

# Schwache Preisentwicklung und Deflationsgefahr im Euroraum: Grenzen der konventionellen Geldpolitik

Von Kerstin Bernoth, Marcel Fratzscher und Philipp König

Die Inflationsrate im Euroraum liegt seit knapp einem Jahr unterhalb der von der Europäischen Zentralbank angestrebten Zielmarke und wird voraussichtlich auch in der kommenden Zeit auf einem sehr niedrigen Niveau verharren. Zum einen steht eine solch geringe Inflation nicht im Einklang mit der Zielsetzung der EZB, zum anderen besteht in dieser Situation die Gefahr, in eine Deflation abzurutschen. Angesichts der historisch niedrigen Leitzinsen drängt sich die Frage nach den geldpolitischen Optionen auf. Der Handlungsspielraum der EZB ist beschränkt. Es verbleiben ihr vor allem unkonventionelle Maßnahmen, wie endgültige Käufe von Wertpapieren, um einer etwaigen Deflation entgegenzuwirken. Aber auch die Finanz- und Wirtschaftspolitik ist jetzt gefragt, der niedrigen Inflation und den Deflationsrisiken aktiv zu begegnen.

Die derzeitige Inflationsentwicklung verstärkt den Anlass zur Sorge vor einer möglichen Deflation im Euroraum. Seit etwas mehr als zwei Jahren ist die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Inflationsrate kontinuierlich gesunken. Im Januar 2014 lag sie bei nur mehr 0,8 Prozent und damit deutlich unterhalb des von der Europäischen Zentralbank (EZB) festgelegten Zieles von knapp unter zwei Prozent in der mittleren Frist. Diese Entwicklung wurde teilweise bedingt durch die seit über einem Jahr rückläufige Änderungsrate der Energiepreise und die schwache Preisentwicklung bei unverarbeiteten Nahrungsmitteln. Die um diese beiden Komponenten bereinigte Kerninflation war im Januar mit knapp einem Prozent allerdings ebenfalls sehr niedrig (Abbildung 1).

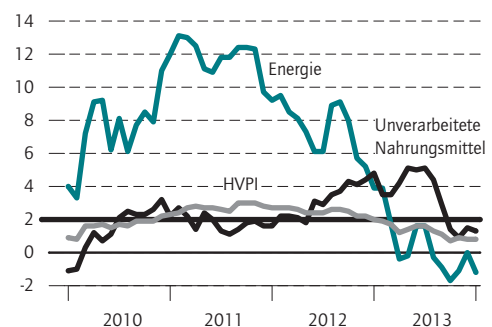
## Inflationsraten im gesamten Euroraum auf sehr niedrigem Niveau

Die am HVPI gemessenen Inflationsraten der einzelnen Mitgliedsländer des Euroraums unterscheiden sich stark

Abbildung 1

### Inflationsraten im Euroraum

In Prozent



Quelle: EZB.

© DIW Berlin 2014

Die Inflationsrate im Euroraum liegt seit knapp einem Jahr unterhalb der Zielmarke der EZB.



DIW Berlin – Deutsches Institut  
für Wirtschaftsforschung e.V.  
Mohrenstraße 58, 10117 Berlin  
T +49 30 897 89 -0  
F +49 30 897 89 -200  
[www.diw.de](http://www.diw.de)  
81. Jahrgang

#### Herausgeber

Prof. Dr. Pio Baake  
Prof. Dr. Tomaso Duso  
Dr. Ferdinand Fichtner  
Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.  
Prof. Dr. Peter Haan  
Prof. Dr. Claudia Kemfert  
Prof. Karsten Neuhoff, Ph.D.  
Dr. Kati Schindler  
Prof. Dr. Jürgen Schupp  
Prof. Dr. C. Katharina Spieß  
Prof. Dr. Gert G. Wagner

#### Chefredaktion

Sabine Fiedler  
Dr. Kurt Geppert

#### Redaktion

Renate Bogdanovic  
Sebastian Kollmann  
Dr. Claudia Lambert  
Dr. WolfPeter Schill

#### Lektorat

Christoph Große Steffen  
Dr. Vanessa von Schlippenbach

#### Textdokumentation

Manfred Schmidt

#### Pressestelle

Renate Bogdanovic  
Tel. +49-30-89789-249  
[presse@diw.de](mailto:presse@diw.de)

#### Vertrieb

DIW Berlin Leserservice  
Postfach 74, 77649 Offenburg  
[leserservice@diw.de](mailto:leserservice@diw.de)  
Tel. 01806 - 14 00 50 25,  
20 Cent pro Anruf  
ISSN 0012-1304

#### Gestaltung

Edenspiekermann

#### Satz

eScriptum GmbH & Co KG, Berlin

#### Druck

USE gGmbH, Berlin

Nachdruck und sonstige Verbreitung –  
auch auszugsweise – nur mit Quellen-  
angabe und unter Zusendung eines  
Belegexemplars an die Serviceabteilung  
Kommunikation des DIW Berlin  
([kundenservice@diw.de](mailto:kundenservice@diw.de)) zulässig.

Gedruckt auf 100 % Recyclingpapier.

Kasten 1

**Deflation und ihre Auswirkungen**

Deflation führt die Möglichkeiten der Geldpolitik, mit traditionellen, wohl erprobten geldpolitischen Instrumenten die Preisstabilität zu gewährleisten, an ihre Grenzen. Das Mandat der Preisstabilität bezieht sich nicht nur darauf, steigenden Preisen entgegenzuwirken, sondern auch darauf, einen allgemeinen Preisverfall zu verhindern. Üblicherweise begegnet eine Zentralbank inflatorischen Entwicklungen mit Zinserhöhungen und deflatorischen Entwicklungen mit Zinssenkungen. Hat sie ihre Zinsen allerdings bis fast auf null gesenkt, kann sie einen weiteren Preisverfall durch reine Zinspolitik nicht mehr aufhalten. Einer Zentralbank bleiben nur noch unkonventionelle Maßnahmen, um das Preisniveau beziehungsweise die Inflationserwartungen zu heben.

Deflation birgt ferner die Gefahr einer sich selbst verstärkenden Spirale, bei der Deflationserwartungen auf Seiten der Wirtschaftsakteure ein Ausgabeverhalten hervorrufen, das die gesamtwirtschaftliche Nachfrage senkt und damit die Deflation verstärkt, beziehungsweise erst herbeiführt.<sup>1</sup> Eine wesentliche Bestimmungsgröße des Ausgabe- und Sparverhaltens von Haushalten und Unternehmen sind die (langfristigen) Realzinsen. Wird eine deflatorische Entwicklung und damit ein Anstieg der Realzinsen erwartet, stellen Haushalte und Unternehmen Investitions- und Konsumausgaben zurück und bauen Ersparnisse auf. Dies wiederum führt zu einem Abwärtsdruck auf Güterpreise und Preise realer Vermögenswerte und kann mithin in einer Preisspirale nach unten und einer Rezession münden; die Zentralbank ist nur solange in der Lage, diese Spirale mit konventionellen Mitteln zu durchbrechen, wie sie die Nullzinsgrenze noch nicht erreicht hat.

Darüber hinaus stellt Deflation eine akute Gefahr für die Finanzstabilität dar, da sich Verschuldungsprobleme sowie

**1** Dies gilt zwar genauso für selbsterfüllende inflatorische Erwartungen, jedoch besteht im Falle einer Inflation nicht das Problem der Nullzinsgrenze und damit einer expliziten Beschränkung der konventionellen Geldpolitik. Die Zentralbank hat, rein technisch gesehen, immer die Möglichkeit die Zinsen unbegrenzt zu erhöhen. Ein Beispiel für so eine Politik ist die erfolgreiche Bekämpfung der hohen Inflation in den Vereinigten Staaten durch Paul Volcker und die amerikanische Notenbank zu Beginn der 80er Jahre mittels weithin unpopulärer, jedoch trotzdem wirkungsvoller überdurchschnittlich hoher Leitzinsen.

finanzielle Notlagen und Deflation gegenseitig verstärken können. Zum einen erhöht eine Deflation die reale Schuldenlast von Kreditnehmern und Schuldnern und verschärft somit deren Gefahr, in eine finanzielle Notlage zu geraten. Zum anderen verstärken Überschuldungsprobleme wiederum deflatorische Tendenzen. In der Literatur wird hier insbesondere auf drei Übertragungskanäle abgestellt: (a) Kreditnehmer versuchen, die durch die Deflation ansteigende reale Schuldenlast zu senken, indem sie Notverkäufe von Vermögenswerten durchführen, um mit den Erträgen ihre Schulden zurückzuführen. Solange die Schuldner eine höhere Ausgabenneigung aufweisen als ihre Gläubiger, führt dieser Vorgang im Aggregat zu einer Kontraktion der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und einem weiteren Preisverfall.<sup>2</sup> (b) Darüber hinaus lösen Notverkäufe ebenfalls einen Abwärtsdruck auf Vermögenspreise aus, der nicht nur (höhere) Verluste für Wirtschaftssubjekte bewirkt, die auf die Verkäufe angewiesen sind, um ihre Schulden zu tilgen, sondern auch Verluste für bislang noch nicht in Notlage geratene Eigentümer gleichartiger Portefeuilles auslöst. Dadurch steigt die Zahl der Notverkäufe, und es sinkt wiederum die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, und die Deflation verstärkt sich.<sup>3</sup> (c) Ein großer Teil der Verluste etwaiger durch die Deflation hervorgerufener Insolvenzen belastet den Finanz- und Bankensektor; der Finanzintermediationsprozess wird dadurch behindert. Eine deutliche Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen der Realwirtschaft und eine Kreditklemme sind die Folge. Dadurch verringern sich ebenfalls Konsum- und Investitionsausgaben und verstärken so die ursprüngliche deflatorische Entwicklung.<sup>4</sup>

**2** Fisher, I. (1933): The Debt-Deflation Theory of Great Depressions. *Econometrica*, 1 (4), Oktober 1933, 337-357.

**3** Minsky, H. (1982): Can 'It' Happen Again. In *Can 'It' Happen Again? Essays on Instability and Finance*. M. E. Sharpe Inc., Armonk, NY.

