

Seit mehr als einem Jahr ist der Preisanstieg im Euroraum im Trend rückläufig und hat im März 2014 mit 0,5% seinen tiefsten Wert seit der Wirtschaftskrise 2009 erreicht. Angesichts der geringen Inflationsrate wird über ein mögliches Abrutschen in eine Deflation und dessen Folgen diskutiert. Die Europäische Zentralbank sieht zwar noch keinen Handlungsbedarf, betont aber ihre Entschlossenheit, gegebenenfalls auch unkonventionelle Mittel einzusetzen, sollte sich das Risiko einer Deflation konkretisieren. Ist die Gefahr einer Deflation gegeben? Und wie sollte die EZB reagieren?

### Im Schatten der Lowflation

#### Die Ausgangslage

Wer aufgrund der Niedrigzinspolitik der EZB und der Notenbankkäufe von Staatspapieren notleidender Mitgliedstaaten mit steigender Inflation gerechnet hatte, sieht sich getäuscht. Anstatt mit steigender Inflation sind wir fünfeinhalb Jahre nach der Pleite von Lehman Brothers mit der Sorge konfrontiert, zu wenig Inflation im Euroraum zu haben. Aus dieser Sorge vor konstanten oder nur minimal steigenden Preisen hat sich ein neues Schlagwort entwickelt: »Lowflation«.

Im Jahr 2013 betrug der Anstieg des harmonisierten Konsumentenpreisindex im Euroraum 1,4%. Wenngleich die Entwicklung der Konsumentenpreise zuletzt für den Euroraum als Ganzes positiv war, hatten Griechenland und Zypern im Jahr 2013 eine negative Preisentwicklung. Im ersten Quartal 2014 traf dies zusätzlich auch auf Slowenien und Portugal zu. Zum Teil ist die geringe Inflation niedrigeren Energie- und Grundnahrungspreisen geschuldet. Aber auch die sogenannte Kerninflationsrate ist derzeit gering. Darüber hinaus ist der von der EZB ausgewiesene industrielle Produzentenpreisindex 2013 sogar für den Euroraum als Ganzes mit – 0,2% leicht gesunken (vgl. Europäische Zentralbank 2014).

Vor dem Hintergrund der Geldpolitik überrascht die Entwicklung stabiler und teilweise sogar sinkender Preise auf den ersten Blick. Vom 31. Dezember 2007 bis zum 31. Dezember 2013 stieg die konsolidierte Bilanz des Eurosystems von 1 507 Mrd. Euro auf 2 273 Mrd. Eu-

ro (vgl. Europäische Zentralbank 2007a, S. 250; 2013b, S. 258). Das entspricht einer Steigerung um 51%. Die Geldmenge M1 wuchs um 40%, und im selben Zeitraum wuchs das nominale BIP des Euroraums nur um 7% (vgl. Europäische Zentralbank 2007b; 2013b). Trotz der deutlichen Expansion der von der EZB geschaffenen Zentralbankgeldmenge kam es nicht zu der oftmals befürchteten Inflation. Die expansive EZB-Politik konterkarierte im Wesentlichen nur die Kontraktion derjenigen Geldmenge, welche die Geschäftsbanken mit Hilfe des Zentralbankgeldes schaffen. Dies erklärt, warum die Geldmenge nach dem erweiterten Geldmengenkonzept M3 vom 31. Dezember 2007 bis zum 31. Dezember 2013 um nur 14% stieg.

Die niedrige Inflationsrate ist auch dem stabilen Außenwert des Euro geschuldet. Diese Stärke des Euro ist auch eine gute Nachricht. Der stabile Außenwert ist nur möglich, weil große Teile des Euroraums von internationalen Investoren immer noch als sicherer Hafen für Finanzanlagen angesehen werden. Es gibt, insbesondere seit der »whatever-it-takes« Ankündigung des EZB-Präsidenten Mario Draghi vom Juni 2012, keinen allgemeinen Kapitalabzug aus dem Euro.

Die Eurostärke könnte zumindest in begrenztem Umfang auch dem Umstand geschuldet sein, dass andere Notenbanken, wie etwa die Federal Reserve Bank in den USA, im Vergleich zur EZB eine noch aggressivere Geldpolitik unter der Flagge »Quantitative Lockerung« fahren. Im Fall Chinas erreichen die ausländischen Devisenreserven der Zentralbank als Spiegelbild der dortigen Politikeingriffe neue Rekordstände und wuchsen allein im Jahr 2013 um 509 Mrd. Dollar (vgl. Spiegel online 2014).



Alfons J. Weichenrieder\*

\* Prof. Dr. Alfons J. Weichenrieder, SAFE, Goethe-Universität Frankfurt, Wirtschaftsuniversität Wien & CESifo.

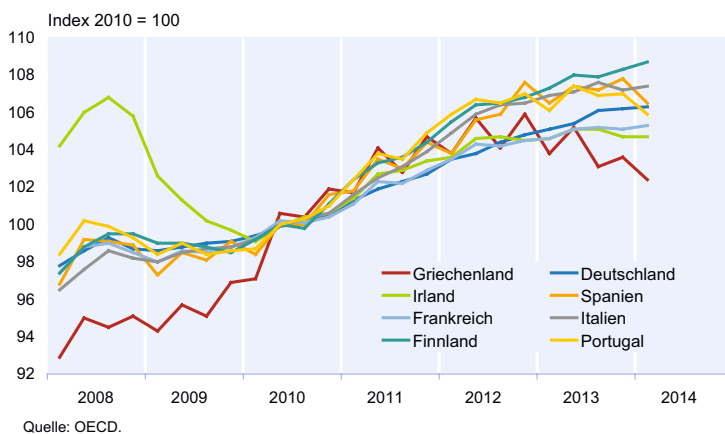
Für die Exportindustrie ist die Stärke des Euro eine Belastung. Bevor man jedoch die Geldpolitik der USA und Chinas als Argument für einen EZB-Eingriff in den Wechselkurs ins Feld führt, sei darauf hingewiesen, dass die Aufwertung des Euro seit Mitte 2012 nur dazu geführt hat, dass sein realer Außenwert im Hinblick auf die wichtigsten Handelspartner dort steht, wo er 1999 gestartet war. Auch im Vergleich zum Mittel der Jahre 2004 bis 2010 fällt es schwer, eine reale Höherbewertung zu erkennen.

### Regionale Unterschiede in der Inflationsrate

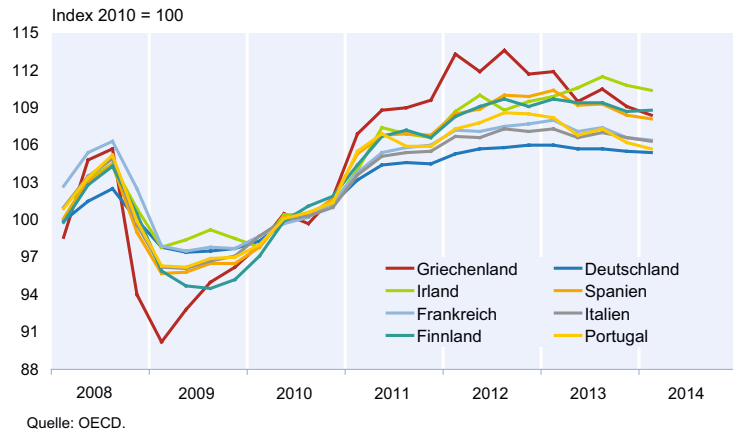
Teile der Eurozone leiden immer noch unter einem gravierenden Verlust der Wettbewerbsfähigkeit. Dieser resultiert aus hohen Preissteigerungen nach dem Eintritt in den Euro, hatte bereits vor der Finanzkrise zu hohen Leistungsbilanzdefiziten geführt und geriet durch die Finanzkrise in den Blickpunkt der Märkte.

Niedrige Preissteigerungsraten sind für Länder in einer Währungsunion ein prinzipiell probates Mittel, um diese Wettbewerbsfähigkeit zurückzuerhalten, insbesondere, wenn andere wettbewerbsfähigere Länder mit höheren Raten aufwarten. Die relative Preisanpassung setzte in manchen Euroländern auffallend spät ein. So hatte Griechenland, im Gegensatz zu Irland, selbst 2009 und 2010 eine überdurchschnittliche Preisentwicklung, die nur zum Teil durch die Mehrwertsteuererhöhungen erklärbar ist (vgl. Abb. 1). Nicht nur die Konsumentenpreise, auch die Produzentenpreise im Verarbeitenden Gewerbe unterlagen noch bis zum Ende des Jahres 2011 einem überraschend hohen Wachstum (vgl. Abb. 2).

**Abb. 1**  
Konsumentenpreiseindex ausgewählter Euroländer



**Abb. 2**  
Produzentenpreiseindex des Verarbeitenden Gewerbes in ausgewählten Euroländern



Umgekehrt ist es aber auch überraschend, dass insbesondere Deutschland seit 2010 die Entwicklung der Produzentenpreise im Verarbeitenden Gewerbe im Euroraum nach unten gezogen hat. Deutschland hat entgegen dem, was für die Peripherieländer vorteilhaft gewesen wäre, an relativer Wettbewerbsfähigkeit möglicherweise noch gewonnen.

Die Preisentwicklung in den verschiedenen Ländern gibt somit ein differenziertes Bild. Zum einen macht es die aktuell niedrige Inflation den Peripherieländern schwer, in der Inflation vom Kern der Eurozone nach unten abzuweichen. Zum anderen ist dieses Abweichen nach unten in einigen Ländern auch nicht zu Zeiten erfolgt, als die Inflation noch höher war.

