

## Erfahrungen mit der Deflation

### Einleitung

In den letzten Jahren haben die meisten Industrieländer erhebliche Fortschritte bei der Inflationsbekämpfung erzielt. Dieser Erfolg wurde vielerorts von einer prosperierenden Wirtschaftsentwicklung ohne grosse Ausschläge im BIP-Wachstum begleitet. Eine Ausnahme bildet Japan, das ab 1995 in den Strudel einer deflationären Entwicklung geriet und seither immer wieder mit rezessiven Tendenzen zu kämpfen hat.

Im vorliegenden Papier wollen wir einige Aspekte der Deflationsproblematik darlegen. Als Ausgangspunkt diskutieren wir die Erfolge der Geldpolitik bei der Teuerungsbekämpfung in den Neunzigerjahren. Im zweiten Abschnitt skizzieren wir die wichtigsten Aspekte einer deflationären Entwicklung und äussern uns zur Problematik der Null-Zinssatz-Grenze (zero interest-rate floor, ZIF). In einem dritten Abschnitt skizzieren wir die Erfahrungen Japans mit einem deflationären Umfeld. Der vierte Abschnitt enthält Vorschläge des IMF und des FED zur Bekämpfung einer deflationären Entwicklung. Abschliessend ziehen wir einige Folgerungen für die schweizerische Situation.

### Erfolge bei der Inflationsbekämpfung in den Neunzigerjahren

In der Grafik 1 sind die Inflationsraten in den 7 grossen Industrieländern und der Schweiz aufgezeichnet. Die Erfolge der Inflationsbekämpfung sind dabei augenfällig<sup>1</sup>.

Nach hohen Teuerungsraten in den Siebzigerjahren setzte seit Beginn der Achtzigerjahre eine Phase mit einer deutlich geringeren Inflation ein. Im letzten Jahrzehnt des 20. Jahrhunderts glichen sich die Teuerungsraten in den meisten Industrieländern auf einem tiefen Niveau weitgehend an.

Die Schweiz stellte insofern einen Sonderfall dar, als sie seit der Rezession 1975 (mit einigen Ausnahmen) vergleichsweise sehr niedrige Teuerungsraten auswies. Erst in den Neunzigerjahren erreichten die andern Industrieländer vergleichbare Werte.

Zusammen mit der niedrigeren Teuerung sank auch deren Variabilität erheblich.

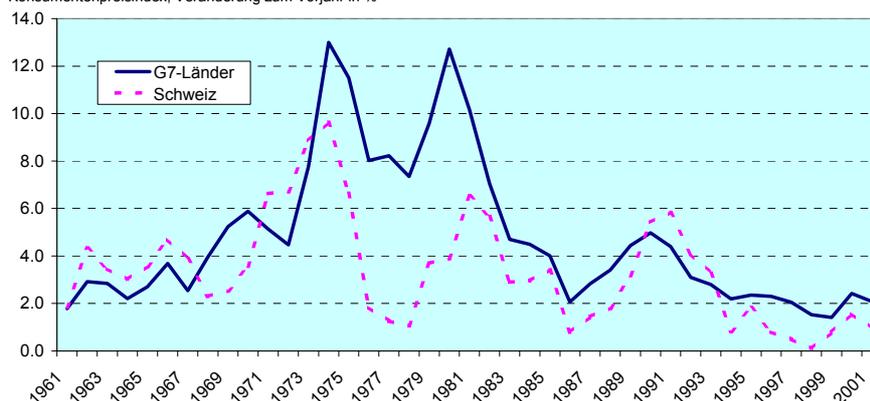
Die Inflation wurde zudem weniger persistent. Zwar traten verschiedentlich Zeitspannen mit einer etwas höheren Teuerung auf, die Spitze wurde jedoch jeweils auf einem niedrigeren Niveau erreicht und die inflationäre Phase dauerte erheblich weniger lang als noch in den Siebzigerjahren.

---

<sup>1</sup> Vgl. IWF (2002)

**Grafik 1: Teuerung seit 1961**

Konsumentenpreisindex, Veränderung zum Vorjahr in %



Geldpolitik als wichtigster Grund für die niedrige Teuerung

Neben Sonderfaktoren wie der Entwicklung der Erdölpreise war der Erfolg der Teuerungsbekämpfung primär das Verdienst der Geldpolitik. Institutionelle Anpassungen (Unabhängigkeit der Notenbanken) sowie die Fokussierung der Geldpolitik auf die Teuerungsbekämpfung spielten in diesem Zusammenhang eine entscheidende Rolle.

