

Und wenn sich Herr Draghi irrt?



Von Prof. Dr. Erwin W. Heri
Professor für Finanztheorie
an der Universität Basel und
am Swiss Finance Institute in Zürich

Seit Jahren rechtfertigt der Vorsitzende der Europäischen Zentralbank (EZB) seine expansionistische Geldpolitik mit einer Deflationsangst, die in den Augen vieler schon fast pathologische Züge angenommen hat. Mit dem Übergang zu einer Art QE-Programm à la Federal Reserve (Fed) hat er seit Anfang Jahr die entsprechende Politik noch beschleunigt. Er hat angekündigt, dass er pro Monat Wertpapiere in der Grössenordnung von 60 Mrd. Euro kaufen will und insgesamt rund 1'000 Mrd. Euro plant.

In der Wissenschaft und teilweise in den Medien (zumindest auf der hiesigen Seite des Atlantiks) heftig kritisiert, basiert seine Politik auf der in verschiedenen Kreisen tief verwurzelten Hypothese, dass sinkende (Konsumenten-)Preise in einer Volkswirtschaft nicht nur einer gesunden Expansion der wirtschaftlichen Aktivität im Weg stehen würden, sondern geradezu in den wirtschaftlichen Abgrund führen.

Ich habe in einer früheren Kolumne in diesem Heft («Voodoo-Deflation», PRIVATE 5/2014) darauf aufmerksam gemacht, dass sinkende Preise von Gütern und Dienstleistungen immer auch im jeweiligen wirtschaftlichen Kontext zu sehen seien (z.B. Globalisierung, Effizienzsteigerungen durch technischen Fortschritt, sinkende Rohwarenpreise etc). Keinesfalls sollte einfach davon ausgegangen werden, die Konsumenten würden in globo wegen der Erwartung möglicherweise noch weiter sinkender Preise auf heutigen Konsum verzichten und dadurch die Wirtschaft in die Misere treiben (nachfrageinduzierte Preissenkungen). Ich kenne jedenfalls niemanden, der sein neues iPhone deswegen nicht gekauft hat, weil er meint, er könne dieses in einem Jahr billiger erstehen als heute. Und ich lebe immer noch in einer Welt, in der ich mich über niedrigere Preise freue und nicht umgekehrt.

Die einseitige Ausrichtung einer geldpolitischen Strategie auf rein nachfrageinduzierte Preissenkungen unter Vernachlässigung jeglicher angebotsseitig-struktureller Effekte scheint jedenfalls ziemlich abenteuerlich, und die entsprechenden Hypothesen sind empirisch in keiner Art und Weise abgesichert.

In einer kürzlich erschienenen Studie hat nun die Forschungsabteilung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in Basel (BIZ) eine umfassende historisch/empirische Arbeit zu den Auswirkungen von Deflationen vorgelegt¹⁾. Untersucht wurden deflationäre Phasen – sprich: Zeiten mit sinkenden Konsumentenpreisen – in 38 Ländern in der Zeit zwischen 1870 und 2013.

Für viele Kreise innerhalb der akademischen Welt nicht ganz überraschend kommen die Autoren zum Schluss, dass kein statistisch signifikanter Zusammenhang existiert zwischen sinkenden Konsumentenpreisen

und wirtschaftlicher (In-)Aktivität. Ganz besonders dann nicht, wenn man in den entsprechenden Untersuchungen den Effekt sinkender Assetpreise (Aktien- und Immobilienpreise) kontrolliert. Gerade deflationäre Vermögenspreise – sprich: sinkende Immobilienwerte und Aktiennotierungen – haben aber andererseits nachhaltig negative, statistisch signifikante Auswirkungen auf die Wirtschaftsaktivität.

Wenn man sich dies aber alles zusammenreimt, muss man die Frage stellen, ob Herr Draghi mit seiner Politik des billigen Geldes nicht vielleicht sogar daran ist, den Teufel mit dem Beelzebub auszutreiben. Wenn sich seine expansionistische Politik nämlich darin erschöpft, die ganze Zinsstruktur nach unten zu drücken und andererseits ein relevanter Teil der tiefen oder gar negativen Inflationsraten eher struktureller Art ist, dann provozieren die induzierten Zinssenkungen nicht viel mehr als weiter steigende Investitionen in z.T. bereits überhitzte Aktien- und Immobilienmärkte. Sollten diese aber plötzlich – was auch immer dannzumal der Auslöser sein mag – auf ihre hohe Bewertung «reagieren», wären die negativen Auswirkungen auf die Wirtschaftsaktivität viel gravierender als die Konsequenz von noch um ein paar Prozentpunkte weiter sinkenden Konsumentenpreisen. So jedenfalls die Ergebnisse der BIZ-Studie.

Auch wenn es nicht Mode ist, von der Geschichte zu lernen, wäre es vielleicht nicht ungeschickt, wenn sich die EZB einmal die historischen Deflationsphasen ansehen und möglicherweise ein paar Schlussfolgerungen daraus ziehen würde.

1) G. Borio, M. Erdem, A. Filardo, B. Hofmann: The Costs of Deflation: A Historical Perspective, BIS Quarterly Review, March 2015.

e.heri@fintool.ch
www.fintool.ch