**4** Bernanke, B. (1983): Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression. *The American Economic Review*, 73 (3), 1983, 257-276.

Für eine Übersicht und ein stilisiertes Modell dieser drei Kanäle siehe auch Peter, G. von (2005): Debt-deflation: Concepts and a stylised model. Working Paper Nr. 176. Bank for International Settlements, April 2005.

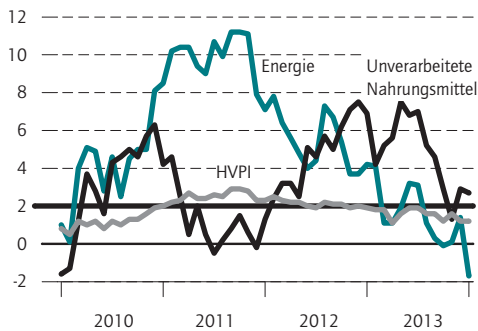
und variieren von -1,6 Prozent (Zypern) bis 1,9 Prozent (Finnland). In Deutschland war die Teuerungsrate mit 1,2 Prozent im Januar etwas höher als im Durchschnitt des Euroraums. Gleiches gilt auch für die Kerninflation, die derzeit in Deutschland bei rund 1,5 Prozent liegt (Abbildung 2).

Aktuell sind Griechenland (-1,4 Prozent) und Zypern die einzigen Mitgliedsländer, die eine Deflation erleben; allerdings befinden sich auch die Inflationsraten sämtlicher anderer Krisenländer auf einem historisch niedrigen Niveau (Spanien 0,3 Prozent, Italien 0,6 Prozent, Irland 0,3 Prozent, Portugal 0,1 Prozent) und sogar die

Abbildung 2

**Inflationsraten in Deutschland**

In Prozent



Quelle: EZB.

© DIW Berlin 2014

Die Inflationsrate in Deutschland liegt bei 1,2 Prozent. Damit ist sie zwar höher als in weiten Teilen des Euroraums, trotzdem aber auf einem sehr niedrigen Niveau.

Inflationsraten in den größeren Kernländern des Euroraums liegen sehr niedrig (Frankreich und Niederlande o,8 Prozent).

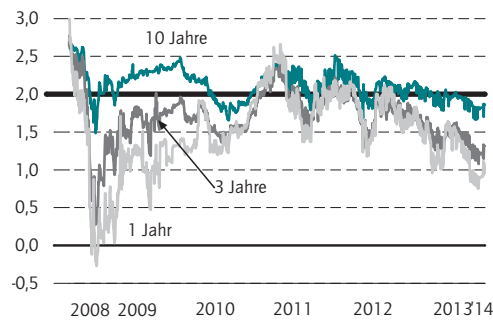
Besteht im Euroraum die Gefahr einer sich selbst verstärkenden deflatorischen Spirale, die daneben eine neue Gefahr für die Finanzstabilität der Währungsunion darstellen könnte, indem sie das Verschuldungsproblem öffentlicher und privater Haushalte verschärft (Kasten 1)? Die EZB beantwortet diese Frage bisher mit einem klaren Nein. Zum einen argumentiert sie, dass gegenwärtig kein zeitlicher Aufschub von Ausgaben erkennbar sei. Zum anderen seien die langfristigen Inflationserwartungen im Euroraum fest auf dem von der EZB angestrebten Niveau verankert. Beide Entwicklungen wären notwendige Bedingungen für eine sich selbst verstärkende Deflationsspirale. Allerdings geht die EZB davon aus, dass die Preisentwicklung für eine geraume Zeit gedämpft bleiben dürfte.<sup>1</sup> Nun kann auch eine langanhaltend sehr niedrige Inflationsrate die Wirtschaft und die Anpassungsprozesse im Euroraum erheblich beeinträchtigen. Zum einen erschwert sie den notwendigen Entschuldungsprozess im privaten wie öffentlichen Sektor, insbesondere in den Krisenländern. Je niedriger die Inflationsrate liegt, umso schwieriger ist es, die reale Schuldenlast zu senken. Zum anderen sind Nominallöhne üblicherweise in der Abwärtsrichtung rigide. Eine sehr niedrige Inflationsrate führt somit dazu, dass auch die Reallöhne nach unten wenig flexibel sind, was wiederum die Herstellung der Wettbewerbsfähigkeit in den Krisenländern beeinträchtigt und verlangsamt.

<sup>1</sup> Siehe dazu das Transkript der Pressekonferenz des EZB-Präsidenten Mario Draghi vom 6. Februar 2014

Abbildung 3

**Aus Inflationsswaps abgeleitete Inflationserwartungen**

In Prozent



Quelle:n: Thomson Reuters; Berechnungen des DIW Berlin.

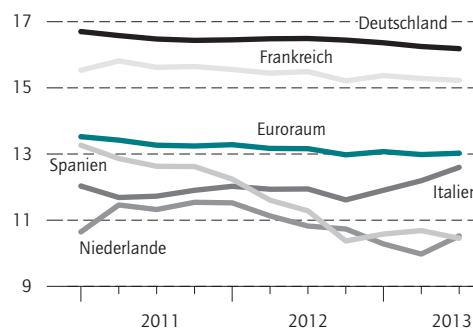
© DIW Berlin 2014

Trotz der historisch niedrigen Zinsen sind die Sparquoten in weiten Teilen des Euroraums nicht signifikant gefallen.

Abbildung 4

**Bruttosparquote der privaten Haushalte**

In Prozent, gleitender 4-Quartals-Durchschnitt



Quelle: Eurostat.

© DIW Berlin 2014

Die Sparquoten der privaten Haushalte stagnieren in weiten Teilen des Euroraums.

Darüber hinaus besteht bei einer lang anhaltend niedrigen Inflation eine erhöhte Gefahr, doch in eine Deflation abzurutschen.

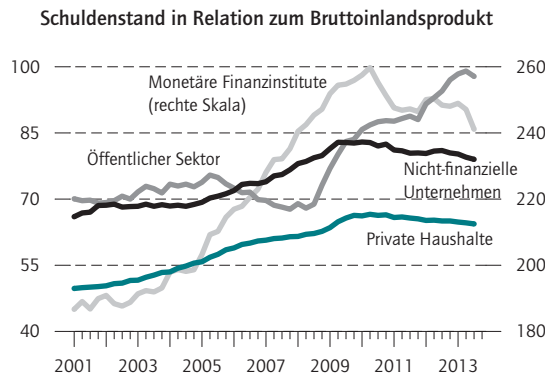
**Kurz- und mittelfristige Inflationserwartungen nur schwach verankert**

Für eine längerfristige niedrige Inflationsrate spricht, dass die Inflationserwartungen im Euroraum in den letz-

Abbildung 5

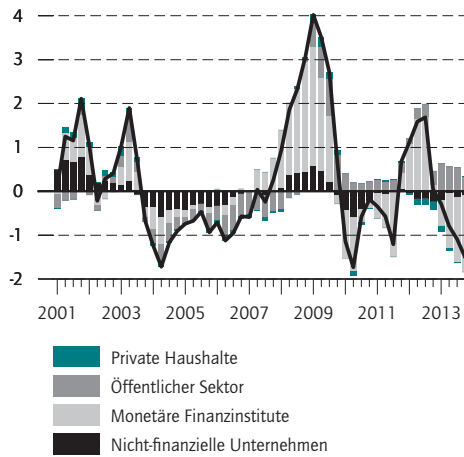
**Schuldenstand und Schuldenabbau der Sektoren im Euroraum**

In Prozent



**Fremdkapital im Verhältnis zu Forderungen**

Veränderungen gegenüber dem Vorjahresquartal



Quellen: EEA/EZB, entnommen und aktualisiert aus Cour-Thimann, P., Winkler, B. (2013): *The ECB's non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure. Oxford Review of Economic Policy*, 28 (4), 765-803.

© DIW Berlin 2014

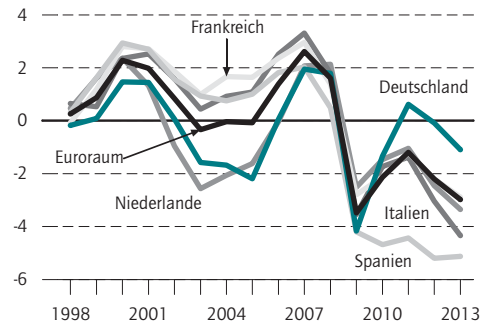
Insbesondere die privaten Sektoren bauen ihre Schulden ab und tragen damit zur Nachfrageschwäche und der gedämpften Preisentwicklung bei.

ten Monaten deutlich rückläufig waren. So liegen selbst die Inflationsprognosen des „Survey of Professional Forecasters“ der EZB in einem Bereich, der zumindest in den kommenden zwei Jahren nicht mit dem Inflationsziel der EZB vereinbar sein dürfte. Im Januar 2014 erwarteten die Befragten durchschnittlich eine Inflationsrate von 1,1 Prozent für 2014, von 1,4 Prozent für 2015 und 1,7 Prozent für 2016. Ferner erwarteten immerhin knapp ein Drittel aller Befragten eine Inflationsrate von unter einem Prozent für 2014. Noch niedriger liegen die aus Inflationsswaps abgeleiteten Inflationserwartungen

Abbildung 6

**Produktionslücke**

In Prozent des Produktionspotentials



Quelle: Eurostat.

