

# DZ BANK WIRTSCHAFTSBRIEF

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

## Angst vor Inflation oder Deflation?

Die aktuelle Prognose der DZ BANK beinhaltet über den darin abgedeckten Zeithorizont weder eine Deflation noch eine Inflation. Wir halten also weder ein anhaltend sinkendes Preisniveau und ein Abrutschen in die „Deflationsfalle“ noch eine dauerhaft weit über der Zielvorstellung von 2 Prozent liegende Inflationsrate für wahrscheinlich. Darin stimmen wir mit der großen Mehrzahl der Konjunkturprognostiker überein.

Viele Marktteilnehmer und Anleger haben sich dennoch von vereinzelt propagierten Inflations- oder Deflationsszenarien verunsichern lassen. Deshalb wollen wir uns hier mit den gängigen Argumenten für solche Extremszenarien beschäftigen und sie bewerten.

### Argumente für Deflationsgefahren

**„Wir sind schon in der Deflation – die Preissteigerungsrate liegt seit mehreren Monaten bei oder unter Null.“**

Falsch. Wenn die Verbraucherpreise während des Sommers um einige Zehntel Prozentpunkte niedriger lagen als vor einem Jahr, dann lag das daran, dass der

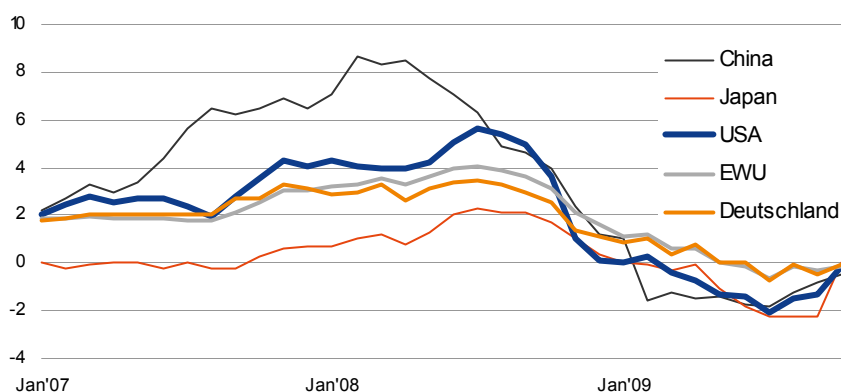
### VOLKSWIRTSCHAFT

**Nummer 225**  
**27.11.2009**

Wir halten in den nächsten Jahren weder die Gefahr einer Deflation noch die Gefahr einer starken Inflation für real.

Viele Marktteilnehmer und Anleger haben sich jedoch von vereinzelt propagierten Inflations- oder Deflationsszenarien verunsichern lassen. Deshalb wollen wir uns hier mit den gängigen Argumenten für solche Extremszenarien beschäftigen und sie bewerten.

AKTUELLE INFLATIONS RATEN



Ölpreis um rund 40 Prozent niedriger war als vor einem Jahr. Das hat nichts mit Deflation zu tun. Außerdem ist die Phase sinkender Ölpreise schon wieder vorbei.

**Momentan sinkendes Preisniveau ist keine Deflation**

**„Deflationsmentalität hat sich bereits in den Köpfen festgesetzt. Die Verbraucher erwarten fallende Preise und stellen Anschaffungen zurück, in der Hoffnung, dasselbe Gut später billiger bekommen zu können. Das verschärft wiederum die Nachfrageschwäche und damit die Deflationsspirale.“**

**Warten die Verbraucher auf sinkende Preise?**

Wenn die Verbraucher tatsächlich mental bereits in der Deflationsfalle wären, dann träfe das zu – und es verdeutlicht, wie schwer aus einer solchen Falle wieder herauszukommen ist. Aber man darf bezweifeln, ob das Zurückstellen von Anschaffungen wegen der Erwartung sinkender Preise tatsächlich eine verbreitete Verhaltensweise ist. Die deutschen Konsumenten sind traditionell zurückhaltend, und im Moment wegen der Befürchtung möglicherweise sinkender Einkommen oder unsicherer Arbeitsplätze vielleicht noch mehr. Fakt ist aber, dass der private Verbrauch in diesem Jahr weniger schwach ist als in den beiden Vorjahren.

