

ALOIS GUGER
ET AL.

■ DEFLATIONSGEFAHR UND AUSWIRKUNGEN AUF DIE WIRTSCHAFTSPOLITIK

Trotz eines Verfalls der Rohwarenpreise, sinkender Produzenten- und stabiler Konsumentenpreise besteht in Europa zur Zeit keine Deflationsgefahr. Mit dem Erreichen der Preisstabilität bildet nun die Bekämpfung der Arbeitslosigkeit das wichtigste wirtschaftspolitische Ziel.

Nach einem halben Jahrhundert des steten Preisauftriebs und nach Perioden, in denen es notwendig erschien, Inflationserwartungen zu brechen, wird heute wieder die Gefahr einer deflationären Entwicklung diskutiert – auch in Medien, die wie der Economist immer Inflationbekämpfung als vorrangiges Ziel erachteten. Tatsächlich sind in den letzten Jahren ein Einbruch der Rohwarenpreise (–35% seit 1990, auf Dollarbasis), ein Rückgang der Produzenten- und stabile Konsumentenpreise zu beobachten. Die Produktionskapazitäten wurden kräftig ausgeweitet, und wichtige Branchen weisen weltweit erhebliche Überkapazitäten auf. Paul Krugman nennt sein neuestes Buch „The Return of Depression Economics“ (1999) und hebt nach Jahrzehnten der Dominanz der Angebotsökonomie, wonach das gesamtwirtschaftliche Angebot seine eigene Nachfrage erzeugt (Say'sches Gesetz), wieder das Keynes'sche Problem eines Mangels an effektiver Nachfrage hervor.

Mit dem Begriff Deflation werden mehrere Bedeutungen verbunden: In der öffentlichen Diskussion wird unter Deflation ein Prozeß sinkenden Preisniveaus verstanden – also das Gegenteil von Inflation, die als Anstieg des Preisniveaus definiert ist. Ökonomen fassen den Begriff Deflation weiter und sprechen auch von deflatorischer Lücke. Sie beschreiben damit eine Situation des Mangels an effektiver Nachfrage, in der durch Kaufzurückhaltung über Multiplikatorprozesse eine Spirale der Produktions- und Beschäftigungseinschränkungen ausgelöst wird. Ein solcher deflationärer Prozeß zieht nicht notwendig einen Preisrückgang nach sich. Zuletzt war Deflation in dieser Ausprägung – Rückgang von Nachfrage, Preisen und Löhnen – in der „Großen Depression“ der Zwischenkriegszeit zu beobachten. Die deflationären Prozesse im Anschluß an die Erdölpreiskrisen in den siebziger Jahren waren dagegen mit steigenden Preisen („cost-push“ inflation) und einer Verlagerung der Kaufkraft in die OPEC-Länder verbunden; sie wurden daher als Stagflation bezeichnet.

Das WIFO veranstaltete am 8. Juli 1999 auf Anregung der Sozialpartner einen Workshop über die Gefahren einer möglichen deflationären Entwicklung und deren Folgen für die Wirtschaftspolitik.

Nach der Überwindung der Nachkriegsinflation bis zur ersten Erdölpreiskrise sahen die meisten Ökonomen und Wirtschaftspolitiker eine mäßige Inflation als eher positiv für die Wirtschaftsentwicklung an, weil sie die Verschiebung der relativen Preise und Löhne im Strukturwandel erleichtert. Seither dominiert jedoch insbesondere unter Geldpolitikern die Meinung, Inflation müsse stets, selbst bei zunehmender Arbeitslosigkeit, bekämpft werden.

Hat aber Deflation tatsächlich geringere Nachteile für den Wirtschaftsprozess als Inflation? Sowohl Inflation als auch Deflation haben vor allem Auswirkungen auf die Vermögensverteilung und die Produktionsentscheidungen:

- Inflation als Prozeß der Geldentwertung benachteiligt die Gläubiger und begünstigt die Schuldner. Unternehmen als Investoren und strukturelle Schuldner werden daher durch Inflation entlastet, während Sparer und Finanzinstitutionen als strukturelle Gläubiger belastet werden. Umgekehrt verschiebt ein Preisrückgang die Vermögensverteilung von den Schuldnern zu den „Rentiers“; mit dem Geldwert steigt der Wert von Finanzanlagen, und die Schuldner müssen real mehr zurückzahlen, als sie geborgt haben.
- Die Produktionsentscheidungen werden durch die Änderung der Vermögensverteilung und durch die Reaktion der Nachfrager auf die Preisexpectationen beeinflusst: Steigende Preise begünstigen Unternehmen als Schuldner, Inflation wirkt daher eher stimulierend auf

Investitions- und Produktionsentscheidungen, während Deflation die Vermögensverteilung zu Schichten mit geringer Ausgabenneigung verlagert und damit die Investitionsneigung dämpft. Der Einfluß der Preisexpectationen auf die Kaufentscheidungen der Verbraucher wirkt in dieselbe Richtung: Inflationserwartungen lösen eher Vorziehkäufe aus, während Deflation eher zum Hinausschieben von Kaufentscheidungen veranlassen dürfte.

Unerwartete Inflation benachteiligt also vor allem Vermögensbesitzer und Sparer („Rentiers“), wirkt aber stimulierend auf den Investitions- und Produktionsprozeß. Unerwartete Deflation benachteiligt dagegen in der ersten Linie Unternehmen als Schuldner und Erwerbstätige, die Arbeit suchen oder vor der Gefahr stehen, den Arbeitsplatz zu verlieren.

Zur Zeit ist in Europa keine Deflation zu beobachten, sondern weitgehend stabile und teils sinkende Preise. Einerseits ist die Weltkonjunktur bedingt durch die Krise in Südostasien und die Konsolidierungspolitik in Europa durch eine Nachfrageschwäche gekennzeichnet, die einen Verfall der Rohwarenpreise zur Folge hatte. Andererseits dämpfen aber auch technische Neuerungen und die Intensivierung des Wettbewerbs durch den Globalisierungsprozeß die Industrie- und Dienstleistungspreise. In den folgenden Beiträgen werden die Ursachen dieser Entwicklung analysiert und wirtschaftspolitische Schlußfolgerungen für die Lohn- und Geldpolitik gezogen.

DEFLATION IN HISTORISCHER PERSPEKTIVE

GÜNTHER CHALOUPEK (BUNDESARBEITSKAMMER)

Die neunziger Jahre brachten in Europa die Rückkehr zur Preisstabilität. Während in den fünfziger und sechziger Jahren, in der Zeit des Wirtschaftswunders, die Inflation niedrig und das Wirtschaftswachstum hoch war, beschleunigte sich in den siebziger und achtziger Jahren der Preisanstieg, das Wirtschaftswachstum ließ nach, und die Arbeitslosigkeit nahm zu. In den neunziger Jahren war schließlich in der Preisentwicklung eine Trendwende zu verzeichnen¹⁾.

Ein längere Zeit gleichbleibendes Preisniveau ist historisch gesehen eine seltene Ausnahme. Wenn eine Be-

schleunigung der Inflation heute wenig wahrscheinlich erscheint, wird andererseits auch das Risiko einer Deflation (nachhaltiger Rückgang der Konsumentenpreise) wieder aktueller.

Da die zweite Hälfte des 20. Jahrhunderts weltweit von einem steigenden Preistrend beherrscht war, wurde die Deflation mehr und mehr zur historischen Reminiszenz. Ihre realen Ausprägungen sind deshalb nur an Daten für die Zwischenkriegszeit oder das 19. Jahrhundert zu beobachten.

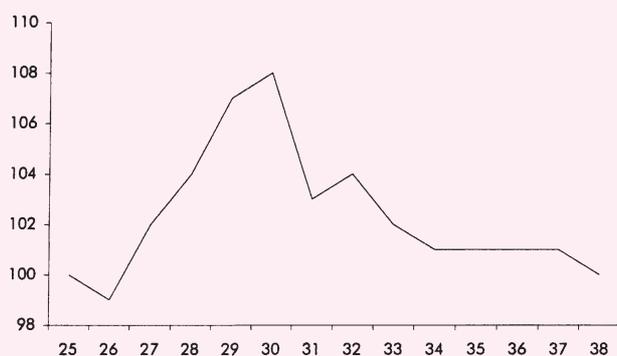
DIE „GROSSE DEPRESSION“

Die Angst vor einer möglichen Deflation und ihren Folgen geht auf die Erfahrungen der Zwischenkriegszeit zu-

¹⁾ Siehe dazu ausführlicher Chaloupek, G., Rosner, P., Zipser, W., „Die Risiken der Deflation und Wege zu ihrer Vermeidung“, Materialien zu Wirtschaft und Gesellschaft, 1999, (71).

Abbildung 1: Entwicklung der Verbraucherpreise in Österreich vor 1938

1925 = 100



Q: Butschek, F., Statistische Reihen zur Österreichischen Wirtschaftsgeschichte, WIFO, Wien, 1997.

rück: Der Preisverfall während der „Großen Depression“ der dreißiger Jahre war ein maßgeblicher Faktor der Verschärfung der Krise.

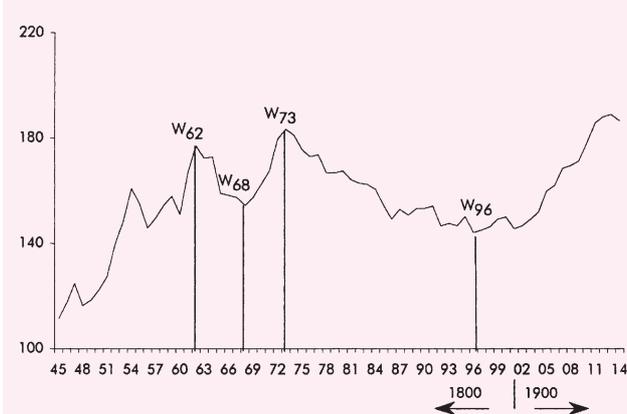
Wenn die Preise auf breiter Front zu sinken beginnen – was z. B. durch Abwertung ausländischer Währungen ausgelöst werden kann –, kann sich dieser Trend über längere Zeit durch die gesamte Binnenwirtschaft fortpflanzen. Ein Umsatzrückgang läßt die Nachfrage der Unternehmen nach Vorprodukten, Rohstoffen und Arbeitskräften sinken. Die steigende Arbeitslosigkeit veranlaßt die Haushalte zur Konsumzurückhaltung, sodaß die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und damit die Umsätze weiter zurückgehen usw. – die Deflationsspirale ist im Gang.

Die entscheidende krisenschärfende Wirkung der Deflationsspirale geht davon aus, daß die Unternehmen nominell fixierte Verbindlichkeiten (Schulden) haben (im Durchschnitt deutlich mehr als die Hälfte ihrer Bilanzsumme), deren Zinsen und Rückzahlungen aus den laufenden Einnahmen finanziert werden müssen. Bei sinkenden Preisen und Umsätzen wird dies für einen wachsenden Teil der Unternehmen unmöglich. Die Folge sind Insolvenzen, welche ihrerseits wieder die Insolvenz von Gläubigerbanken nach sich ziehen können. Dies bedeutet die Vernichtung von Sparguthaben, Anleihetiteln und Aktienwerten, was wiederum die Nachfrage der Haushalte reduziert usw.²⁾.

²⁾ Die Theorie der „deflationären Spirale“ stammt von Irving Fisher, einem Ökonomen aus den USA. Fisher veröffentlichte noch im Februar 1930, also ein halbes Jahr nach dem ersten Einbruch der New Yorker Börse, ein Buch, in welchem er diesen Einbruch als nur kurzfristige Unterbrechung eines anhaltenden Aufwärtstrends bezeichnete und die niedrigen Aktienkurse als günstige Gewinnmöglichkeit sah. Den darauf folgenden Absturz des Dow-Jones-Index erklärte Fisher mit seiner „Debt-deflation-Theorie“ der Depression: Eine überwiegend durch Bankkredite finanzierte starke Expansion kippt aufgrund der immer höheren realen Schuldenlast von einer im Konjunkturzyklus unvermeidlichen Rezession in eine schwere Depression (siehe dazu Tobin, J., „Irving Fisher“, in New Palgrave, Band 2, Macmillan, London, 1987).

Abbildung 2: Entwicklung der Verbraucherpreise in Österreich bis 1914

1840/1844 = 100

Q: Butschek, F., Statistische Reihen zur Österreichischen Wirtschaftsgeschichte, WIFO, Wien, 1997. – W_{ij} . . . Wendepunkt im Jahr ij.

In Österreich war die Deflation in den dreißiger Jahren eher schwach ausgeprägt, die Verbraucherpreise sanken zwischen 1929 und 1933 um knapp 7%. Dennoch schrumpfte das BIP deutlich (1929/1933 –23%). In den USA fiel der Preisverfall wesentlich stärker aus, die Verbraucherpreise sanken zwischen 1925 und 1933 um mehr als 25%.