© DIW Berlin 2014

Die Wirtschaft im Euroraum produziert deutlich unterhalb ihres Potentials. Auch in Deutschland war die Produktionslücke im vergangenen Jahr negativ.

der Märkte, die sich deutlich unterhalb der Survey-Prognosen befinden. Parallel zur rückläufigen Preisentwicklung im Euroraum sind diese für die nächsten Jahre in den letzten Monaten deutlich gesunken (Abbildung 3). Besonders kräftig war der Rückgang der kurzfristigen Inflationserwartung. Zwischen Juli und Dezember fielen die Preise für Inflationsswaps mit einjähriger Laufzeit von rund 1,6 Prozentpunkten auf nur noch etwa 0,8 Prozentpunkte. Auch für die mittlere Frist erwarten die Märkte eine Umgebung anhaltend niedriger Inflation; für die nächsten drei Jahre liegt die durchschnittliche Inflationserwartung bei lediglich 1,3 Prozentpunkten. Lediglich die langfristigen Inflationserwartungen über die nächsten zehn Jahre liegen mit rund 1,8 Prozent noch auf einem Niveau, das mit der Definition der EZB von Preisstabilität im Einklang steht. Allerdings sollte auf die langfristigen Inflationserwartungen kein zu großes Gewicht gelegt werden. Zum einen sind für die tatsächliche Preis- und Lohnentwicklung eher die kurz- und mittelfristigen Erwartungen ausschlaggebend, zum anderen konnte man zum Beispiel in Japan beobachten, dass ein Land in eine Deflation abrutschen kann, obwohl die langfristigen Inflationserwartungen auf einem höheren Niveau stabil verankert sind.<sup>2</sup>

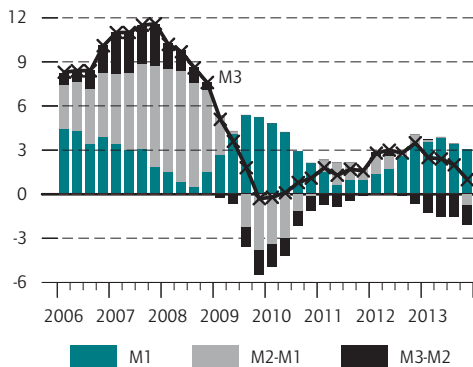
Berücksichtigt man ferner, dass die Inflation bereits seit knapp einem Jahr deutlich unterhalb von zwei Prozent liegt und nach den Markterwartungen auch wenigstens in den kommenden drei Jahren nicht wieder darüber hinaus steigt, bestehen somit berechtigte Zweifel, ob die EZB ihr Mandat der Preisstabilität erfüllen kann; angesichts der unterhalb

2 IWF (2013): *The dog that didn't bark: Has Inflation been muzzled or was it just sleeping?*. Kapitel 3. World Economic Outlook, April 2013.

Abbildung 7

**Wachstum der Geldmenge M3 und ihrer Komponenten**

Wachstumsbeiträge und Wachstumsrate in Prozent



Quelle: EZB.

© DIW Berlin 2014

Die Wachstumsrate der Geldmenge ist im vergangenen Jahr weiter gefallen. Zuletzt kamen positive Wachstumsbeiträge nur noch aus der Ausweitung kurzfristiger Komponenten im Aggregat M1.

des Inflationszieles liegenden Erwartungen existiert also das Risiko einer anhaltend sehr niedrigen Inflation und möglicherweise sogar Deflation im Euroraum.

**Schwache Geld-, Kredit- und gesamtwirtschaftliche Nachfrage**

Trotz der historisch niedrigen Zinsen sind die Sparquoten der privaten Haushalte in weiten Teilen des Euro-raums gegenwärtig relativ konstant beziehungsweise steigen sogar (Abbildung 4); anstatt das niedrige Zinsumfeld auszunutzen und höhere Konsum- und Investitionsausgaben zu tätigen, setzt insbesondere der private Sektor auf einen Abbau seiner Schuldenlast (Abbildung 5). Im Zusammenspiel mit der großen negativen Produktionslücke im Euroraum und in den einzelnen Mitgliedsländern (Abbildung 6) wirkt sich dies dämpfend auf die Preisentwicklung aus.

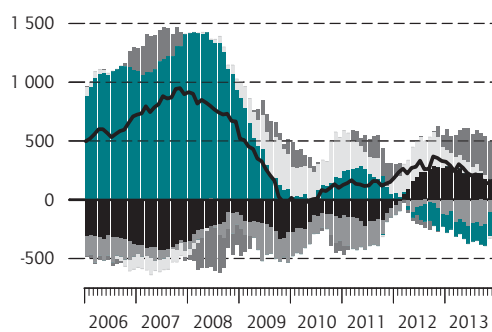
Auch die gegenwärtige Geldmengen- und Kreditentwicklung verläuft im Euroraum seit einigen Quartalen äußerst schwach und lässt keine inflationären Tendenzen in der näheren Zukunft erkennen. Im Gegenteil: Der seit Oktober 2012 zu beobachtende Rückgang des Geldmengenwachstums setzte sich in den vergangenen zwölf Monaten fort (Abbildung 7). Wuchs die breitgefaste Geldmenge M3 im Januar 2013 noch um 3,4 Prozent im Vergleich zum Vorjahresmonat, so lag die Wachstumsrate im Dezember nur noch bei einem Prozent, somit deutlich unterhalb der Referenzgröße der EZB von 4,5 Prozent.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Im Rahmen ihrer auf zwei Säulen beruhenden geldpolitischen Strategie nutzt die EZB seit 1998 einen Referenzwert für das Wachstum der breitgefaste Geldmenge M3 von 4,5 Prozent.

Abbildung 8

**Entwicklung der Gegenposten zu M3**

Veränderungen gegenüber Vorjahr, in Milliarden Euro



- Längerfristige Verbindlichkeiten
- Andere Gegenposten (inkl. Eigenkapital und Reserven)
- Kredite an den privaten Sektor
- Kredite an öffentliche Haushalte
- Nettoauslandsposition

Quelle: EZB.

© DIW Berlin 2014

Dämpfend auf das Geldmengenwachstum wirkten sich unter anderem die Rückgänge in der Kreditvergabe an den privaten Sektor aus; dagegen verzeichnete die Nettoauslandsposition zuletzt einen kräftigen Anstieg.

In den letzten sechs Quartalen kamen positive Wachstumsbeiträge zu M3 fast nur noch aus der Ausweitung sehr kurzfristiger Komponenten (Übernachteinlagen und Bargeld); dämpfend auf das Geldmengenwachstum wirkte sich während des vergangenen Jahres der Abbau marktfähiger Instrumente wie Termineinlagen und Geldmarktfondsanteile aus. Dies dürfte unter anderem auf Portfolio-Umschichtungen von längerfristigen hin zu kurzfristigen Anlagen und die nach wie vor hohe Liquiditätspräferenz der Anleger zurückzuführen sein; darüber hinaus spiegelt diese Entwicklung auch den mit dem Entschuldungsprozess im Bankensektor einhergehenden geringeren Finanzierungsbedarf der Banken wider.

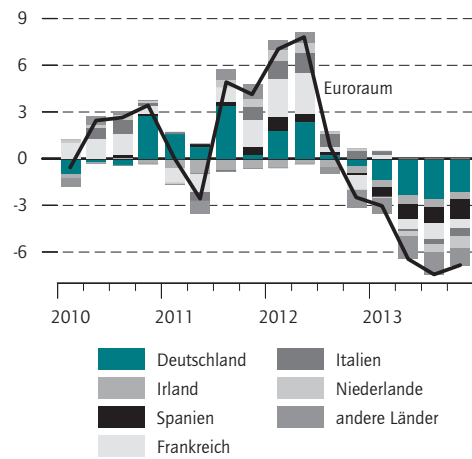
In den Gegenposten zu M3 schlug sich die niedrige Wachstumsrate der Geldmenge insbesondere in einem während des letzten Jahres zunehmenden Abbau der Kreditvergabe an den privaten Sektor nieder (Abbildung 8).<sup>4</sup> Damit einhergehend reduzierte sich die aggregierte Bilanzsumme der monetären Finanzinsti-

<sup>4</sup> Dieser die monetäre Dynamik hemmenden Entwicklung stand vor allem eine kräftige Steigerung der Nettoauslandsposition gegenüber. Diese war jedoch weniger durch Zuwächse bei den Auslandsforderungen der monetären Finanzinstitute, als vielmehr durch einen starken Abbau ihrer Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland geprägt und spiegelte damit eine verstärkte Umschichtung von Anlegern außerhalb des Euroraums hin zu ertragreicheren Wertpapieranlagen im Euroraum wider.

Abbildung 9

**Veränderung der aggregierten Bilanzsumme monetärer Finanzinstitute**

Wachstumsbeiträge der Länder in Prozent



Quelle: EZB.

© DIW Berlin 2014

Die aggregierte Bilanz des Bankensektors ist seit 2012 deutlich geschrumpft.

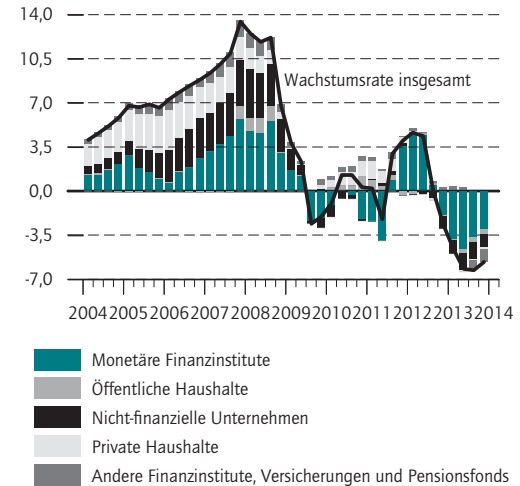
te im Euroraum seit Mai 2012 um rund 4,4 Billionen Euro beziehungsweise 12,7 Prozent (Abbildung 9). Dabei lieferten deutsche und spanische Banken im vergangenen Jahr die stärksten negativen Wachstumsbeiträge.