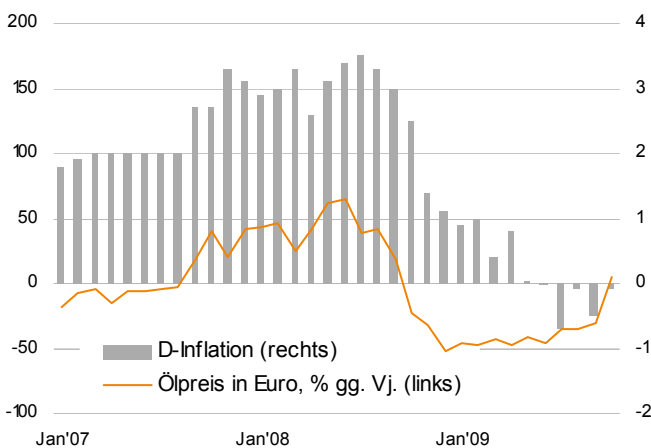
**„In der Konjunkturschwäche gibt es für Unternehmen kaum Preiserhöhungsspielräume, viele versuchen mit Preissenkungen ihren Marktanteil zu halten.“**

**Schwache Konjunktur bietet wenig Preiserhöhungsspielräume**

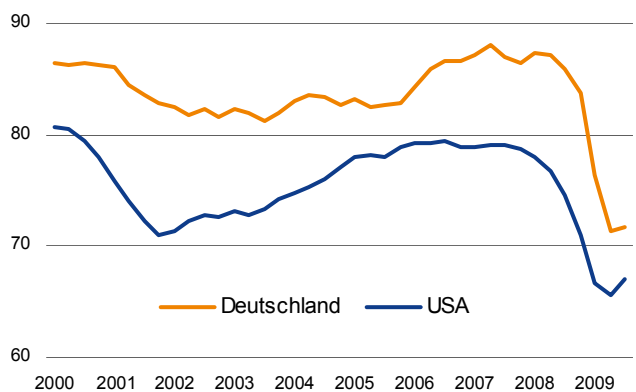
Richtig ist, dass sich alle großen Volkswirtschaften trotz der in den letzten Monaten wieder nach oben gerichteten Konjunkturindikatoren noch weit unterhalb eines konjunkturellen Normalniveaus befinden. Der scharfe Einbruch ist bei weitem noch nicht aufgeholt, die Kapazitätsauslastung liegt noch auf Rezessionsniveau. Dennoch kann keine Rede davon sein, dass Preise nur noch sinken können. Vielmehr gibt es ständig Verschiebungen im Preisgefüge. Beispielsweise sind im Oktober die Preise für PC-Software, für Mietwagen oder für Honig um mehr als 10 Prozent gegenüber dem Vorjahr gestiegen, während es bei verschiedenen Lebensmitteln, bei Fernsehgeräten sowie bei Öl und Gas Preisrückgänge von mehr als 10 Prozent gab.

**„Die Rezession ist noch nicht überwunden, die Nachwehen in Form steigender Arbeitslosigkeit und zunehmender Insolvenzzahlen stehen zum großen Teil noch bevor. Das wird die Inflationsraten weiter ins Minus drücken.“**

ÖLPREIS UND INFLATIONS RATEN



KAPAZITÄTSAUSLASTUNG IM VERARBEITENDEN GEWERBE



Dass die Arbeitslosigkeit und die Unternehmensinsolvenzen in Deutschland auch noch geraume Zeit nach dem Ende der Rezession steigen werden, ist leider sehr wahrscheinlich. Aber solche Phasen gibt es in jedem Konjunkturzyklus, ohne dass sie regelmäßig Deflation ausgelöst haben.