DEFLATION IM 19. JAHRHUNDERT

Vor allem das letzte Viertel des 19. Jahrhunderts (1873/1896) war in Österreich und in vielen anderen Ländern eine lange Periode des Preisverfalls. Obwohl in diesem Zeitraum das BIP in Österreich um durchschnittlich 2,5% pro Jahr bzw. insgesamt um 75% zunahm, wurde diese Zeit der Deflation von den Zeitgenossen als Stagnation wahrgenommen. Mit der Überwindung der Depression der siebziger Jahre trat insofern keine Rückkehr zum gewohnten Muster des Konjunkturverlaufs ein, als das Preisniveau in den achtziger Jahren weiter sank und auch die Zinssätze sinkende Tendenz hatten. „Früher war es ein Erfahrungssatz“, schreibt Max Wirth in der Denkschrift „Wien 1848–1888“, „daß billige Preise und niedriger Zinssatz den Anstoß zur Besserung der Geschäfte, zur Belebung des Unternehmungsgeistes geben. In der Periode 1882 bis 1887 aber war der Zinsfuß fast permanent auf eine Tiefe gesunken, von welcher in der Handelsgeschichte kein Beispiel zu finden ist. In gleicher Weise waren die Preise vieler Waren gefallen. Je größer der Vorrat an flüssigem Kapital, je tiefer der Zinssatz, je billiger die Preise, umso weniger wagten sich Kapitalisten und Unternehmer in neue Spekulationen. Es schien, als ob die Prinzipien der Wirtschaft, die bisherigen Regeln des menschlichen Handels und Wandels umgekehrt worden

wären“³⁾). Dieses Zitat ist eine ziemlich präzise Antizipation der Keynes'schen Liquiditätsfalle.

Ab 1897 folgte eine längere Inflationsperiode, die in der zeitgenössischen Einschätzung als Periode des dynamischen Fortschritts gilt. Aus den BIP-Daten ergibt sich ein durchschnittliches Wachstum von 2,4% p. a. – also etwa gleich viel wie in der Deflationszeit.

Wenngleich die historischen BIP-Daten mit Vorsicht interpretiert werden müssen, zeigt die Erfahrung des 19. Jahrhunderts jedoch, daß Deflation nicht notwendigerweise mit einem Produktionsrückgang Hand in Hand gehen muß.

SCHLUSSFOLGERUNGEN

Die Erfahrungen aus der „Großen Depression“ 1929/1938 sind heute nicht direkt relevant, da eine solche Zu-

³⁾ Wirth, M., „Volkswirtschaftliche Entwicklung“, in „Wien 1848–1888. Denkschrift zum 2. Dezember 1888, herausgegeben vom Gemeinderathe der Stadt Wien“, Wien, 1888, Band 2, S. 176.

spitzung der Entwicklung sehr unwahrscheinlich erscheint. Ein weiterer wesentlicher Unterschied besteht darin, daß durch die Schaffung der Europäischen Währungsunion die Geld- und Währungspolitik für den europäischen Großraum zentralisiert ist. Auch abgesehen davon hätte Österreich heute in dieser Hinsicht deutlich mehr Handlungsspielraum als in der Ersten Republik, als die außenwirtschaftliche Flanke eine extreme Schwachstelle bildete. Für ein nationalstaatliches und/oder gesamteuropäisches Gegensteuern durch expansive Fiskal- und Geldpolitik gibt es von dieser Seite erheblich größeren Spielraum. Andererseits sind zur Zeit die Staatsschuldenquoten hoch, sodaß die Fiskalpolitik kaum zur Konjunkturstimulierung beitragen kann (z. B. Japan).

Real ist nach den Erfahrungen Japans jedenfalls die Gefahr einer hartnäckigen Stagnation. Dieses Risiko muß ernstgenommen werden. Die Wirtschaftspolitik hat die Aufgabe, ein Abgleiten der Wirtschaft in die Deflation zu vermeiden.

DAS DEFLATIONSPROBLEM AUS DER SICHT DER ARBEITGEBER

JOACHIM LAMEL (WIRTSCHAFTSKAMMER ÖSTERREICH)

Angesichts der Krisen in Asien, Lateinamerika und Osteuropa wurde vermehrt auf eine Deflationsgefahr für Europa hingewiesen. In der internationalen wirtschaftspolitischen und wirtschaftswissenschaftlichen Diskussion nahm der Gebrauch des „D-word“ inflationär zu, und immer häufiger wurde gemeint, daß die Ingredienzien für einen Deflationscocktail bereitstünden.

Vor allem unter dem Aspekt der Schaffung einer gemeinsamen europäischen Währung muß sich diese Diskussion auf die europäische Dimension beziehen bzw. auf Österreich als Teil der EU und des Euro-Raums. Die Wirtschaftskammer Österreich sieht derzeit keine Gefahr einer Deflation in Europa. Ein Rückgang der Preissteigerungsraten – ein explizites politisches Ziel – ist nicht negativ zu bewerten, solange er nicht in die „Deflationsspirale“ führt. Disinflation, eben die Verlangsamung der Teuerung, ist keine Deflation.

Die derzeit geringe Inflation in Europa hat mehrere Ursachen: Einmal hängt sie mit dem Erreichen der Maas-

tricht-Kriterien und mit der Einhaltung der Kriterien des Stabilitätspaktes zusammen, zum anderen sind die Liberalisierung wichtiger Märkte wie Telekommunikation und Energie sowie niedrigere Importpreise dafür verantwortlich. Die Verlangsamung des Preisanstiegs ist die Konsequenz aus diesen Entwicklungen und zeigt sich auch in den einzelnen Komponenten des Harmonisierten Verbraucherpreisindex. Bereits im Frühjahr 1999 gab es jedoch wieder deutliche Anzeichen für ein neuerliches Anziehen der Energiepreise. Dies wirkt in Richtung einer Stabilisierung, eine merkliche Zunahme des Preisauftriebs ist aber dadurch nicht zu erwarten. In diesem Zusammenhang spielt auch die Wechselkursentwicklung des Euro eine Rolle.

Selbst wenn jedoch die Preise auf breiter Basis dauerhaft sinken, entsteht eine deflatorische Preisentwicklung nur dann, wenn auch gleichzeitig die Einkommen sinken. Dies ist jedoch nicht der Fall: sowohl in der EU als auch in Österreich haben sie steigende Tendenz. In Öster-

reich wird für 1999 ein reales Wachstum der Nettomaseneinkommen von 3% erwartet. Von der Steuerreform 2000 und dem „Familienpaket“ werden zusätzlich expansive Effekte auf die Masseneinkommen ausgehen. Niedrige Preissteigerungsraten haben überdies einen positiven Effekt auf die Realeinkommen und die Kaufkraft. Eine weitere Voraussetzung für das Entstehen der deflatorischen Lücke, nämlich eine Konsumzurückhaltung bzw. ein Nachfrageausfall, ist nicht – oder zumindest nicht mehr – gegeben. Die Daten zeigen nach wie vor ein anhaltendes Wachstum der Inlandsnachfrage im Euro-Raum, vor allem der private Verbrauch entwickelt sich positiv.

Auch unabhängig von akuter Deflationsgefahr soll aber überlegt werden, mit welchen Maßnahmen die Wirtschaftspolitik den schädlichen Wirkungen einer Deflation begegnen kann. Prinzipiell könnte die Fiskalpolitik die Ausgaben der öffentlichen Haushalte am Wachstum des gesamtwirtschaftlichen Produktionspotentials orientieren bzw. eine erlahmende Ausgabenneigung beleben. Bedeutender ist in diesem Zusammenhang jedoch die Geldpolitik: Die Steuerung der monetären Expansion sollte sich an mittelfristigen Größen wie etwa dem zu erwartenden Wachstum des Produktionspotentials orientieren. Es sollte gewährleistet sein, daß der monetäre Spielraum ausreichend ist, jedoch nicht zu groß, damit nicht die Basis für eine inflationäre Entwicklung in der Zukunft gelegt wird. Hinsichtlich des Instruments des Zinssatzes besteht eine Asymmetrie im Hinblick auf die Bekämpfung von Inflation und Deflation: Im Falle von Deflationsgefahr wird die Notenbank den Zinssatz senken, um die Investitionstätigkeit und die Wirtschaftsaktivität zu fördern. Der nominelle Zinssatz kann von der Notenbank jedoch nur bis auf Null gesenkt werden. Im Falle der Deflation hieße das, daß der reale Zinssatz gleich der Rate des Rückgangs des Preisniveaus

wäre, was eine Deflation-Rezessionsspirale auslösen könnte.

In Europa herrscht Preisstabilität, nicht Deflationsgefahr. Aus der Sicht der Wirtschaftskammer kommt es jetzt darauf an, die günstigen Rahmenbedingungen für eine Ausweitung der Investitionen, eine Wachstumsbeschleunigung und eine Zunahme der Beschäftigung zu nutzen. Die Verantwortung für die Geldpolitik ist mit dem 1. Jänner 1999 auf die EZB übergegangen. Sie hat bereits mit Zinssenkungen und einer Ausweitung der Geldmenge positive Signale gesetzt. Angesichts nunmehr wieder steigender Rohstoffpreise erscheinen weitere Zinssenkungen in absehbarer Zeit unwahrscheinlich. Die Fiskalpolitik wiederum liegt bei den einzelnen Teilnehmerländern der Währungsunion. Allerdings ist der fiskalpolitische Spielraum europaweit eher gering. Damit nimmt die Lohnpolitik eine zentrale Rolle ein. Dabei ist zu berücksichtigen, daß auch die Preise von Industrieerzeugnissen (ohne Energie) im harmonisierten Verbraucherpreisindex nur sehr schwach steigen (I. Quartal 1999 +0,8%) und damit zur allgemeinen Preisstabilität in Europa beitragen. Dieser Beitrag zur Preisstabilität wird von den Unternehmen häufig als Preiserosion ihrer Erzeugnisse erlebt. Die Erzeugerpreise von Industrieprodukten waren in der Euro-Zone im Mai 1999 um 1,4% niedriger als ein Jahr zuvor. Der Spielraum für die Lohnpolitik wird durch diese Preisentwicklung eingeschränkt.

Angesichts der noch immer bestehenden Unsicherheiten über die weltweite Konjunktur sollten die Vorteile aus niedriger Inflation und Produktivitätssteigerung aus Sicht der Wirtschaftskammer in erheblichem Maße in den Preisen weitergegeben werden. Damit wird einerseits die Preisstabilität gewahrt, andererseits die Wettbewerbsposition der heimischen Industrie gestärkt und so der Wirtschaftsaufschwung unterstützt.

DEFLATION ALS AKTUELLE HERAUSFORDERUNG FÜR WIRTSCHAFTS- UND GELDPOLITIK?

PETER MOOSLECHNER (OESTERREICHISCHE NATIONALBANK)

Wenn das Deflationsphänomen in der medialen Diskussion der jüngeren Vergangenheit starke Aufmerksamkeit gefunden hat⁴⁾, so geht das auf eine Reihe Faktoren zu-

rück. Dazu gehört sicher, daß erstmals seit langer Zeit in den Industrieländern sehr niedrige Inflationsraten und in einzelnen Bereichen, Ländern oder Zeitabschnitten ein absoluter Rückgang des Preisniveaus zu verzeichnen sind.

Die öffentliche Diskussion der Gefahren von Deflation läßt jedoch enorme Unsicherheiten erkennen, wie man

⁴⁾ Vgl. dazu insbesondere den vielbeachteten Artikel im *Economist* (1999) sowie etwa den Diskussionsbeitrag von Reich (1998) in der *Financial Times*.

mit dieser Entwicklung umgehen soll und welche ökonomische Bedeutung ihr zukommt. Dabei wird „Deflation“ ganz unterschiedlich verstanden, und folglich kommt man – nicht überraschend – zu unterschiedlichen Einschätzungen und Schlußfolgerungen.

Vielleicht stellt sich zunächst aber gar nicht primär die Frage, ob es derzeit Deflation gibt oder nicht. Relevanter erscheinen vielmehr die Gesichtspunkte,

1. welche unterschiedlichen Sichtweisen bzw. Zugänge zum Deflationsphänomen erkennbar sind
2. und welche Konsequenzen sich daraus für die Wirtschaftspolitik ergeben.

Konkretisiert am Beispiel der Geldpolitik soll diesen beiden Gesichtspunkten in diesem Beitrag kurz nachgegangen werden.

WORIN BESTEHT DAS MEDIAL UND WIRTSCHAFTSPOLITISCH DISKUTIERTER DEFLATIONSPROBLEM?