Die Verringerung der Bilanzsumme wurde auf der Aktivseite vor allem durch einen Rückgang der Kredite an Gebietsansässige im Euroraum, hier insbesondere eine Verringerung der Interbankkredite und der Kredite an nicht-finanzielle Unternehmen (Abbildung 10). Ein Vergleich der wirtschaftlich wichtigsten Mitgliedsstaaten zeigt, dass der Rückgang der Kreditvergabe an nicht-finanzielle Unternehmen in Spanien und Italien besonders deutlich ausgeprägt war, dagegen in Deutschland und Frankreich in erheblich geringerem Umfang stattfand (Abbildung 11). Die rückläufige Kreditvergabe an den Unternehmenssektor dürfte zu wesentlichen Teilen durch nachfrageseitige Faktoren bedingt sein. Das Bank Lending Survey der EZB zeigt, dass sich die Kreditvergabestandards von Seiten der Banken insbesondere während der zweiten Jahreshälfte 2013 (mit Ausnahme Italiens) nur moderat verschärften (Abbildung 12). Gleichzeitig meldeten die befragten Banken während des vergangenen Jahres einen durchweg recht kräftigen Rückgang der Nachfrage nach Unternehmenskrediten, wobei der Rückgang bei größeren Unternehmen etwas

Abbildung 10

**Veränderung der Kreditvergabe an Gebietsansässige des Euroraums**

Wachstumsbeiträge in Prozent



Quelle: EZB.

© DIW Berlin 2014

Insbesondere die Kreditvergabe innerhalb des MFI-Sektors und an nicht-finanzielle Unternehmen ging stark zurück.

stärker ausgeprägt war als bei kleinen und mittleren Unternehmen (Abbildung 13).

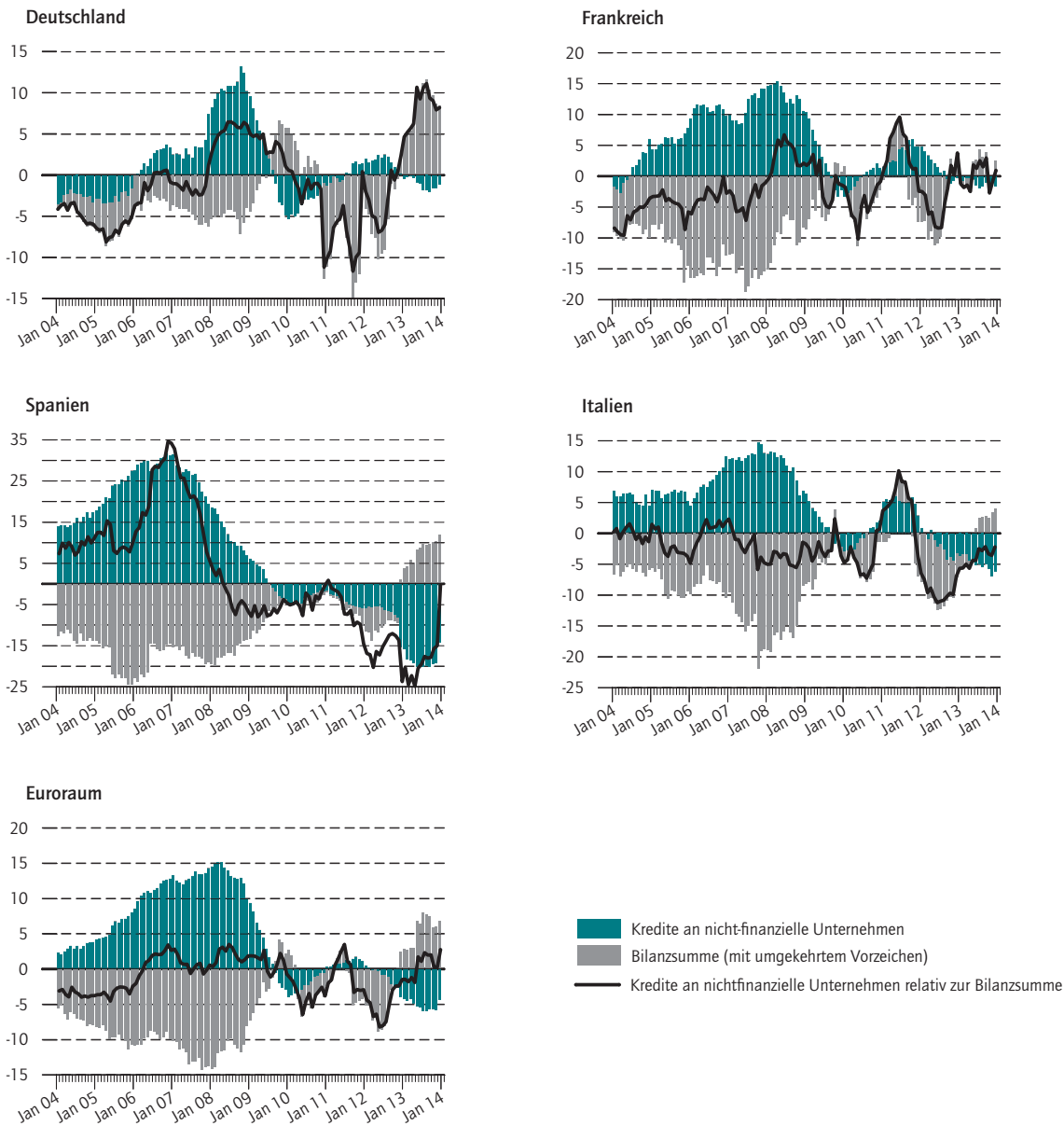
Die schwache Kreditvergabe dürfte zum einen der schlechten wirtschaftlichen Lage in den letzten Monaten im Euroraum geschuldet sein. Daher ist angesichts der sich am aktuellen Rand leicht aufhellenden Konjunkturlage von dieser Seite her eine Stabilisierung der Kreditvergabe zu erwarten. Zum anderen dürften aber auch die recht ungünstigen Kreditkonditionen in den Krisenländern zu der schwachen Kreditvergabe beigetragen haben. Dort weisen zum Beispiel die durchschnittlichen Kreditzinsen für nicht-finanzielle Unternehmen nach wie vor einen deutlichen Abstand von aktuell gut 1,3 Prozent gegenüber den Zinsen im Rest des Euroraums auf (Abbildung 14). Im Dezember lagen zum Beispiel die Zinsen für mittel- bis längerfristige Ausleihungen an nicht-finanzielle Unternehmen in Deutschland im Durchschnitt bei rund 2,8 Prozent, während sie in Spanien und Italien rund 80 beziehungsweise 65 Basispunkte darüber lagen. Deutlicher ist der Zinsabstand sogar bei kleinvolumigen Ausleihungen, für die der Zinsabstand zwischen Deutschland und Spanien gut 200 Basispunkte betrug. Für Ausleihungen an private Haushalte ergibt sich ein ähnliches Bild, wobei die Zinsabstände zwischen Krisen- und Nicht-Krisenländern hier teilweise noch deutlich höher liegen.



Abbildung 11

**Kredite an nicht-finanzielle Unternehmen im Verhältnis zur Bilanzsumme der Banken**

Veränderung zum Vorjahresmonat, in Prozent



Quelle: EZB.

© DIW Berlin 2014

Insbesondere in Spanien und Italien gingen die Kredite an den nichtfinanziellen Sektor im Vergleich zur gesamten Bankbilanz im letzten Jahr stark zurück. In Deutschland war der Rückgang der Kredite deutlich schwächer ausgeprägt.

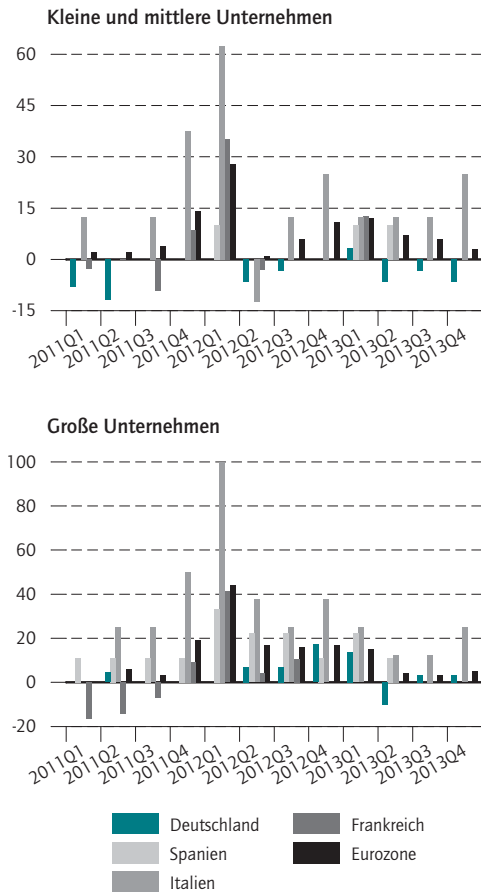
Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass eine Reihe von Entwicklungen für eine durchaus länger anhaltende Periode niedriger Inflation spricht, die nicht im Einklang

mit dem Preisstabilitätsmandat der EZB stehen dürfte. In der gegenwärtigen Preisentwicklung überwiegen zudem tendenziell die Abwärts- gegenüber den Aufwärtsrisiken.



Abbildung 12

**Veränderung der Kreditvergabestandards**  
 Nettosalden (+ verschärft, - gelockert)



Quelle: EZB (Bank Lending Survey).

© DIW Berlin 2014

In der letzten Jahreshälfte verschärfen sich die Kreditvergabestandards (mit Ausnahme Italiens) nur marginal.

