



Alfons J. Weichenrieder

Im Schatten der Lowflation

Policy Letter No. 28

SAFE | Sustainable Architecture for Finance in Europe

A cooperation of the Center for Financial Studies and Goethe University Frankfurt

House of Finance | Goethe University
Grüneburgplatz 1 | 60323 Frankfurt am Main

Tel. +49 69 798 33684 | Fax +49 69 798 33910
policy_center@safe.uni-frankfurt.de | www.safe-frankfurt.de

Der Text dieses Policy Letters ist zuerst im ifo Schnelldienst 67 (10), 2014, 03-15 erschienen.

SAFE Policy papers represent the authors' personal opinions and do not necessarily reflect the views of the Center of Excellence SAFE or its staff.

Im Schatten der Lowflation

Alfons J. Weichenrieder¹

Juni 2014

Die Ausgangslage

Wer aufgrund der Niedrigzinspolitik der EZB und der Notenbankkäufe von Staatspapieren notleidender Mitgliedsstaaten mit steigender Inflation gerechnet hatte, sieht sich getäuscht. Anstatt mit steigender Inflation sind wir fünfeneinhalb 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.²

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 € 1507 Mrd. auf € 2273 Mrd.³ Das entspricht einer Steigerung um 51 Prozent. Die Geldmenge M1 wuchs um 40 Prozent und im selben Zeitraum wuchs das nominale BIP des Euroraums nur um sieben Prozent.⁴ 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 Prozent 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

¹ SAFE, Goethe Universität Frankfurt, Wirtschaftsuniversität Wien & CESifo.

² EZB, Monthly Bulletin - Euro Area Statistics Online, May 2014.

³ EZB, Jahresbericht 2007, S. 250 und EZB, Jahresbericht 2013, S. 258.

⁴ EZB, Monetary Developments in the Euro Area, Dezember 2007, Dezember 2013.

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 Falle Chinas erreichen die ausländischen Devisenreserven der Zentralbank als Spiegelbild der dortigen Politikeingriffe neue Rekordstände und wuchsen alleine im Jahr 2013 um 509 Milliarden Dollar.⁵

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 Felde 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.

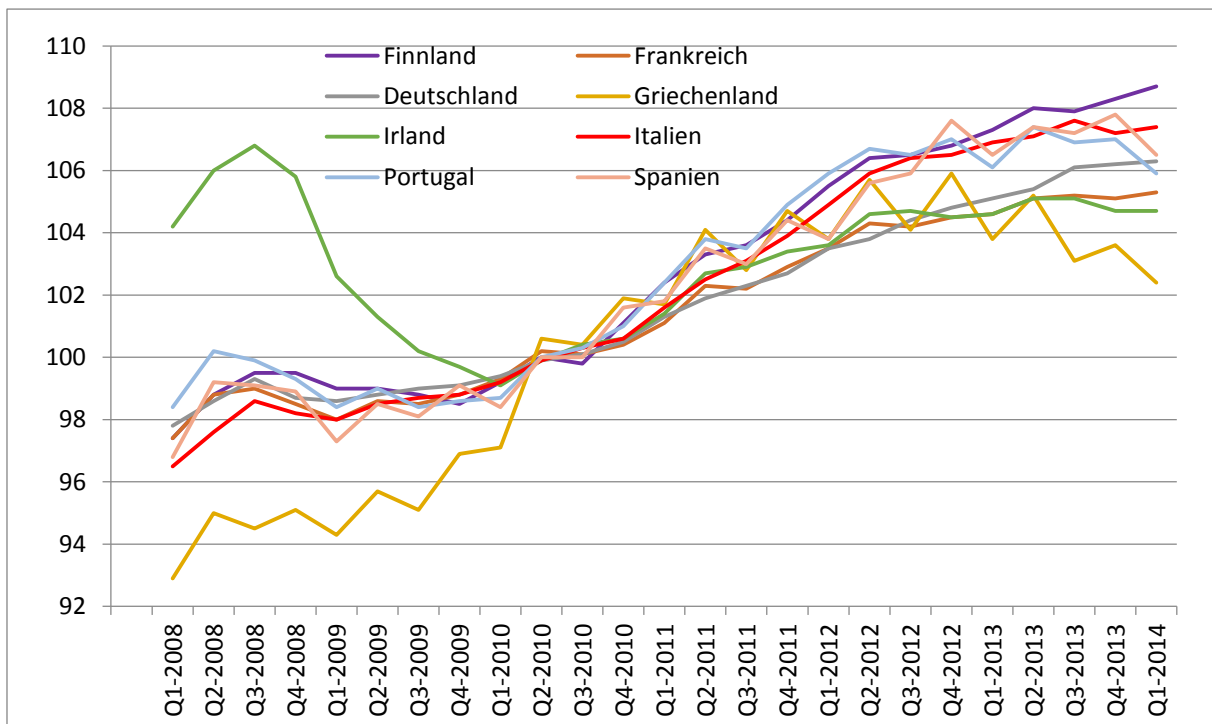
Niedrige Preissteigerungsraten sind für Länder in einer Währungsunion ein prinzipiell probates Mittel, um diese Wettbewerbsfähigkeit zurückzuerhalten, insbesondere, wenn andere, wettbewerbsfähigere Länder mit höheren Raten aufwarten. Die relative Preisanpassung setzte in manchen Euroländern auffallend 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. Abbildung 1). Nicht nur die Konsumentenpreise, auch die Produzentenpreise im verarbeitenden Gewerbe unterlagen noch bis zum Ende des Jahres 2011 einem überraschend hohem Wachstum (vgl. Abbildung 2).

