

## Editorial

### Deflationsrisiko im Euroraum: Was kann getan werden?

Für den Euroraum besteht die akute Gefahr einer länger anhaltenden Phase makroökonomischer Deflation, gekennzeichnet durch sinkendes Preisniveau oder nur sehr geringe Inflation („*lowflation*“), stagnierende gesamtwirtschaftliche Nachfrage – insbesondere Binnennachfrage (wegen Konsumaufschubs und Investitionsflaute) –, Unterauslastung der Produktionskapazitäten, anhaltend hohe Arbeitslosigkeit und Hysteresis-Effekte (Qualifikationsentwertung, Abschwächung des Potenzialwachstums).

Im November 2014 belief sich die Änderung des harmonisierten Verbraucherpreisindex im Durchschnitt der Eurozone auf 0,3%, zu konstanten Steuersätzen sogar auf nur noch 0,2%. Das Preisstabilitätsziel der EZB von rund 1,9% ist in den letzten Monaten immer stärker verfehlt worden. In vielen Euroländern lag die HVPI-Änderungsrate nur noch wenig über null, in einigen bereits im negativen Bereich.

Um die drohende deflationäre Stagnation zu verhindern, sind, wie zu zeigen sein wird, eine Wende in der EU-Wirtschaftspolitik zu einer expansiven Ausrichtung und ein rasches, energisches und koordiniertes Vorgehen auf dieser Grundlage erforderlich.

Im Folgenden werden verschiedene Arten von Deflation anhand historischer Beispiele skizziert, die Ursachen und Wirkungen makroökonomischer Deflation dargelegt, die jüngsten Entwicklungen im Euroraum analysiert sowie die derzeitige Ausrichtung der EU-Wirtschaftspolitik, die erforderliche expansive Neuorientierung derselben und die möglichen Instrumente einer derartigen Strategie gegen die deflationäre Gefahr diskutiert.

#### Deflation ist nicht gleich Deflation

Deflation wird definiert als Rückgang des Verbraucherpreisniveaus. Disinflation bezeichnet ein Abnehmen der Inflation, d. h. des Anstiegs des Verbraucherpreisniveaus.

Ein Blick zurück auf die letzten 170 Jahre österreichische Wirtschaftsgeschichte zeigt, dass seit Einsetzen nachhaltigen modernen Wirtschaftswachstums einander Perioden der Inflation, der weitgehenden Stabilität des Preisniveaus und der Deflation abwechselten. Von den

beiden ausgeprägten Deflationsphasen war die erste, jene von 1873 bis 1896, realwirtschaftliche eine Phase moderaten Wachstums, und die zweite, jene von 1930 bis 1938, die Große Depression. Längere Deflationsphasen gehen also nicht zwangsläufig immer mit sehr ungünstiger realwirtschaftlicher Entwicklung und Massenarbeitslosigkeit einher.

China erlebte 1998/99 bzw. 2001/02 jeweils eine kurze Periode der Deflation. In beiden verharrte die reale BIP-Wachstumsrate auf sehr hohem Niveau, und die nominellen Zinssätze waren niedrig. Diese Deflationsphasen gingen auf hohes Produktivitätswachstum zurück.

Nach Einführung des Euro in der Europäischen Währungsunion 1999 bzw. 2002 war die langfristige Preisentwicklung in der Eurozone von leichter Disinflation und von Konvergenz der nationalen HVPI-Änderungsraten gekennzeichnet.

2009/10 ereignete sich in der Eurozone eine kurze Phase der Deflation, die eine Folge des massiven Rückgangs der aggregierten Nachfrage in der ersten, schweren Rezession im Zuge der nach wie vor anhaltenden Wirtschafts- und Finanzkrise war. Unternehmen versuchten in dieser Situation fallender Umsätze, ihre Produkte durch Preissenkungen attraktiver zu machen. Es blieb bei einer kurzen Deflationsepisode, denn die automatischen Stabilisatoren, diskretionäre staatliche Konjunkturprogramme und massive staatliche Bankenrettungsprogramme, die Starrheit der Nominallohne und die starke Senkung der Leitzinsen durch die EZB geboten dem stärksten Wirtschaftseinbruch in Europa seit 1945 Einhalt und ermöglichten eine konjunkturelle Erholung 2010/11.

