

# APROPOS...

info@ethenea.com | ethenea.com

## Deflation – Der Punkt ohne Wiederkehr

Deflation ist wie ein schwarzes Loch. Sie zieht alles an, was sich um sie herum bewegt, und sobald der Punkt ohne Wiederkehr erreicht ist, fallen die Preise ins Bodenlose und die Wirtschaft kollabiert. Dieses dramatische Bild veranschaulicht die paradoxe Furcht von Ökonomen, weniger für Waren und Dienstleistungen zahlen zu müssen. Die Gretchenfrage lautet daher: Sind wir am Punkt ohne Wiederkehr angelangt?

Zum besseren Verständnis von Deflation beginnen wir zunächst mit einer wirtschaftlichen Definition, die uns die Idee eines schwarzen Lochs näher bringt. Deflation ist ein allgemeiner Rückgang des Preisniveaus. Trotz ihrer kurzen und griffigen Formulierung ist dies wohl eher eine kühne Definition. Tatsächlich ist das Schlüsselwort in der Definition von Deflation weniger der *Rückgang des Preisniveaus*, sondern vielmehr das Adjektiv *allgemein*.

Regelmäßig wollen Geschäfte die Kollektion der letzten Saison loswerden und nehmen eine drastische Preissenkung vor, die ohne Weiteres bis zu 50 % ausmachen kann. Diese Schnäppchen-Happy Hour ist als *Schlussverkauf* bekannt und gewiss nicht so düster und deprimierend wie ein schwarzes Loch. Beim Schlussverkauf fallen die Preise, aber eben nicht alle. Deswegen handelt es sich nicht um einen *allgemeinen* Preisrückgang. Außerdem gehen die Preise nur ein paar Wochen lang runter, bevor sie mit einer neuen Kollektion wieder auf das vorhergehende Niveau zurückfinden. Jeder gut beratene Verbraucher wird in dieser Zeit auf die Sonderangebote anspringen und mehr kaufen, als er eigentlich wollte. In der Fachsprache der Ökonomen bezeichnet man dies als negative Inflation.

Stelle man sich nun vor, dass der Schlussverkauf alle Waren und Dienstleistungen umfasst - nicht nur die alte, sondern auch die neue und die darauffolgende Kollektion. Das würde bedeuten: Je länger man wartet, desto niedriger werden die Preise. Wie würden Sie sich als Verbraucher verhalten? Sie würden wahrscheinlich noch ein paar Wochen warten, bevor Sie irgendetwas Neues kaufen, weil es in einem Monat noch billiger sein wird. Dies ist ein allgemeiner Preisrückgang. Das schwarze Loch schlägt zu.

Ein wesentlicher Unterschied zwischen diesen beiden Arten von fallenden Preisereignissen liegt in der Zeitkomponente. Im ersten Fall ist das Ereignis vorübergehender Natur, während es im zweiten Fall von Dauer ist. An dieser Stelle kommt der Begriff Inflationserwartung ins Spiel, und das meint der Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB) Mario Draghi, wenn er sagt, die *nicht mehr fest verankerte* Inflationserwartung sei eine Bedrohung für die Preisstabilität.

Negative Inflation und Deflation haben entgegengesetzte Konsequenzen. Während im ersteren Fall der Konsum und die gesamte Konjunktur angekurbelt werden, gehen sie im letzteren Fall zurück. Die Herausforderung, vor der die Zentralbanken heute stehen, ist die Frage, ob der Punkt ohne Wiederkehr bereits erreicht ist oder nicht. Angesichts aller Unsicherheiten rund um schwarze Löcher wäre es ratsam, dass die Zentralbanken den Wirtschaftsdampfer nicht bis zum Rand des Lochs fahren lassen – den Punkt ohne Wiederkehr.

Da es überaus schwierig ist, Preisveränderungen bei vielen Waren genau zu messen (man denke hierbei an das Konzept der Warenkörbe und deren Relevanz für jeden einzelnen von uns), haben Zentralbanken das Konzept der Preisstabilität bis aufs Äußerste vereinfacht. Die EZB definiert ihr Mandat der Preisstabilität wie folgt: „Preisstabilität wird definiert als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr.“<sup>1</sup> Ferner erklärt die EZB: „Durch die Formulierung ‚Anstieg des HVPI von unter 2 %‘ stellt die Definition klar, dass nicht nur eine Inflation von über 2 %, sondern auch eine Deflation (d. h. ein rückläufiges Preisniveau) mit Preisstabilität unvereinbar ist.“<sup>2</sup> Außerdem definiert die EZB eine Deflation lediglich als Rückgang und nicht als allgemeinen Rückgang des Preisniveaus.

Infolgedessen haben wir es mit Deflation zu tun, sobald das Preisniveau sinkt oder – inflationsbezogen ausgedrückt – sobald die Inflation negativ ist. Der feine Unterschied zwischen negativer Inflation und Deflation existiert im

<sup>1</sup> Quelle: [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/whypricestability\\_de.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/whypricestability_de.pdf), Seite 8

<sup>2</sup> Quelle: [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/whypricestability\\_de.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/whypricestability_de.pdf), Seite 61



# APROPOS...

info@ethenea.com | ethenea.com

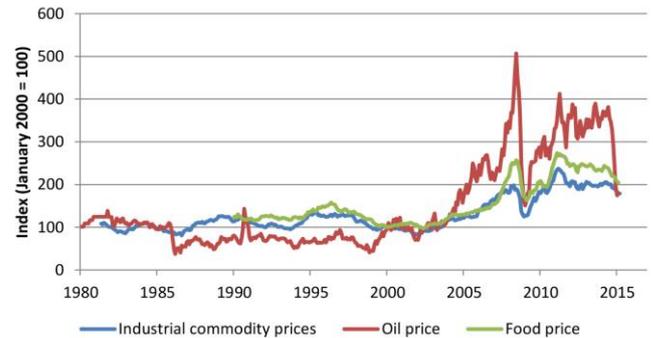
Vokabular der EZB einfach nicht. Und weil Deflation gemäß dem EZB-Mandat unerwünscht ist, werden alle Mittel dazu eingesetzt, um die Inflation wieder anzufachen.