### Die Sorge vor einer selbstverstärkenden Deflation

Bei expansiver Geldpolitik liegt es insbesondere an einer geringen gesamtwirtschaftlichen Nachfrage, wenn die Güterpreise sinken. Sinkende Güterpreise sind zunächst ein Phänomen der Krise, nicht die Ursache. Sie können jedoch zur Ursache für einen zusätzlichen Nachfragerückgang werden, wenn Käufe in der Hoffnung auf weiter sinkende Preise zurückgestellt werden. Da im Kern der Eurozone die sinkenden Konsumentenpreise insbesondere bei Grundnahrungsmitteln und Energie zu finden sind, erscheint die Gefahr der selbstverstärkenden Deflation vor diesem Hintergrund begrenzt, da Konsumentenzurückhaltung eher bei langlebigen Gebrauchsgütern plausibel ist.

Es sind jedoch noch weitere Mechanismen der Selbstverstärkung denkbar. Schon Irving Fisher hat in den dreißiger Jahren des

letzten Jahrhunderts erklärt, wie eine Krise durch sinkende Preise befeuert werden kann (vgl. Fisher 1933). Durch sinkende Preise erhöhen sich der Realzins von Schuldnern sowie deren reale Schuldenlast. Die Schuldner können sich daher dazu veranlasst sehen, die steigende Schuldenlast durch den Verkauf von Vermögensgegenständen zu reduzieren. Der Notverkauf von Vermögensgegenständen beschleunigt tendenziell deren Preisverfall und vergrößert die reale Schuldenproblematik in einer Abwärtsspirale.

Die Gefahr einer Deflation kann nicht ausgeschlossen werden. Im Hinblick auf die Produzentenpreise im Verarbeitenden Gewerbe können wir eine leichte Deflation sogar bereits beobachten. Gleichzeitig gibt es gute Gründe auf Besserung zu hoffen, auch ohne unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen der EZB. In der aktuellen Situation scheint es in Ländern wie Spanien eher zu einer Verlangsamung des Preisverfalls von Immobilien zu kommen. Darüber hinaus erleichtert die geringe Inflation über niedrigere Zinssätze auch den Kauf von Vermögensgegenständen und verringert die erforderliche Liquidität in der Anfangsphase der Investition.<sup>1</sup> Zumindest moderater Druck auf die Inflation resultiert aus steigenden Löhnen in Deutschland und der sich zumindest hier im ersten Quartal deutlich belebenden Konjunktur. Zusätzliche Effekte dürften aus der Einführung des Mindestlohns resultieren. Und schließlich ist damit zu rechnen, dass die Aufwertungstendenz des Euro, die im Juni 2010 eingesetzt und den realen Wechselkurs normalisiert hat, nun zum Stillstand kommt. Damit entfele ein zuletzt preisdämpfender Effekt wieder.

Das wahrscheinlichere Szenario der nächsten Monate ist daher Lowflation statt Deflation. Doch auch die Lowflation birgt Probleme und Gefahren.

### Arbeitsmarktrigiditäten

Vieles spricht dafür, dass sinkende Nominallöhne auf deutlich höheren Widerstand stoßen als stagnierende Löhne, obwohl auch stagnierende Nominallöhne bei Inflation die Reallöhne senken. Vor diesem Hintergrund besteht die Sorge, dass Lohnanpassungen, die zur Wiedererlangung der Wettbewerbsfähigkeit nötig sind, durch Lowflation verzögert werden. So weist in Spanien beispielsweise ein auffälliger Anteil der Arbeitsverhältnisse derzeit ein Nullwachstum bei den Nominallöhnen auf (vgl. Moghadam, Teja und Berkmen 2014). Die Wettbewerbssituation würde Nominallohnsenkungen nahelegen, aus Gründen des Betriebs- und Arbeitsfriedens passieren diese jedoch nicht. Damit ist die Geschwindigkeit der Anpassung von der Inflation abhängig. Eine Halbierung der Inflationsrate von

zwei auf 1% verdoppelt unter solchen Bedingungen die für eine vorgegebene Lohnanpassung nötige Zeitspanne. Es rächt sich, dass die EZB mit einem langfristigen Inflationsziel von 2% in die Krise ging, niedriger als die langjährige Inflationsrate selbst zu Bundesbankzeiten. Eine nachträgliche Änderung des eingeschlagenen Ziels kann indes mehr Schaden als Nutzen anrichten und hätte begrenzte Glaubwürdigkeit in einer Zeit, in der bereits das 2%-Ziel deutlich unterschritten wird.

### Bankenpolitik in der Niedrigzinsphase

Bei normalen Produktionsunternehmen ist davon auszugehen, dass eine Verbilligung der Inputs tendenziell zu einer Gewinnerhöhung führt. Im Prinzip gilt das auch für Banken. Für die Banken verringern sich durch die Niedrigzinsen die Kosten der Geldbeschaffung. Ein Problem kann indes dadurch entstehen, dass Banken den Einlagenzins für ihre Kunden nicht auf negative Werte setzen können. Sinken die Zinsen auf Ausleihungen, so kann möglicherweise der Einlagenzins nicht im gleichen Maße fallen, die Zinsmargen sinken in diesem Fall (vgl. Deutsche Bundesbank 2013, S. 52).

Eine Gefahr für die Solvabilität der Banken ergibt sich insbesondere durch die Fristentransformation der Banken. Werden heute im Niedrigzinsumfeld langfristige Immobilienkredite zu auf zehn Jahre festgeschriebenen Schuldzinsen vergeben, tragen die Banken ein erhöhtes Zinsänderungsrisiko. Die Herausforderungen für die Bankenaufsicht steigen.

Langfristige Zinsänderungsrisiken werden auch von Bausparkassen eingegangen, die ihren Kunden feste Einlagenzinsen versprechen. In der Vergangenheit versprochene hohe Einlagenzinsen können in der Niedrigzinsphase zu starken Ertragsrisiken werden. Gleichzeitig dürfte die systemische Relevanz der Bausparkassen begrenzt sein.

Eine erhöhte Aufmerksamkeit der Bankenaufsicht ist auch angebracht, weil niedrige Margen und Verluste aus der Fristentransformation in der Vergangenheit zu riskanteren Anlagestrategien geführt haben. Sorge bereitet vor diesem Hintergrund immer noch die Anlage in hochverzinsliche Staatspapiere des Euroraums, die von den Banken nicht mit Eigenkapital unterlegt werden müssen.

### Lebensversicherungen

Die niedrige Inflationsrate übersetzt sich in Verbindung mit der laxen Geldpolitik auch in niedrige nominale Zinserträge für die Lebensversicherer. Diese wiederum gehen in Deutschland feste Garantiezinsen zugunsten ihrer Kunden ein. Dabei

<sup>1</sup> Umgekehrt verlieren steuerliche Investitionsanreize ihre Wirkung, weil beschleunigte Abschreibungen zwar immer noch die Steuerbelastung des Investors in die Zukunft verschieben, dies indes bei niedrigen Zinsen an Bedeutung verliert.

sind die aktuell zugrunde liegenden Garantiezinsen geprägt vom jeweils bei Vertragsabschluss geltenden Zinsumfeld. Derzeit könnten geschätzt bis zu einem Viertel aller in Deutschland laufenden Verträge noch einen Garantiezins von 4% beinhalten (vgl. Berdin und Gründl 2014). Demgegenüber steht die aktuelle Umlaufrendite zehnjähriger deutscher Staatspapiere bei ca. 1,5%.

Die Erfahrungen in Japan zeigen, wie Zeiten niedriger oder gar negativer Inflation und Niedrigzinsen in Kombination mit festen Garantiezinsen zu Schwierigkeiten führen können. Zwischen 1997 und 2001 waren sieben mittelgroße Versicherer in Japan von Zahlungsschwierigkeiten betroffen.<sup>2</sup> Trotz teilweise gewährter staatlicher Hilfen gingen die jeweiligen Umstrukturierungen, ähnlich wie bei der Insolvenz der Mannheimer Leben 2003, mit abgesenkten Garantiezinsen und damit Verlusten der Versicherten einher.

So unangenehm die Entwicklung in Deutschland möglicherweise ist und so plausibel es ist, dass ein inflationsbedingt höherer Nominalzins helfen würde, den Garantiezins zu erwirtschaften: Den Versicherungsnehmern wäre letztlich nur mit einem höheren Realzins gedient. Eine quantitative Lockerung seitens der EZB ist dazu nicht geeignet.

### Verringerte Realtilgung der Staatsschulden

Üblicherweise sind es reale Größen, auf die sich das ökonomische Interesse richtet. Im Hinblick auf die Dynamik der Staatsschulden ist es indes das Verhältnis zwischen den Defiziten und dem nominalen Sozialproduktwachstum, dem eine wichtige Rolle zukommt.

Zur Erläuterung ist ein Zahlenbeispiel mit einer real stagnierenden Ökonomie hilfreich. Unterstellt sei zu Beginn eines Jahres ein Stand der Staatsschulden in Höhe von 80% des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Bei einer Inflation von 3% und einem Defizit von 2% des BIP verringert sich die Schuldenstandquote zum Jahresende auf 79,6%  $[(82/103) \cdot 100\%]$ . Demgegenüber ergibt sich bei ausgeglichenem Budget und einer Inflation von null nur eine konstante Schuldenquote von weiterhin 80%. Zwar werden keine neuen Schulden aufgenommen, aber die reale Tilgung aus der Inflation entfällt ebenfalls. Die reale Tilgung, die aus der Inflation resultiert, fällt umso stärker ins Gewicht, je höher der Ausgangsbestand der Staatsschuld ist. Dies gilt auch in einer wachsenden Wirtschaft.