### **Risiken anhaltender Deflation**

Die von länger anhaltender, signifikanter und allgemeiner Deflation ausgehende Gefahr liegt heute weniger in einer Deflationsspirale, die einen tiefen und fortdauernden realwirtschaftlichen Einbruch, eine Depression, auslöst, wie Anfang der 1930er-Jahre. Sie liegt eher im Risiko, dass nachhaltige Deflation, v. a. aufgrund der Verfestigung deflationärer Erwartungen und der Schuldendeflation, eine zäh verharrende Investitionsflaute verursacht und daher eine längere realwirtschaftliche Stagnation nach sich zieht, wie sie in Japan seit der ersten Hälfte der 1990er-Jahre zu beobachten ist.

Die Abläufe in einer deflationären Spirale wurden bereits 1933 von Irving Fisher in „Econometrica“ beschrieben und analysiert. Ein schwerer Nachfrageeinbruch löst einen Rückgang der Preise auf breiter Front aus. Sinkender Absatz veranlasst die Unternehmen, ihre Nachfrage nach Vorprodukten, Rohstoffen und Arbeitskräften zu reduzieren. Investitionsvorhaben werden aufgeschoben. Der Anstieg der Arbeitslo-

sigkeit bewirkt Konsumzurückhaltung, also weiteren Nachfragerückgang, der ein neuerliches Sinken der Umsätze nach sich zieht. Die deflationäre Spirale beginnt sich zu drehen.

Verstärkt wird die Abwärtsbewegung durch die Schuldendeflation: Infolge des Preiserückgangs haben die Schuldner eine real gestiegene Schuldenlast zu tragen, weil ihre Rückzahlung auf Basis von Teuerungserwartungen kalkuliert war. Außerdem nehmen die Realzinsen zu, weil die Nominalzinsen nur bis null Prozent gesenkt werden können. Da die Schuldner typischerweise eine höhere Konsumneigung als die Gläubiger haben, hat die Verschiebung in der Vermögensverteilung zwischen diesen beiden Gruppen Auswirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, welche die deflationären Tendenzen verstärken.

Zu den Schuldnern zählen neben den öffentlichen Haushalten insbesondere die nichtfinanziellen Unternehmen. Diese haben nominell fixierte Verbindlichkeiten und müssen Zinsen und Tilgungsraten aus den laufenden Einnahmen finanzieren. Sinken Preise und Umsätze, können viele Unternehmen ihre – real gestiegene – Schuld nicht mehr bedienen. Firmenkonkurse sind die Folge, welche den Konkurs von Kreditinstituten, bei denen die betreffenden Unternehmen der Realwirtschaft verschuldet sind, auslösen. Dies wiederum bewirkt die Vernichtung von Sparguthaben, Anleihen und Aktienwerten. Letzteres lässt die Nachfrage der privaten Haushalte weiter sinken.

Die aus der realen Aufwertung der Schulden resultierenden Zahlungsausfälle können also die Stabilität des Finanzsystems gefährden. Genau dies passierte in der Großen Depression in den USA, in Deutschland und Österreich: Wichtige Banken brachen zusammen, was die Krise wesentlich verschärfte und verlängerte.

Eine Deflationsspirale, die wie in den 1930er-Jahren eine starke Kontraktion der Realwirtschaft nach sich zieht, ist heute aus vielerlei Gründen, insbesondere der völlig anderen institutionellen Rahmenbedingungen, der viel größeren Bedeutung der Sozialpolitik (Stichwort automatische Stabilisatoren), der internationalen Kooperation und des gänzlich andersgearteten weltwirtschaftlichen Umfelds, für den Euroraum insgesamt sehr unwahrscheinlich. In einigen südlichen Euroländern ist dieses Szenario einer deflationären Kontraktion freilich bereits Realität.