Die Schlüsselfrage bleibt also, ob der Punkt ohne Wiederkehr erreicht wurde. In den letzten Jahren konnten wir beobachten, dass alle Zutaten der Deflation gegeben waren. Wir haben eine globale Finanzkrise und eine globale Rezession erlebt, die auf eine Kreditkrise folgten. Die Konjunktur schrumpfte und die Arbeitslosigkeit stieg sehr schnell an. Die globale Finanzinstitution stand kurz vor dem Zusammenbruch und hat nur deswegen überlebt, weil Regierungen und Zentralbanken eingegriffen haben. Ohne ihr entschlossenes Handeln hätten wir etwas Ähnliches wie die Große Depression in den 1930er Jahren erlebt. In unserem kollektiven Gedächtnis ist diese dunkle Phase wahrscheinlich unsere beste Vorstellung von einem schwarzen Loch in der Wirtschaft.

Während der *Great Moderation*, die Mitte der 1980er Jahre begann und mit der globalen Finanzkrise zu einem abrupten Ende kam, nahm die Inflation kontinuierlich ab. Zur Erinnerung, die Inflation in den USA lag in den 1980er Jahren im Durchschnitt bei 5,0 % pro Jahr. In den 1990er Jahren fiel sie auf 2,3 %, in den 2000er auf 2,1 % und in den 2010er Jahren auf 1,7 %. Auffällig ist, dass sich die Inflation in den 2000er Jahren trotz einer massiven Zunahme der Preise für Energie, Industrierohstoffe und Lebensmittel weiter verlangsamte (Grafik 1). Zur Abfederung dieses Schocks sanken entweder die Preise für andere Waren als Rohstoffe, um diesen Anstieg auszugleichen, oder aber es kam zu einer deutlichen Erhöhung der Produktivität. Ungeachtet der Gründe ist es klar, dass die entwickelten Volkswirtschaften bereits eine Art von Deflation erlebten, die die Weltwirtschaft nicht daran hinderte, mit solidem Tempo zu wachsen.

Während der globalen Finanzkrise fielen alle Rohstoffpreise. Der dramatischste und aktuellste Rückgang betrifft den Ölpreis, der sich in den letzten Monaten mehr als halbiert hat. Zweifellos erhöht sich hierdurch automatisch der Deflationsdruck auf die ohnehin schon trübsinnige Inflationsstatistik und zwingt somit Zentralbanken, die das

Inflationsziel verfolgen, mit neuen geldpolitischen Lockerungsprogrammen zu beginnen. Im Gegensatz dazu entlasten billigere Waren das Portemonnaie vieler Verbraucher und verbessern die Margen von Unternehmen.



Grafik 1: Rohstoffpreise

Wenn dies der Fall ist, befindet sich die Welt möglicherweise in einer deutlich besseren Verfassung als man meint. Dies würde einerseits deutliche Produktivitätsgewinne nahe legen. Man denke beispielsweise daran, wie die Technologie unsere Arbeitsplätze in den letzten 15 Jahren verwandelt hat. Andererseits würde dies darauf hindeuten, dass das Platzen der Rohstoffblase eine gesunde Anpassung darstellt.

Die Politik der Zentralbanken könnte im weiteren Verlauf allzu akkommodierend sein, weil sie nicht zwischen guter Deflation, oder einer längeren Schlussverkaufsphase, und schlechter Deflation unterscheidet. Forscher haben im letzten Jahr entdeckt, dass schwarze Löcher tatsächlich auch Licht abgeben können, sobald der Punkt ohne Wiederkehr überschritten ist, was den Gesetzen der Physik trotzt.<sup>3</sup> Wenn es schon zu einer solch angenehmen Überraschung in der Naturwissenschaft kommt, könnte das ja auch in der Wirtschaft passieren.

## Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

<sup>3</sup> Quelle : <http://www.sciencemag.org/content/early/2014/11/05/science.1256183?explicitversion=true>

**Hinweis:** Bei der Anlage in Investmentfonds besteht, wie bei jeder Anlage in Wertpapieren und vergleichbaren Vermögenswerten, das Risiko von Kurs- und Währungsverlusten. Dies hat zur Folge, dass die Preise der Fondsanteile und die Höhe der Erträge schwanken und nicht garantiert werden können. Die Kosten der Fondsanlage beeinflussen das tatsächliche Anlageergebnis. Maßgeblich für den Anteilserwerb sind die gesetzlichen Verkaufsunterlagen. Alle hier veröffentlichten Angaben dienen ausschließlich der Produktbeschreibung und stellen keine Anlageberatung dar und beinhalten kein Angebot eines Beratungsvertrages, Auskunftsvertrages oder zum Kauf/Verkauf von Wertpapieren. Der Inhalt ist sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Eine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit kann nicht übernommen werden. Munsbach, 25. März 2015.



**ETHENEA**  
managing the Ethna Funds