Das Maastricht-Defizitkriterium von 3% ist langfristig mit einem Schuldenstand von 60% des BIP kompatibel, wenn das nominale Wirtschaftswachstum 5% beträgt. Sinkt je-

doch wegen geringer Inflation das nominelle Wachstum beispielsweise auf 2%, so konvergiert ein Staatsdefizit von 3% langfristig zu einem Schuldenstand von 150% des BIP.

Die niedrige Inflation macht es zusätzlich unwahrscheinlich, dass Schuldenländer in den nächsten Jahren die Zwanzigstel-Regel des Fiskalpaktbeschlusses einhalten können. Die Lücke zwischen dem aktuellen Schuldenstand und dem 60%-Ziel muss danach jedes Jahr um 5% geschlossen werden. Ein Land wie Italien, mit einem Schuldenstand von ca. 130%, muss den Schuldenstand jährlich um unrealistische 3,5 Prozentpunkte abbauen. Die im Zuge der Staatsschuldenkrise verschärften Fiskalregeln werden zur Makulatur.

### Geldpolitische Optionen

Der starke strukturelle Anpassungsbedarf in den meisten Euroländern könnte von einer höheren Inflationsrate profitieren. In der Vergangenheit waren die Inflationsunterschiede zu gering, um die Unterschiede in der Wettbewerbsfähigkeit auszugleichen. Erst recht wäre eine erfolgreiche Reaktion der Geldpolitik wünschenswert, wenn sich die Deflationsgefahr noch stärker manifestiert.

Die traditionellen geldpolitischen Mittel sind weitgehend ausgereizt. Diskutiert werden daher derzeit insbesondere der umfangreiche Kauf von Aktiva wie Staatspapieren und Unternehmensanleihen durch die EZB (Quantitative Lockerung) und die Festsetzung von negativen Einlagenzinsen der Geschäftsbanken, wenn diese Überschussreserven bei der EZB parken. Selbst der Präsident der Bundesbank hat signalisiert, dass die quantitative Lockerung als Instrument zur Bekämpfung einer Deflation prinzipiell nicht ausgeschlossen ist.

Die Gefahren sind jedoch zu beachten und zu minimieren. Werden im Zuge der quantitativen Lockerung Staatspapiere minderer Bonität gekauft, kommt die EZB wieder in den üblen Geruch der Staatsfinanzierung. Zudem ist es wichtig, dass die EZB das Geldangebot über Verkäufe wieder schnell zurückführen kann, wenn die Geldschöpfung der Geschäftsbanken in Schwung kommt. Auch dies verlangt den Kauf von fungiblen Vermögenswerten mit hoher Bonität. Für die Glaubwürdigkeit und Handlungsfähigkeit der EZB wird es im Fall eines Ankaufprogrammes darauf ankommen, dass sie einem entgegengesetzten politischen Druck widersteht.

### Literatur

Berdin, E. und H. Gründl (2014), *The Effects of a Low Interest Rate Environment on Life Insurers*, SAFE/International Center for Insurance Regulation, Frankfurt am Main.

Deutsche Bundesbank (2013), *Finanzstabilitätsbericht*, Frankfurt am Main.

Europäische Zentralbank (2007a), *Jahresbericht*, Frankfurt am Main.

<sup>2</sup> Die Insolvenzwelle erfasste die Lebensversicherer Nissan 1997, Toho 1999, Daihyaku, Taisho, Chiyoda und Kyoei 2000 sowie Tokyo im Jahr 2001. Ein weiteres Unternehmen, Yamato, wurde 2008 insolvent (vgl. FALIA 2013).

Europäische Zentralbank (2007b), *Monetary Developments in the Euro Area*, Dezember, Frankfurt am Main

Europäische Zentralbank (2013a), *Jahresbericht*, Frankfurt am Main.

Europäische Zentralbank (2013b), *Monetary Developments in the Euro Area*, Dezember, Frankfurt am Main.

Europäische Zentralbank (2014), *Monthly Bulletin – Euro Area Statistics Online*, Mai, Frankfurt am Main.

FALIA (2013), *The Life Insurance Association of Japan, Overview of Life Insurance Industry in Japan*, Oktober, online verfügbar unter: <http://www.falia.or.jp>.

Fisher, I. (1933), »The Debt-Deflation Theory of Great Depressions«, *Econometrica* 1, 337–357.

Moghadam, R., R. Teja, und P. Berkmen (2014), *Euro Area – »Deflation« Versus »Lowflation«*, IMF Blog, posted 4 März.

Spiegel-Online (2014), »Handelsüberschuss: Chinas Reserven wachsen um 500 Milliarden Dollar«, 15. Januar.



Adalbert Winkler\*

## Und was wird aus Ostfriesland? – Anmerkungen zur Debatte über Deflation in der Euro-Peripherie

### Von der Finanz- zur Makrokrise

Nachdem die Eurokrise in ihrer Form als Finanzkrise durch OMT, ESM und Schritte in Richtung Bankenunion entschärft wurde, wendet sich die Debatte der makroökonomischen Krise zu, in der sich der Euroraum schon seit Jahren befindet. Dies ist auch notwendig, denn die Wachstums- und Arbeitslosenzahlen sind erdrückend schlecht. Dies gilt insbesondere für die Euro-Krisenländer: Nach tiefer Rezession und Massenarbeitslosigkeit ist nun in einigen Staaten auch ein Rückgang des Preisniveaus, also Deflation zu beobachten.

### Inflationsdifferenziale in einem Währungsraum: weder Segen noch Fluch, ...

So begrüßenswert der Schwenk zur Makrobetrachtung ist, so bedauerlich ist es festzustellen, dass die Deflation in der Peripherie wieder einmal in einer Weise analysiert wird, die für einen gemeinsamen Währungsraum unangemessen ist. Darauf weist der Titel des Beitrags hin: Haben wir uns im D-Mark-Raum jemals um die Frage gekümmert, ob Deflation in einer Region Fluch oder Segen ist? Die Antwort lautet: Nein, und dies nicht nur, weil keine Inflationszahlen für Ostfriesland oder den Hunsrück vorliegen, sondern weil die Antwort klar ist: Sie ist weder Fluch noch Segen, solange es keine Deflation in Deutschland gibt. In jedem integrierten Währungsraum treten Inflationsdifferenziale auf. Sie fungieren als ein Anpassungsinstrument, um Investitionen und die Produktion von Gütern in den Gebieten mit geringerer Wettbewerbsfähigkeit attraktiver zu machen und Arbeitnehmer aus den Gebieten mit niedrigerer Wettbewerbsfähigkeit und daher niedrigeren Löhnen anzuregen, Arbeit in Regionen mit

\* Prof. Dr. Adalbert Winkler ist Professor für Development Finance und Leiter des Centre for Development Finance an der Frankfurt School of Finance & Management, Frankfurt am Main.



höheren Löhnen anzunehmen. Die erforderliche Höhe des Inflationsgefälles hängt von mehreren Faktoren ab. Angesichts diverser Mobilitätshemmnisse (Sprache, kulturelle Faktoren, unterschiedliche Sozialsysteme etc.) ist nicht überraschend, dass in Europa die Inflationsdifferenziale etwas größer ausfallen als in Deutschland.

### ... sondern ein Anpassungsinstrument

Inflationsdifferenziale sind daher ein Beitrag, Anpassungsprozesse in der Währungsunion zu gestalten. Nachdem sich in der Vorkrisenperiode Ungleichgewichte – hohe Leistungsbilanzdefizite in der Peripherie, hohe Leistungsbilanzüberschüsse im Kern – herausgebildet hatten, gilt es nun, diese umzukehren. Dieser Prozess schreitet schon seit einigen Jahren voran. So wiesen alle Krisenländer 2013 eine praktisch ausgeglichene Leistungsbilanz auf, fünf Jahre nach Defiziten im zum Teil zweistelligen Prozentbereich (in Relation zum BIP). Natürlich lässt sich darüber streiten, wie sehr diese Anpassung die Einkommenskontraktion widerspiegelt und wie sehr sie auf Exporterfolgen beruht (vgl. Gros 2014). Strittig mag auch sein, wie lange der Prozess noch dauern muss, um nachhaltig zu sein. Dass die Anpassung im Gange ist und dass sie Zeit braucht, wird jedoch selbst von Euro-Skeptikern nicht bestritten (vgl. Sinn und Valentinyi 2014).

### Deflation nur dann ein Fluch, ...

In den letzten Monaten geht die Herausbildung von Inflationsdifferenzialen mit Deflation in einigen (ehemaligen) Defizitländern einher. Bleibt unberücksichtigt, dass sich die Länder in einer Währungsunion befinden, kann schnell der Fluch der Deflation thematisiert werden, wie er von Fisher (1933) analysiert wurde. Danach erhöht Deflation die reale Schuldenlast sowie den Realzins und bremst damit die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Bei einem Umschlagen von Deflation in Deflationserwartungen ist auch der Konsum negativ betroffen.

In einer Währungsunion tritt dieser Fluch aber nicht auf, solange

- a) der Währungsraum hinreichend integriert ist, d.h. die ökonomische *conditio sine qua non* für einen gemeinsamen Währungsraum erfüllt ist, und
- b) die Geldpolitik für den gemeinsamen Währungsraum verhindert, dass sich für den Währungsraum als Ganzes Deflation einstellt.