**Arbeitslosigkeit und Insolvenzzahlen werden steigen**

**„Die schwierige Lage der Banken bremst die Kreditvergabe und damit die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, und das wird in die Deflation führen.“**

Die Kreditvergabe ist bis weit in den Abschwung hinein noch kräftig gestiegen. In den letzten Monaten waren die Kredite der Banken an inländische Unternehmen und Privatpersonen allerdings rückläufig, auch wegen schwacher Nachfrage nach Krediten. Wenn die Insolvenzen zunehmen und andererseits ein Teil der Wirtschaft wieder stärker investiert und Kredite nachfragt, ist eine gewisse Verknappung der Kredite nicht auszuschließen. Aber auch das ist praktisch in jedem Konjunkturzyklus so, ohne dass es zu Deflation gekommen wäre.

**Kreditklemme kein Grund für Deflation**

**„Das Beispiel Japans zeigt, dass in einer Deflationsfalle selbst extrem expansive Geldpolitik und Fiskalpolitik machtlos sind.“**

Auch wenn die Wirtschaftsentwicklung Japans nach 1990 sehr unbefriedigend war, erscheinen die oft damit verbundenen Begriffe „Deflationsfalle“ und „verlorenes Jahrzehnt“ übertrieben dramatisch. Es gab zwischen 1990 und 2008 nur ein Jahr mit negativem Wachstum, und die Inflationsrate war nur zwischen 1999 und 2005 leicht negativ (siehe Abb. S. 4). Richtig ist aber, dass die Versuche, mit einer ganzen Serie staatlicher Ausgabenprogramme sowie Leitzinsen von Null Wachstum und Inflation zu stimulieren, weitgehend verpufften.

**Das abschreckende Beispiel Japan**

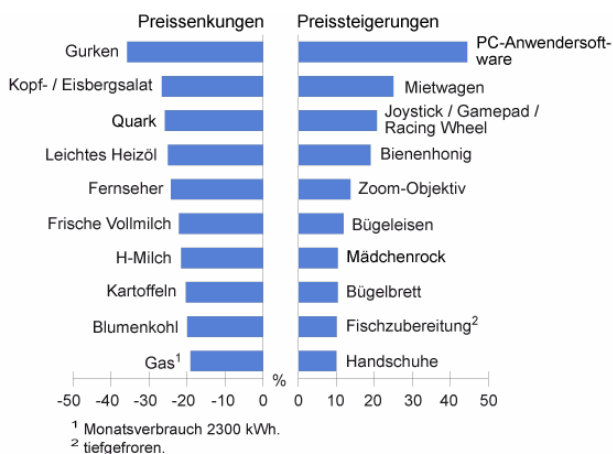
**Argumente für Inflationsgefahren**

**„Der Ölpreis steigt schon wieder kräftig, Öl wird auch in Zukunft immer teurer. Deshalb müssen die Inflationsraten höher liegen.“**

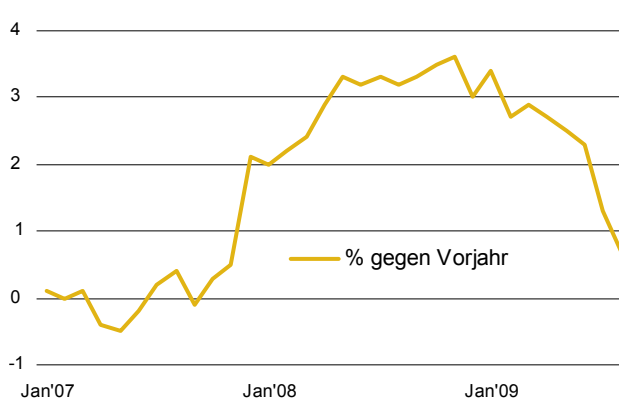
Nicht ganz richtig. Zwar muss man längerfristig mit steigenden Energiepreisen rechnen, aber anders als in der Vergangenheit werden diese wahrscheinlich keine Lohn-Preis-Spirale anstoßen. Denn bei den Tarifparteien hat sich die Einsicht durchgesetzt, dass ölpreisbedingt steigende Lebenshaltungskosten keine Erhöhung,