Positive Auswirkungen auf die reale Wirtschaftstätigkeit

Der internationale Währungsfonds (IWF) analysiert in seinem „World economic outlook 2002“ die positiven Auswirkungen dieses Trends auf die reale Wirtschaftstätigkeit. Er argumentiert, dass die niedrigere Teuerung der Neunzigerjahre der Wirtschaft ein erheblich besseres Umfeld vermittelte. Insbesondere die niedrigere Volatilität wirkte sich positiv auf die Wirtschaftsentwicklung aus. Schliesslich erleichterte die höhere Glaubwürdigkeit und Voraussesbarkeit der Geldpolitik und der Teuerung ein langfristiges Handeln auf den Faktor- und Produktemärkten.

**Aspekte einer deflationären Entwicklung**

Das Ziel der Preisstabilität wird nicht nur dann verfehlt, wenn die Inflation ein gewisses Mass übersteigt, sondern auch dann, wenn die Preise permanent sinken. Deflationsphasen waren in der Vergangenheit sehr selten. Die Deflationsproblematik erlangte aber unter dem Eindruck der Erfahrungen Japans unerwartet Aktualität.

Begriffliches

Unter einer Deflation versteht man ein dauerhaftes Sinken des Preisniveaus in einer Volkswirtschaft. Üblicherweise wird der Konsumentenpreisindex als Mass beigezogen, d.h. Preise für Aktiva (Häuser, Aktien) oder der Wechselkurs gehen nicht in die Betrachtung ein.

Eine Deflation ist klar von einem kurzfristigen Rückgang des Preisniveaus, wie etwa bei sinkenden Erdölpreisen, auseinander zu halten. Ebenso wenig hat der aufgrund der Ausverkaufspreise einmalig sinkende schweizerische Landesindex der Konsumentenpreise im Juni 2002 etwas mit Deflation zu tun. Eine Deflation setzt voraus, dass die Preise über eine längere Zeit hinweg sinken und von einem stagnierenden oder rückläufigen Bruttoinlandprodukt begleitet sind.

Weiter darf der Begriff Deflation nicht mit Desinflation verwechselt werden. Letzterer beschreibt die Übergangsphase von hoher zu niedrigerer Teuerung.

Ursachen für sinkende Preise

Sinkende Preise für einzelne Güter sind keine Seltenheit. Bei industriell hergestellten Gütern (beispielsweise Computerchips) sinken aufgrund der technologischen Entwicklung die Preise über eine längere Frist (Produktivitätsfortschritte). Auch Rohstoffpreise können aufgrund veränderter Erwartungen und Informationen über die vorhandenen Reserven und den künftigen Verbrauch über eine gewisse Zeit hinweg sinken. Derartige