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.

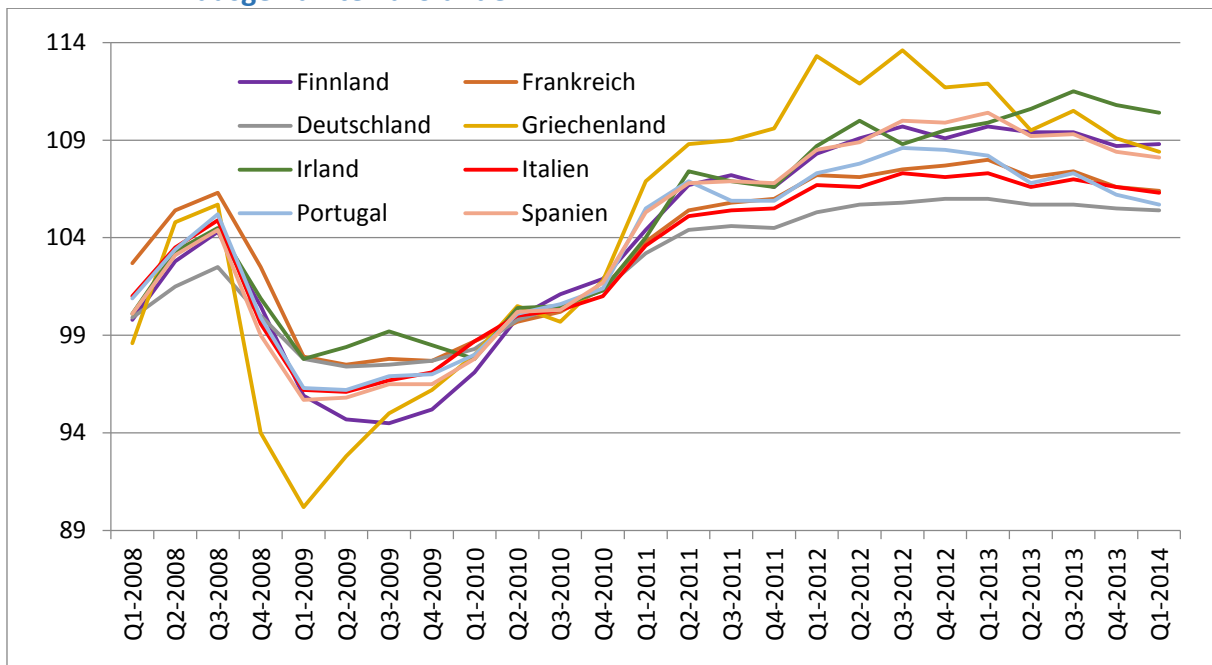
⁵ Spiegel-Online, 15. Januar 2014.