Stark vereinfacht läßt die Diskussion des Deflationsphänomens drei Varianten erkennen, die sich in ihren Konsequenzen für die Wirtschaftspolitik deutlich unterscheiden:

- Die erste Position sieht sehr niedrige, teilweise sogar negative Inflationsraten, führt das jedoch überwiegend auf – vorübergehende? – Sondereffekte (z. B. Energie- und Rohstoffpreise) zurück. Außerdem weisen die vorliegenden Prognosen auf keine weitere Verschärfung der Situation hin. Deflation ist also nicht in Sicht, wir haben es mit einem vorübergehenden Zusammentreffen von Einflüssen auf die Preisentwicklung zu tun⁵).
- Eine zweite Einschätzung betont, daß die Gleichsetzung von Deflation mit der Preisentwicklung jedenfalls ein viel zu enger Ansatz sei. Ein sinkendes Preisniveau bilde nur die Oberfläche tieferliegender realer Probleme⁶). Vor allem ist die Gesamtnachfrage zu gering, um die Arbeitslosigkeit substantiell abzubauen. Eine tendenziell restriktive Wirtschaftspolitik in Europa verschärft die Lage, und durch Meßfehler sind die ausgewiesenen Inflationsraten überhöht. Deflation wird als ein strukturelles Problem gesehen, als Gefahr eines selbstverstärkenden Prozesses nach unten, der – wie etwa in der Weltwirtschaftskrise (Kindleberger, 1973) – außer Kontrolle geraten kann.

⁵ Siehe dazu etwa *Institut der deutschen Wirtschaft* (1998) und *Krugman* (1998).

⁶ Diese Sicht findet sich etwa bei *Flassbeck* (1998) und im angesprochenen *Economist*-Artikel, tendenziell aber auch bei *Greenspan* (1998).

- Ein dritter Zugang stützt sich stark auf das Beispiel Japan. Japan ist der Fall einer tatsächlichen (Preis-)Deflation, allerdings bisher ohne ausgeprägte kumulative Effekte. Die Wirtschaftspolitik erweist sich als machtlos, aus dieser Situation herauszuführen. Ökonomisch ist Japan freilich eher das Beispiel für ein „Unterbeschäftigungsgleichgewicht“. Makroökonomische Gleichgewichte müssen – gemessen an wirtschaftspolitischen Zielen – eben nicht notwendigerweise „gut“ sein, können trotzdem aber sehr beharrlich sein (*OECD*, 1998).

Sind diese Sichtweisen der aktuellen Deflationsdiskussion und deren wirtschaftspolitische Implikationen relevant? Durchaus ohne eventuelle Deflationsrisiken zu vernachlässigen, dürften die tatsächlichen wirtschaftspolitischen Herausforderungen für Europa heute andere sein, als es die Deflationsdiskussion nahelegt.

ÄNDERUNG DES ANFORDERUNGSPROFILS FÜR DIE WIRTSCHAFTSPOLITIK

Die wesentlichen Herausforderungen für die Wirtschaftspolitik liegen heute dort, wo es um die Anpassung an Strukturveränderungen und um Änderungen der Funktionsweise von Volkswirtschaften geht. Sehr deutlich arbeiten diesen Gesichtspunkt *Akerlof – Dickens – Perry* (1996A) in „The Macroeconomics of Low Inflation“ heraus. Freilich steht diese Arbeit auch drei Jahre später immer noch weitgehend allein, und die darin angesprochenen Gesichtspunkte wurden noch zu wenig aufgegriffen und weiterentwickelt.

Wie die Geschichte lehrt, tendiert jede Wirtschaftspolitik dazu, „vergangene Schlachten nochmals zu schlagen“. Das ist vermutlich in einer Welt geprägt durch Unsicherheit, Schocks und ständig neue Anforderungen auch kaum veränderbar. In diesem Sinne ist die Wirtschaftspolitik von heute durch die Inflationserfahrungen der vergangenen zwei Jahrzehnte geprägt, und erst ein längerer Lernprozeß wird zeigen, ob in dieser Hinsicht eine langsame Veränderung möglich und gerechtfertigt ist.

Dagegen lassen sich konkrete Veränderungen des Anforderungsprofils für die Wirtschaftspolitik schon heute an Beispielen illustrieren:

- Die USA befinden sich 1999 im neunten Jahr eines Wirtschaftsaufschwungs, der Jahr für Jahr stärker war und länger anhielt als vorher erwartet. Trotz hohen Wachstums, ungewöhnlich niedriger Arbeitslosigkeit und hoher Kapazitätsauslastung blieb jedoch die Inflationsrate niedrig.
- Angesichts immer häufigerer Instabilitäten auf den Finanzmärkten erscheint „asset price inflation“ heute als möglicherweise viel wichtigerer Auslöser für Deflationseffekte. Wodurch die Preisentwicklung von Ver-

mögenstiteln bestimmt wird, dafür fehlt uns noch ein gesichertes Verständnis. Wie soll sich die Wirtschaftspolitik inzwischen dazu verhalten?

- Wesentliche Anpassungen in einer Volkswirtschaft gehen auf Veränderungen der relativen Preise zurück. Diese erfolgten bisher im wesentlichen durch unterschiedliche Preissteigerungsraten. Zwar gibt und gab es immer auch einzelne Güter, deren Preise absolut sinken, wie verhalten sich aber Haushalte und Investoren, wenn bei niedriger Inflationsrate gleichzeitig die Preise vieler Güter absolut sinken?
- Ein wichtiger Punkt ist schließlich, daß anhaltend niedrige Inflationsraten einen erheblichen Anpassungsbedarf für viele institutionelle Rahmenbedingungen – von der Lohnbildung bis zur Gläubiger-Schuldner-Beziehung – bedeuten.

Die intensive Diskussion dieser und ähnlicher Gesichtspunkte erscheint für die Wirtschaftspolitik derzeit in vieler Hinsicht zielführender als eine fundamentale Deflationsdiskussion, so sehr diese sicher ihre analytische Berechtigung hat.

GELDPOLITIK UNTER DEN VORAUSSETZUNGEN NIEDRIGER INFLATIONSRATEN, PREISSTABILITÄT ODER DEFLATION

Mehr als für andere Bereiche der Wirtschaftspolitik bedeutet die Deflationsproblematik für die Geldpolitik eine Herausforderung. Diese wird in Europa verstärkt durch den Übergang zu einer Europäischen Währungsunion mit einheitlicher Geldpolitik, die mit Veränderungen der geldpolitischen Strategie und des geldpolitischen Instrumentariums verknüpft ist.

Grundsätzlich lößt die geldpolitische Strategie des ESZB erkennen, daß sie sich des Deflationsproblems sehr wohl bewußt ist (EZB, 1999A). Die Definition von Preisstabilität, der eine wesentliche Rolle zukommt, stellt explizit auf Preissteigerungsraten „unter 2%“ ab und schließt damit ein Sinken des Preisniveaus aus. Anders als in den Konzepten des inflation targeting oder einer primären Geldmengenorientierung kommt gleichzeitig einer makroökonomisch umfassenden Inflationsprognose und einer großen Zahl anderer Indikatoren wichtige Bedeutung zu.

Daraus ergibt sich, daß niedrige oder sogar negative Inflationsraten nicht isoliert, sondern im makroökonomischen Zusammenhang und in ihrer historischen Einordnung zu bewerten sind. Für die Einschätzung des Jahres 1999 werden damit gleichermaßen Sondereffekte – wie Energiepreise oder Wettbewerbseffekte des Binnenmarktes – und die Prognose nicht weiter sinkender Inflationsraten bedeutsam. *Brinner* (1999) erweitert mit seiner

Analyse der Bedeutung (positiver) Produktivitätsschocks für die Inflationsentwicklung in den USA dieses Bild um einen wesentlichen Gesichtspunkt.

Trotzdem bleibt die Frage, wieweit sich eine erfolgreiche, an Preisstabilität orientierte Geldpolitik nicht notwendigerweise „ihr eigenes Grab schaufelt“ oder – wie am Beispiel der USA vielfach behauptet – durch die Interaktion von Geldpolitik und Finanzmarkterwartungen zu einer „Selbstfesselung“ führt?

Diese Aspekte werfen jedenfalls eine Reihe neuer Fragen im Bereich des geldpolitischen Instrumentariums (*Johnson – Small – Tryon*, 1999) und der Transmissionsmechanismen auf, die derzeit noch nicht befriedigend beantwortet sind:

- Eignen sich geldpolitische Instrumente für unterschiedliche Inflationsphasen und unterschiedliche Zinsphasen unterschiedlich gut?
- Sind die Reaktionen von wichtigen Akteuren (Banken, Unternehmen, Haushalte) unter unterschiedlichen Preis-Zins-Voraussetzungen und in Abhängigkeit von unterschiedlichen Instrumenten verschieden?
- Welche Transmissionsmechanismen sind unter diesen Bedingungen wichtig, und was weiß man dazu aus einer Analyse, die stark auf den Zinsmechanismus konzentriert war/ist?

Die Geldpolitik des ESZB verfügt jedenfalls über alle instrumentalen Rahmenbedingungen (EZB, 1999B), um flexibel auf unterschiedliche Anforderungen und Voraussetzungen reagieren zu können. Was bleibt, ist die grundlegende Unsicherheit, wieweit unser ökonomisches Verständnis dieser neuen Rahmenbedingungen heute schon ausreicht, um darauf Antworten zu finden. Keinesfalls ist dies ein spezifisches Problem der durch die Währungsunion neu gestalteten Geldpolitik in Europa. Ganz im Gegenteil ist die Wirtschaftspolitik weltweit gefordert, sich der drängenden Frage nach der Veränderung des Anforderungsprofils durch die veränderte Situation zu stellen.

LITERATURHINWEISE

- Akerlof, G., Dickens, W., Perry, G. (1996A), „The Macroeconomics of Low Inflation“, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1996, (1).
- Akerlof, G., Dickens, W., Perry, G. (1996B), „Low Inflation or No Inflation: Should the Federal Reserve Pursue Complete Price Stability?“, *Brookings Policy Brief*, 1996, (4).
- Anderton, R., „Did the Underlying Behaviour of Inflation Change in the 1980s? A Study of 17 Countries“, *Weltwirtschaftliches Archiv*, 1997, (1).
- BHF-Bank, „Deflation: Ein Schreckgespenst geht um“, *Wirtschaftsdienst*, 1998, (1878).
- Brinner, R., „Is Inflation Dead?“, *New England Economic Review*, 1999, (January/February).

- Chaloupek, G., Rosner, P., Zipser, W., „Die Risiken der Deflation und Wege zu ihrer Vermeidung“, Materialien zu Wirtschaft und Gesellschaft, 1999, (71).
- The Economist, Deflation and all that and could it happen again?, 20. Februar 1999.
- EZB (1999A), „Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems“, EZB-Monatsbericht, 1999, (Jänner).
- EZB (1999B), „Der Handlungsrahmen des Eurosystems: Beschreibung und erste Beurteilung“, EZB-Monatsbericht, 1999, (Mai).
- Flassbeck, H., „Europa auf dem Weg in die Deflation?“, Wirtschaftsdienst, 1998, (VIII).
- Greenspan, A., Problems of Price Measurement, Annual Meeting of the American Economic Association, Chicago, 1998.
- Institut der deutschen Wirtschaft, „Deflation: Nur für notorische Pessimisten“, Informationsdienst, 3. Februar 1998.
- Johnson, K., Small, D., Tryon, R., Monetary Policy and Price Stability, Oesterreichische Nationalbank, 1999 (mimeo).
- Kindleberger, Ch., The World in Depression 1929-1939, London, 1973.
- Krugman, P., Can Deflation Be Prevented?, <http://web.mit.edu/krugman/www/deflator.html>.
- Krugman, P., Deflationary Spirals, <http://web.mit.edu/krugman/www/spiral.html>.
- Krugman, P., „Don't Worry About Deflation“, Fortune, 2. Februar 1998.
- OECD, Economic Survey of Japan, Paris, 1998.
- Reich, R., Deflation: The Real Enemy, Financial Times, 15. Jänner 1998.
- Wohlers, E., „Deflation – viel Lärm um nichts?“, Wirtschaftsdienst, 1998, (VIII).

GELDPOLITIK BEI PREISSTABILITÄT

FRANZ R. HAHN

Seit den siebziger Jahren hat die Geldpolitik in Praxis und Wissenschaft einen grundlegenden Bedeutungswandel erfahren. In den sechziger und frühen siebziger Jahren orientierte sie sich am Phillipskurven-Postulat eines langfristigen Trade-offs zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit (bzw. Beschäftigung oder Output). Die Stagflationserfahrungen in den siebziger Jahren (Beschleunigung der Inflation und gleichbleibende bzw. sogar steigende Arbeitslosigkeit) untergruben nicht nur aus Sicht der theoretischen, sondern auch der praktischen Geldpolitik die Glaubwürdigkeit des Phillipskurven-Zusammenhangs nachhaltig und leiteten einen Paradigmenwechsel sowohl in der Politik als auch in der Wissenschaft ein.