**Ölpreise lösen keine Lohn-Preis-Spirale aus**

**ÄNDERUNGEN EINZELNER PREISE OKTOBER 2009 GEGEN VORJAHR**



**KREDITE AN UNTERNEHMEN UND PRIVATHAUSHALTE**



sondern im Gegenteil eine Verringerung des verteilbaren Einkommens darstellen und deshalb nicht durch Lohnsteigerungen ausgeglichen werden sollen.

**„Die Geldpolitik ist weltweit äußerst expansiv. Dieses Geld wird sich früher oder später in hohen Inflationsraten niederschlagen.“**

Richtig ist, dass die Geldpolitik in den USA und in Europa mit allen traditionellen und anderen neuartigen Instrumenten Liquidität in die Wirtschaft pumpt. Gleichzeitig ist aber zu beobachten, dass die weiter gefassten Geldmengen und das Kreditvolumen keineswegs im gleichen Maß steigen. Vielmehr verbleibt die Liquidität weitgehend im Bankensystem. Das ist Ausdruck der allgemeinen Regel, dass Geldschöpfung alleine nicht zu Inflation führt, sondern lediglich ein Inflationspotenzial erzeugt. Dieses wird erst virulent, wenn die Wirtschaft wieder in einen Zustand der Normal- oder Überauslastung zurückkehrt, und damit ist frühestens im Jahr 2011 zu rechnen. Bis dahin muss es den Zentralbanken allerdings gelingen, die zur Krisenbekämpfung geschaffene Liquidität wieder einzufangen.

**Expansive Geldpolitik schafft lediglich Inflationspotenzial**

**„Die Zentralbanken versuchen, eine Krise, die durch zuviel Geld verursacht wurde, mit noch mehr Geld zu bekämpfen. Das kann nur Inflation bedeuten.“**

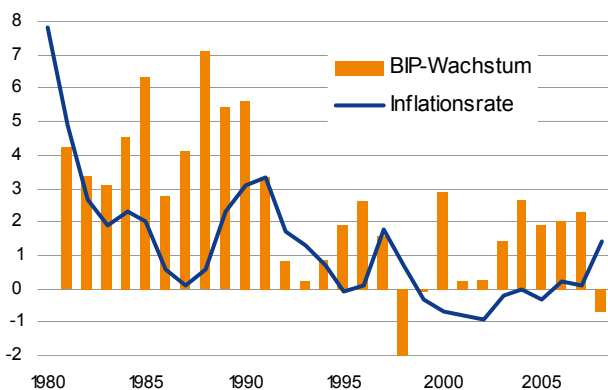
Es trifft zu, dass die US-Immobilienkrise wesentlich dadurch verursacht wurde, dass die amerikanische Geldpolitik zu lange die Zinsen niedrig gehalten hat, während die Wirtschaft bereits wieder kräftig wuchs und die Inflation anzog. Die dadurch entstandene überschüssige Liquidität fand ihr Ventil in einer Blase am Immobilienmarkt. Nachdem das Platzen der Blase die USA in eine Rezession gestürzt hat, wurde die Geldpolitik notgedrungen noch expansiver. Niemand behauptet, dass das eine gesunde Situation sei. Wir vertrauen aber darauf, dass die Zentralbanken aus diesem Fehler lernen und in Zukunft die Risiken von Vermögenspreisblasen ernster nehmen werden.