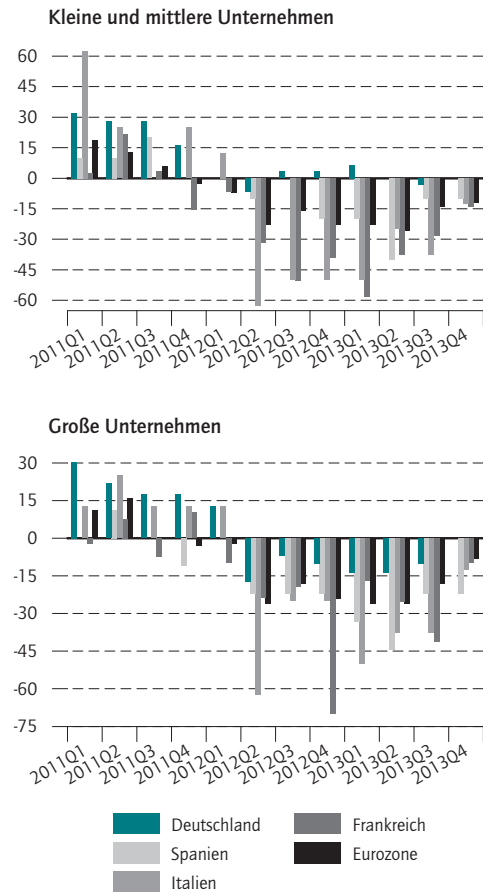
**Anpassungen im Euroraum verstärken Deflationsgefahr**

Allerdings ist die zurzeit schwache Preisentwicklung in einzelnen Mitgliedsländern auch ein wesentliches Merkmal des in Folge der Krise unausweichlich gewordenen Anpassungsprozesses innerhalb des Währungsraums, der für die Stabilität und den Erhalt der gemeinsamen Währung dringend notwendig ist.

Im Vorfeld der Krise büßten die jetzigen Krisenländer ihre preisliche Wettbewerbsfähigkeit gegenüber Ländern wie Deutschland oder den Niederlanden ein. Während die Lohnstückkosten in Deutschland, bedingt durch Produktivitätszuwächse und Lohnmoderation

Abbildung 13

**Veränderung der Kreditnachfrage**  
 Nettosalden (+ gestiegen, - gesunken)



Quelle: EZB (Bank Lending Survey).

© DIW Berlin 2014

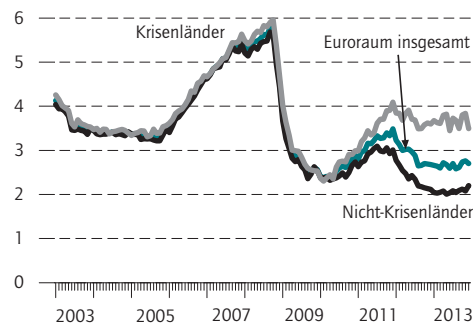
Die Kreditnachfrage ging nach Auskunft der befragten Banken deutlich zurück.

nur geringfügig anstiegen beziehungsweise sogar fielen, blieb das Produktivitätswachstum in Spanien und Italien hinter den dauerhaft kräftigen Lohnzuwächsen zurück (Abbildung 15). Darüber hinaus erlaubten günstige Kredit- und Refinanzierungsbedingungen den Aufbau von massiven Schuldenständen sowohl im privaten als auch im öffentlichen Sektor. Diese Fehlentwicklungen müssen nun korrigiert werden. Preise und Löhne in den Krisenländern müssen zur Wiederherstellung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit hinreichend stark fallen, und übermäßige Schulden müssen zurückgeführt werden. Diese Entwicklungen sind notwendigerweise mit niedrigeren Ausgaben- und höheren Sparquoten verbunden, was dem Anstieg des allgemeinen Preisniveaus entgegenwirkt. Die von der Krise betroffenen Länder haben bereits wesentliche Fortschrit-

Abbildung 14

**Kreditzinsen für nicht-finanzielle Unternehmen**

In Prozent, volumengewichteter Durchschnitt über sämtliche Laufzeiten



Quelle: EZB.

© DIW Berlin 2014

Die Kreditzinsen für nicht-finanzielle Unternehmen in den Krisenländern liegen deutlich über dem Euroraumdurchschnitt und den Kreditzinsen in den Nichtkrisenländern.

te im Anpassungsprozess erzielt, dieser kann jedoch keinesfalls als abgeschlossen betrachtet werden. Daher ist auch in den kommenden Quartalen weiterhin mit deflationären Tendenzen zumindest in den Krisenländern zu rechnen.<sup>5</sup>

Umso wichtiger wäre es daher, dass vor allem in den wirtschaftlich stabilen Mitgliedsstaaten des Euroraums die Inflationsentwicklung nicht weiter rückläufig bleibt; einerseits, um den Konvergenz- und Anpassungsprozess nicht zu verlangsamen, andererseits, um ein Abrutschen in eine Deflation im gesamten Euroraum zu verhindern.

**Geldpolitische Entscheidungen der letzten zwölf Monate**

Angesichts der beschriebenen Entwicklungen blieb der geldpolitische Kurs der Europäischen Zentralbank (EZB) während der vergangenen zwölf Monate sehr expansiv ausgerichtet. Im Mai und im November 2013 senkte die EZB ihre Leitzinsen. Der Hauptrefinanzierungssatz wurde dabei beide Male um 25 Basispunkte und der Spitzenrefinanzierungssatz zunächst ebenfalls um 25 und dann sogar um 50 Basispunkte gesenkt. Der Einlagensatz, der bereits seit der Zinssenkung im Juli 2012 bei null Prozent lag, blieb in beiden Fällen unverändert. Die Leitzinsen liegen damit gegenwärtig auf einem his-

torischen Tiefpunkt bei 0,25 Prozent (Hauptrefinanzierungssatz) beziehungsweise 0,75 Prozent (Spitzenrefinanzierungssatz) und null Prozent (Einlagensatz) (Abbildung 16).<sup>6</sup>

Darüber hinaus hat die EZB eine wesentliche Neuerung in ihrer Kommunikationsstrategie eingeführt. Im Juli 2013 kündigte sie an, ihre Leitzinsen noch für einen längeren Zeitraum („extended period of time“) auf dem niedrigen Niveau zu belassen. Damit hat sie erstmals eine Aussage über die zukünftige Ausrichtung ihres geldpolitischen Kurses gegeben (Forward Guidance). Im Gegensatz zur US-amerikanischen Notenbank (Federal Reserve Bank) nutzt die EZB allerdings eine deutlich schwächere Form der Forward Guidance; sie gibt keine expliziten quantitativen Schwellenwerte für makroökonomische Kenngrößen an, deren Unter- beziehungsweise Überschreiten eine notwendige Bedingung für etwaige Zinserhöhungen darstellt.<sup>7</sup>

Ziel der Forward Guidance ist die Steuerung der Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich zukünftiger geldpolitischer Entscheidungen. Zum einen wird dadurch die Unsicherheit bezüglich des Pfades zukünftiger Leitzinsen und somit Finanzmarktvolatilität reduziert. Zum anderen kann Forward Guidance gerade dann eine wichtige Rolle spielen, wenn sich die Leitzinsen der Nullzinsgrenze nähern. Nach der Erwartungshypothese der Zinsstruktur ist der langfristige Zins gleich dem Durchschnitt der erwarteten Kurzfristzinsen in der Zukunft. Indem die Zentralbank also bekannt gibt, den Leitzins für eine längere Periode auf niedrigem Niveau zu belassen, übt sie einen Abwärtsdruck auf die längerfristigen Zinsen aus, ohne den aktuellen Leitzins senken zu müssen; angesichts der Nullzinsgrenze wäre dies ohnehin kaum noch möglich.

Anhand der Preise für Euribor Futures mit dreimonatiger Laufzeit und Fälligkeit im Juni 2014 beziehungsweise Juni 2015 sieht man deutlich, dass sich auch die Zinserwartungen auf dem Geldmarkt in den vergangenen Monaten entsprechend nach unten angepasst haben (Abbildung 17). Erwarteten die Märkte noch im August vergangenen Jahres für Mitte 2014 einen Geldmarktzins von rund einem halben Prozentpunkt und für Mitte 2015 von rund einem Prozentpunkt, so haben sie diese Erwartungen im Laufe der Zeit stark nach unten revidiert; derzeit liegen sie nur noch bei rund 0,35

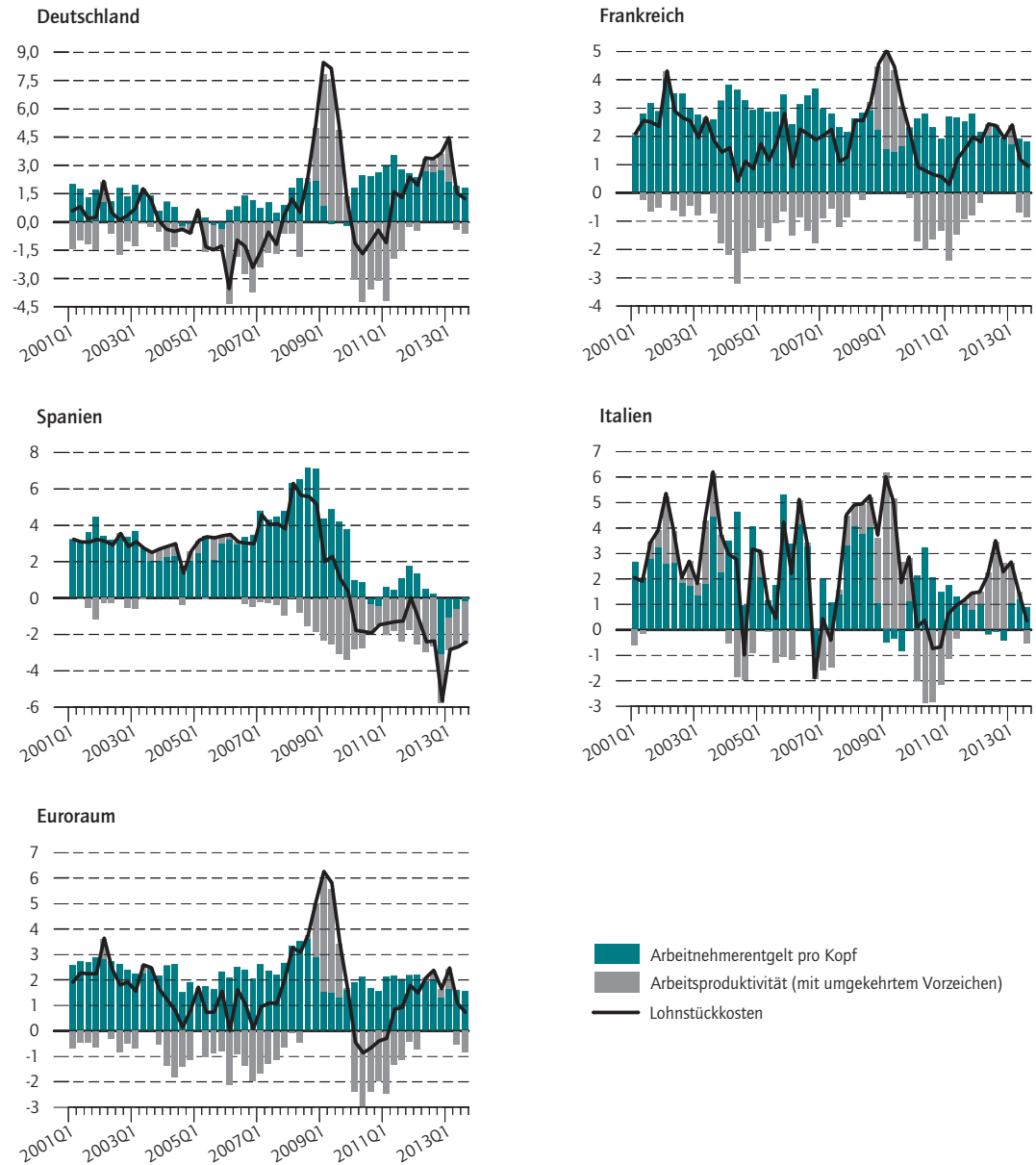
<sup>5</sup> Siehe auch Fichtner et al. (2014): Frühjahrgrundlinien. DIW Wochenbericht Nr. 11/2014.