Seither herrscht eine Orientierung der Geld- und Währungspolitik an dem ausschließlichen Ziel der Preisstabilität vor. Das allgemeine Preisniveau gilt als die einzige gesamtwirtschaftliche Größe, die von der Geldpolitik langfristig bestimmt werden kann. Als zentrale geldpolitische Aufgabe der Notenbanken wird deshalb die (langfristige) Inflationsprävention angesehen. Dies schließt durchaus – soweit es zur Sicherung von langfristiger Preisstabilität beiträgt – die Output- bzw. Konjunktur Stabilisierung ein. Aktivistische Geldpolitik im Sinn des traditionellen Phillipskurven-Zusammenhangs wird jedoch von den modernen Notenbankpraktikern (und ganz besonders von den modernen Geldtheoretikern) als ineffizient und daher als gesamtwirtschaftlich unerwünscht angesehen. Sie erhöht, so wird argumentiert, die (Trend-)Inflation, nicht aber die Beschäftigung.

Die Neugestaltung der institutionellen Grundlagen moderner Notenbanken (z. B. des Europäischen Systems der Zentralbanken – EZSB) ist ohne Kenntnis des Bedeutungswandels der Geldpolitik seit den siebziger Jahren nicht nachvollziehbar. Die zentrale Voraussetzung für eine ausschließlich bzw. vorrangig auf langfristige Inflationsprävention ausgerichtete Geldpolitik ist eine sehr niedrige Zeitpräferenzrate der Geldpolitiker (d. h. viel Geduld), da die erwünschte Stabilitätswirkung der Geldpolitik auf Output und Inflation stark zeitverzögert einsetzt (der Output reagiert bis zu 1 Jahr, die Inflation 2 Jahre nach der geldpolitischen Intervention). Angesichts der kurzen Wahlzyklen sind Politiker in modernen Demokratien zu einer durchschnittlich sehr hohen Zeitpräferenz geradezu gezwungen. Viele Staaten bzw. deren Parlamente – auch in der EU – haben daher die Verantwortung einer auf Inflationsprävention abzielenden Geldpolitik an „Technokraten“ mit niedriger Zeitpräferenz (ausreichend lange bzw. überlappende Funktionsperioden) übertragen und diese durch ökonomische und politische Unabhängigkeit dem unmittelbaren Zugriff der Politik mit wesentlich höherer Zeitpräferenz entzogen. Nahezu alle Notenbanken der westlichen Industriestaaten (z. B. in der EU) wurden nach diesen Grundsätzen in den achtziger bzw. neunziger Jahren restrukturiert.

Die geldpolitischen Strategien der meisten westlichen Notenbanken sind somit in den neunziger Jahren geprägt vom Ziel der Stabilisierung der Inflationsrate auf niedrigem Niveau (etwa 2% bis 2,5%) – unabhängig da-

von, ob sie nun ein direktes Inflationsziel (wie z. B. Großbritannien), ein Geldmengenziel (wie z. B. die Schweiz oder Deutschland vor dem Eintritt in die Währungsunion) oder ein Wechselkursziel (wie Österreich vor Inkrafttreten der WWU) verfolgen. Die meisten Notenbanken verwenden zudem überwiegend einen Notenbankzinssatz – in den USA z. B. die Federal Funds Rate oder in der Europäischen Währungsunion den Repo-Satz – als zentrales Instrument der Geldpolitik.

Vor diesem Hintergrund ist seit einigen Jahren in den meisten Industriestaaten eine deutliche Verlangsamung der Inflation zu beobachten. Zum Teil nähert sich die Inflationsrate Null oder ist sogar negativ. Parallel dazu sanken die Zinssätze – insbesondere im kurzfristigen Bereich – deutlich, in Japan sind sie zur Zeit praktisch Null.

Das Erreichen von Preisstabilität und das gelegentliche Unterschreiten dieses Ziels werfen Fragen zur angemessenen Ausrichtung der Geldpolitik in diesem geänderten Umfeld auf. Im Mittelpunkt steht die Befürchtung, daß die Geldpolitik bei stabilen oder sinkenden Preisen an Wirksamkeit verlieren könnte, vor allem wenn bereits sehr niedrige kurzfristige Zinssätze die Reaktionsbereitschaft der privaten Haushalte bzw. des Unternehmenssektors, aber auch des Bankensektors auf geldpolitische Anreize zusätzlich verringern. Diese Diskussion läßt das Problem der Deflationsgefahr bzw. der „Liquiditätsfalle“

Für die meisten Länder mit niedriger Inflationsrate wird die Gefahr einer drohenden Deflation – zumindest zur Zeit – als sehr gering bis nicht existent eingestuft. Derzeit gibt es keine Anzeichen, daß private Haushalte oder Unternehmen Konsum- bzw. Investitionsausgaben aufgrund einer erwarteten Deflation in die Zukunft verlagern würden. Alle Indikatoren (z. B. Aktienkurse, langfristige Zinssätze) deuten darauf hin, daß zumindest auf den Finanzmärkten der Preisrückgang als vorübergehendes Phänomen bewertet wird. Er hat sich somit noch nicht als bestimmend für die Erwartungsbildung erwiesen.

aktuell werden. Rückläufige Preise könnten durch entsprechende Erwartungen – z. B. würde ein beobachteter Preisrückgang als Trend in die Zukunft fortgeschrieben (primär „adaptive Erwartungsbildung“) – eine Deflationsspirale auslösen, die jede Geldpolitik wirkungslos macht. Durch die Nominalzinsschranke – nominelle Zinssätze können nicht negativ werden – steigen bei Deflation die Realzinssätze zwangsläufig; die daraus resultierende Rezession verstärkt den Deflationsprozeß, der

letztlich in einer Deflationsspirale mündet. Viele Ökonomen sehen Japan dieser Gefahr nahe, nicht zuletzt weil sie eine ausgeprägte Aversion der japanischen Notenbank gegenüber einer Politik von „managed inflation“ vermuten.

Zentrale Aufgabe und zentrales Problem der Geldpolitik bei niedriger Inflation ist daher – aus der Sicht der Mainstream-Ökonomie – die Stabilisierung der langfristigen Inflationserwartungen auf dem erreichten niedrigen Zielniveau und damit die Verhinderung von Deflationserwartungen (bzw. Inflationserwartungen), die sich allenfalls durch einen temporären Preisrückgang (bzw. Preisanstieg) selbst verstärken. Dies kann wirkungsvoll dadurch erreicht werden, daß die Zentralbank explizit einen Zielwert für die Inflationsrate festlegt und zum Mittelpunkt ihres geldpolitischen Handelns macht. Der Über- wie der Unterschreitung des Inflationsziels muß gleichermaßen konsequent und präventiv durch entsprechenden geldpolitischen Instrumenteneinsatz (z. B. rechtzeitige Änderung des zentralen Notenbankzinssatzes) entgegengewirkt werden. Die Stabilisierungswirkung kann durch Bekanntgabe des Inflationsziels und die Verwendung von Inflationsprognosen als geldpolitisches Zwischenziel wesentlich verstärkt werden. Die Inflationsprognose kann, falls ein enger Zusammenhang zwischen Inflation und Inflationsprognose besteht (die zentrale Voraussetzung für das Funktionieren einer Inflationszielstrategie), damit als „nomineller Anker“ für die Inflationserwartungen der Öffentlichkeit dienen. Wird eine solche geldpolitische Strategie als glaubwürdig empfunden, so kann sich über die Stabilisierung der Inflationserwartungen etwa eine Konjunkturabschwächung weniger stark auf die aktuelle Preisentwicklung niederschlagen.

Die praktischen Erfahrungen mit der Inflationszielstrategie sind noch nicht so umfassend, daß sie endgültige Schlüsse über deren Tauglichkeit zur effizienten geldpolitischen Strategie gerade bei niedriger Inflation zulassen würden (Bermanke et al., 1999). Unter den in der Praxis angewandten geldpolitischen Strategien wahrt sie allerdings den gesamtwirtschaftlichen Nutzen von Preisstabilität bzw. niedriger Inflation und gleichzeitiger Sicherung der Wirksamkeit von Geldpolitik am ehesten. Ein historisches Beispiel hierfür ist Schweden, das in den dreißiger Jahren u. a. durch eine spezifische Form der Inflationszielpolitik von den verheerenden Folgen der Deflation und der Weltwirtschaftskrise großteils verschont blieb (Jonung, 1979).

LITERATURHINWEISE

Bermanke, B. S., Laubach, Th., Mishkin, F. S., Posen, A. S., Inflation Targeting – Lessons from the International Experience, Princeton University Press, Princeton, NJ, 1999.

Jonung, L., „Knut Wicksell's Norm of Price Stabilization and Swedish Monetary Policy in the 1930's“, Journal of Monetary Economics, 1979, 5(4).

HERAUSFORDERUNGEN FÜR DIE LOHNPOLITIK IN DER WÄHRUNGSUNION

LOHNFLEXIBILITÄT ALS ERSATZ FÜR WECHSELKURSVERÄNDERUNGEN

EWALD WALTERSKIRCHEN

Eine einheitliche Währung bedeutet unwiderruflich feste Wechselkurse zwischen den Teilnehmerländern. Das Wechselkursinstrument steht damit nicht mehr zur Verfügung, um nationale wirtschaftliche Schwierigkeiten zu überwinden. Zur Bewältigung von Problemen und Schocks muß deshalb die Flexibilität der Löhne eingesetzt werden.

Verlusten an Wettbewerbsfähigkeit und einer Zunahme der Arbeitslosigkeit kann ein Land durch niedrigere Lohnsteigerungen ebenso wie durch eine Senkung der Lohnnebenkosten, verstärkte Rationalisierung und andere standortpolitische Maßnahmen gegensteuern.

Soweit die Lohnflexibilität dem Ausgleich nationaler und branchenspezifischer Schwierigkeiten und Schocks dient, hat sie eine wichtige und positive Anpassungsfunktion. Eine gewisse Gefahr könnte jedoch darin liegen, daß einzelne Länder – analog zu einer aggressiven Abwertung – durch besonders zurückhaltende Lohnpolitik Wettbewerbsvorteile gewinnen wollen.

DROHT EIN „LOHNDUMPING“ IN DER WWU?

Die Länder der Euro-Zone können dauerhafte und ständig zunehmende preisbestimmte Wettbewerbsvorteile erzielen, indem sie ihre Lohnsteigerungen unter jenen der

Konkurrenzländer halten. Einer solchen zurückhaltenden Lohnpolitik („beggar-thy-neighbour policy“) können die anderen WWU-Länder nicht mehr durch Abwertungen entgegenreten.

Empirische Berechnungen für Österreich zeigen, daß sich eine Verbesserung der internationalen preisbestimmten Wettbewerbsfähigkeit der Industrie in einer Beschleunigung des Wirtschaftswachstums niederschlägt: Die Wachstumsdifferenz gegenüber der EU wird positiv bzw. nimmt zu, wenn die relativen Lohnstückkosten der österreichischen Industrie im Vergleich zur EU zurückgehen (Abbildung 3). Umgekehrt wächst die österreichische Wirtschaft in der Regel langsamer als jene der EU, wenn sich die Wettbewerbsfähigkeit Österreichs durch einen Wertgewinn des Schillings oder überdurchschnittlich hohe Lohnsteigerungen verschlechtert.

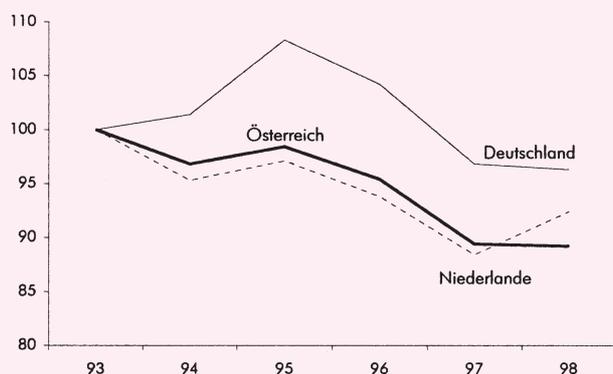
Dieser Zusammenhang zwischen preisbestimmter Wettbewerbsfähigkeit und Wachstumsvorsprung wird im Normalfall für kleine Länder mit hoher Außenhandelsverflechtung gelten; für große Länder mit ausgedehntem Inlandsmarkt muß er nicht zutreffen.