Unter diesen Voraussetzungen lässt sich zwar für einzelne Teile des Währungsraums Deflation messen, ökonomisch handelt es sich jedoch lediglich um eine Änderung der relativen Preise. Denn unter den oben genannten Voraussetzungen impliziert jeder Zehntelprozentpunkt, mit dem die

»Inflationsrate« in den Defizitländern fällt, dass die »Inflationsrate« in den Überschussländern steigt (gewichtet mit den jeweiligen Anteilen am gemeinsamen BIP). Konkret: Deflation in Spanien ist unproblematisch, solange es Inflation in Deutschland gibt und damit – in einem integrierten Währungsraum – Anpassungsprozesse stattfinden. Zudem wird der Entstehung von Deflationserwartungen in Spanien (und spiegelbildlich: Inflationserwartungen in Deutschland) ein Riegel vorgeschoben. Denn in Spanien sinkt im Zuge des Anpassungsprozesses die Arbeitslosigkeit und steigt das Einkommen, während in Deutschland wegen des Arbeitskräfteimports sowie des steigenden Konkurrenzdrucks auf den Gütermärkten der Preisdruck in Schach gehalten wird.

### ...wenn sie die Währungsunion als Ganzes erfasst

Die Deflation in Südeuropa ist demnach nur dann ein Fluch, wenn der Euroraum entweder nicht jenes Maß an Integration aufweist, das für einen erfolgreichen Anpassungsprozess erforderlich ist, oder die Deflation in Südeuropa nicht von einem entsprechenden Inflationsanstieg in Kerneuropa begleitet wird. Geht man davon aus, dass der Euroraum hinreichend integriert ist, dann ist das Problem der letzten Monate, dass trotz fallender und negativer Inflationsraten in der Peripherie die Inflationsraten in Kerneuropa nicht steigen, sondern auf niedrigstem Niveau stagnieren oder sogar ebenfalls fallen. Der Fluch der Deflation in der Euro-Peripherie besteht also darin, dass sie womöglich den Euroraum als Ganzes erfasst.

### Euro-Deflationsgefahr gestiegen wegen ...

Noch ist unklar, ob diese Gefahr Realität werden wird. Manche Beobachter verweisen darauf, dass der Rückgang der Inflationsrate überwiegend Entwicklungen bei den Rohstoff- und Nahrungsmittelpreisen widerspiegelt. Doch wie es in dem Jürgen Stark zugeschriebenen Zitat heißt: Es gibt kaum Menschen, die weder essen noch Auto fahren. Wenn also ein Anstieg volatilerer Preiskomponenten eine geldpolitische Reaktion erfordert, dann sollte das symmetrisch auch bei einem entsprechenden Rückgang gelten. Übrigens: Die Kerninflationsrate ist seit Jahren unter der Zielmarke und fällt ebenfalls. Andere beziehen sich auf fest verankerte langfristige Inflationserwartungen in der Nähe der EZB-Zielmarke von knapp unter 2% p.a., um die Deflationsgefahr klein zu reden. Erfahrungen aus der Großen Depression (vgl. Calomiris 1993) sowie aus Japan (vgl. Moghadam, Teja und Perkman 2014) zeigen jedoch, dass eine lange Deflationsphase selbst dann eintreten kann, wenn sich die langfristigen Inflationserwartungen dauerhaft in der Nähe des Ziels Preisniveaustabilität bewegen. Es stellt sich daher die Frage, warum der Euroraum bereit ist, die Deflationsrisiken zu tragen. Diese Frage richtet sich an die EZB und die europäische

Wirtschaftspolitik insgesamt (vgl. Fratzscher 2014). Entsprechend gibt es auch zwei Antworten.

### ... geldpolitischer Grundpositionen ...

Das (bisherige) Zögern der EZB – auch im Vergleich zu anderen Zentralbanken (vgl. Mody 2014) – aggressiv auf die Deflationsrisiken zu reagieren, spiegelt unterschiedliche geldpolitische Grundsatzpositionen wider, die seit langem bekannt sind. So hat die Bundesbank erst zum Jahresende 2013 verdeutlicht, dass sie die größten geldpolitischen Risiken nicht in einer aufkommenden Deflation, sondern in den Nebenwirkungen der Niedrigzinspolitik sieht (vgl. Winkler 2013). Folglich ist laut Auffassung der Bundesbank eine weitere geldpolitische Expansion, wie sie zur Abwehr der Deflationsgefahr notwendig wäre, nur dann vertretbar, wenn die jetzt schon gegebenen Risiken der Niedrigzinspolitik kleiner sind als die Risiken einer Deflation. Während die Risiken einer Deflation, sollte sie denn eintreten, durchaus gesehen werden (vgl. Bentzien 2014), wird die Eintrittswahrscheinlichkeit eines Deflationsszenarios jedoch als so gering eingeschätzt (vgl. Handelsblatt 2014), dass sich aus der bisherigen Kosten-Nutzen-Abwägung keine Unterstützung für eine aktive Anti-Deflationspolitik ergab. Dabei kann sich die Bundesbank auch auf Stimmen aus der Wissenschaft berufen, die nahelegen, dass die Geldpolitik – gerade unter den ökonomischen Bedingungen der Eurozone – keine Möglichkeit hat, mit unkonventionellen Maßnahmen die Deflation zu bekämpfen und die Nachfrage anzukurbeln, schon gar nicht in den Gläubigerländern, wie z.B. Deutschland (vgl. Belke und Gros 2014). Damit wird eine Wirkungslosigkeit der Geldpolitik konstatiert, eine These, die nicht nur, aber eben auch in Deutschland viele Anhänger hat. Dagegen gilt sie in den USA als eine der gefährlichsten Fehleinschätzungen moderner Geldpolitik (vgl. Fisher 1933; Romer und Romer 2013). Entsprechend unterschiedlich fallen die Geldpolitiken der EZB und der Federal Reserve aus.

### ... und mangelnder Anpassungsbereitschaft in Kerneuropa

Die zweite Antwort liegt in der fehlenden Bereitschaft Kerneuropas, ebenfalls an der Anpassung mitzuwirken, konkret: einen Boom zu akzeptieren bzw. einen solchen Boom wirtschaftspolitisch zu gestalten. Dies gilt für die Geldpolitik, wie das Beispiel der Bundesbank zeigt, ebenso wie für die Fiskalpolitik. Vorschläge, die darauf abzielen, dass z.B. Deutschland die Schuldenbremse lockert, um dringend notwendige Infrastrukturinvestitionen zu finanzieren und damit das Produktionspotenzial auszubauen (vgl. Kirkegaard 2014), haben eine Realisierungschance, die gleich null ist. Dies liegt daran, dass eine expansive Geld- und Fiskalpolitik als Ursache der Krise gelten, so dass man doch nicht ernst-

haft empfehlen kann, mit der verfehlten Politik der Vergangenheit, die Probleme von heute zu lösen.

### Erfahrungen aus Währungsunionen der Vergangenheit, Goldstandard ...

Übersehen wird, dass man damit genauso argumentiert und damit die gleichen Fehler macht, wie in der ersten Phase der Großen Depression 1929–1931, als die meisten Marktwirtschaften noch über den Goldstandard über eine gemeinsame Währung verfügten. Dieser zerbrach daran, dass die Überschussländer der damaligen Zeit einen Aufschwung mit einer restriktiven Geldpolitik über die Sterilisierung von Goldzuflüssen (vgl. Eichengreen 1986) sowie eine restriktive Fiskalpolitik verhinderten (vgl. De Long 1998), weil sie Stabilität sichern wollten. Doch sie ernteten Deflation und Instabilität, d.h. den Zusammenbruch der »gemeinsamen Währung«, des Goldstandards, begleitet von Schuldenschnitten und der Realisierung von Haftungsrisiken, die sich auch aus der Zusammenarbeit der Zentralbanken zur Stützung des Goldstandards ergeben hatten.

Insofern bestätigen die Lehren des Goldstandards nur scheinbar jene, die seit Jahren behaupten, dass Deutschland mit Schuldenschnitten und der Übernahme von Haftungsrisiken den Preis für das Experiment Euro zahlt bzw. wird zahlen müssen. Denn übersehen wird, dass dem ein Versagen der Makropolitik vorausging. Während man den damals politisch Verantwortlichen zugute halten kann, dass die Wirtschaftswissenschaft noch nicht so weit war, dieses Versagen als solches zu kennzeichnen, ist dies heute anders (vgl. De Grauwe 2006). Der Euro mag ebenso wie der Goldstandard nicht das optimale Währungsregime darstellen (vgl. O'Rourke und Taylor 2013), aber er könnte wesentlich besser gemanagt und damit auch die Makrokrisis eingedämmt werden, wenn die Überschussländer akzeptieren würden, dass der einzige Preis, den sie zur Überwindung der Krise wirklich zahlen müssen, darin besteht, einen Boom zu gestalten. Es ist der systemimmanente Preis jeder Währungsunion.

### ... und D-Mark Raum, beherzigen

Auch der Währungsraum Bundesrepublik Deutschland wäre unter den gegebenen Bedingungen nicht 50 Jahre erhalten worden, wenn sich Frankfurt, Stuttgart und München geweigert hätten, höhere Inflationsraten und damit ein höheres Preisniveau aufzuweisen als Ostfriesland und der Hunsrück. Indem Frankfurter, Stuttgarter und Münchner eine höhere Inflationsrate und ein höheres Preisniveau akzeptierten, leisteten sie den gleichen Beitrag zur Stabilität des D-Mark-Raums wie Ostfriesen und Hunsrücker mit niedrigeren bzw. negativen Inflationsraten. Gemeinsam mit einer Bundesbank, die 50 Jahre keine deflationäre Entwicklung

in Deutschland zuließ, war dies eine ökonomische Grundvoraussetzung für den Erfolg der D-Mark. Nicht mehr, aber auch nicht weniger gilt für den Euro.

