltig ist. „Unsere Ergebnisse zeigen, dass die verbreitete Furcht vor negativen Auswirkungen einer Deflation auf den Konsum auf einem schwachen Fundament steht“, heißt es in einer im Juli vorgestellten Studie des Instituts für Weltwirtschaft (IfW) in Kiel.

Ursprünglich stammt die Deflationsthese von Ökonomie-Nobelpreisträger James Tobin: „Wer fallende Preise erwartet, der verschiebt Käufe und hält lieber Geld“,

schrrieb Tobin. Denn Geld unter der Matratze oder auf dem Girokonto bringt immerhin einen Nominalzins von null. Wenn die Preise im Schnitt um zwei Prozent pro Jahr fallen, entspricht das einem Realzins von zwei Prozent. Das ist so gut wie zwei Prozent Zinsen bei Preisstabilität.

Die IfW-Ökonomen meinen, Tobin widerlegt zu haben. Bei Gütern mit längerfristig fallenden Preisen wie etwa Digitalkameras sei keine Konsumzurückhaltung zu beobachten.

Doch das Gegenargument der Kieler sticht nicht richtig. Denn wenn nur manche Güter billiger werden, im Durchschnitt aber die Preise steigen, dann bringt Bargeld keinen positiven Realzins, Geldhaltung im Sinne Tobins lohnt sich also nicht. Gleichwohl sind aber Zweifel angebracht, ob zwei Prozent Realzins auf Geld die Menschen wirklich

massenhaft dazu verleiten, unter ihren Verhältnissen zu leben. Schließlich sind zwei Prozent Zins mit relativ sicheren Anlagen auch in normalen Zeiten erreichbar.

In der Vorabversion der Draghi-Rede in Jackson Hole im August 2014 war noch von Sicherstellung der „verankerten Inflationserwartungen“ die Rede. Doch kurzerhand änderte er diese Passage und sprach tatsächlich davon, dass die EZB alles tun werde, um ihr Inflationsziel von knapp zwei Prozent zu erreichen. Er betonte, dass schon eine lange Zeit zu niedriger Inflationsraten ein Problem darstelle. Auf die Unterschreitung der Nulllinie kommt es dabei also gar nicht an.

Draghi kann sich auf Irving Fisher berufen, der schon 1933 als Lehre aus der damaligen Krise die These von der Schuldendeflation aufstellte. Die Investoren und sonstigen Schuldner haben danach eine be-



Die Furcht vor negativen Auswirkungen einer Deflation auf den Konsum steht auf einem schwachen Fundament.

Henning Klodt und Anna Hartmann
Institut für Weltwirtschaft, Kiel

stimmte Inflationsrate einkalkuliert, um die der tatsächliche Wert ihrer Schulden jedes Jahr abnimmt. Bleibt die Inflation längere Zeit deutlich hinter diesen Erwartungen zurück, so erweist sich die Verschuldung vieler nachträglich als zu hoch. Sie versuchen, Schulden abzubauen, und geben weniger Geld aus.

Wenn das massenhaft passiert, sinkt die Nachfrage und damit wiederum die Einkommen, aus denen der Schuldendienst zu leisten ist. Gleichzeitig sinkt der Geldumlauf in dem Maße, wie insgesamt Schulden getilgt werden. Der Druck auf die Preise nach unten nimmt zu. Wenn viele Schuldner es nicht schaffen, die immer schwerer werdende Schuldenlast zu tragen, nehmen die Kreditausfälle zu und die Banken bekommen ein Problem. Das ist in einigen Krisenländern bereits in starkem Maße zu beobachten.