NIEDERLANDE ALS BEISPIEL FÜR SEHR ZURÜCKHALTENDE LOHNPOLITIK

Die künftigen lohnpolitischen Strategien in der Wirtschafts- und Währungsunion sind heute nur schwer ab-

Abbildung 3: Relative Lohnstückkosten in der verarbeitenden Industrie

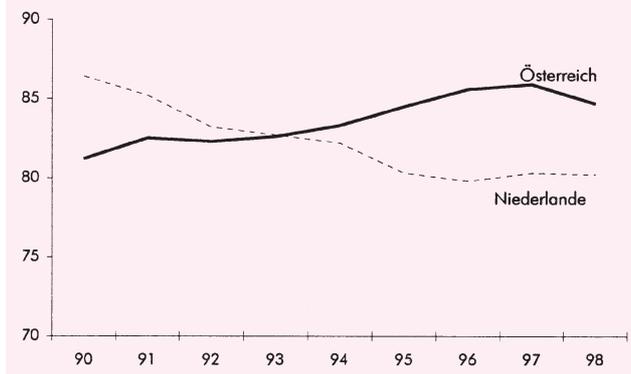
1990 = 100



Q: OECD.

Abbildung 4: Kosten der Arbeitsstunde

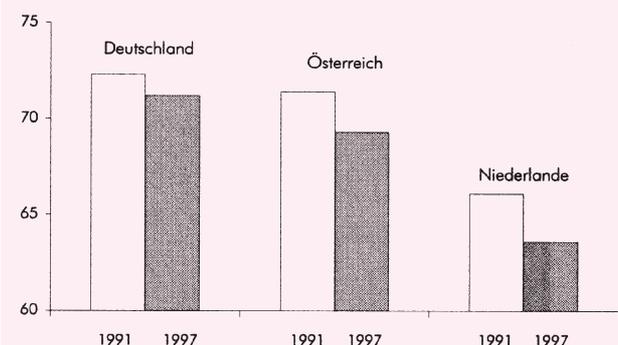
Deutschland = 100



Q: WIFO.

Abbildung 5: Entwicklung der Lohnquote

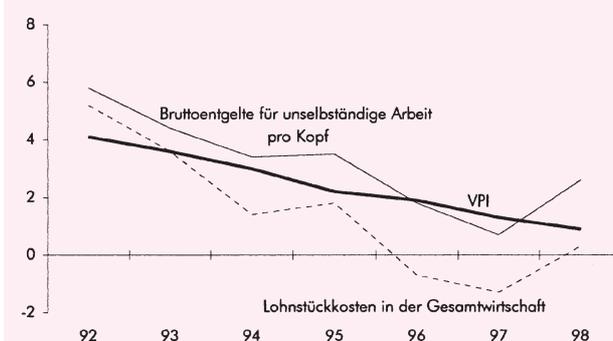
In % des verfügbaren persönlichen Einkommens



Q: Statistisches Bundesamt Wiesbaden, OECD, WIFO.

Abbildung 6: Preis- und Lohnentwicklung in Österreich

Veränderung gegen das Vorjahr in %



Q: ÖSTAT, WIFO.

zuschätzen. Gewisse Hinweise sind jedoch aus dem lohnpolitischen Verhalten im bisherigen DM-Hartwährungsblock zu gewinnen, denn auch hier verzichteten die beteiligten Länder auf das Wechselkursinstrument.

Im DM-Hartwährungsblock verfolgten die Niederlande in den neunziger Jahren eine besonders zurückhaltende Lohnpolitik, um ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern und eine ausgeprägte wirtschaftliche Schwächeperiode zu überwinden. Die Lohnkosten je Stunde erreichten in der niederländischen Industrie Mitte der achtziger Jahre etwa 95% des westdeutschen Niveaus, seither sank diese Relation auf etwa 80% (Abbildung 4).

Von dieser Lohnzurückhaltung profitierte die niederländische Wirtschaft: Das Wirtschaftswachstum der Niederlande übertraf den EU-Durchschnitt in den neunziger Jahren um fast 1 Prozentpunkt pro Jahr, der Leistungsbilanzüberschuß erreichte 1998 5½% des BIP. Auch der Arbeitsmarkt entwickelte sich in den Niederlanden viel günstiger als im EU-Durchschnitt, doch hängt dies in erster Linie mit der forcierten Ausweitung der Teilzeitbeschäftigung zusammen. Gleichzeitig sank die Lohnquote deutlich, von 67½% im Jahre 1991 auf 63½% 1997 (Abbildung 5).

Eine sehr zurückhaltende Lohnpolitik kann als eine „interne Abwertung“ bezeichnet werden, sie hat jedoch gegenüber einer Abwertung zwei Vorteile:

- Niedrige Lohnsteigerungen senken die Inflationsrate, eine Abwertung erhöht sie.
- Die Wettbewerbsgewinne durch Abwertungen gehen längerfristig oft aufgrund höherer Importpreise und ihrer Überwälzung verloren, jene durch eine Politik der Lohnstabilität nicht.

Der Nachteil solcher „interner Abwertungen“ durch Lohnstopp besteht darin, daß sie – anders als Abwertungen – nur in kleinen Schritten erfolgen und damit die Anpassung an Schocks verzögert wird.

KEINE ECHE DEFLATIONSGEFAHR DURCH ZURÜCKHALTENDE LOHN-POLITIK

Die Strategie der Niederlande wird heute von der OECD und anderen internationalen Institutionen als das „Modell Niederlande“ gepriesen. Das Beispiel könnte in der Währungsunion Schule machen und entsprechende Reaktionen anderer Länder nach sich ziehen.

Das Risiko einer Deflation durch zurückhaltende Lohnpolitik ist relativ gering:

- Eine stetige Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit wird längerfristig einen Wirtschaftsaufschwung auslösen, der entweder die Lohnforderungen oder die Lohndrift wieder anheizt.
- Sinkende Lohnstückkosten (durch zurückhaltende Lohnpolitik) veranlassen die Unternehmen häufig, ihre Preise nicht zu senken, sondern zu halten und ihre Gewinnspannen zu erhöhen (Abbildung 6). Das drückt die Kaufkraft der Arbeitnehmer, stärkt aber den Optimismus der Unternehmer.
- Die im letzten Jahrzehnt sinkende Inflationstendenz in Europa hängt auch mit einer relativ restriktiven Geldpolitik zusammen, die bei Bedarf geändert werden kann.

Der klassische Begriff „Deflation“ bezieht sich nicht nur auf einen Rückgang des Preisniveaus, sondern auch der Nachfrage: Der Rückgang der gesamtwirtschaftlichen

Aktivität drückt das Preisniveau. Konsum- und Investitionsentscheidungen werden in der Folge hinausgeschoben, weil in Zukunft niedrigere Preise erwartet werden. Das Aufschieben der Kaufentscheidungen drückt die Nachfrage weiter und setzt die abwärtsgerichtete Spirale fort.

Eine solche Situation des Nachfrageeinbruchs war im vergangenen Jahr in Südostasien und Japan gegeben, sie hatte einen Verfall der internationalen Preise von Rohöl und anderen Roh- und Halbwaren (Stahl) sowie von Elektronikprodukten zur Folge. Mit der Erholung der Wirtschaft in Südostasien stabilisierten sich die Welthandelspreise jedoch wieder. Eine entscheidende Rolle spielen also die internationalen Rohwarenpreise, die von der Nachfrage- und Angebotsituation bestimmt sind – nicht die Preise von Industriewaren und Dienstleistungen, die primär kostendeterminiert sind. Veränderungen der internationalen Rohwarenpreise werden auf die Verbraucherpreise und in der Folge auf die Löhne überwältigt: Inflation ist ein „Vererbungsprozeß“ (J. Steindl).

ÖSTERREICH IN DER WWU

Österreich ist durch seine sozialpartnerschaftliche Lohnpolitik gut für die Währungsunion gerüstet und hat bereits in der Vergangenheit hohe Reallohnflexibilität bewiesen. Andere Länder müssen erst entsprechende institutionelle Regelungen aufbauen, die auf dem Arbeitsmarkt einen Ersatz für Abwertungen schaffen.

Die Anpassung der Lohnpolitik an die Erfordernisse einer Währungsunion dürfte den meisten WWU-Ländern jedoch keine unüberwindlichen Schwierigkeiten bereiten. Die Frühphase der Hartwährungspolitik in Österreich kann als Beispiel dafür herangezogen werden, wie eine Fixierung des Wechselkurses – auch unter zunächst ungünstigen realwirtschaftlichen Voraussetzungen – eine Anpassung des Lohnbildungsprozesses nach sich zieht.

Wenn ein Land die in der WWU erforderliche Konvergenz der Lohnstückkosten und Preise nicht erreicht, ist in der Regel eine Divergenz der Beschäftigung und der Arbeitslosenquote zu erwarten. Die höhere Arbeitslosigkeit wird dann auf die Lohnpolitik Druck ausüben.

PRODUKTIVITÄTSSTEIGERUNGEN

Der entscheidende Maßstab der preisbestimmten Wettbewerbsfähigkeit sind nicht die Lohnkosten, sondern die Lohnstückkosten (Arbeitskosten je Produktionseinheit). Eine relativ günstige Entwicklung der Lohnstückkosten kann nicht nur durch mäßige Lohnsteigerungen erzielt werden, sondern auch durch eine Senkung der Lohnnebenkosten oder durch einen besonders starken Anstieg der Produktivität.

Während in den Niederlanden in den neunziger Jahren die geringen Lohnsteigerungen für die günstige preisbestimmte Wettbewerbsfähigkeit verantwortlich waren, war es in Österreich die überdurchschnittlich hohe Produktivitätssteigerung.

PRODUKTIVITÄTSORIENTIERTE LOHNPOLITIK

Der Produktivitätsfortschritt in der Gesamtwirtschaft kann und soll ein Maßstab für die Reallohnentwicklung sein. Wenn er – gemeinsam mit der Inflationsrate – als Lohnleitlinie dienen soll, muß allerdings neben den Tarifsteigerungen auf Branchenebene auch ein entsprechender Spielraum für innerbetriebliche Vereinbarungen und Lohndrift (durch Knappheit und steigende Qualifizierung) verbleiben.

In Österreich und der gesamten EU ist der Produktivitätsfortschritt langfristig auffallend stabil (+2% pro Jahr). Die jährlichen Schwankungen um diesen Trend hängen vor allem mit der konjunkturbedingt unterschiedlichen Kapazitätsauslastung zusammen. Der Produktivitätstrend wird allerdings durch die überproportionale Zunahme der Teilzeitbeschäftigung gedrückt, je Arbeitsstunde steigt die Produktivität stärker. Die Wettbewerbsverschärfung im Zuge der Globalisierung scheint die Produktivitätssteigerung zwar in der Industrie, nicht aber in der Gesamtwirtschaft zu beschleunigen.

SCHLUSSFOLGERUNGEN FÜR DIE LOHNPOLITIK

Die Wirtschafts- und Währungsunion wird die nominalen Lohnsteigerungen in der EU (und damit auch in Österreich) tendenziell dämpfen – zumindest solange die Lohnpolitik nicht EU-weit koordiniert wird: Einzelne Länder werden versuchen, durch möglichst stabile Löhne Konkurrenzvorteile zu erzielen, auf welche die anderen Länder reagieren werden.

„Lohndumping“ wird damit zu einem ähnlichen Problem wie „Steuerdumping“. Wie das Problem des Steuerwettlaufs nach unten nur durch eine gewisse Steuerharmonisierung auf EU-Ebene gelöst werden kann, so wird das Problem des Lohnwettlaufs nach unten nur durch eine gewisse internationale Koordination der Lohnpolitik zu lösen sein. Eine echte Deflationsgefahr ergibt sich aus einer zurückhaltenden Lohnpolitik in der EU jedoch nicht. Eher wird sie die Lohnquote sinken lassen und die Kaufkraft der Arbeitnehmer drücken.