	<p>angebotsseitige Preisrückgänge haben mit einer deflationären Entwicklung nichts zu tun.</p>
	<p>Eine Deflation wird durch eine anhaltende Nachfrageschwäche ausgelöst, welche über eine gewisse Zeit andauert. Bezeichnend sind dabei die deflationären Erwartungen der Haushalte und Unternehmen, mit anderen Worten erwarten diese, dass die Preise über eine längere Zeit sinken werden. Dabei können die kontraktiven Kräfte eine Eigendynamik entwickeln, indem ein sinkendes Preisniveau zu weiteren Nachfragerückgängen führt.</p>
	<p>Im Folgenden zählen wir einige Gründe dafür auf, warum eine einmal ausgelöste deflationäre Entwicklung über eine längere Zeit hinweg zu einer Unterauslastung der volkswirtschaftlichen Ressourcen führen kann.</p>
<p>Negative Effekte auf Konsum und Investitionen</p>	<p>Deflationäre Erwartungen haben einschneidende Folgen für den Wirtschaftsverlauf. Bei positiven Inflationserwartungen kommt den dauerhaften Gütern bis zu einem gewissen Grad eine Wertaufbewahrungsfunktion zu. Diese kann sich als Kaufmotiv auswirken. Bei deflationären Erwartungen verlieren die Güter diese Attraktivität. Wer auf Konsum verzichten will, um morgen mehr konsumieren zu können, braucht nicht mehr zu investieren, sondern es genügt ein simples Horten von Geld. Damit halten sich die Konsumenten mit Käufen zurück. Weiter werden Investitionen weniger attraktiv, da die Preise der Güter, aus deren Verkauf die Investition finanziert werden sollte, über längere Frist hinweg sinken. Mit andern Worten sinkt der Gegenwartswert der Investition.</p>
<p>Nominelle Zinssätze können nicht negativ werden...</p>	<p>Die deflationären Preiserwartungen können in der Regel nicht durch entsprechend niedrige (oder gar negative) Zinssätze ausgeglichen werden, da niemand bereit ist, Geld zu einem Zinssatz auszuleihen, der nicht einmal die Risikoprämie und die Unkosten deckt, denn in diesem Fall fährt der Gläubiger besser, wenn er Geld hortet.</p>
<p>...und die Nominallöhne können in der Regel auch nicht gesenkt werden.</p>	<p>Prinzipiell kann bei sinkenden Güterpreisen ein volkswirtschaftliches Gleichgewicht dadurch gefunden werden, dass die Nominallöhne sinken. Ein derartiger Anpassungsprozess wäre jedoch sehr langwierig und schmerzhaft. Sinken die Löhne trendmässig und stellen sich auch Erwartungen sinkender Löhne ein, erfolgt eine weitere Destabilisierung der inländischen Nachfrage.</p>
<p>Reduzierte Bonität der Schuldner</p>	<p>Wie bereits erwähnt, führen sinkende Preise zu einem geringeren Gegenwartswert der Erträge aus Realkapital. Dies führt dazu, dass auch die Preise für diese Vermögenswerte sinken, auch wenn sie zu einem tieferen Zinssatz diskontiert werden. Damit verschlechtert sich die Bonität der Kredite. Dies kann das Bankensystem in Schwierigkeiten bringen und die Neuvergabe von Krediten beeinträchtigen.</p>
<p>Möglichkeiten der Geldpolitik</p>	<p>Das Instrumentarium der Notenbank ist während einer Deflationsphase weniger wirksam als in normalen Zeiten, da die Realzinsen wegen der Null-Zinssatz-Grenze trotz einer expansiven Politik deutlich positiv bleiben können. Auch der Einfluss der geldpolitischen Instrumente auf die Geldmenge (beispielsweise M3) kann aufgeweicht werden. Die Notenbank kann dagegen direkt auf die Erwartungen einwirken. Wenn sie glaubwürdig kommuniziert, dass sie durch den Einsatz ausserordentlicher Massnahmen die Deflation zu bekämpfen gewillt ist und ein Inflationsziel anstrebt, kann sie diese Schwierigkeiten überwinden.</p>
<p>Begrenzte Möglichkeiten der Finanzpolitik</p>	<p>Eine expansive Finanzpolitik könnte sich in dieser Lage nur bis zu einem gewissen Grad als Ausweg erweisen. Es ist zu beachten, dass die Deflation in der Regel die Gesamtwirtschaft betrifft und dass dementsprechend sehr grosse Volumina notwendig sind. Damit verbunden sind erhebliche Staatsdefizite und ein starkes Ansteigen der Staatsverschuldung.</p> <p>Die Finanzpolitik stösst dann an Grenzen, wenn mit den steigenden Defiziten</p>

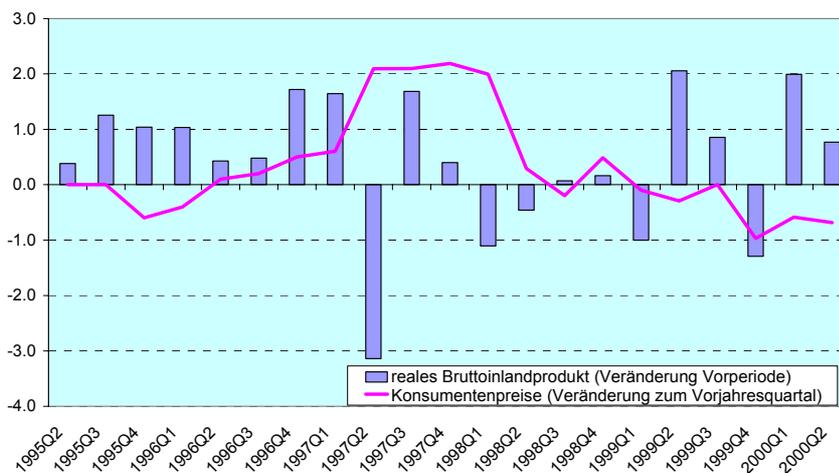
in Zukunft höhere Steuern antizipiert werden und die Leute deswegen zurückhaltend mit ihren Ausgaben werden. Dieses Verhalten könnte den expansiven Effekt der Programme teilweise durchkreuzen.