<sup>6</sup> Da der Einlagensatz auch in diesem Fall nicht verändert wurde, induzierte die Zinssenkung darüber hinaus einen asymmetrischen Zinskorridor. Obwohl ein asymmetrischer Korridor in normalen Zeiten die Implementierung der Geldpolitik etwas erschweren dürfte, ist dies im gegenwärtigen weiterhin durch relativ hohe Überschussliquidität geprägten Umfeld ohne weitere Konsequenzen geblieben.

<sup>7</sup> Siehe auch „Die EZB und Forward Guidance“ in Fichtner et al. (2013): Herbstgrundlinien. DIW Wochenbericht Nr. 38/2013, 37.

Abbildung 15

**Veränderung der Lohnstückkosten**  
In Prozent



Quelle: EZB.

© DIW Berlin 2014

Das Produktivitätswachstum in Spanien und Frankreich blieb deutlich hinter den Steigerungen der Arbeitnehmerentgelte zurück. In der Folge sind im Zuge der Anpassungsprozesse insbesondere in Spanien hohe Entlassungen vorgenommen worden, die auch zu Steigerungen der Produktivität geführt haben.

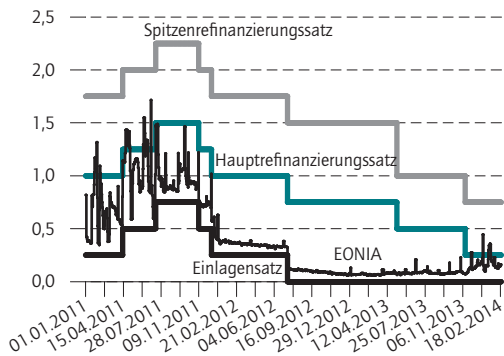
beziehungsweise 0,25 Prozentpunkten. Dieser Rückgang ist zum einen auf die fallenden Inflationserwartungen zurückzuführen, spiegelt aber auch die Erwartungen der Märkte über einen anhaltend expansiven geldpolitischen Kurs der EZB in den nächsten zwei Jahren wider.

**Geldpolitische Handlungsoptionen**

Über welche Handlungsoptionen verfügt die EZB in der gegenwärtigen Situation niedriger Inflation, um zur Wahrung ihres Mandats dem Risiko einer Deflation entgegen zu treten?

Abbildung 16

**EZB-Leitzinsen und kurzfristiger Marktzins (EONIA)**  
In Prozent



Quelle: EZB.

© DIW Berlin 2014

Die Leitzinsen der EZB befinden sich auf einem historischen Tief. Während sich der Marktzins während der Krise lange Zeit an den Einlagensatz schmiegte und im Zeitraum 2012–2013 nur sehr geringe Schwankungen aufwies, gleicht er sich nun langsam wieder an den Hauptrefinanzierungssatz an und zeigt überdies eine etwas stärkere Volatilität.

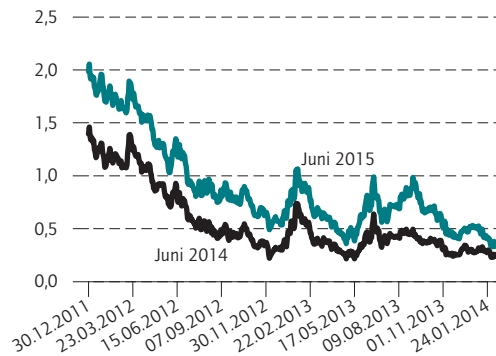
Sehr wahrscheinlich ist davon auszugehen, dass die Kreditentwicklung in den Krisenländern nachfrage- und nicht angebotsbedingt schwach verläuft und die damit verbundenen deflationären Tendenzen auf die schlechte wirtschaftliche Situation zurückzuführen sind. Obwohl der Abbau der hohen Schuldenlast in diesen Ländern und die damit verbundene Zurückhaltung bei neuen Ausgaben und der Aufnahme zusätzlicher Kredite aus individueller Sicht durchaus rational ist, zeigt der Fall von Japan, dass solch ein Verhalten im Aggregat die Volkswirtschaft in eine Bilanzrezession („balance sheet recession“) treiben kann. Die damit einhergehende Deflation kann unter Umständen lange anhalten und ist selbst durch unkonventionelle Mittel der Geldpolitik schwer in den Griff zu bekommen; da die Ursache der Deflation in diesem Fall im Abbau vorher eingegangener übermäßiger Schulden liegt, sind die Handlungsoptionen der Zentralbank hier begrenzt.<sup>8</sup>

Geldpolitische Maßnahmen, die auf eine Verbesserung der Kreditangebotsbedingungen abzielen, dürften daher gegenwärtig nicht sehr wirksam sein. Vielmehr müssten geldpolitische und andere wirtschaftspolitische Instrumente gewählt werden, die die Kredit- und Investitionsnachfrage nachhaltig stimulieren können.

<sup>8</sup> Koo, R.C. (2009): The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession. John Wiley & Sons, Singapur.

Abbildung 17

**3-Monats-Euribor-Futures**  
In Prozent



Quellen: Thomson Reuters; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2014

Die Zinserwartungen auf dem Geldmarkt für Juni 2014 und Juni 2015 haben sich in den vergangenen Monaten deutlich nach unten angepasst.

Angesichts der aktuell verbesserten Situation auf den Geldmärkten wäre beispielsweise die Einführung neuer Refinanzierungsgeschäfte mit langen Laufzeiten zu den bisherigen Konditionen als Mittel zur Stimulierung der Investitions- und Kreditnachfrage wenig wirkungsvoll. Die Liquiditätsnachfrage des Bankensektors ist in den letzten Monaten ohnehin stetig zurückgegangen. Banken zahlten einen großen Teil ihrer Ausleihungen aus den vorherigen Operationen mit dreijähriger Laufzeit vorzeitig zurück. Unter anderem deswegen (und aufgrund auslaufender Wertpapiere, die unter den Ankaufprogrammen der EZB erworben wurden) sank die Überschussliquidität in den vergangenen Monaten deutlich. Während sie zu Beginn des Jahres 2013 noch rund 620 Milliarden Euro betrug, fiel sie im Verlaufe des Jahres kontinuierlich und stand während der letzten Reserveperiode bei durchschnittlich 127 Milliarden Euro (Abbildung 18). Die unbegrenzte Liquiditätsbereitstellung durch die EZB, die im Juli 2013 noch einmal bis 2015 verlängert wurde, erleichtert zwar die Refinanzierung von neuen Krediten, kommt aber aufgrund der mangelnden Kreditnachfrage nur schwerlich der Realwirtschaft zugute.

Die erneute Einführung längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte wäre allenfalls in Kombination mit dem Instrument der Forward Guidance eine Option. Die EZB könnte beispielsweise erneute Tender mit sehr langen Laufzeiten und Fixierung auf den gegenwärtig niedrigen Zinssatz anbieten, statt den Zins wie bei den bishe-

Kasten 2

**Ankaufprogramme der amerikanischen, britischen und europäischen Notenbanken**

Während der Krise implementierten die amerikanische Federal Reserve Bank (Fed), die Bank of England (BOE) und die EZB umfangreiche Programme zum endgültigen Erwerb von Wertpapieren (siehe Tabelle). Die Programme lassen sich am besten anhand des jeweils offiziell verfolgten Ziels voneinander abgrenzen. Das erste Programm der Fed wurde im Wesentlichen zur Verbesserung der Kreditbedingungen für Haushalte durchgeführt. Das zweite und dritte Programm hatten das breiter angelegte Ziel, die wirtschaftliche Belebung nach der Krise zu unterstützen und die längerfristigen Zinsen zu senken. Auch das als „Operation Twist“ bekannte Programm zielte auf eine Senkung längerfristiger Zinsen und die Verbesserung der Finanzierungsbedingungen für den privaten Sektor.<sup>1</sup> Zwar hatten die Programme der Fed, mit Ausnahme der „Operation Twist“, auch einen direkten Liquiditätseffekt, da sich die Menge an Zentralbankgeld im Umlauf in Höhe der Ankäufe erhöhte und so die Bilanz der Fed verlängerte; diese Erhöhung war jedoch an sich kein Ziel der jeweiligen Programme, weswegen die Fed ihre ersten beiden Programme auch als „credit easing“ - Maßnahme bezeichnete und nicht als sogenannte „quantitative Lockerung“.<sup>2</sup> Dagegen war es das erklärte Ziel der BOE, im Sinne einer „quantitativen Lockerung“ mittels des Ankaufs von britischen Staatsanleihen die Geldbasis und damit die nominale Nachfrage zu erhöhen.<sup>3</sup> Die Pfandbriefankaufprogramme der EZB schließlich waren Teil ihres sogenannten „enhanced credit support“ und hatten ebenfalls die Verbesserung der Kredit- und Finanzierungsbedingungen zum Ziel;<sup>4</sup> das Securities-Markets-Programme der EZB dagegen diente als Mittel zur Linderung der dramatischen Auswirkungen der Schuldenkrise im Euroraum und sollte in erster Linie die Zinsen von Staatsanleihen bestimmter von der Krise betroffener Länder senken und so die Funktionsfähigkeit des geldpolitischen Transmissionskanals sicherstellen.<sup>5</sup> Da die EZB das durch die Ankäufe zusätzlich geschaffene Zentralbankgeld mithilfe von Termineinlagen wieder einsammelte und damit die im Umlauf befindliche Liquidität unverändert halten konnte, wird das SMP üblicherweise nicht als ein Programm „quantitativer Lockerung“ bezeichnet.