INFLATIONSENTWICKLUNG IN ÖSTERREICH SEIT ENDE DER ACHTZIGER JAHRE

JOSEF BAUMGARTNER

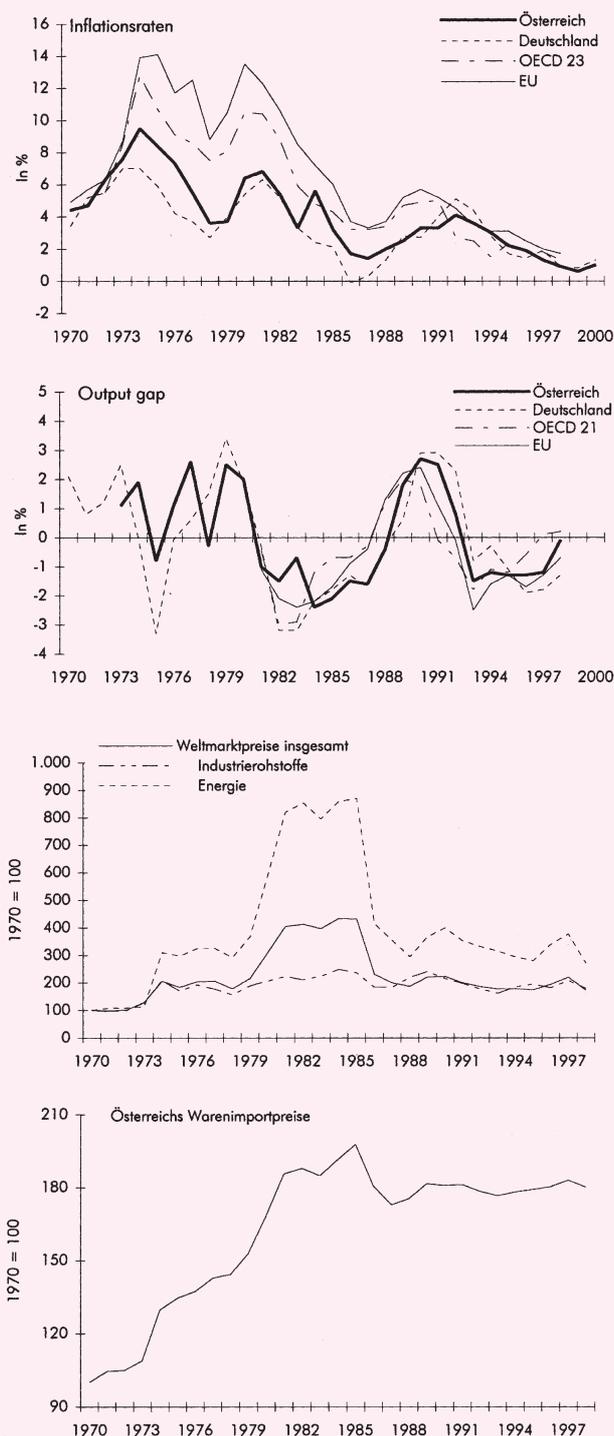
Nach den beiden Erdölpreisschocks (1973/74 und 1979/80) und der jeweils dadurch ausgelösten Rezession erholte sich die Weltwirtschaft – insbesondere in Europa – nur sehr langsam. Bis Ende der achtziger Jahre war das reale Wirtschaftswachstum gering (unterhalb des Potential Output nach OECD-Berechnungen). Nach dem Abklingen der Erdölverbilligung Mitte der achtziger Jahre ist die sinkende Inflationsdynamik auf die schwache Konjunktur zurückzuführen. Erst ab 1988/89 erholte sich die europäische Konjunktur, und die Outputlücke (die Differenz zwischen dem aktuellen Bruttoinlandsprodukt und dem langfristigen Potential Output laut OECD) war bis 1992 positiv. Konjunkturbedingt stieg in diesem Zeitraum auch die Inflationsrate. In Deutschland und Österreich war der Aufschwung ab 1990 durch die Effekte der deutschen Wiedervereinigung stärker als in den anderen EU-Ländern.

Der konjunkturbedingte Preisauftrieb wurde durch einen Anstieg der Erdölpreise (1988/1990 +56%) im Vorfeld des Irak-Kuwait-Konfliktes (Golfkrieg ab Jänner 1991) verstärkt. Österreich und Deutschland verzeichneten zudem – verglichen mit den anderen Hartwährungsländern – 1992 und 1993 die höchsten Lohnsteigerungsraten (Pollan, 1994). Die Inflationsrate war Anfang der neunziger Jahre trotz der Aufwertungs-tendenzen des Schillings und der DM im Zuge der EWS-Krise in Österreich und Deutschland sogar höher als in manchen Abwertungsländern. Sie betrug 1992 in Österreich 4,1% und in Deutschland 5,1%; während sie in anderen EU-Ländern bereits ab 1990 wieder abnahm, stieg sie in Deutschland und Österreich weiter. Ab 1991 stagnierten die Importpreise, und die Konjunktur wurde durch die anhaltend restriktive Politik der Deutschen Bundesbank stark gebremst⁷⁾; ab 1992 lag das BIP wieder unter dem Potential Output. Dennoch ging die Inflation in Deutschland und Österreich nur langsam zurück.

Erst in der Folge des EU-Beitritts im Jahr 1995 verlangsamte sich der Preisauftrieb in Österreich deutlicher. Der Wettbewerbsdruck nahm besonders im Bereich der agrarischen Güter und Nahrungsmittel zu (Pollan,

⁷⁾ Im Zeitraum von Juni 1988 bis Juli 1992 wurde der Diskontsatz der Deutschen Bundesbank in mehreren Schritten um 6¼ Prozentpunkte auf 8¾% erhöht.

Abbildung 7: Inflation, Output gap, Weltmarkt- und Importpreise



Q: OECD, HWWA, ÖSTAT, WIFO.

1996A, 1996B). Im Jahr 1995 sanken die Preise von Grundnahrungsmitteln um 10,6% und drückten die Inflationsrate um ½ Prozentpunkt. Gebrauchsgüter und insbesondere Dienstleistungen wurden anfangs nur wenig billiger, erst in den Jahren 1996 und 1997 gaben hier die Preise stärker nach. Kumuliert über die Jahre 1995 bis 1997 wurde nach Berechnungen von Pollan (1999) die Inflationsrate gegenüber einem Szenario ohne EU-Beitritt um 1,5 bis 2 Prozentpunkte gedämpft. Neben diesen direkten Effekten des EU-Beitritts ergaben sich durch die Verlangsamung des Lohnwachstums auch indirekte Effekte. Der Rückgang der Inflationsrate von 3% im Jahr 1994 auf 1,3% im Jahr 1997 ist damit weitgehend auf integrationsbedingte Preissenkungen zurückzuführen.

Mittelfristig dürften diese EU-Effekte – wenn auch abgeschwächt – anhalten und sich stärker auf den Dienstleistungsbereich verlagern. Durch die Zunahme des Wettbewerbs in diesem Bereich ist mit einem weiter abnehmenden Preisauftrieb zu rechnen. Pollan (1999) schätzt dieses Inflationsreduktionspotential auf 0,5 Prozentpunkte. Daneben kann durch die Liberalisierung im Bereich Telekommunikation und Stromwirtschaft mit zusätzlichen Preissenkungen gerechnet werden. Diese sind sehr schwierig einzuschätzen, hier wird eine jährliche Inflationsdämpfung um etwa ½ Prozentpunkt erwartet (Pollan, 1999).

Neben den Binnenmarkteffekten fallen durch die Einführung der gemeinsamen europäischen Währung „Euro-Effekte“ an. In der Einführungsphase haben die Umstellungskosten preistreibende Wirkung, 1998 und 1999 dürfte die Inflationsrate um jeweils etwa 0,1 Prozentpunkt angehoben werden. Ab dem Jahr 2000 sollte aber die durch die gemeinsame Währung erhöhte Preistransparenz den Wettbewerb über die obigen Binnenmarkteffekte hinaus verstärken und den Preisauftrieb um jährlich ¼ Prozentpunkt verlangsamen (Pollan, 1998).

Die Integrationseffekte aus der Intensivierung des Wettbewerbs haben jedoch nur vorübergehende Wirkung auf die Inflationsentwicklung, während andere Effekte weiter wirken: Insbesondere Nachfrageinflation wird nicht ausgeschaltet, sondern nur kurz- bis mittelfristig überlagert.

Neben den Integrationseffekten leistete Ende der neunziger Jahre auch die Rohstoffverbilligung einen Beitrag zur günstigen Inflationsentwicklung: Im Jahresdurchschnitt 1998 sanken die Weltmarktpreise von Industrierohstoffen um 13,1%, jene von Energierohstoffen um 27,8%. Erdöl wurde um 31,2% billiger. Der direkte Effekt für die

Konsumenten – der Energiepreisindex im VPI sank um 3,3% – betrug 1998 etwa 0,3 bis 0,4 Prozentpunkte verminderte Inflationsrate. Wie sich der Rückgang der Industriewaren- und Energiepreise auf den produzierenden Sektor und über die Ge- und Verbrauchsgüterpreise indirekt auf den VPI auswirkten, ist schwierig zu quantifizieren. Pollan (1999) geht von einem Gesamteffekt des Rohstoffpreistrückgangs auf die Verbraucherebene von etwa ¾ Prozentpunkten im Jahr 1998 aus.

PROGNOSE FÜR 1999 UND 2000

Der Anstieg der Rohstoffpreise – besonders von Erdöl – fällt im Jahr 1999 stärker aus als in der WIFO-Prognose vom Juni 1999 erwartet, woraus sich ein zusätzlicher Inflationsauftrieb ergibt. Darüber hinaus dürfte die Konjunktur in Europa im Jahr 2000 anziehen (BIP real: Österreich 1999 +2,2%, 2000 +2,6%, der EU +2,0% bzw. +2,5%). Im Prognosezeitraum wird mit einer jährlichen Steigerung der Bruttoverdienste je Arbeitnehmer um 2,5% gerechnet. Diese preistreibenden Faktoren sollten durch die Senkung der Strompreise und der Telefongebühren und die oben diskutierten EU-Integrationseffekte abgeschwächt werden. Für 1999 lautet die WIFO-Prognose vom Juni 1999 für die Inflationsrate 0,6% und für das Jahr 2000 1,0%.

LITERATURHINWEISE

- Baumgartner, J., Vorseilende Indikatoren zur Analyse der österreichischen Preisdynamik. Endbericht zum Jubiläumsfondsprojekt 6626, Studie des WIFO, Wien, 1998.
- Pollan, W., „Zur jüngsten Inflationsentwicklung in den OECD-Ländern und in Österreich“, WIFO-Monatsberichte, 1994, 67(7), S. 418-423.
- Pollan, W. (1996A), „Die Auswirkungen des EU-Beitritts auf die Verbraucherpreise“, WIFO-Monatsberichte, 1996, 69(1), S. 45-60.
- Pollan, W. (1996B), „Der Verlauf der Verbraucherpreise nach dem EU-Beitritt“, WIFO-Monatsberichte, 1996, 69(9), S. 573-581.
- Pollan, W., „Auswirkungen der Wirtschafts- und Währungsunion auf die Inflation in Österreich“, WIFO-Monatsberichte, 1998, 71(6), S. 391-398.
- Pollan, W., Einige Bemerkungen zur Deflationsgefahr, WIFO, Wien, 1999 (mimeo).

DOLLARKURS UND DEFLATION IM WELTHANDEL

STEPHAN SCHULMEISTER

Die Preisdynamik innerhalb der einzelnen Volkswirtschaften (in Landeswährung) ist durch Schwankungen einer fast immer positiven Inflationsrate gekennzeichnet (das einzige Land mit einer nennenswerten Deflation ist in den neunziger Jahren Japan – siehe dazu den Beitrag von Marterbauer). Im Welthandel treten hingegen ausgeprägte *Deflationsphasen* auf: So sanken die Welthandelspreise insgesamt (auf Dollarbasis) zwischen 1980 und 1985 um 14,1% und zwischen 1995 und 1998 um 12,5%.

Wie Abbildung 8 zeigt, schwanken die Rohstoffpreise wesentlich stärker als die Welthandelspreise insgesamt. Überdies verändern sich die Welthandelspreise ausgeprägt gegenläufig zum Wechselkurs des Dollars, der weltwirtschaftlichen Leitwährung: Auf die beiden Abwertungsschube des Dollars in den sechziger Jahren folgten zwei ausgeprägte Preisschube im Welthandel, insbesondere auf den Rohstoffmärkten. Während der deutlichen Dollaraufwertung 1980/1985 sanken die Welthandelspreise, im Zuge der nachfolgenden Abwertung der Leitwährung erholten sie sich wieder, und die Dollaraufwertung 1995/1998 war neuerlich von einer Deflation im Welthandel begleitet.

Im folgenden sollen mögliche Kausalzusammenhänge zwischen den Schwankungen des Wechselkurses der Weltwährung und den Rohstoffpreisen bzw. den Welthandelspreisen insgesamt skizziert und die Auswirkungen der Abfolge von Inflation und Deflation im Welthandel auf den Realzins für internationale Schulden beleuchtet werden (der effektive Wechselkurs der Weltwährung wird als gewichteter Mittelwert der Dollarkurse gegenüber DM, Franc, Pfund und Yen ermittelt, als Gewichte dienen die Anteile am Währungskorb der Sonderziehungsrechte).