## Literatur

Belke, A. und D. Gros (2014), »Kontraproduktive unkonventionelle Geldpolitik? oder: Wie das Gespenst der Deflation nicht zu vertreiben ist«, *Ökonomenstimme*, 24. April, online verfügbar unter: <http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2014/04/kontraproduktive-unkonventionelle-geldpolitik-oder-wie-das-gespenst-der-deflation-nicht-zu-vertreiben-ist/>.

Bentzen, H. (2014), »Weidmann: Deflation gefährlicher als Inflation«, *The Wall Street Journal*, 14. Februar, online verfügbar unter: <http://www.wsj.de/article/LL-CO-20140214-004972.html>.

Calomiris, C. (1993), »Financial Factors in the Great Depression«, *The Journal of Economic Perspectives* 7(2), 61–85.

De Grauwe, P. (2006), »What have we learnt about monetary integration since the Maastricht treaty?«, *Journal of Common Market Studies* 44(4), 711–730.

De Long, J.B. (1998), »Fiscal Policy in the Shadow of the Great Depression«, in: M.D. Bordo, C. Goldin und E.N. White (Hrsg.), *The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century*, University of Chicago Press, Chicago, 67–86.

Eichengreen, B. (1986), »The Bank of France and the Sterilization of Gold, 1926–1932«, *Explorations in Economic History* 23, 56–84.

Fisher, I. (1933), »The Debt-Deflation Theory of Great Depressions«, *Econometrica* 1(4), 337–357.

Fratzcher, M. (2014), »Die Zeit zum Handeln wird knapp!«, *Focus*, 12. April, online verfügbar unter: <https://berlinoeconomicus.diw.de/blog/2014/04/15/die-zeit-zum-handeln-wird-knapp/>.

Gros, D. (2014), »What makes Greece special?«, *CEPS Commentary*, 19. März, online verfügbar unter: <http://www.ceps.eu/book/what-makes-greece-special>.

*Handelsblatt* (2014), »Weidmann glaubt nicht an Deflationsspirale«, 11. April, online verfügbar unter: <http://www.handelsblatt.com/politik/konjunktur/geldpolitik/bundesbank-praesident-weidmann-glaubt-nicht-an-deflationsspirale/9753218.html>.

Kirkegaard, J.F. (2014), »What Should Surplus Germany Do?«, *Policy Brief* 14-14, Peterson Institute for International Economics, online verfügbar unter: <http://www.iie.com/publications/pb/pb14-14.pdf>.

Mody, A. (2014), »The ECB must – and can – act«, 6. Mai, online verfügbar unter: <http://www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/1323-the-ecb-must-and-can-act/>.

Moghadam, R., Teja, R. und P. Berkmen (2014), *Euro Area – »Deflation« Versus »Lowflation«*, 4 März, online verfügbar unter: <http://blog-imfdirect.imf.org/2014/03/04/euro-area-deflation-versus-lowflation/>.

O'Rourke, K.H. und A.M. Taylor (2013), »Cross of Euros«, *The Journal of Economic Perspectives* 27(3), 167–191.

Romer, C.D. und D. Romer (2013), »The Most Dangerous Idea in Federal Reserve History: Monetary Policy Doesn't Matter«, *American Economic Review* 103(3), 55–60.

Sinn, H.-W. und A. Valentinyi (2014), »Austerität«, *Ökonomenstimme*, 11. April, online verfügbar unter: <http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2014/04/austeritaet/>.

Winkler, A. (2013), »Geldpolitik aus Sicht der Bundesbank: auf dem Weg zu einem neuen Paradigma?«, *Wirtschaftsdienst* 93(12), 818–823.



Anja Rossen\*

## Deflationsangst unbegründet – EZB aber einsatzbereit

Seit nun mehr als einem Jahr ist der Preisanstieg im Euro-Raum im Trend rückläufig. Im März 2014 hat die Inflationsrate mit 0,5% ihren tiefsten Wert seit der Wirtschaftskrise 2009 erreicht. In einigen südeuropäischen Mitgliedstaaten wie Griechenland, Spanien oder Portugal fiel die Teuerungsrate sogar negativ aus. Seitdem wird über ein mögliches Abrutschen in eine Deflation und dessen Folgen diskutiert. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat bis zuletzt keinen Handlungsbedarf gesehen, aber immer wieder betont, dass sie zu weiteren Schritten, auch zu unkonventionellen Maßnahmen, bereit wäre, sollten sich die mittelfristigen Inflationserwartungen aus ihrer Verankerung lösen.

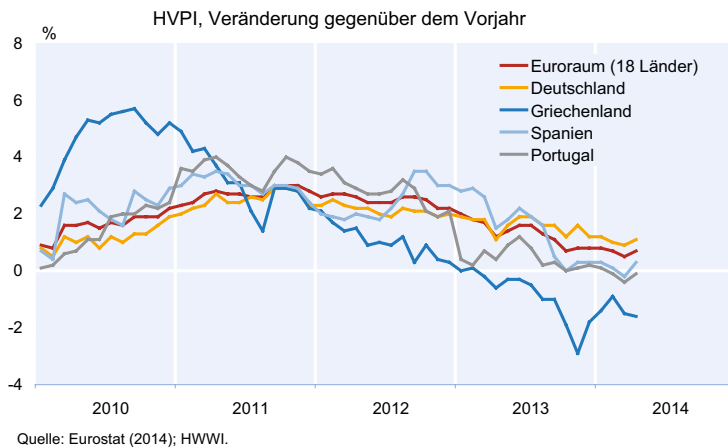
Wie von der EZB erwartet, hat sich die Inflationsrate im April 2014 wieder leicht erhöht und liegt nun bei 0,7%, damit ist sie aber immer noch weit entfernt von der 2%-Stabilitätsmarke. Dennoch sieht die EZB momentan keine Deflationsgefahr. So hat sie auf ihrer letzten Pressekonferenz (8. Mai) die Leitzinsen konstant bei 0,25% gelassen und an ihrem Basisszenario festgehalten. Die EZB befindet sich folglich immer noch in einer abwartenden Haltung. In ihrem Basisszenario geht sie von einer moderaten Konjunkturerholung im Euroraum, fest verankerter mittel- bis langfristiger Inflationserwartungen und einem längeren Zeitraum niedriger Inflationsraten aus. Gleichzeitig erwartet sie, dass sich die Inflationsrate langfristig wieder der 2%-Stabilitätsmarke nähert. Im Jahresdurchschnitt sollte die Inflationsrate laut aktueller Projektion (Q1 2014) der EZB 2014 bei 1,1% liegen. Im Dezember 2015 sollte sie dann bei 1,5% liegen und erst 2018 wieder die 2%-Marke erreichen (1,9%). Bis zur nächsten Zinsentscheidung am 5. Juni werde die EZB die Daten weiter genau beobachten und gegebenenfalls eingreifen.

Die gestiegene Inflationsrate im April wurde vor allem von den gestiegenen Preisen für Dienstleistungen (+ 1,6%) ge-

\* Anja Rossen ist wissenschaftliche Mitarbeiterin am Hamburgischen Welt-Wirtschaftsinstitut (HWWI).



**Abb. 1**  
**Preisentwicklung im Euroraum**



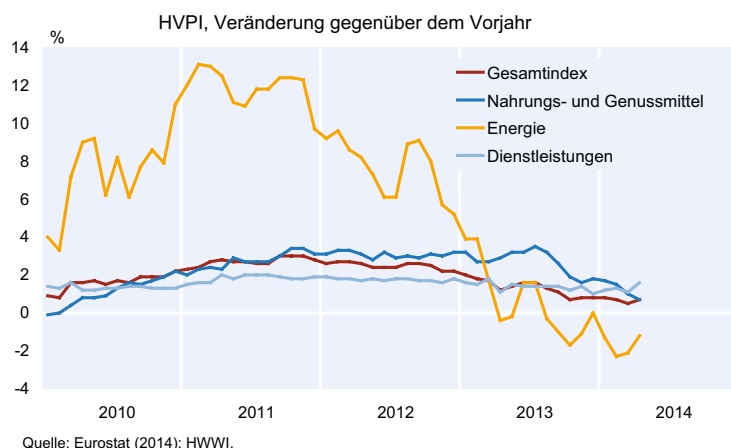
trieben (vgl. Abb. 1). Hier spielte unter anderem der Termin des Osterfests eine Rolle, denn tendenziell erhöhen sich die Preise in dieser Zeit. Da Ostern im letzten Jahr in den März und nicht wie in diesem Jahr in den April fiel, ergibt sich im Vorjahresvergleich somit eine höhere Inflationsrate. Deutlich gedrückt wurde die Inflation weiterhin von der Entwicklung der Preise für Energie (-1,2%), aber auch dieser Effekt hat sich im Vergleich zu den Vormonaten März (-2,1%) und Februar (-2,3%) weiter abgeschwächt. Der deutliche Preisanstieg bei den Nahrungs- und Genussmitteln der vergangenen Monate ist im April geringer ausgefallen und liegt aktuell bei 0,7%. Die Kernrate, der Gesamtindex ohne die stark schwankenden Preise für Energie, Nahrungs- und Genussmitteln, ist im April von ihrem Rekordtief (0,7%) auf 1,0% gestiegen.