## Erfahrungen Japans mit der Deflation

Japan machte in den Neunzigerjahren schlechte Erfahrungen mit der Deflation. Nach einer vergleichsweise erheblichen Teuerung Ende der Achtzigerjahre, begleitet von explodierenden Preisen für Aktiva (Liegenschaften, Aktien) wurde eine vorerst erfolgreiche Phase der Teuerungsbekämpfung eingeleitet. Die Teuerung, die Liegenschaftspreise und die Aktienkurse begannen sich zurückzubilden und auch die reale Wirtschaftstätigkeit begann 1994 wieder anzusteigen. Allerdings erwies sich diese Erholung als fragil. Der Aussenwert des Yen stieg sprunghaft an und die reale Wirtschaft verfiel in eine Lethargie, aus der die japanische Wirtschaft bis heute noch nicht herausfand<sup>2</sup>.

Diese ungünstige Entwicklung hatte verschiedene Ursachen. Neben der mangelnden Öffnung der Wirtschaft (nach Innen und Aussen) sah sich das Bankensystem nach dem Boom der Achtzigerjahre mit erheblichen Altlasten und Strukturproblemen konfrontiert. Vor allem die empfindlichen Korrekturen der Liegenschaftspreise legten Schwächen des Systems offen. Die Kreditvergabe vieler Institute war zu wenig breit abgestützt und führte zu Klumpenrisiken. Im Gegensatz zu andern Bankensystemen mit ähnlichen Problemen kam die Sanierung bis jüngst kaum vom Fleck.

**Grafik 2: BIP und Teuerung in Japan**



Stagnierendes oder rückläufiges Preinsniveau seit 1995

.. und die Auswirkungen

Die Teuerung bewegte sich 1995 im negativen Bereich, hielt sich in den drei folgenden Jahren geringfügig über Null und wurde ab 1999 wieder deutlich negativ.

In Japan waren die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen gravierend.

- Das reale Wachstum blieb niedrig, die Wirtschaftstätigkeit verharret seit Jahren deutlich unter der volkswirtschaftlichen Normalauslastung.
- Die Arbeitslosigkeit verdoppelte sich in der Zeitspanne zwischen 1991 und 1999.
- Grosse staatliche Ausgabenprogramme führten zu erheblichen Defiziten und einem starken Anstieg der Staatsverschuldung.

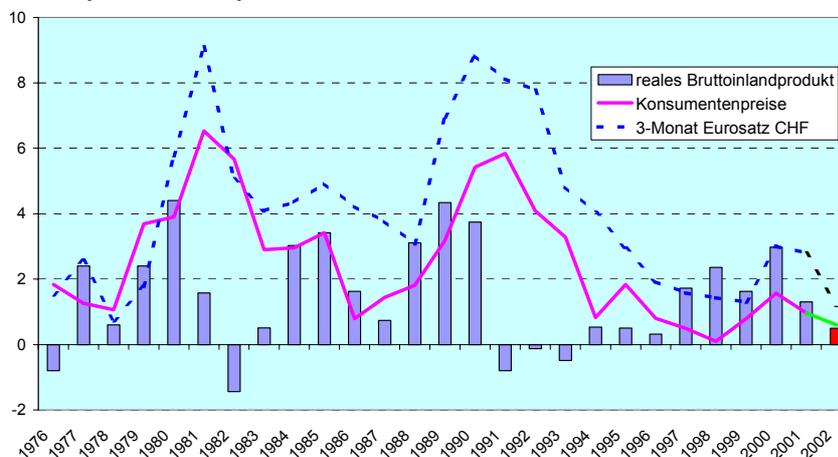
<sup>2</sup> Die Aussagen zur Lage in Japan stützen sich primär auf die Analyse von Ahearn et al.(2002)