DOLLARKURS UND ROHSTOFFPREISE

Da der Dollar seit mehr als 50 Jahren die Leitwährung der Weltwirtschaft ist, notieren alle wichtigen Rohstoffe, insbesondere Erdöl, in Dollar. Änderungen des Dollarkurses beeinflussen daher *ceteris paribus* nicht nur die Terms of Trade zwischen den USA und den anderen Ländern (entsprechend der Rolle des Dollars als nationale Währung der USA), sondern auch die relativen Preise zwischen Rohstoffen und Industriewaren und damit die Terms of Trade zwischen jedem Landerpaar, und zwar in Abhängigkeit vom Anteil der Rohstoffe an den Gesamtexporten und -importen. Sinkt etwa der Wechselkurs des Dollars gegenüber der DM, so verschlech-

tern sich nicht nur die Terms of Trade zwischen den USA und Deutschland, sondern auch zwischen Saudi-Arabien und Deutschland: Der Dollarpreis von Importen aus Deutschland steigt infolge der Abwertung des Dollars gegenüber der DM, während der Dollarpreis von Erdöl gleich bleibt.

Von diesen Verteilungseffekten des Wechselkurses der Weltwährung sind jene Länder am stärksten betroffen, deren Deviseneinnahmen überwiegend durch Rohstoffexporte und damit in Dollar erwirtschaftet werden, während ihre Importe in erster Linie auf Industriewaren aus dem Nicht-Dollarraum entfallen, insbesondere die Erdölproduzenten:

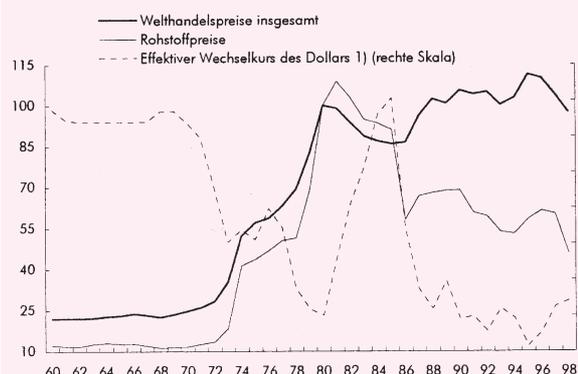
- Solange die Erdolexporteure über eine relativ große Marktmacht verfügten, insbesondere über ein effizientes *Kartell* in Gestalt der OPEC, konnten sie auf eine Dollarabwertung und die damit verbundene Verschlechterung ihrer Einkommensposition mit einer überproportionalen Steigerung der Erdölpreise in Dollar reagieren (die beiden Erdölpreisschocks 1973 und 1979 erfolgten jeweils am Ende eines etwa zwoj-jährigen Abwertungsschubs der Weltwährung; Abbildung 8).
- Je schwächer das OPEC-Kartell wurde, desto eher reagierten die *einzelnen* Erdölproduzenten auf Auf- bzw. Abwertungen des Dollars und damit des realen Erdölpreises mit Mengenanpassungen, welche angesichts der geringen Preiselastizität der Energienachfrage mit einiger Verzögerung einen Anstieg bzw. Rückgang des (nominellen) Erdölpreises nach sich zogen; so trug die starke Dollarabwertung zwischen Anfang 1994 und Mitte 1995 (gegenüber der DM um 20% und gegenüber dem Yen um 25%) dazu bei, daß sich der Erdölpreis zwischen Mitte 1995 und Ende 1996 kräftig erholte (Abbildung 9). Umgekehrt dürfte die Dollaraufwertung zwischen Mitte 1995 und Mitte 1997 (gegenüber der DM um 30% und gegenüber dem Yen um 35%) ein Überangebot an Rohöl und damit den Erdolpreisverfall seit Ende 1996 mitverursacht haben.

Die neuerliche Dollarabwertung in der zweiten Jahreshälfte 1998 war gemeinsam mit dem besonders niedrigen Niveau des Erdölpreises Ursache einer spürbaren Einschränkung der Erdölförderung und in der Folge eines sprunghaften Preisanstiegs in der ersten Jahreshälfte 1999 (Abbildung 9).

Die verzögerte Angebotsreaktion der Erdolexporteure auf Änderungen des realen Erdölpreises (insbesondere als Folge von Dollarkursschwankungen) verstärkt oft we-

Abbildung 8: Dollarkurs und Welthandelspreise

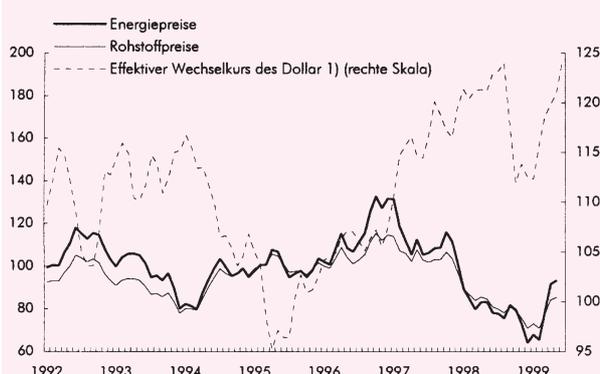
1980 = 100



1) Gegenüber DM, französischem Franc, Pfund, Yen.

Abbildung 9: Dollarkurs und Rohstoffpreise

1995 = 100



1) Gegenüber DM, französischem Franc, Pfund, Yen.

gen des folgenden *kumulativen Effekts* dessen Instabilität: So fielen die Produktionseinschränkungen nach der starken Dollarabwertung bis Mitte 1995 und damit die Erholung des Erdölpreises zwischen Mitte 1995 und Ende 1996 mit einer neuerlichen Aufwertung des Dollars zusammen; der deshalb besonders stark steigende *reale* Erdölpreis induzierte eine „überschießende“ Ausweitung des Angebotes und damit einen dramatischen Preisverfall 1997/98.

Beschreibt dieses dem „Schweinezyklus“ verwandte Modell verzögerter Mengenanpassungen das Verhalten der Erdölproduzenten annähernd richtig, so wäre für die kommenden 6 bis 18 Monate ein markanter Rückgang des Erdölpreises zu erwarten⁸⁾. Ähnlich wie 1995/96 sind nämlich in der ersten Jahreshälfte 1999 sowohl der Dollarkurs als auch der Erdölpreis gestiegen (Abbildung 9), eine Ausweitung des Erdölangebotes scheint deshalb wahrscheinlich (Abbildung 9).

Auch die Preise der sonstigen Rohstoffe entwickeln sich längerfristig gegenläufig zum Dollarkurs, in erster Linie aufgrund verzögerter Mengenanpassungen (die Produzenten der „non-oil commodities“ hatten nie eine so starke Marktposition wie die Erdölproduzenten in den siebziger Jahren). Dementsprechend ergibt sich seit Anfang der siebziger Jahre eine ausgeprägt inverse und verzögerte Entwicklung zwischen den Rohstoffpreisen insgesamt und dem Wechselkurs ihrer „Numéraire-Währung“ (Abbildung 8).

Die große Bedeutung des Dollarkurses für die Entwicklung der Rohstoffpreise zeigt sich indirekt auch daran, daß in der Phase einer stabilen Weltwährung (bis Anfang der siebziger Jahre) auch die Rohstoffpreise kaum schwankten (Abbildung 8).

⁸⁾ Das Ausmaß der Verzögerung zwischen einer Änderung des realen Erdölpreises und der Reaktion des Erdölangebotes ist allein schon deshalb nicht konstant, weil sie nicht nur von ökonomischen, sondern auch von politisch-institutionellen Faktoren abhängt wie etwa der „Förderquotendisziplin“ innerhalb der OPEC.

DOLLARKURS UND WELTHANDELSPREISE INSGESAMT

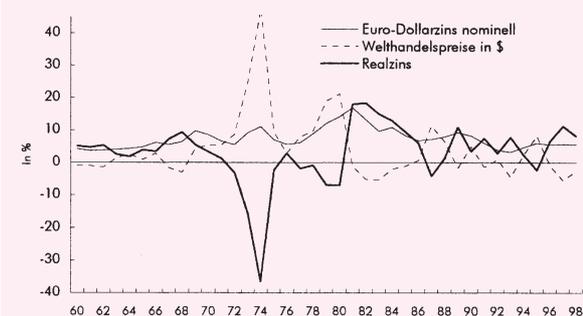
Berechnet man die Entwicklung der überwiegend in der Währung des Ursprungslands notierenden Preise der Industriewaren auf Dollarbasis, so zeigt sich (zwingend) ein gegenläufiger Verlauf zum Dollarkurs; sinkt etwa der Dollarkurs gegenüber anderen Währungen um 10%, so steigen *ceteris paribus* die Preise von Industriewaren in Dollar um (annähernd) 10%, mit Ausnahme der Produkte aus den USA. Dies ist mehr als ein rein statistisches Phänomen, weil der überwiegende Teil internationaler Schulden in Dollar gehalten wird und ihre Realzinsbelastung wesentlich von der Exportpreisentwicklung auf Dollarbasis bestimmt wird.

Im gesamten Welthandel zeigt sich somit seit Anfang der siebziger Jahre eine Abfolge von *Inflations- und Deflationsphasen* (Abbildung 8): Die siebziger Jahre waren durch einen sinkenden Dollarkurs und eine hohe Inflation im Welthandel charakterisiert; zwischen 1980 und 1985 stieg der Dollarkurs stark, und die Dollarpreise gingen insgesamt um 3,0% pro Jahr zurück. Zwischen 1985 und 1995 verlor die Weltwährung wieder stark an Wert, und die Dollarpreise erholten sich; seit 1995 trug der stärkste Anstieg des Dollarkurses seit Anfang der achtziger Jahre wesentlich dazu bei, daß die Dollarpreise im Welthandel bis 1998 um 4,3% pro Jahr sanken (Abbildung 8).

DOLLARKURS, DOLLARZINS UND DER REALZINS FÜR INTERNATIONALE SCHULDEN

Die Abfolge von Inflations- und Deflationsphasen im Welthandel verursacht starke Schwankungen der *Realzinsen für internationale Dollarschulden* (Abbildung 10). Dies ist insbesondere für die Entwicklungsländer relevant, deren Auslandsschulden zum größten Teil in Dollar gehalten werden:

Abbildung 10: Realzins für internationale Schulden



- Zwischen 1971 und 1980 war der Realzins einer Dollarschuld nahezu ständig negativ und betrug im Durchschnitt $-7,1\%$ (die *Welthandelsinflation* überstieg mit mehr als 15% pro Jahr das Niveau des Euro-Dollarzinses erheblich). Dementsprechend akkumulierten viele Entwicklungsländer immer höhere Dollarschulden, insbesondere in Lateinamerika.
- In der ersten Hälfte der achtziger Jahre ließen höhere nominelle Dollarzinsen und eine anhaltende *Deflation* den Realzins auf durchschnittlich $14,7\%$ steigen (die sprunghafte Zunahme um 25 Prozentpunkte zwischen 1980 und 1981 wurde zur wichtigsten Ursache für den Ausbruch der internationalen Schuldenkrise 1982).
- Zwischen 1986 und 1990 bewirkte die mit der Dollarabwertung verbundene Beschleunigung der *Welthandelsinflation* auf $5,1\%$ pro Jahr gemeinsam mit niedrigeren Dollarzinsen einen deutlichen Rückgang

des Realzinses für internationale Dollarschulden auf durchschnittlich $2,9\%$.

- Nach einer Phase relativer Stabilität von Dollarkurs, Dollarzins und Dollarpreisen im Welthandel ließ die durch die Dollaraufwertung seit 1995 induzierte *Deflation* im Welthandel gemeinsam mit etwas höheren Dollarzinsen den Realzins wieder sprunghaft steigen, und zwar auf $8,6\%$ im Durchschnitt der Jahre 1996 bis 1998. Diese Entwicklung trug wesentlich zur Verschlechterung der Finanzlage jener Entwicklungsländer bei, welche in besonders hohem Maß Dollarkredite aufgenommen hatten – insbesondere der „Tigerländer“ in Ostasien, aber auch von Brasilien und Argentinien (Rußland wurde hingegen vor allem vom Verfall des Erdölpreises 1997/98 getroffen).

Die weltwirtschaftliche Entwicklung der letzten 25 Jahre wurde erheblich von folgendem Widerspruch geprägt, der sich aus der *Doppelrolle des Dollars* als nationale Währung der USA und als Weltwährung ergibt: Änderungen von Zinssatz und Wechselkurs des Dollars beeinflussen die internationalen Wachstumsbedingungen erheblich (wegen der Rolle des Dollars als *Weltwährung* und damit als „Numéraire“ von Rohstoffen und internationalen Schulden); diese Änderungen werden in erster Linie durch die „nationalökonomisch“ orientierte Wirtschaftspolitik der USA bestimmt (wegen der Rolle des Dollars als *nationale Währung* der USA). Dieser Konflikt trug nicht nur zur Entstehung der beiden Erdölpreisschocks 1973 und 1979 sowie der internationalen Schuldenkrise 1982 in hohem Maß bei, sondern beeinflusste auch die jüngsten Finanzkrisen in Ostasien, Rußland und Lateinamerika.