**Zentralbanken werden Fehler der Vergangenheit zu vermeiden suchen**

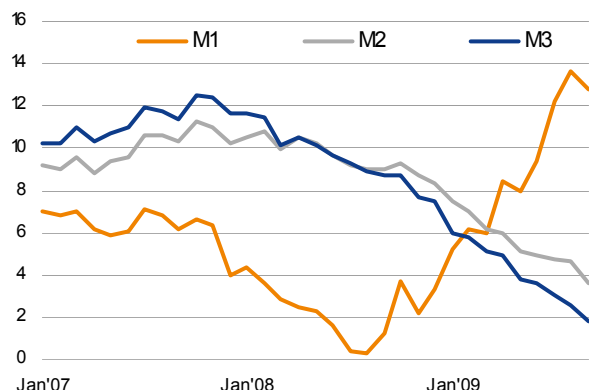
**„Die Staatshaushalte sind durch die Aufwendungen für die Bankenrettung und für die Konjunkturankurbelung so weit ins Defizit geraten, dass sie sich überhaupt nur noch von ihren Schulden befreien können, indem sie sie weg inflationieren.“**

Tatsächlich hat die Finanzpolitik in den wichtigsten Volkswirtschaften der Welt im letzten Jahrzehnt grob gegen die Maxime „Spare in guten Zeiten, dann hast du in

JAPAN: WACHSTUM UND INFLATION SEIT 1980



WACHSTUM DER EURO-GELDMENGE



schlechten Zeiten“ verstoßen. In Jahren guter Konjunktur wurden weiter Defizite aufgehäuft, und in der augenblicklichen Rezession hat sich das Schuldenmachen noch einmal dramatisch beschleunigt. Es ist zu befürchten, dass die Finanzpolitik auch in den kommenden Jahren zu expansiv bleibt. Bei voraussichtlich recht schleppender Konjunktur und weiter steigender Arbeitslosigkeit irren Finanzpolitiker erfahrungsgemäß lieber in Richtung zu viel Konjunkturstimulierung und nehmen Überhitzungsrisiken nicht rechtzeitig und ausreichend ernst.

**Finanzpolitik könnte versuchen, die Schulden per Inflation loszuwerden**

Der Weg, die Schulden dadurch über eine Inflationierung abzubauen, ist aber für den Staat nicht unbedingt vorteilhaft. Denn bei Inflation steigen die Zinsen, die auf die Staatsschulden zu zahlen sind, was den Schuldenabbau wiederum erschwert.

**Aber Zentralbanken werden dabei nicht mitspielen**

Selbst wenn die Verantwortlichen der Finanzpolitik diesen Weg einschlagen möchten, geht das nicht ohne Mitwirkung der Zentralbanken. So lange die Zentralbanken unabhängig und auf das Ziel der Geldwertstabilität verpflichtet sind, werden sie dabei nicht mitspielen. Die Folgen wären unangenehm, denn je expansiver die Finanzpolitik sich gebärdet, desto härter muss die Geldpolitik gegensteuern. Sie hat auf jeden Fall die Mittel, die Inflation zu bekämpfen – aber unter Umständen um den Preis hoher gesamtwirtschaftlicher Wachstumsverluste.

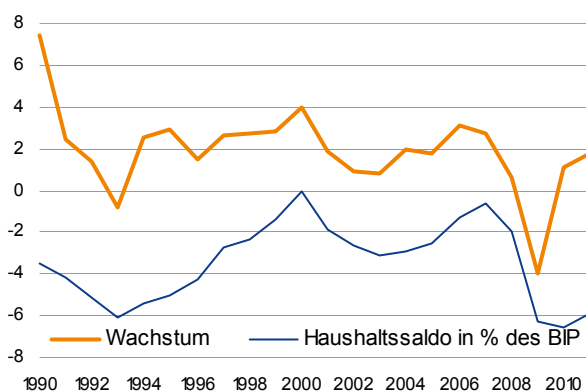
**„Im letzten Jahrzehnt hat die Globalisierung in den Industrieländern das Preisniveau gesenkt – Stichwort Billigimporte und Billigproduktion im Ausland. Diese Phase geht jetzt zu Ende, deshalb wird die Inflation steigen.“**