Die Schuldendeflation schlägt dann besonders stark durch, wenn die Verschuldung der Unternehmen und Haushalte relativ zur Wirtschaftsleistung hoch ist - so wie das vor der Weltwirtschaftskrise und vor Ausbruch der aktuellen Finanzkrise der Fall war. Der spätere US-Notenbankchef Ben Bernanke warnte deshalb 1999 in Bezug auf die Deflationsprobleme Japans, dass Nullinflation im damaligen Umfeld hoher Verschuldung viel gefährlicher sei als noch zu früheren Zeiten. Die hochverschuldeten Unternehmen in Portugal, Spanien, Griechenland und Zypern, aber auch die nicht ganz so hochverschuldeten in Italien können heute ein Lied davon singen. Rechnet man den Einfluss von gestiegenen indirekten Steuern heraus, so sind die Preise, die sie bei den Verbrauchern durchsetzen können, in den letzten zwölf Monaten dort jeweils um rund ein halbes Prozent gesunken, anstatt gemäß dem Inflationsziel der EZB um zwei Prozent zu steigen. Haben sie mit dieser Zielrate kalkuliert, ist ihr Schuldendienst relativ zum Einkommen zweieinhalb Prozent höher als gedacht - Tendenz stark steigend.



Werbung für Sommer-Schlussverkauf: Konsumenten, die noch niedrigere Preise erwarten, schieben Käufe auf.

DEFLATION

Nichts für Schwächlinge

Warum es nach dem Ausbruch der Finanzkrise Jahre dauerte, bis die Inflation in der EU den Rückzug antrat.

Schon 2007 brach die Krise wegen notleidender schlechter US-Hypothesen (Subprime) aus. Sie führte 2009 zu einem massiven Rückgang der Wirtschaftsleistung in Europa und zieht sich als Staatsschuldenkrise bis heute hin. Dennoch betrug die Inflationsrate im Euro-Raum 2012 noch 2,5 Prozent. Selbst in Griechenland, wo die Wirtschaft seit 2008 um insgesamt rund 15 Prozent geschrumpft war, betrug die Teuerungsrate 2012 noch ein Prozent. Erst 2013 trat die Inflation den Rückzug an.

Für Volker Wieland von der Universität Frankfurt ist das ein Indiz dafür, dass die Deflationsgefahr geringer ist als gedacht. Er und Ko-Autor



Preissenkungen sind eine Investition in einen größeren Marktanteil.

Autoren der Studie „Inflation Dynamics During the Financial Crisis“

Maik Wolters berufen sich auf eine in der neokeynesianisch-neoklassischen Theorie übliche Inflationsklärung: Sie hängt danach von den Inflationserwartungen und vom Grad der Auslastung des Produktionspotenzials ab. Ein Faktor „Alpha“ bestimmt, wie viel die Inflation sinkt, wenn die Unterauslastung zunimmt. Wieland vermutet, dass dieses Alpha bei niedriger Inflationsrate geringer sei, weil die Unternehmen ihre Preise dann nicht mehr so oft änderten.

Das ist theoretisch denkbar, einen empirischen Beleg gibt es aber nicht. Simon Gilchrist und Raphael Schoenle analysierten mit zwei Ko-Autoren die Daten und kommen zu

einem ganz anderen Schluss: In einer Finanzkrise können es viele Unternehmen sich schlicht nicht leisten, die Preise zu senken. Die vier Ökonomen betrachten Preissenkungen als „Investition in einen größeren Marktanteil“. Wer akute Probleme hat, seinen Schuldendienst zu leisten, kann diese Investition nicht tätigen, sondern muss die Preise so hoch halten, dass zumindest kurzfristig die Einnahmen maximiert werden, ohne Rücksicht auf die langfristigen Folgen.

Die Ökonomen teilten große US-Unternehmen, für die Bilanzdaten verfügbar waren, in zwei Gruppen ein: solche mit schwachen und solche mit starken Bilanzen während

der Finanzkrise. Sie verglichen die Entwicklung der Produktpreise der Unternehmen, die ihnen die Statistiker auf vertraulicher Basis zugänglich machten, mit dem Durchschnitt für das jeweilige Produkt. Das Ergebnis: Unternehmen mit schwachen Bilanzen erhöhten ihre Preise, während die starken Unternehmen ihre Preise senkten. Das könnte erklären, warum die Inflationsrate in den Krisenländern nicht früher und stärker sank. Schließlich ist in Krisenländern wie Griechenland der Anteil jener Unternehmen, die ums nackte Überleben kämpfen und sich Preissenkungen daher einfach nicht leisten können, besonders groß. Norbert Häring