Insgesamt gibt es im Euroraum somit keine Deflation im Sinne sinkender Preise. Dennoch zeigen sich in einigen Mitgliedstaaten negative Preissteigerungsraten (vgl. Abb. 2). Während die Preise in Deutschland (1,1%) und im Euroraum insgesamt (0,7%) im April auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau gestiegen sind, gingen die Preise in den südeuropäischen Ländern wie Griechenland (-1,6%), Zypern (-0,4%) und Portugal (-0,1%) weiter zurück (März 2014). In Portugal ist die Teuerungsrate im Gegensatz zum Vormonat positiv ausgefallen (0,3%). Tendenziell hat sich der Preisrückgang abgeschwächt. So sind die Preise in Portugal (-0,4%) und Zypern (-0,9%) im März noch stärker zurückgegangen. Dennoch lässt sich sagen, dass die aktuellen geringeren Teuerungsraten auf die Reform- und Sparbemühungen in diesen Krisenländern zurückzuführen sind, und verschiedene Gründe sprechen aber dafür, dass die Gefahr einer Deflation doch nicht so groß ist wie befürchtet. Die niedrigen

Preissteigerungen sind das Resultat von geringen Kostensteigerungen. Diese wiederum sind auf verschiedene Faktoren zurückzuführen. Der wichtigste sind geringere Lohnsteigerungen, zum Teil sogar Lohnkürzungen. Die Lohnzurückhaltung ist das Resultat der strukturellen Anpassungsmaßnahmen in diesen Ländern. Diese Maßnahmen waren notwendig und wurden geradezu gefordert, damit die Länder ihre Wettbewerbsfähigkeit zurückgewinnen konnten. Vor Ausbruch der Krise haben wachsende Löhne die Wettbewerbsfähigkeit der Krisenländer verringert. Insofern waren dort die drastischen Kostensenkungen in der jüngsten Vergangenheit notwendig und auch gefordert. Somit war die Deflation in diesen Ländern sogar gewünscht.

Im weiteren Jahresverlauf dürfte die Inflationsrate nahe der 1%-Marke bleiben. Auf einen so niedrigen Wert wie im März sollte sie somit nicht wieder fallen. Hierfür spricht vor allem die wirtschaftliche Erholung im Euroraum; die jüngsten Wirtschaftsindikatoren sehen gut aus. Im ersten Quartal ist die Wirtschaft im Euroraum voraussichtlich um 0,2% gewachsen. Die Unternehmen in den Krisenländern haben ihre Lohnstückkosten bis zuletzt gesenkt und an preislicher Wettbewerbsfähigkeit zurückgewonnen. Das Wachstum wird sich weiter beschleunigen, wenn das Vertrauen in die Krisenländer gänzlich zurückgekehrt ist und die Investitionen wieder anziehen. Auf diese konjunkturelle Wende wird der Arbeitsmarkt mit einer gewissen Verzögerung reagieren und dann werden hoffentlich nicht zu schnell, die Löhne wieder stärker wachsen. Die Folge werden auch wieder anziehende Inflationsraten sein. Die Wahrscheinlichkeit, dass der geringe Preisaufrtrieb über einen längeren Zeitraum Bestand haben sollte, ist niedrig.

**Abb. 2**  
**Preisentwicklung der Kernkomponenten im Euroraum**



Dennoch bestehen gewisse Abwärtsrisiken, die zu einer anhaltenden niedrigen Inflationsrate führen könnten. So würde eine weitere Aufwertung des Euro dazu führen, dass sich die Einfuhren weiter verbilligen und der Preisauftrieb weiter gedämpft würde. Ein weiteres Risiko besteht in der wirtschaftlichen Entwicklung des Euroraums. Sollte sich diese wieder abkühlen, ist auch weiterhin mit niedrigen Preissteigerungen zu rechnen. Außerdem ist die Korrektur der überhöhten Preisniveaus in den Krisenländern noch nicht abgeschlossen. Hier könnten die Preise noch für einen längeren Zeitraum auf dem aktuell niedrigen Niveau bleiben.

Generell bergen sinkende Preise die Gefahr einer Abwärtsspirale, die im schlimmsten Fall die gesamte Wirtschaft lahm legen könnte. Werden zukünftig niedrigere Preise erwartet, werden Investitionen beziehungsweise größere Anschaffungen tendenziell in die Zukunft verlegt, denn Gewinne und Löhne sinken. Gleichzeitig führen sinkende Preise aber nicht dazu, dass sich der Wert der Schulden verändert. Für die Krisenländer, die bereits jetzt eine hohe Schuldenquote aufweisen, ist es somit von Vorteil, wenn die Preise wieder steigen. Denn durch eine höhere Inflation reduziert sich der Schuldenstand real, und gleichzeitig kann der Staat durch die »kalte Progression« seine Steuereinnahmen erhöhen. Sollte die Inflationsrate länger auf einem niedrigen Niveau bleiben, würde sich dort der ohnehin schon hohe Konsolidierungsbedarf weiter verstärken.

Sollten die Risiken wider Erwarten eintreten und die EZB ihre langfristigen Inflationsprojektionen nach unten revidieren, ist damit zu rechnen, dass sie die Geldpolitik weiter lockert. Hierbei wird die EZB allerdings nicht auf einzelne Monatswerte reagieren, sondern sich das ganze Umfeld der wirtschaftlichen Daten anschauen. Bei der Bewertung der längerfristigen Inflationserwartungen schaut die EZB unter anderem auf umfragebasierte Indikatoren, wie den Survey of Professional Forecasters (SPF). Obwohl diese im letzten Jahr deutlich gesunken sind, geht die EZB immer noch von fest verankerten Inflationserwartungen aus. Sollte sich die Deflation wider Erwarten verstärken, stehen der EZB diverse Maßnahmen zur Verfügung. So wäre zum Beispiel eine erneute Leitzinssenkung denkbar. Für eine solche Maßnahme spricht die Einfachheit. Dennoch stellt sich die Frage, ob eine weitere Senkung bei aktuell schon sehr niedrigem Zinsniveau (momentan liegt der Leitzins bei 0,25%) den erwünschten Effekt hätte. Eine weitere mögliche Maßnahme wäre ein negativer Einlagezins (momentan liegt er bei 0%). Die Idee ist, dass ein negativer Zins bei den Banken den Anreiz setzt, dass sie ihr Geld in Form von Krediten an die Wirtschaft weitergeben und es nicht bei der EZB lagern. Der negative Einlagezins entspricht in diesem Fall einem Strafzins, den die Banken zahlen müssten, wenn sie über Nacht Geld bei der EZB einlagern. Zu Beginn des Jahres stellte ein negativer Zins allein schon aus technischen Gründen eine umstrittene Maßnahme dar. Gleichzeitig sind die möglichen

Effekte einer solchen Maßnahme nicht mit Sicherheit abzuschätzen. So hat in Dänemark die Einführung eines negativen Einlagezins dazu geführt, dass die Kreditvergabe dort nicht wie gewünscht gestiegen, sondern sogar zurückgegangen ist.

Des Weiteren könnte eine Option sein, dass der Markt für Asset Backed Securities (ABS) wieder belebt wird. ABS sind Wertpapiere, die mit Forderungen wie zum Beispiel Unternehmenskrediten hinterlegt und auf Märkten gehandelt werden. Gerade kleineren und mittleren Unternehmen in den Krisenländern fällt es momentan schwer, auf dem Kapitalmarkt an Geld zu kommen. Der Aufkauf von ABS durch die Zentralbank könnte den Banken helfen, die Kreditrisiken bei der Finanzierung von solchen Unternehmen besser zu handhaben. Auf diesem Wege könnte es gelingen, die Kreditvergabe der Geschäftsbanken zu erhöhen. Kritiker glauben, dass solche Verbriefungen die Finanzkrise in Amerika ausgelöst habe, weil sie die Risiken von Unternehmen verschleiern haben. Draghi betonte hingegen, dass solche Verbriefer in Europa sehr viel transparenter sind.

Die zurzeit wohl umstrittenste Maßnahme ist der umfangreiche Ankauf von Anleihen, das sogenannten »Quantitative Easing« wie es zum Beispiel in den USA oder in England bereits umfangreich praktiziert wird. Hier mussten in den vergangenen Wochen erst einmal Fragen zur operativen Umsetzung einer solchen Maßnahme geklärt werden. Es stellt sich die Frage, welche Anleihen in einer Währungsunion überhaupt gekauft werden sollten und ob eine solche Maßnahme gegen EU-Verträge verstoße. Aber auch hier bezweifeln Kritiker, dass eine solche quantitative Lockerung zu dem erwünschten Effekt einer erhöhten Kreditvergabe in den Krisenländern führt. So hat die »Dicke Bertha« Ende 2011 und Anfang 2012 lediglich dazu geführt, dass die Banken in den Krisenländern heimische Staatsanleihen aufgekauft haben. Außerdem kann der Aufkauf von Staatspapieren im Euroraum zu dem Problem führen, dass die verschuldeten Länder in ihren Reformvorhaben nachlassen, da sie sich über neue Staatspapiere verschulden können, ohne dass ihre realwirtschaftliche Situation von dem Anleihekäufer berücksichtigt wird.

Letztlich gilt es also festzuhalten, dass im Euroraum nicht mit einer Deflation zu rechnen ist. Zwar sind die Inflationsraten zurzeit im Euroraum gering, aber eine sich weiter erholende europäische Konjunktur spricht eher für mittelfristig zunehmende Inflationsraten. Sollte es dennoch zu einer Deflation kommen, die zu erheblichen volkswirtschaftlichen Kosten führt, so hat die EZB eine Reihe von Instrumenten, aus denen sie auswählen könnte, um diese zu bekämpfen. Bei der Anwendung dieser Instrumente hat die EZB aber mit Vorsicht mögliche Nebenwirkungen zu bedenken.