PLATZEN DER „SPEKULATIVEN BLASEN“ AUF DEN VERMÖGENSMÄRKTEN AUSGANGSPUNKT DES DEFLATIONSPROBLEMS IN JAPAN

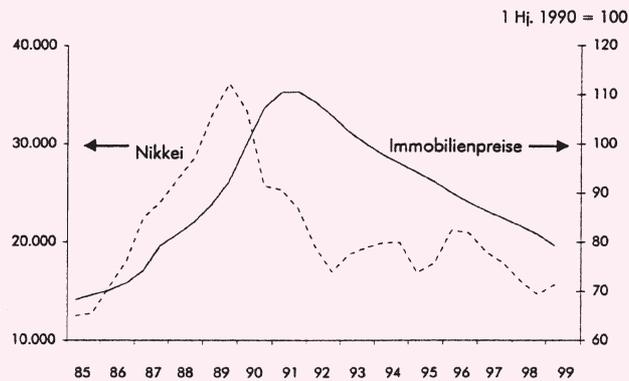
MARKUS MARTERBAUER

In Japan betrug das durchschnittliche Wirtschaftswachstum in den neunziger Jahren nur 1% , nach jeweils mehr als 4% in den zwei Dekaden zuvor. Würde man die Wachstumsraten der siebziger und achtziger Jahre fortschreiben, dann ergäbe sich ein Produktionsniveau, das das Potential 1998 um fast ein Viertel unterschritt.

Die Ursache der tiefen Krise in Japan lag bereits in der euphorischen Phase der zweiten Hälfte der achtziger

Jahre, als Immobilienpreise und Aktienkurse rasant stiegen (Siebert, 1999). Die Immobilienpreise haben sich in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre verdoppelt, die Aktienpreise verdreifacht. Die „spekulative Blase“ auf den japanischen Vermögensmärkten war aber nur eine Erscheinungsform der weltweiten Spekulationswelle. Der Fall der Savings and Loan Associations in den USA, der Finanzmarkt- und Immobilienboom in Großbritannien, die Spekulationseuphorie in Skandinavien verliefen nach

Abbildung 11: Immobilienpreise und Aktienkurse



einem ähnlichen Muster. Dahinter standen, neben einer insgesamt zu expansiven Wirtschaftspolitik, die Liberalisierung der Finanzmärkte und die rasche Verbreitung von Finanzinnovationen, die die unkontrollierte Ausweitung von kreditfinanzierten Investitionen auf den Vermögenmärkten ermöglichten.

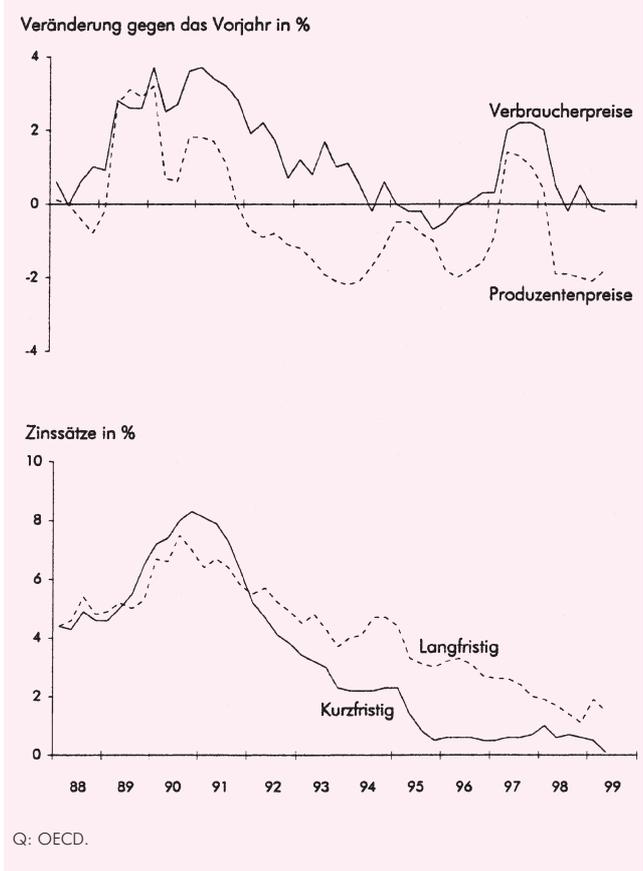
In Japan setzte nach dem Platzen der „spekulativen Blasen“ auf Immobilien- und Aktienmärkten zu Beginn des Jahrzehnts eine anhaltende Stagnationsphase ein, für deren Bekämpfung die Wirtschaftspolitik bislang keine geeigneten Instrumente gefunden hat.

Den Auslöser für den Zusammenbruch der Spekulationswelle bildete in Japan die Verdoppelung des Zinsniveaus in den Jahren 1989/90. Der Nikkei-Aktienindex sank in mehreren Schüben und über mehrere Jahre hinweg von einem Rekordniveau von fast 40.000 Punkten (Anfang 1991) auf etwa 15.000 Punkte und hat sich bislang kaum erholt. Die Immobilienpreise gingen seit Anfang 1991 kontinuierlich um insgesamt etwa ein Drittel zurück, wenig deutet auf eine Trendwende hin.

ANHALTENDES UNTERBESCHÄFTIGUNGSGLEICHGEWICHT

Die deflationäre Situation in Japan äußert sich zum einen im Fehlen von gesamtwirtschaftlichen Preissteigerungen, zum anderen in einem anhaltenden Mangel an effektiver Nachfrage, der Unterauslastung der Kapazitäten und schwaches Wirtschaftswachstum zur Folge hat. Paul Krugman beschreibt die Situation als typische keynesianische „Liquiditätsfalle“, wie sie auf theoretischer und empirischer Ebene von den Mainstream-Ökonomen eigentlich für überholt erklärt wurde (Krugman, 1998, 1999). Das Problem der Liquiditätsfalle des IS-LM-Modells besteht im Kern darin, daß der Realzinssatz auf-

Abbildung 12: Preis- und Zinssatzentwicklung



grund der Deflation nicht stark genug sinken kann, um Sparen und Investieren auf einem Vollbeschäftigungsniveau ins Gleichgewicht zu bringen.

Wodurch ist die gesamtwirtschaftliche Nachfrageschwäche entstanden? Die Kreditfinanzierung des Booms auf den Vermögenmärkten bedeutete, daß nach seinem Zusammenbruch die Banken mit einer Vielzahl notleidender Kredite konfrontiert waren und neue Kredite nur zurückhaltend gewährten. Viele Unternehmen waren überschuldet und kürzten ihre Investitionen. Private Haushalte hatten in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre steigende Grundstückswerte und Aktienkurse als Besicherung für die Kreditausweitung verwendet. Nun wurden die „Papierschulden“ zu realen Schulden; gemeinsam mit der rasch steigenden Arbeitslosigkeit veranlaßte dies die Haushalte zur Ausgabenzurückhaltung.

WIRTSCHAFTSPOLITIK HAT KEINE MECHANISMEN ZUR GEGENSTEUERUNG

In einer wirtschaftlichen Situation wie jener Japans ist theoretisch eine expansive Fiskalpolitik das geeignete Instrument zur Nachfragestimulierung und Vertrauensbildung. Der tiefe Einbruch der neunziger Jahre hatte über die Wirkung der automatischen Stabilisatoren zwischen 1991 und 1998 eine Verschlechterung des Finanzierungssaldos der öffentlichen Haushalte um 9 Prozent-

punkte und einen Anstieg der Staatsverschuldung knapp von 60% auf fast 100% des BIP (1998) zur Folge. Dies verringerte den Spielraum für weitere aktive Fiskalpolitik.

Vielfach wird eine Sanierung des angeschlagenen Bankensystems als wichtigste strukturelle Voraussetzung zur Wirtschaftsbelebung angesehen. Die Regierung hat Schritte in diese Richtung unternommen, etwa die Gründung der Überwachungsbehörde Financial Supervisory Agency (FSA) (Pohl, 1999). Die Kreditverknappung, die durch eine rasche Bankensanierung ausgelöst wird, kann aber zumindest kurzfristig die deflationäre Situation sogar verstärken.

Die Geldpolitik hat in einer Liquiditätsfalle zu wenig Spielraum. Da der Nominalzinssatz nicht unter 0% gesetzt werden kann, gelingt es der Notenbank nicht, die Realzinssätze so weit zu senken, daß private Verschuldung wieder angeregt wird. Die Zinspolitik könnte auch über eine Abwertung und eine exportgetragene Nachfrageexpansion helfen. Das ist aber in Japan nicht ausreichend gelungen. Dennoch werden weitere geldpolitische Maßnahmen gefordert. Krugman (1998, 1999) schlägt vor, die Inflationserwartungen anzukurbeln, indem die Notenbank bekanntgibt, daß sie ein langfristiges Inflationsniveau von 4% anstrebt. Wenn ihr das glaubhaft gelingt, könnte das einen negativen Realzinssatz erlauben und so aus der Liquiditätsfalle helfen.

WIRTSCHAFTSPOLITISCHE SCHLUSSFOLGERUNGEN

Die Wirtschaftspolitik sollte aus der Krise in Japan den Schluß ziehen, daß das Entstehen von spekulativen Blasen auf den Vermögensmärkten rechtzeitig verhindert werden muß, daß die Finanzmärkte besser überwacht werden sollten und daß der Spielraum für eine expansive Geld- und Fiskalpolitik ausgeweitet werden muß.

Die Situation Japans ist insofern außergewöhnlich, als das Land keine hochverschuldete Volkswirtschaft mit Strukturproblemen ist – vielmehr eines der erfolgreichsten Industrieländer, eine Gläubigernation, die nicht von den internationalen Kapitalmärkten abhängig ist.

Es gibt eine Reihe von Argumenten dafür, warum in den USA oder in der EU unmittelbar keine deflatorische

Lücke droht. Dennoch sind einige wirtschaftspolitische Lehren aus den Erfahrungen Japans zu ziehen.

1. Primär gilt es zu verhindern, daß spekulative Blasen auf den Vermögensmärkten (Immobilien, Aktien) entstehen. Die Entwicklungen auf den Finanzmärkten, insbesondere jene der bislang unkontrollierten Hedge-Funds, müssen genau beobachtet werden – sie können die Entwicklung der Realwirtschaft am stärksten beeinträchtigen. In Entwicklungs- und Schwellenländern wären geeignete Instrumente zu finden, die den Zustrom kurzfristigen Finanzkapitals beschränken. Die Instrumente der Wirtschaftspolitik gegen das Entstehen von Spekulationswellen sollen sich nicht auf die Geldpolitik beschränken.
2. Auf den Aktienmärkten ergab sich in den USA in den letzten Jahren eine ähnliche Entwicklung, wie sie in Japan in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre zu beobachten war. Ein Zusammenbruch dieser Entwicklung könnte unter ungünstigen Rahmenbedingungen erhebliche Folgen für die Gesamtwirtschaft haben. Es wäre daher zu überlegen, wie die Überbewertung der Aktien geordnet zurückgeführt werden kann. Gleichzeitig gilt es, ausreichenden Spielraum für eine gegensteuernde Geldpolitik bei einer Abschwächung der Realwirtschaft zu schaffen.
3. Die Wirksamkeit der Geldpolitik ist bei Preisstabilität stark eingeschränkt. Ein gewisses Maß an Inflation erweitert die wirtschaftspolitischen Handlungsmöglichkeiten im Fall einer Wirtschaftskrise. Die realen Effekte der Geldpolitik sind – unter empirisch zu beobachtenden Rahmenbedingungen wie Nominallohnrigidität – zu beachten.
4. Das Beispiel Japan zeigt, wie wichtig es ist, Spielraum für eine Nachfragepolitik zu schaffen und im Bedarfsfall auch auszunutzen. Angebotspolitik allein („Strukturreformen“) führt nicht automatisch zum Gleichgewicht.

LITERATURHINWEISE:

- Krugman, P., „It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap“, Brookings Papers on Economic Activity, 1998, (2).
- Krugman, P., The Return of Depression Economics, London-New York, 1999.
- Pohl, R., „Japan: Kann die Deflationsgefahr gebannt werden?“, DIW-Wochenbericht, 1999, (20/99).
- Siebert, H., „Some Lessons from the Japanese Bubble“, Kiel Institute of World Economics, Working Paper, 1999, (919).