**Preissenkende Effekte der Globalisierung laufen aus ...**

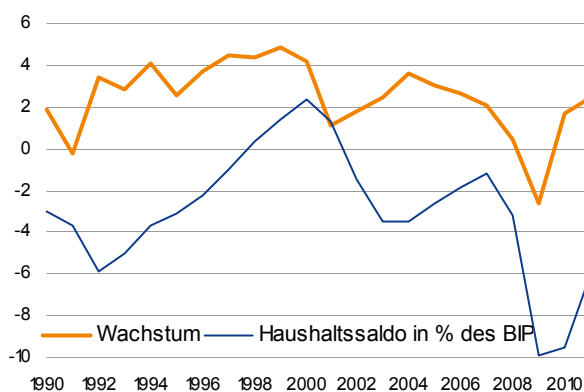
Richtig ist, dass im letzten Jahrzehnt die Öffnung der asiatischen Schwellenländer und insbesondere Chinas den westlichen Industrieländern über ihre Importe und über die Möglichkeit der Auslagerung von Produktion bei vielen Güterkategorien sinkende Preise beschert hat. Der Anstieg der Preise für heimische Produkte und Dienstleistungen wurde dadurch weitgehend kompensiert. Es ist tendenziell auch richtig, dass dieser Effekt allmählich ausläuft, denn die Märkte für Produkte, bei denen die asiatischen Anbieter einen Kostenvorteil haben, sind inzwischen weitgehend verteilt und die Preisvorteile ausgereizt.

Nicht zutreffend ist aber, dass das automatisch zu mehr Inflation führt. Zum einen stehen dazwischen die Wechselkurse, die auf Verschiebungen in den

EWU: WACHSTUM UND HAUSHALTSSALDEN (IN % DES BIP)



USA: WACHSTUM UND HAUSHALTSSALDEN (IN % DES BIP)



weltwirtschaftlichen Konstellationen reagieren. Und zum anderen bleibt die Verantwortung für die Geldwertstabilität natürlich bei den Zentralbanken, die auf das Preisniveau im Ganzen schauen und nicht nur auf die heimischen Preise.

... aber deswegen muss es nicht Inflation geben

**Synthese und Schlussfolgerungen**

Deflation und Inflation sind zwar Gegensätze, aber es ist ihnen gemeinsam, dass sie ernste Funktionsstörungen unseres Geldwesens sind. Moderne Zentralbanken verfügen prinzipiell über die Instrumente zur Sicherung der Preisniveaustabilität. Ihre Aufgabe lässt sich einfacher erfüllen, wenn die Erwartung eines stabilen Preisniveaus verankert ist und die Finanzpolitik sie nicht konterkariert.

Deflation und Inflation sind Störungen des Geldwesens

Deflation ist prinzipiell gefährlicher als Inflation, weil die historischen Erfahrungen mit der Bekämpfung einer Deflation wenig ermutigend sind. Das Denkbeispiel für das Misslingen einer solchen Politik ist als „Keynes’sche Liquiditätsfalle“ bekannt. Niedrige Zinsen bewirken dann keine Belebung der Nachfrage, neu geschaffene Liquidität wird lediglich „geparkt“.