Olaf Schlotmann\*

## Deflation in Südeuropa: Wenig Segen, viel Fluch!

Am 15. Mai 2014 veröffentlichte das EU-Statistikamt Eurostat die Schnellschätzung für das Wachstum der Eurolandstaaten für das erste Quartal 2014. Für den Eurowährungsblock lag die Zahl wie im Vorquartal bei 0,2%. Die Konsensschätzung der Marktvolkswirte betrug allerdings das Doppelte. Aufgeschreckte Investoren von südeuropäischen Anleihen nahmen das zum Anlass, Gewinne zu realisieren. So stieg die Rendite für zehnjährige spanische Staatsanleihen deutlich um 16 bp auf 3,02%, die Rendite italienischer Papiere ebenfalls um stolze 16 bp auf 3,08%.

Optimisten verweisen auf fallende Erzeugerpreise und die damit verbundene Verbesserung der Wettbewerbsposition. Gerne wird dabei vergessen, dass trotz zarter Exporterfolge die verbesserte Leistungsbilanzsalden der Südeuropäer vor allem das Ergebnis der mit der Beschäftigungs- bzw. Einkommenskrise verbundenen stark gefallen Importmenge zusammenhängt. Die Erzeugerpreise müssten noch viel weiter fallen, da die direkte Konkurrenz von Südeuropa sehr oft in Mittel- und Osteuropa oder im asiatischen Dollarraum sitzt. So segenreich fallende Erzeugerpreise in Südeuropa für die Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit sind, das so dringend benötigte Wirtschaftswachstum kann dadurch in den südeuropäischen Krisenstaaten auch mittelfristig nicht beschleunigt werden.

Das Wachstum der Südländer ist für das erste Quartal 2014 im Vergleich zu Deutschland (0,8%) erneut dürftig. Spanien schaffte immerhin 0,4% im gleichen Zeitraum, Frankreich mit 0%, Italien mit -0,1% und Portugal mit -0,7% siechen weiter dahin. Die Volkswirte von Natixis (April 2014) schätzen in einer aktuellen Studie sogar, dass Portugal bis 2036 brauchen wird, um seinen Beschäftigungsstand des Vorkrisenniveaus 2007 wieder zu erreichen, Italien könnte dieses ca.

2020 erreichen, während Spanien noch bis 2029 warten muss. Was für eine Zeitbombe für die Tragfähigkeit der südeuropäischen Staatsschulden!

Deshalb hatte die Geldpolitik der EZB der Politik Zeit gekauft, um die strukturellen Probleme angehen zu können. Die Südstaaten von Euroland sollten durch ein von niedrigen Zinsen stimuliertes höheres Wirtschaftswachstum aus Schulden und Arbeitslosigkeit wachsen. De Grauwe (2013) hat in diesem Zusammenhang gezeigt, wie fahrlässig das Gerede von Marktpreisen und Anreizen hoher Zinsen für die Schuldenskonsolidierung ist, wenn es am Anleihemarkt für kritische Schuldner eine Panikprämie gibt, aber keinen lender of last resort. Während Schuldner bei Zinssätzen, die nahe oder unter ihren nominalen Wachstumsraten liegen, solvent sind, steigt bei höheren Zinssätzen die Insolvenzgefahr. Eine (berechtigte) Prämie als Kompensation für einen möglichen Austritt aus dem Euro zerstört alle Konsolidierungsbemühungen und macht den benötigten Primärüberschuss zu einer astronomisch hohen Zahl, die auch mittelfristig nicht umsetzbar ist, ohne dass das öffentliche Leben total zum Erliegen kommt.

Draghis bisher aufgehendes Versprechen – »the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro« – kam daher gerade noch rechtzeitig, um die Uhr der Zeitbombe anzuhalten. Seit Einführung des Euro waren die Zinsen z.B. für Spanien seitdem nie niedriger als heute, und das hilft vordergründig bei der Bedienung der seit der Krise stark gestiegenen Schuldenlast.

Bei weiterhin schwachen Wachstumsraten wird die Wette der EZB für Südeuropa dennoch nicht aufgehen, wenn jetzt neben anämischen Wachstums in Südeuropa auch noch die Inflationsrate stärker als erwartet fällt. Beides zusammen bedeutet, dass für (Staats-)Schuldner die Schulden steigen. Ein Schulden/Deflationszyklus kann einsetzen, lange bevor sich die Deflation tatsächlich zeigt. Die Folgen des schwachen Wachstums auf die Schuldenquoten der südeuropäischen Staaten würden noch einmal dramatisch verstärkt. Wie fatal das z.B. für die spanische Schuldenskonsolidierung ist, zeigt folgende vereinfachte Rechnung: Vor einem Jahr musste Spanien noch ca. 4,7% bei der Begebung von zehnjährigen Staatsanleihen bezahlen, real zahlt Spanien trotz gesunkener Zinsen auf jetzt aktuell 3% annähernd das gleiche, da die aktuell gemessene Inflationsrate inzwischen um den Nullpunkt pendelt. Spanien bräuchte eine aktuell unvorstellbare reale Wachstumsrate von 3%, um seine Schuldenquote zu stabilisieren. Sein Schuldenproblem bekommt Spanien so nicht in den Griff, und Spanien ist im ersten Quartal 2014 anders als Frankreich, Italien und Portugal immerhin noch um 0,4% gewachsen.

Lange bevor der Segen niedrigerer Preise über verbesserte Wettbewerbsposition und damit steigende Beschäftigung in Südeuropa zu mehr Steuereinnahmen und weniger Sozialausgaben führt, werden die aktuell sehr niedrigen Inflations-

\* Prof. Dr. Olaf Schlotmann ist Inhaber der Professur Ökonomie des Finanzsektors am Institut für Recht, Finanzmanagement und Steuern an der Brunswick European Law School/Ostfalia. Er vertritt die Gebiete Volkswirtschaftslehre, Banking und Corporate Finance.

raten die Tragfähigkeit der (Staats-)Schulden in Südeuropa weiter ausgehöhlt haben. Die Zeitbombe Insolvenz tickt damit wieder (vgl. auch Economist). Noch wärmen sich die Investoren an den südeuropäischen Bondmärkten an den höchsten Realrenditen in der industrialisierten Welt. Spätestens seit Bekanntgabe der Wachstumszahlen für das erste Quartal am 15. Mai 2014 ist sie aber wieder da, die Frage nach der dauerhaften Tragfähigkeit der Staatsschulden in Südeuropa.

Ein mit der schleichenden Deflation zusätzlich aufkommen- der Zweifel an der Tragfähigkeit der Schulden kann schnell in eine neue Panik mit einem fatalen Test Draghis Versprechen münden. Anders als ihre Mitstreiter in den USA und Großbritannien ginge die EZB dann mit (neuen) Anleihekäufen von Krisenstaaten ein viel größeres Kreditrisiko ein. Im Fall einer Insolvenz von weiteren südeuropäischen Staaten entstünden bei der EZB große Abschreibungsverluste. Die Folge wäre eine weitere Belastung noch nicht überschuldeter Länder wie Deutschland, wenn deren Steuerzahler zur Rekapitalisierung der EZB gerade stehen müssten. Es besteht also auch aus deutscher Sicht dringender Handlungsbedarf für die EZB, schon allein, um die Einlösung von Draghis Versprechen abzuwenden.

### **Devisenmarktinterventionen als Antwort der EZB auf die sehr niedrige Inflationsrate**

Auf der Pressekonferenz nach der Maisitzung der EZB hat Draghi die Bereitschaft zu baldigen geldpolitischen Maßnahmen im Kampf gegen die niedrige Inflationsrate angekündigt. »Der EZB-Rat fühlt sich wohl damit, beim nächsten Mal zu handeln«, so Draghi.

Dass der Leitzins von derzeit 0,25% auf nahe null fällt, scheint beschlossene Sache zu sein. Der deutsche Sparer mag es nicht hören wollen, es bleibt aber dennoch richtig: Es gibt kein Naturrecht auf eine bestimmte Zinshöhe. In einer sich ständig ändernden Welt ist der natürliche Zins keine Naturkonstante und beobachtbare langfristige Zinsen/Renditen auf Realkapital immer nur Daten zu einem historischen Zeitpunkt. Ökonometrisch ererbte historische Durchschnittszinshöhen sind in der aktuellen historischen und eben nicht mathematischen Zeit für das aggregierte Euroland eine zu hohe Hürde und kein Führer zu den Zinsen von morgen. Die niedrigen Zinsen der Zentralbanken sorgen in den größten Industrieländern dafür, dass die Wirtschaft überhaupt erst wieder eine Chance hat, sich in Richtung mehr Wachstum zu entwickeln und damit auch die Renditen auf Realkapital zu verbessern, so schon Bernanke 2013. Auch sind wir alle nicht nur Sparer. Gerade für Ökonomen gilt es, die Pareto-Effizienz in einer Verteilungsdiskussion nicht zu vergessen (vgl. Schlotmann). Von einer verbesserten Konjunktur profitieren in einer modernen Kreditökonomie die Arbeitskräfte, niedrige Zinsen entlasten die öffentlichen Haushalte und damit auch den spa-

renden Steuerzahler. »Die Gesamtschau ist entscheidend« so der deutsche Bundesbankpräsident Weidmann (2013) und aktuell auch Martin Wolf in der Financial Times.