Probleme des Finanzsektors	Die bereits bestehenden Probleme im Finanzsektor wurden durch die deflationäre Entwicklung verschärft. Die Bonität der Schuldner nahm weiter ab und die Bankkredite stagnierten und begannen ab 1999 deutlich zu schrumpfen.
Eingeschränkter Spielraum der Geldpolitik	Die Geldpolitik sah sich mit den oben beschriebenen Problemen konfrontiert. Trotz einer Ausweitung der monetären Basis und Leitzinsen nahe Null blieben die kurzfristigen Realzinsen deutlich positiv. Zudem war das Bankensystem nur begrenzt in der Lage, seine Rolle als Finanzintermediär zu spielen. Die weit definierte Geldmenge reagierte kaum noch auf Veränderungen in der Notenbankgeldmenge. Diese Konstellation wird oft mit dem Begriff „Liquiditätsfalle“ apostrophiert.
Die Rolle der Finanzpolitik	In der Finanzpolitik wurden bedeutende Stimulierungsprogramme, insbesondere Ausgaben für die öffentliche Infrastruktur durchgeführt. Erschwerend wirkte sich dabei aus, dass die automatischen Stabilisatoren im japanischen Haushalt eher schwach ausgebildet sind. Trotz hohen Defiziten und einem starken Anstieg der Verschuldung waren die Programme lediglich in der Lage, den Ausfall privater Investitionen in etwa zu kompensieren.
Fazit: das Ausbrechen aus der deflationären Entwicklung ist Japan bisher nicht gelungen.	Die Erfahrungen Japans zeigen auf, dass – wenn einmal eine deflationäre Entwicklung in Gang gekommen ist – es sehr schwierig ist, daraus zu entweichen.  Im Falle Japans haben zudem praktisch alle Instrumente zur ex ante Voraussage der Deflation versagt. Erst ex post ist es gelungen, empirische Erklärungen herzuleiten.
<b>Empfehlungen des IMF und des FED</b>  Vermeidung einer Deflation	Unsere bisherigen Überlegungen zeigen auf, dass ein hohes Mass an Preisstabilität hohe volkswirtschaftliche Vorteile hat. Je näher man sich bei der Teuerung über längere Zeit hinweg der Null-Marke nähert, desto grösser wird aber das Risiko eines Abgleitens in eine rezessiv-deflationäre Entwicklung. In Anbetracht der hohen volkswirtschaftlichen Kosten einer Deflation sowie der Schwierigkeit einer Prognose muss die Strategie darauf hinauslaufen, das Risiko einer Deflation zu minimieren. Zu diesem Zweck hat der IMF in seinem Jahresbericht 2002 – nicht nur für Japan – die folgenden Vorschläge gemacht: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Definition einer Untergrenze für die anzustrebende Teuerungsrate, vorzugsweise bei einem Wert, der grösser als Null ist,</li> <li>• Bei einer sehr niedrigen Teuerung sollte die Notenbank auf ein Abfallen des BIP-Wachstums entschieden mit Zinssenkungen reagieren. Das Risiko, irrtümlich eine höhere Inflation auszulösen, wird bei dieser Empfehlung als weniger gravierend eingestuft als dasjenige, eine deflatorische Entwicklung zuzulassen.</li> </ul>
<b>Anmerkungen zur Entwicklung in der Schweiz</b>	In der Schweiz mussten in den jüngst vergangenen Jahren die Prognosen für die Teuerung auf der Konsumstufe verschiedentlich zurückgenommen werden. Im ersten Halbjahr 2002 lag der Index der Konsumentenpreise 0,6 % über dem Stand des ersten Halbjahres 2001.  Grafik 3 zeigt auf, dass die heutige Konstellation aussergewöhnlich ist: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Die Teuerung bewegt sich nur wenig über der Null-Linie</li> <li>• die Kurzfristzinsen sind sehr niedrig</li> <li>• das Wachstum ist schwach</li> </ul>

In den letzten 30 Jahren wurden derartig niedrige Teuerungsraten und Zinssätze einzig in den Jahren 1978 und Anfang 1979 beobachtet.

**Grafik 3: Bruttoinlandprodukt und Konsumentenpreise der Schweiz; CHF- Eurosätze**

Veränderung in %; Sätze, 2002: Prognose



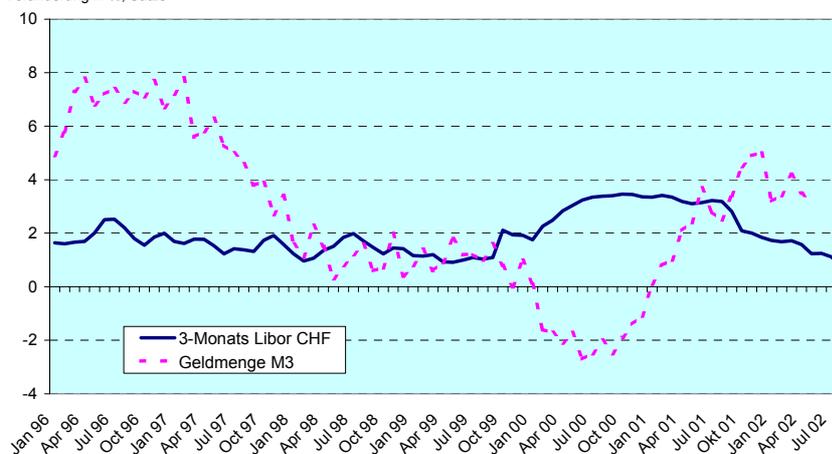
Grosszügige  
Versorgung der  
Wirtschaft mit  
Liquidität durch die  
SNB