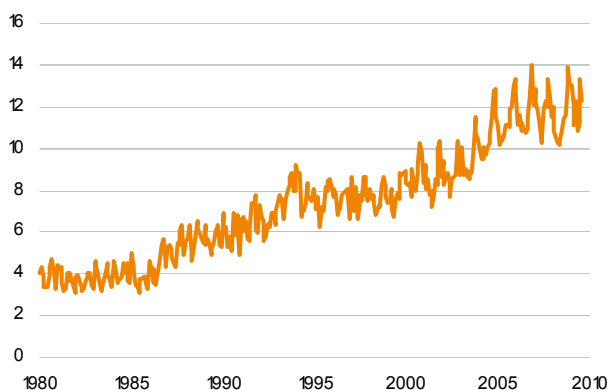
Deflation prinzipiell gefährlicher als Inflation

Sollte die Wirtschaft in den kommenden Monaten tatsächlich in eine Deflation abrutschen, dann dürfte sie für mehrere Jahre darin gefangen bleiben – das heißt Inflationsraten von über 3 oder 4 Prozent wären auf mehrere Jahre ausgeschlossen. Wenn jedoch Deflation vermieden werden kann – und das wird sich im Laufe des nächsten halben Jahres entscheiden – dann liegt das Risiko bei der Preisentwicklung etwa ab 2011 eher in der Aufwärtsrichtung.

Prognose: bis 2011 keine Inflation, danach aber Risiko nach oben

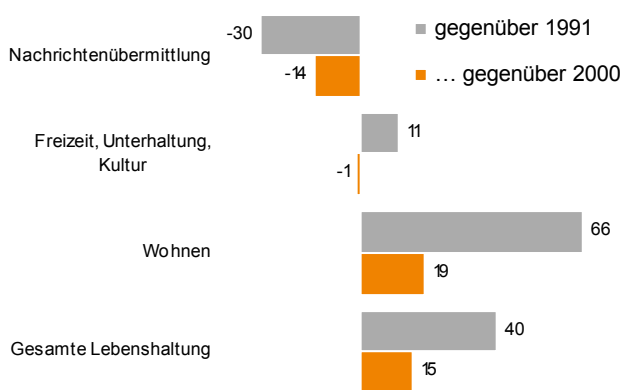
Prognose Inflationsraten	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Deutschland	1,6	2,3	2,8	0,2	1,1	1,7
EWU	2,2	2,1	3,3	0,2	1,2	1,8
USA	3,3	2,9	3,8	-0,4	2,2	2,9

DEUTSCHLAND: IMPORTANTEIL ASIATISCHER SCHWELLENLÄNDER



(China, Taiwan, Hongkong, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Singapur)

PREISVERÄNDERUNGEN EINZELNER GÜTERGRUPPEN



Quelle: Statistisches Bundesamt

**IMPRESSUM**

Herausgeber: DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main  
Vorstand: Wolfgang Kirsch (Vorsitzender), Lars Hille, Wolfgang Köhler, Hans-Theo Macke, Albrecht Merz, Thomas Ullrich, Frank Westhoff  
Verantwortlich: Klaus Holschuh, Leiter Research und Volkswirtschaft  
Verantwortlich: Dr. Hans Jäckel, Leiter Volkswirtschaft und Content Management,  
Tel.: 069 7447 2280, E-Mail: hans.jaeckel@dzbank.de  
© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main 2009  
Nachdruck und Vervielfältigung nur mit Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

**VERGÜTUNG DER ANALYSTEN**

Research-Analysten werden nicht für bestimmte Investment Banking-Transaktionen vergütet. Der/die Verfasser dieser Studie erhält/erhalten eine Vergütung, die (unter anderem) auf der Gesamtrentabilität der DZ BANK basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der DZ BANK und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Finanzinstrumenten von Unternehmen haben, die vom Analysten ge covert werden.

**ZUSTÄNDIGE AUFSICHTSBEHÖRDE**

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt am Main, Germany

**VERANTWORTLICHES UNTERNEHMEN**

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main, Germany

**AUTOR UND ERSTELLER**

---

<b>Dr. Hans Jäckel</b>	<b>Leiter Volkswirtschaft und Content Management</b>	<b>+49 - (0)69 - 74 47 - 22 80</b>	<b><a href="mailto:hans.jaeckel@dzbank.de">hans.jaeckel@dzbank.de</a></b>
------------------------	--	------------------------------------	---

---