



## DER AUTOR



**Prof. Dr. Thomas Straubhaar**

*Direktor des HWWI*

*Prof. Dr. Thomas Straubhaar ist Universitätsprofessor für Volkswirtschaftslehre, insbesondere Wirtschaftspolitik, an der Universität Hamburg. 1998 wurde er Direktor des Instituts für Integrationsforschung des Europa-Kolleg Hamburg. Seit 2005 ist er Direktor des Hamburgischen WeltWirtschaftsinstituts (HWWI).*

*Seine Forschungsschwerpunkte sind: Internationale Wirtschaftsbeziehungen, Ordnungspolitik, Bildungs- und Bevölkerungsökonomie.*

## FINANZMARKTKRISE

### Droht eine Deflation?

2008 wird das Jahr der geplatzten Blasen werden. Denn nicht nur den Finanzmärkten ist die Luft ausgegangen. Ebenso stürzten die Preise für Energie und Rohstoffe dramatisch ab. Am 11. Juli hatte der Preis für ein Barrel Öl der Sorte WTI mit 148 US-Dollar noch einen historischen Höchststand erreicht. Heute liegt der Preis unter 70 Dollar. Er hat sich damit mehr als halbiert. Ähnlich sieht es bei dem an den Ölpreis gekoppelten Gaspreis aus. Aber auch die Preise für Rohstoffe und Nahrungsmittel sind zusammengebrochen. Blei und Kupfer kosten nur noch rund zwei Drittel, Nickel und Zink lediglich noch rund die Hälfte dessen, was zu Jahresbeginn bezahlt werden musste. Weizen ist ein Drittel billiger geworden, Baumwolle und Soja ein Viertel, Mais 15 Prozent. Zwar schlagen fallende Rohstoffnotierungen längstens nicht so rasch auf die Verbraucherpreise durch wie steigende. Dennoch werden Benzin, Heizöl oder auch Lebensmittelpreise langsam günstiger.

Offensichtlich ist die Zeit der wachsenden Lebenshaltungskosten vorerst vorbei. Die Inflationsraten sind auf dem Rückzug. Lag die Teuerung im Euroraum in diesem Jahr durchschnittlich noch bei 3,5 Prozent, wird sie schon im Winterhalbjahr deutlich schwächer werden. In Deutschland erhöhten sich die Verbraucherpreise im dritten Quartal 2008 im Vergleich zum Vorquartal bereits mit einer laufenden Jahresrate von nur noch 2,5 Prozent. Noch sorgen hier und dort vereinzelte Zweitrundeneffekte als Folge der Tariflohnsteigerungen für die eine oder andere Preissteigerung. **Aber immer mehr Indizien sprechen für zunehmende Deflationsgefahren für den**

**Euroraum und ganz besonders auch für Deutschland, dem wirtschaftlich größten Land der Europäischen Union.**

Zuallererst zweifelt mittlerweile kaum noch jemand daran, dass sich Europa und Deutschland am Rande einer Rezession befinden. Die Debatte dreht sich zwischen Optimisten und Pessimisten lediglich noch darum, ob sie kurz und schwach oder lang und tief sein wird. In einer Rezession wird der Spielraum für hohe Lohnforderungen und für eine Überwälzung gestiegener Kosten auf die Kunden rasch und spürbar geringer. Das spüren nicht nur Gewerkschaften bei Tarifverhandlungen. Das spüren zunehmend auch der Einzelhandel, die Konsum- und die Investitionsgüterindustrie. Es fällt ihnen zunehmend schwerer, ihre Produkte an verunsicherte Kunden zu verkaufen. Die Lager beginnen sich zu füllen. Rabatte und andere Preisvergünstigungen werden großzügiger. Bereits haben Opel, BMW und andere Autobauer ihre Produktion gedrosselt, weil die Nachfrage wegbriecht. Die sich abzeichnende Abkühlung auf dem Arbeitsmarkt wird ebenso dazu beitragen, dass sowohl der Lohndruck geringer, als auch die Sorge um die Arbeitsplatzsicherheit größer werden. Beides wird dazu führen, dass der Inflationsdruck mit jedem Monat zusätzlich schwächer werden wird.

Ein Weiteres kommt beim privaten Konsum dazu: Die Finanzkrise hat gigantische Vermögen zerstört. Nicht nur die wirklich Reichen, sondern auch viele Kleinanleger sind davon betroffen. Dazu gehören auch alle, die mit Lebensversicherungen oder konservativen Aktienfonds für ihr Alter

vorsorgen. Selbst wenn es beim zerstörten Vermögen meist nur um reine Buchwerte gegangen ist, sind doch viele Vermögensillusionen geplatzt. Wer glaubte, reich zu sein, und sich so manches leisten zu können, wird jetzt wieder vorsichtiger und damit auch bei den täglichen Konsumententscheidungen zurückhaltender. Angstsparen wird häufiger. Auf teure Weihnachtsgeschenke wird verzichtet, das alte Auto wird etwas länger gefahren, als ursprünglich geplant, ein neuer Computer muss noch etwas warten. Besonders Luxusgüter haben schwierige Zeiten mit schwacher Nachfrage vor sich.