Abbildung 1: Konsumentenpreisindex, ausgewählte Euroländer



Quelle: OECD. Anmerkung: 2010 = 100.

Abbildung 2: Produzentenpreisindex des verarbeitenden Gewerbes, ausgewählte Euroländer.



Quelle: OECD. Anmerkung: 2010 = 100.

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.⁶ Durch sinkende Preise erhöhen sich der Realzins von Schuldner 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.⁷ 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 Mindestlohnes 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 entfiele 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.

⁶ Irving Fisher, *The Debt-Deflation Theory of Great Depressions*, *Econometrica*, 1, 1933, S. 337–357.

⁷ 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.

So weist in Spanien beispielsweise ein auffallender Anteil der Arbeitsverhältnisse derzeit ein Nullwachstum bei den Nominallöhnen auf.⁸ 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 ein Prozent verdoppelt unter solchen Bedingungen die für eine vorgegebene Lohnanpassung nötige Zeitspanne. Es rächt sich, dass die EZB mit einem langfristigen Inflationsziel von zwei Prozent 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 Zwei-Prozent-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.⁹

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.

⁸ Reza Moghadam, Ranjit Teja, und Pelin Berkmen, Euro Area — “Deflation” Versus “Lowflation”, IMF Blog, posted 4 March 2014.

⁹ Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2013, S. 52.

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 sind die aktuell zugrundeliegenden Garantiezinsen geprägt vom jeweils bei Vertragsabschluss geltenden Zinsumfeld. Derzeit könnten geschätzt bis zu einem Viertel aller in Deutschland laufenden Verträge noch einen Garantiezins von vier Prozent beinhalten.¹⁰ Demgegenüber steht die aktuelle Umlaufrendite zehnjähriger deutscher Staatspapiere bei ca. 1,5 Prozent.

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.¹¹ 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 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Bei einer Inflation von drei Prozent und einem Defizit von zwei Prozent des BIP verringert sich die Schuldenstandquote zum Jahresende auf 79,6 % $[(82/103) \cdot 100 \text{ \%}]$. Demgegenüber ergibt sich bei ausgeglichenem Budget und einer Inflation von Null nur eine konstante Schuldenquote von weiterhin 80 Prozent. 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 drei Prozent ist langfristig mit einem Schuldenstand von 60 Prozent des BIP kompatibel, wenn das nominale Wirtschaftswachstum fünf

¹⁰ Elia Berdin und Helmut Gründl, The Effects of a Low Interest Rate Environment on Life Insurers, SAFE/International Center for Insurance Regulation, 2014.

¹¹ 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. The Life Insurance Association of Japan, Overview of Life Insurance Industry in Japan, October 2013, <http://www.falia.or.jp>.

Prozent beträgt. Sinkt jedoch wegen geringer Inflation das nominelle Wachstum beispielsweise auf zwei Prozent, so konvergiert ein Staatsdefizit von drei Prozent langfristig zu einem Schuldenstand von 150 Prozent des BIP.

Die niedrige Inflation macht es zusätzlich unwahrscheinlich, dass Schuldenländer in den nächsten Jahren die Zwanzigstel-Regel des Fiskalpaktes einhalten können. Die Lücke zwischen dem aktuellen Schuldenstand und dem 60 Prozent Ziel muss danach jedes Jahr um fünf Prozent geschlossen werden. Ein Land wie Italien, mit einem Schuldenstand von ca. 130 Prozent, 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 Falle eines Ankaufprogrammes darauf ankommen, dass sie einem entgegengesetzten politischen Druck widersteht.