Wirkungskanäle von Anleihenkaufprogrammen

Theoretisch ist die Wirksamkeit von Anleihenkaufprogrammen umstritten. Solange Investoren (a) Wertpapiere ausschließlich um ihrer pekuniären Erträge willen halten und (b) in beliebiger Höhe kaufen beziehungsweise verkaufen können, sollten Ankäufe der Zentralbank „irrelevant“ sein. Der Kauf eines Wertpapiers durch die Zentralbank verändert ihr Risiko-Einkommensprofil. Da Gewinne und Verluste der Zentralbank schlussendlich im Staatshaushalt auflaufen, wirken sie sich in letzter Konsequenz durch Änderungen der Steuern wieder auf die Haushalte aus. Kauft die Zentralbank nun eine Anleihe mit einem bestimmten Risiko- und Laufzeitprofil, werden Haushalte und Investoren etwaige Änderungen ihrer zukünftigen Steuerbelastungen antizipieren und sich gerade so verhalten, dass die Wirkungen der Anleihekäufe der Zentralbank neutralisiert werden.<sup>6</sup>

Gegen dieses theoretische Argument wird eingewendet, dass die beiden tragenden Annahmen (a) und (b) in der Realität selten zutreffen und Ankaufprogramme deswegen doch Wirkungen zeitigen. Die wichtigsten Übertragungskanäle, die dabei üblicherweise angeführt werden sind:<sup>7</sup>

- Signalkanal: Käufe längerfristiger Anleihen signalisieren, dass die Zentralbank ihre Zinsen über einen längeren Zeitraum hinweg niedrig halten wird. Hält sie Anlagen mit längerer Laufzeit und höherer Duration, wird sie bei einer Zinserhöhung einen Verlust auf diese Anlagen erleiden. Da die Zentralbank solche Verluste üblicherweise vermeiden möchte, signalisiert der Kauf längerfristiger Anleihen, dass die Zinsen für einen längeren Zeitraum niedrig bleiben werden. Somit sollten dadurch die Zinsen sämtlicher Wertpapiere gesenkt werden.
- Portfolio-Balance-Kanal: Durch den Kauf (längerfristiger) Wertpapiere erhöht die Zentralbank die Wertpapierpreise. Solange die durch die Käufe injizierten Reserven kein perfektes Substitut für die erworbenen Papiere darstellen, werden die Verkäufer in andere Anlageformen investieren wollen, wodurch wiederum die Preise dieser Werte steigen.

1 Siehe Pressemitteilungen des Board of Governors of the Federal Reserve vom 25.11.2008, 3.11.2010, 21.9.2011 und 13.9.2012.  
 2 Bernanke, B.S. (2009): The Crisis and the Policy Response. Speech at the Stamp Lecture, London School of Economics. London, 13. Januar 2009.  
 3 Bank of England (2011): Quantitative Easing Explained. [www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Documents/pdf/qe-pamphlet.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Documents/pdf/qe-pamphlet.pdf)  
 4 Trichet, J.-C. (2009): The ECB's Enhanced Credit Support. Keynote address at the University of Munich. München, 13. Juli 2009.  
 5 Siehe Pressemitteilung der EZB vom 10. Mai 2010.

6 Siehe zum Beispiel Curdia, V., Woodford, M. (2011): The Central Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics*, 58 (1), Januar 2011, 54–79; die Behauptung, dass Käufe der Zentralbank wirkungslos seien, wird auch als „Wallace-Neutralität“ bezeichnet und geht zurück auf Wallace, N. (1981): A Modigliani-Miller Theorem for Open-Market Operations. *American Economic Review*, 71, 267–274.  
 7 Für eine detaillierte Erklärung unterschiedlicher Kanäle, siehe Krishnamurthy, A., Vissing-Jorgensen, A. (2011): The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy. *Brooking Papers on Economic Activity*, Herbst 2011, 215–288.

| Zentralbank | Programm  | Beginn         | Ende           | Volumen   | Liquiditätseffekt | Art der Wertpapiere  |
|-------------|---|----------------|----------------|---|-------------------|--|
| Fed         | Large-Scale Asset Purchase Program 1                  | Dezember 2008  | März 2010      | 600 Milliarden + 750 Milliarden   | Ja                | Hypothekenbesicherte Wertpapiere   |
| Fed         | Large-Scale Asset Purchase Program 2                  | November 2010  | Juni 2011      | 600 Milliarden  | Ja                | Staatsanleihen mit längerer Laufzeit   |
| Fed         | Maturity and Reinvestment Program („Operation Twist“) | Juni 2011      | Dezember 2012  | 667 Milliarden + 267 Milliarden   | Nein              | Tausch von Staatsanleihen mit kürzeren Laufzeiten gegen Anleihen mit längeren Laufzeiten     |
| Fed         | Large-Scale Asset Purchase Program 3                  | September 2012 |                | Zuerst 40 Milliarden, ab Dezember 2012 zusätzlich 45 Milliarden pro Monat | Ja                | 40 Milliarden (hypothekenbesicherte Anleihen), 45 Milliarden (längerfristige Staatsanleihen) |
| BOE         | Quantitative Easing                                   | März 2009      |                | Bisher 375 Milliarden Pfund   | Ja                | Staatsanleihen   |
| EZB         | Covered Bond Purchase Programme                       | Juli 2009      | Juni 2010      | 60 Milliarden Euro  | Ja                | Pfandbriefe  |
| EZB         | Covered Bond Purchase Programme 2                     | November 2011  | Oktober 2012   | bis zu 40 Milliarden geplant, tatsächliche Käufe 16 Milliarden Euro       | Ja                | Pfandbriefe  |
| EZB         | Securities Market Programme                           | Mai 2010       | September 2012 | Rund 210 Milliarden Euro  | Nein              | Staatsanleihen   |

Dieser Prozess setzt sich fort, bis die Wirtschaftssubjekte im Aggregat bereit sind die insgesamt bereit gestellte Menge Zentralbankgeld und die noch im Markt befindlichen Anlagen zu halten. Ferner sinkt durch die Käufe das Zinsänderungsrisiko dem sich Halter längerfristiger Papiere ausgesetzt sehen. Dadurch fallen deren Renditen und die Renditen kurzfristiger Papiere steigen an.

- Liquiditäts-Kanal: Da durch Wertpapierkäufe die Menge an Zentralbankgeld erhöht wird und Zentralbankgeld das liquideste Aktivum darstellt, sinken die Liquiditätsprämien von Anlagen, die ansonsten insbesondere aufgrund ihrer Liquidität nachgefragt werden.
- Kredit-Kanal: Die zusätzliche, von der Zentralbank bereit gestellte Liquidität erleichtert Banken die Refinanzierung von Krediten an die Realwirtschaft und sollte so zu einem verstärkten Kreditangebot beziehungsweise besseren Refinanzierungsbedingungen der Realwirtschaft führen.

**Empirische Befunde zur Wirksamkeit der Programme**

Die Mehrheit der Studien zur Wirksamkeit der oben genannten Programme findet in der Tat positive Effekte; Unterschiede zwischen den Programmen gibt es in der Transmission der Wirkungen über die einzelnen Kanäle und der Dauer ihrer Wirksamkeit. So senkten die ersten beiden Ankaufprogramme der Fed die Zinsen eines großen Spektrums verschiedener Wertpapiere; maßgeblich dafür waren insbesondere der Signal-Kanal und der Portfolio-Balance-Kanal.<sup>8</sup> Allerdings gibt es durchaus Befunde, die nahelegen, dass die Wirkungen relativ schnell

wieder verebbten.<sup>9</sup> Via des Portfolio-Balance-Kanals hatten die Fed-Programme darüber hinaus auch Einfluss auf die Portfolioentscheidungen internationaler Anleger. So reduzierten sich insbesondere durch das erste Programm die Zinsen auf Staatsanleihen, während Aktienmärkte weltweit anstiegen. Hatte das erste Programm allerdings noch einen Kapitalzufluss in die Vereinigten Staaten ausgelöst, so kehrte sich dies mit dem zweiten Programm um und Kapitalflüsse bewegten sich verstärkt in Richtung aufstrebender Schwellenländer.<sup>10</sup> Auch das erste Pfandbriefprogramm der EZB sowie ihre Ankäufe von Staatsanleihen erzielten deutliche Wirkungen. Während das CBPP die längerfristigen Geldmarktsätze senkte und die Marktliquidität in wichtigen Finanzmarktsegmenten nachhaltig verbessern konnte, hatten die Staatsanleihenkäufe einen signifikant negativen Einfluss auf die Renditen an den Sekundärmärkten. Das SMP wirkte sich dabei über den Signal-Kanal, den Portfolio-Balance-Kanal und den Liquiditätskanal aus. Darüber hinaus bewirkten bereits die Ankündigungen sowohl der Einführung als auch der Wiederbelebung des Programms im Sommer 2011 signifikante Effekte auf die Renditen der entsprechenden Staatsanleihen. Unklar ist allerdings bislang, ob die Auswirkungen der Käufe länger anhaltende oder lediglich temporäre Wirkungen zeitigten.<sup>11</sup>

<sup>9</sup> Wright, J. (2012): What does monetary policy do to long-term interest rates at the zero lower bound? *The Economic Journal*, 122 (564), F447-466.