So wichtig niedrige Zinsen für die Schuldenkonsolidierung sind, eine weitere Zinssenkung Richtung echte Null wird aber keine durchschlagende Wirkung auf die Inflationsraten in Südeuropa haben. Weitere Handlungsoptionen für Juni sind für die EZB ein neues längerfristiges Refinanzierungsgeschäft (LTRO), das Banken dieses Mal gegen Auflagen (Verwendung für Kredite an Unternehmen und nicht für den Kauf von Staatsanleihen) zusätzliches Zentralbankgeld für eine im Vergleich zu den Hauptrefinanzierungsgeschäften längere Laufzeit zur Verfügung stellt. Andere Möglichkeiten sind der Ankauf von Staatsanleihen, ABS-Papieren oder strukturierten Unternehmenspapieren und/oder ein negativer Einlagensatz bei der EZB, dessen Kosten die Geschäftsbanken letztlich an ihre Kunden weiterreichen würden. Im Zusammenhang mit Käufen von Staatsanleihen als Quantitative Easing (QE) ist allen voran die Bundesbank der Ansicht, dass es keine Vermischung von Geld- und Fiskalpolitik geben dürfe und dass das Vertrauen in eine unabhängige EZB ein sehr wertvolles Gut ist und der deutsche Steuerzahler nicht für die Übernahme von erheblichen Ausfallrisiken bei Ankauf südeuropäischer Staatsanleihen haften dürfe.

Es gäbe zudem eine absurde Diskussion über die Verteilung der Käufe. Ginge es nach dem EZB-Kapitalschlüssel, würden im Zuge des QE zu 27% deutsche Bundesanleihen und damit sinnlose Zinsrisiken gekauft, während mit südeuropäischen Staatsanleihen erhebliche Ausfallrisiken eingegangen würden. QE in Form von ABS-Strukturen inklusive der Verbriefung von Unternehmenskrediten wäre echtes Neuland, weg vom eigentlichen Mandat und in der Wirkung ungetestet.

Aus deutscher Sicht kann man nur sagen: Finger weg. Es gibt für die EZB eine sehr elegante und auch für Deutschland tragbare Kompromisslösung, um die mit der schwachen Preisentwicklung wieder tickende Zeitbombe einer erneuten Staatsschuldenkrise zu entschärfen. Die EZB muss sich zum Wechselkursmanagement entschließen.

### **Wechselkursmanagement mit dem Ziel 1,20**

Viel wird aktuell über den fairen Wert des Euro in den unterschiedlichen Euroländern diskutiert und gestritten. Man dürfe den Markt nicht nach unten manipulieren und die anderen Länder, insbesondere die Amerikaner und die Konkurrenten der Südeuropäer im asiatischen »Dollarraum« würden dann gegensteuern, ja ein Währungskrieg würde ausbrechen. (Straubhaar) In der Vergangenheit haben diese Länder aber auch regelmäßig mit großer Sorge auf die europäische Staatsschuldenkrise geblickt. Auch sie würden empfindlich an Wachstum verlieren und der Euro würde deutlicher fallen,



wenn als Folge der schwachen Preisentwicklung die Schuldenpanik in Südeuropa wieder ausbräche.

Eine Aufwertung des Euro um 10% senkt nach Schätzungen der EZB Inflationsrate und Wirtschaftswachstum immerhin um ca. jeweils einen halben Prozentpunkt. Schaut man sich die Zinsdifferenzen zwischen den USA und Deutschland an, fällt auf, dass der Zinsvorteil der USA zuletzt 2005 so hoch wie heute war. Damals handelte der Euro allerdings unter 1,20. Was läuft heute anders? Statt durch die Zinsparität wird die aktuelle Aufwertung des Euro zurzeit insbesondere durch die Hoffnung auf Erholung in Südeuropa, die Krise in der Ukraine aber auch durch eine schrumpfende Bilanzsumme der EZB getrieben, während die japanische BOJ und die FED immer noch zukaufen (vgl. auch Authers).

Die EZB sollte deswegen im Juni ankündigen, eine deutliche Abwertung des Euro anzustreben und sie, wenn nötig, durch den Kauf von Devisen in unbeschränkter Höhe erzwingen. Durch den Kauf kurzfristiger US Treasuries (AA+ Asset) gegen Euro kann sie elegant und einfach die Bilanz verlängern (QE) und gleichzeitig die Nachfrage nach US-Dollar stärken, ohne echte Kreditrisiken einzugehen und ohne sich in die europäische Fiskalpolitik einzumischen, wie es bei QE mit (süd-)europäischen Papieren der Fall wäre.

Es würden auch keine aggregierten Ersparnisse der Euroländer unproduktiv und zu Niedrigzinsen in den USA angelegt, wie es die Ökonomen von Natixis (Mai 2014) behaupten. Es dreht sich allein um eine einfache Bilanzverlängerung – unsterilisierte Käufe von US Treasuries in US-Dollar gegen Euro aus dem Nichts. Es ist eine Monetisierung von Aktiva mit AA+-Rating für einen guten Zweck – Erhöhung von Wachstum und Inflationsrate um mindestens jeweils 0,5% im ersten Schritt und damit erneute Entschärfung der jetzt wegen der potenziellen Deflation und anämischen Wachstums tickenden Zeitbombe Solvenzkrise in Südeuropa. Da dieses auch im Interesse der USA und anderer Länder ist und eine Abwertung auch die zunehmenden Wachstumsunterschiede gegenüber den USA widerspiegelt, sollte hier Einvernehmen bei Notenbanken und Politik zu erzielen sein.

## Fazit

Lange bevor der Segen niedrigerer Preise über verbesserte Wettbewerbsposition und damit steigende Beschäftigung in Südeuropa zu mehr Steuereinnahmen und weniger Sozialausgaben führt, werden die aktuell sehr niedrigen Inflationsraten die Tragfähigkeit der (Staats-)Schulden in Südeuropa weiter ausgehöhlt haben. Spätestens seit Bekanntgabe der Wachstumsszahlen für das erste Quartal ist sie wieder da, die Frage nach der dauerhaften Tragfähigkeit der südeuropäischen Staatsschulden. Eine neue Solvenzkrise, in der die Märkte Draghis Versprechen mehrfach und nachhaltig auf die Probe stellen würden, hätte politische Streitereien und

weitere fatale Kreditrisiken in der EZB-Bilanz zur Folge. Offen bleibt, ob trotz (unbeschränkter) Interventionen Panikspreads für Südeuropa überhaupt verhindert werden könnten. Neue Panikspreads würden den seit Veröffentlichung der Wachstumsszahlen (1. Quartal 2014) beobachtbaren Zinsanstieg für südeuropäische Staatsanleihen auf jeden Fall extrem übersteigen – auch dann, wenn sich wegen Wachstumsschwäche, Deflation und Einführung von Wechselkursmanagement die vergangenen Nettokäufe von Peripheriebonds durch »Ausländer« drastisch umdrehen.

Ein starker Euro ist bei sehr niedrigen Inflationsraten kein Luxusproblem für Euroland, über das wir in Deutschland einfach so hinweggehen können. Die aktuellen Gerüchte um weitere expansive geldpolitische Maßnahmen der EZB haben den Euro bislang allenfalls von der 1,40 ferngehalten.

Der Bankräuber fragt sich im Film, ob Dirty Harry nach den Schüssen überhaupt noch eine Patrone in seiner Magnum 44 hat, gibt dann aber doch auf. Richtig orchestrierte Devisenmarktinterventionen wirken wie eine 44 Magnum, die für Dirty Harry die »most powerful handgun in the world« ist. Dieses Mal (vgl. Atkins 2013 zu Draghi's Dirty Harry Act) muss die EZB ihre 44 Magnum aber vor aller Augen durchladen und einsetzen. Ein »Bluff« wie im Film wird nicht mehr helfen.

## Literatur

Atkins, R. und M. Steen (2013), »Draghi's 'Dirty Harry' act keeps euro crisis at bay«, *Financial Times*, 22. Juli.

Authers, J. (2014), »Betting that the Eurozone crisis is over has its risks«, *Financial Times*, 25. April.

Bernanke, B. (2013), »Long-Term Interest Rates«; Federal Reserve Board, Speeches of Federal Reserve Members, 1. März.

De Grauwe, P. und Y. Ji (2013), »Panic-driven austerity in the Eurozone and its implications«, *Vox*, 21. Februar.

*Economist* (2014), »Europe's Bond Bubble. Don't go potty on the periphery«, 19. April.

Jost, S. (2014), »Der Fluch der Stärke«, *Die Welt*, 11. Mai.

Natixis, *Economic Research* (2014), »Southern euro-zone countries: Even if there is no accident and no new crisis, a return to normal will take a very long time«, 3. April.

Natixis, *Economic Research* (2014), »Why it makes no sense to ask the ECB to intervene to weaken the euro«, 9. Mai.

Schlotmann, O. (2013), »Zentralbanken, Sparflut oder säkulare Stagnation: Wer ist schuld an den niedrigen Zinsen?«, *Ökonomenstimme*, 11. Dezember.

Straubhaar, T. (2014), »Warum die Euro-Abwertung gefährlich wäre«, *Die Welt*, 13. Mai.

Weidmann, J. (2013), zitiert in: »Rechtzeitig aus den Niedrigzinsen aussteigen«, *Handelsblatt online*, 21. November, und »Es ist gut, wenn wir ringen«; Interview mit Bundesbankpräsident Jens Weidmann, *ZEIT*, 21. November.

Wolf, M. (2014), »Wipe out rentiers with cheap money«, *Financial Times*, 6. Mai.