**Als Ergebnis wird der private Konsum, der wichtigste Motor der Binnenkonjunktur, stottern. Nach bereits schwachen zurückliegenden Jahren mit wenig bis keinem Wachstum wird vor allem in Deutschland der private Konsum in diesem und wohl auch im nächsten Jahr bestenfalls weiterhin stagnieren, im schlechtesten Fall sogar schrumpfen. Das wird zu Sonderaktionen, Rabattschlachten und Preisdruck am laufenden Band führen. Auch deswegen spricht vieles für zunehmende Deflationstendenzen.**

Die getrübbten Konjunkturaussichten verlangsamen auch die Investitionsbereitschaft und die Exporttätigkeit. Gerade für Deutschland war der Erfolg der Maschinen-, Werkzeug-, Elektro-, Fahrzeug- und Chemieindustrie auf den Weltmärkten ein wesentlicher Treiber des erfolgreichen Konjunkturaufschwungs der letzten Jahre. Die Rezessionsängste in den USA und die Bremsspuren in Südostasien, Russland und Arabien werden die Nachfrage nach europäischen Ausrüstungsgütern stark beeinträchtigen.

Schließlich kommt dazu, dass die Kreditkosten für den Mittelstand aber auch für private Haushalte als Folge der Finanzmarktkrise eher steigen als fallen. Die Bereitschaft wird sinken, unsichere und deshalb risikoreiche Projekte zu finanzieren. Ebenso dürften Anschaffungen auf Pump teurer wer-

den. Durch Kredite finanzierte Käufe von Ausrüstungsgütern, aber auch Konsumgütern, werden deshalb in den kommenden Monaten spürbar zurückgehen.

**Nimmt man das alles zusammen, zeigt sich, dass Deutschland nicht nur am Rande einer Rezession steht. Deutschland wird auch durch starke Deflationsgefahren bedroht. Genau deshalb war es von der Europäischen Zentralbank so richtig, die Zinssätze zu senken, bevor eine Deflationsspirale an Schwung gewinnt.** Deflationstendenzen müssen früh erkannt und bekämpft werden. Sonst droht die Gefahr, dass sie eine starke Eigendynamik entfalten. Erwarten Verbraucher und Unternehmer nämlich, dass das Platzen der Luftblasen bei Vermögenswerten, Energie sowie Rohstoffen und dass die Rezession oder die allgemeine Unsicherheit als Folge der Finanzmarktkrise die Beschäftigung sinken, die Lager anschwellen und die Preise fallen lassen, werden sie ihre Konsumausgaben oder Investitionen aufschieben. Sie wollen nicht heute kaufen, was morgen noch billiger werden könnte. Das lässt die Umsätze zurückgehen. Als Folge wird wiederum und verstärkt die Produktion gedrosselt. Es entstehen neue Überkapazitäten. Sie lassen sich nur durch weitere Preisnachlässe und Rabatte abbauen. Es kommt zu einer sich eigendynamisch verstärkenden Deflationsspirale.

Deflationäre Prozesse zu überwinden, ist schwierig. Der für wirtschaftliche Dispositionen besonders wichtige Realzins steigt bei sinkendem Preisniveau an. Damit wird ein Teufelskreis beschleunigt, weil bei höherem Realzins viele neue Investitionsprojekte unattraktiv und Konsumkäufe immer teurer werden. Die Möglichkeiten der Notenbank darauf zu reagieren, sind beschränkt. Sie kann die nominalen Zinsen senken. Ist jedoch der nominale Leitzins auf dem niedrigst möglichen Niveau von Null, lässt sich der Realzins nicht mehr weiter senken. Es gibt keine negativen Nominalzinsen. Die Notenbank ist am Ende ihres Lateins. Sie kann jetzt nur noch mit ande-

ren Mitteln versuchen, Inflationserwartungen zu erzeugen und mit gezielten Transaktionen Geld in den Kreislauf zu pumpen. Der Kauf von Staatsanleihen und Devisen – notfalls auch durch frisch gedrucktes Geld – ist ein schon fast letztes Mittel, das mit einem dramatischen Wertzerfall der eigenen Währung bezahlt wird. Zudem ist der Erfolg mit diversen Unsicherheiten behaftet. Wenn es um strukturelle Verwerfungen geht, die das Vertrauen der Menschen erschüttern, kann die Geldpolitik meist nur noch geringe Hilfe leisten.

**Weil ein deflationärer Prozess so schwierig zu überwinden ist, sollten Deflationstendenzen bereits im Keime erstickt werden. Leitzinsen müssen gesenkt werden, bevor die Geldpolitik unwirksam wird.** Die japanische Erfahrung der 1990er Jahre zeigt mehr als beispielhaft, wie schmal der Grat zu einer langen Deflationsphase wird, wenn eine Volkswirtschaft mit einem kollabierenden Immobilienmarkt, Milliardenverlusten bei Banken und einer dramatischen staatlichen Rettungsaktion konfrontiert ist und zu lange an zu hohen Zinsen festhält. Japanische Regierung und Notenbank haben zu wenig rasch, zu wenig konzentriert und zu wenig entschlossen auf erste Deflationssignale reagiert. Als dann die Eigendynamik einsetzte, konnten sie nicht mehr verhindern, dass die Deflationserwartungen das Verhalten von Verbrauchern, Investoren und Kreditinstituten bestimmten. Als Folge erlebte Japan ein verlorenes Jahrzehnt mit einer langen Stagnationsphase. Erst als die Zentralbank Not leidende Kredite aufkaufte, besserte sich die Lage langsam.

**Offensichtlich haben die europäischen Notenbanken die japanische Lektion gut gelernt. Sie haben Anfang Oktober rasch und entschlossen die Zinsen gesenkt. Das war eine in jeder Hinsicht richtige Entscheidung. Nun gilt es wachsam zu sein, um ebenso schnell und ebenso konsequent die Zinsen erneut zu senken, sollten sich die heute erkennbaren Deflationsgefahren weiter verschärfen.**