<sup>10</sup> Fratzscher, M., Lo Duca, M., Straub, R. (2012): A Global Monetary Tsunami? On the Spillovers of Quantitative Easing. CEPR Discussion Paper, Nr. 9195, Oktober 2012.

<sup>11</sup> Zu den Effekten des CBPP, siehe Beirne et. al. (2011): The Impact of the ECB's Covered Bond Purchase Program on Primary and Secondary Markets. ECB Occasional Paper Series, Nr. 122, Januar 2011. Zu den Wirkungen des SMP, siehe Eser, F., Schwab, B. (2013): Assessing Asset Purchases within the ECB's Securities Market Programme. ECB Working Paper Series, Nr. 1587, September 2013, sowie Trebesch, C., Zettelmeyer, J. (2013): ECB interventions in Distressed Sovereign Debt Markets: The Case of Greek Bonds. Mimeo. Ghysels, E., Idier, J., Manganelli, S., Vergote, O. (2012): A High Frequency Assessment of the ECB's Securities Markets Programme. ECB Working Paper Series, Nr. 1642, Februar 2014.

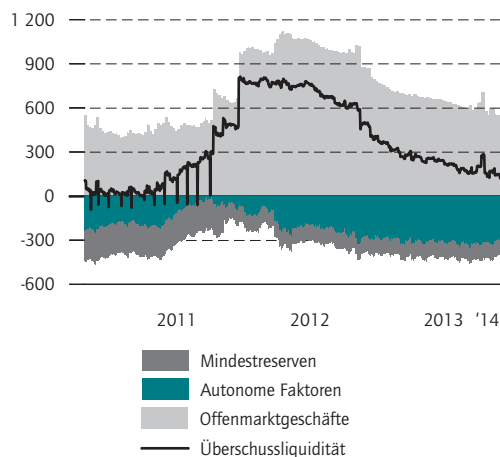
<sup>8</sup> Krishnamurthy, A., Vissing-Jorgensen, A. (2011), o.A. oder Gagnon, J., Raskin, M., Remache, J., Sack, B. (2010): Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work? Federal Reserve Bank of New York, Staff Report Nr. 441, März 2010, oder Meaning, J., Zhu, F. (2011): The impact of recent central bank asset purchase programmes. *BIS Quarterly Review*, Dezember 2011, 73-83.



Abbildung 18

**Liquiditätsbereitstellung, -absorption und Überschussliquidität**

In Milliarden Euro



Quellen: EZB; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2014

Die Überschussliquidität ist während des vergangenen Jahres deutlich gesunken und liegt gegenwärtig bei knapp 120 Milliarden Euro.

rigen dreijährigen Operationen variabel zu halten. Dies würde den Märkten glaubwürdig eine lang anhaltende Niedrigzinsphase signalisieren und könnte somit helfen, die Kreditnachfrage zu stimulieren.<sup>9</sup> Fraglich ist allerdings, ob die Banken bereit wären, die zusätzliche Liquidität überhaupt auszuleihen.

Darüber hinaus verbleibt der EZB noch die Möglichkeit, durch endgültige Käufe von Wertpapieren die längerfristigen Zinsen zu senken, somit das Ausgabe- und Investitionsverhalten von Haushalten und Unternehmen anzuregen und dadurch einem weiteren Preisverfall entgegenzuwirken (Kasten 2).

Hier bieten sich einerseits Käufe von Wertpapieren privater Emittenten, andererseits Käufe von Staatsanleihen an. Wertpapierankaufprogramme wurden bereits während der Krise von verschiedenen Zentralbanken zur Senkung der mittel- bis längerfristigen Zinsen erfolgreich eingesetzt.

Im Angesicht der Nullzinsgrenze sind hier insbesondere Käufe längerfristiger Anleihen erfolgversprechend. In dieser Situation sind Zentralbankgeld und kurzfristige

(wenig risikoreiche) Anleihen aus Investorensicht sehr enge Substitute. Zusätzliches Zentralbankgeld wird lediglich gehortet und entfaltet keine stimulierende Wirkung. Die Zentralbank kann stattdessen durch Käufe längerfristiger und/oder risikoreicherer Anleihen die längerfristigen Zinsen eines breiten Spektrums an Wertpapieren senken. Solche Käufe entfalten nicht nur einen direkten Effekt auf die Preise der jeweils gekauften Papiere, sondern auch einen indirekten Effekt auf Zinsen anderer Papiere durch die Veränderung der Markterwartungen, Portfolioumschichtungen und die erhöhte Menge an Zentralbankgeld im Umlauf.

Während die amerikanische Notenbank recht problemlos aufgrund der großen Marktvolumina in den Vereinigten Staaten umfangreiche Käufe hypothekenbesicherter Wertpapiere und längerfristiger Staatsanleihen tätigen kann, stößt die EZB aufgrund der sehr viel kleineren und weniger liquiden Märkte im Euroraum hier an eine Grenze, was den Ankauf privat emittierter Anleihen betrifft. Zum Vergleich: Während die Fed seit September 2012 monatlich hypothekenbesicherte Wertpapiere im Volumen von 45 Milliarden Dollar erwarb, konnte die EZB im Rahmen ihres letzten Pfandbriefprogramms nur Käufe in Höhe von rund 16 Milliarden Euro tätigen, unter anderem aufgrund des Rückgangs im Angebot an notenbankfähigen Pfandbriefen, obwohl ursprünglich Käufe in Höhe von 40 Milliarden Euro vorgesehen waren.<sup>10</sup> Alternativ könnte die EZB nichtmarktfähige Kredite aufkaufen, die sie ohnehin bereits als Sicherheit bei ihren Operationen akzeptiert. Allerdings würden derartige Käufe einen erheblichen Mehraufwand an Überwachung und Prüfung erfordern, und es ist fraglich, ob die EZB bereit und in der Lage wäre, diesen zu leisten.

Damit verengen sich die Optionen der EZB auf den Kauf von Staatsanleihen auf Sekundärmärkten oder auf den Ankauf einer Mischung aus Staatsanleihen und privat emittierten Anleihen, je nach aktueller Verfügbarkeit und Marktlage. Ein solches Programm, mit einer monatlichen Zielmarke für das Volumen der Käufe, würde den gegenwärtig geringen Handlungsspielraum der EZB erweitern und ihr gestatten, längerfristige Zinsen und Zinsen in unterschiedlichen Marktsegmenten zu beeinflussen. Hier ist zu betonen, dass mit Aufkäufen dieser Art nicht dieselben Zielsetzungen wie unter dem Securities Market Programme oder dem aktuellen Outright Monetary Transactions Programme der EZB gelten. Diese hatten beziehungsweise haben das Ziel, nur die Zinsen bestimmter in eine finanzielle Notlage geratener Länder zu senken. Käufe von Staatsanlei-

<sup>9</sup> Siehe auch Wollmershäuser, T. (2013): Die Geldpolitik der EZB in der Klemme. Kann mehr Forward Guidance helfen? ifo Schnelldienst, 22 (66), 25. November 2013 für ein Plädoyer für eine stärkere Form der Forward Guidance der EZB.

<sup>10</sup> Siehe Pressemitteilung der EZB vom 31.10.2012.



hen zur Senkung der längerfristigen Zinsen sollten dagegen Anleihen sämtlicher Mitgliedsländer umfassen und anhand einer bestimmten Gewichtung (zum Beispiel des Kapitalschlüssels der EZB) ausgerichtet sein; so würde das allgemeine Zinsniveau und nicht notwendigerweise die Zinsdifferenzen zwischen den Ländern gesenkt werden.<sup>11</sup> Angesichts der anhaltend niedrigen Inflation und der Möglichkeit, dass der Euroraum in

---

**11** Grundsätzlich dürfte ein solches Programm nicht im Widerspruch zu dem Verbot monetärer Staatsfinanzierung (Art. 123 AEUV) stehen, da die Käufe auf Sekundärmärkten getätigt werden und im Einklang mit den Regelungen der Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet der EZB sein dürften.

**Kerstin Bernoth** ist Stellvertretende Leiterin der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin | [kbernoth@diw.de](mailto:kbernoth@diw.de)

**Marcel Fratzscher** ist Präsident des DIW Berlin | [mfratzscher@diw.de](mailto:mfratzscher@diw.de)

eine Deflation abrutscht, ist es unerlässlich, dass ein solches Programm die notwendige Unterstützung der Wirtschaftspolitik erfährt, falls es tatsächlich nötig werden sollte. Darüber hinaus zeigt der enge Handlungsspielraum der EZB allerdings, dass in der aktuellen Lage nicht nur geldpolitische Maßnahmen gefordert sind; insbesondere auch die Wirtschafts- und Finanzpolitik ist gefordert, Wachstum und Investitionstätigkeit nachhaltig zu fördern.

---

Die Debatte um das OMT in Deutschland hat allerdings gezeigt, dass man hier auch zu einer anderen Einschätzung gelangen kann.

**Philipp König** ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter in der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin | [pkoenig@diw.de](mailto:pkoenig@diw.de)

## WEAK INFLATION AND THREAT OF DEFLATION IN THE EURO AREA: LIMITS FOR CONVENTIONAL MONETARY POLICY

---

**Abstract:** Inflation in the euro area has been below the European Central Bank's target for almost a year now and it is also expected to remain at a very low level in the near future. On the one hand, such a low level of inflation is not in line with the ECB's objective. On the other hand, there is the risk that this situation will lead to a slide into deflation. In view of the ECB's historically

low policy rates, the question arises as to which monetary policy options are available. In order to counteract possible deflation, primarily unconventional measures remain open to the ECB, such as outright purchases of securities. But the onus is also on fiscal and economic policy to actively address low inflation and the risks of deflation.

**JEL:** E00, E5, E6

**Keywords:** Monetary policy, deflation, ECB, Euro Area