Die Schweizerische Nationalbank hat bei der Eintrübung der konjunkturellen Lage rasch reagiert und das Zielband für den Dreimonats-Libor seit dem 22. März 2001 um insgesamt 2,25 Prozentpunkte gesenkt. Seit dem 26. Juli 2002 liegt das Zielband bei 0,25 – 1,25 %; der Dreimonats-Libor schwankt seither um die 0,8 %. Es ist darauf hinzuweisen, dass die Geldpolitik damit in die Nähe der Null-Zinssatz-Grenze gerückt ist, und die Kurzfristzinsen auch für Schweizer-Franken-Verhältnisse rekordniedrig sind.

Mit der Lockerung der Geldpolitik begann das Geldmengenaggregat M3 wieder deutlicher zuzunehmen. Dies ist ein Hinweis darauf, dass es mit der gelockerten Geldpolitik gelang, mehr Geld in die Wirtschaft zu bringen. Diese Politik dürfte für die Bildung deflationärer Erwartungen präventiv sein. Ein Blick auf die langfristigen Zinssätze zeigt auf, dass die Inflationserwartungen in der Schweiz niedrig, aber noch weit entfernt von deflationären Erwartungen sind.

**Grafik 4: Wachstum M3; 3-Monats-Eurosatz CHF**

Veränderung in %; Sätze



Keine Gefahr einer  
deflationären  
Entwicklung

Als wichtiger Unterschied zu Japan ist festzuhalten, dass das schweizerische Bankensystem keine strukturellen Probleme aufweist. Die Finanzintermediäre können ihre Rolle wahrnehmen. Ein Rückgang des Verhältnisses zwischen

Primär konjunkturelle Probleme in der Schweiz	<p>Bankkrediten und nominellem Bruttoinlandprodukt kann für die vergangenen Jahre nicht beobachtet werden; allerdings stellten sich auch keine Zunahmen mehr ein.</p> <p>Weiter ist darauf hinzuweisen, dass die Schweiz als kleine offene Volkswirtschaft weniger für eine isolierte deflationäre Entwicklung exponiert ist, da die Geldpolitik in bestimmten Situationen über eine Beeinflussung des nominellen Wechselkurses der Wirtschaft Impulse vermitteln könnte.</p> <p>Die Konjunkturerholung in den USA und im EU-Raum scheint nicht derart zügig voranzukommen, wie dies noch im Frühjahr 2002 erwartet worden ist. Hinzugekommen ist ein weiterer merklicher Rückgang der Aktienkurse in den USA und in Europa. Letzteres dürfte vor allem in den USA, weniger ausgeprägt aber auch in der EU und der Schweiz auf die Entwicklung des privaten Konsums drücken.</p> <p>Für die Schweiz kommen als bremsende Faktoren hinzu: (1) ihre starke Verbundenheit mit der EU-Konjunktur – Letztere hinkt der US-Entwicklung deutlich nach und die Binnennachfrage zeigt noch keine Belebungsanzeichen - (2) der starke Frankenkurs. Die schweizerische Wirtschaft wird somit vorläufig unterausgelastet bleiben. Dies begünstigt deflationäre Tendenzen. Diese makroökonomische Konstellation erfordert von der Geld- und Finanzpolitik eine hohe Aufmerksamkeit.</p>
Literaturliste	<p>Ahearne, Alan; Gagnon, Joseph; Haltmaier, Jane und Kamin Steve: "Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1999", Division of International Finance, Board of Governors of the Federal Reserve System 2002</p> <p>IWF: World Economic Outlook 2002, Washington DC 2002</p>

## Impressum

Die „Konjunkturtendenzen“ erscheinen 4-mal pro Jahr als Beilage der Januar-, April-, Juli- und Oktobernummer der „Volkswirtschaft“.

### **seco**

Staatssekretariat für Wirtschaft  
Wirtschaftspolitische Grundlagen  
Bundesgasse 8  
3003 Bern

Tel. 031 322 42 27

Fax 031 323 50 01

Internet: <http://www.seco-admin.ch> → Wirtschaftspolitik und Zahlen  
→ Konjunkturpolitik