### **Das Stagnationsszenario**

Als durchaus real muss aber die Gefahr einer längeren Phase realwirtschaftlicher Stagnation im Euroraum angesehen werden, zumal in einigen Ländern der Eurozone bereits Deflation besteht bzw. der disinflationäre Trend andauert, die Investitionsnachfrage schon seit Länge-

rem schwach ist, die Staatsverschuldung infolge der tiefen Rezession und der Bankenrettungspakete stark angestiegen ist und Banken, private Haushalte und Staaten gleichzeitig versuchen, ihre Bilanzen zu sanieren und Schulden abzubauen.

Auch wenn es bei Unternehmenskonkursen infolge rückläufiger Preise und Umsätze nicht zu einer kumulativen Spirale nach unten kommt, bewirkt die Deflation jedenfalls eine Zunahme der Relation zwischen Unternehmensverbindlichkeiten und Umsatz. Die Finanzierung von Investitionen in Ausrüstungen, Anlagen und Bauten ist daher mit erhöhtem Risiko behaftet. Dies gilt umso mehr, sofern weitere Preissenkungen erwartet werden. Die Kreditfinanzierung von Investitionen wird zudem teurer, weil die Realzinsen bei einem nominellen Zinssatz von null Prozent mit zunehmender Deflation steigen. Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen werden daher auf ein Minimum reduziert, aufgeschoben oder gar nicht vorgenommen. Im Extremfall werden die Nettoinvestitionen negativ, was bedeutet, dass die Bruttoinvestitionen längere Zeit nicht einmal das Niveau der Abschreibungen erreichen.

Hinzu kommen die Effekte der Preiserwartungen der privaten Haushalte: Sinken viele Verbraucherpreise längere Zeit, so können sich deflationäre Erwartungen bilden und verfestigen. Die KonsumentInnen stellen dann in Erwartung weiterer Preissenkungen den Kauf langlebiger Verbrauchsgüter zurück. So führen anhaltend sinkende Verbraucherpreise und die damit verbundene Konsumabschwächung zu Rückkoppelungseffekten auf die Investitionsnachfrage.

Das Verharren der Investitionen auf niedrigem Niveau stellt die entscheidende Ursache für das Fortdauern gesamtwirtschaftlicher Stagnation dar.

### **Deflation und Stagnation in Japan**

Japan war in den 1980er-Jahren die Konjunkturlokomotive Asiens. In einem kreditgetriebenen Aktien- und Immobilienboom wurde ein spekulativ enorm aufgeblasener Kapitalstock aufgebaut. Die Blase platzte zu Beginn der 1990er-Jahre, und seither wird Japan immer wieder von schweren Finanzkrisen heimgesucht. Zu viel Kapital auf einem dafür zu kleinen Markt zerstörte sich die Renditemöglichkeiten selbst.

Daraufhin setzte sich der typische Mechanismus in Gang: Die Unternehmen lieferten sich einen Preiskampf, um ihre Absatzzahlen halten zu können – im Übrigen einer der vielen Belege dafür, dass einzelwirtschaftliche Rationalität nicht mit gesamtwirtschaftlicher Rationalität übereinstimmen muss. Der Kostenwettbewerb führte zu einem Ansteigen der Arbeitslosigkeit und damit zu einer Dämpfung von Einkommen und Konsum, wodurch sich erneut der Absatz verringerte.

Neben sinkendem Absatz und sinkenden Preisen war es insbesondere eine Verfestigung deflationärer Erwartungen, die einen Aufschub von Investitions- und Konsumplänen bewirkte. Die langfristig erwartete Preisänderungsrate fiel von rund 5% 1990/91 auf etwa 0% 1993/94. Deflationäre Erwartungen gingen also der tatsächlichen Deflation voraus. 1992 fiel die Inflationsrate unter die 2%-Marke. Seither lag die langfristig erwartete Preisänderungsrate meist zwischen 0% und –1%, nur selten im positiven Bereich. In der Folge wechselten einander bis in die Gegenwart Phasen sehr geringen Preisauftriebs mit Phasen der Deflation (1995/96, 1998-2007, 2009-2011) ab. Die oben beschriebene Schuldendeflation führte zu einer massiven Dämpfung von Konsum und Investitionen, und auch die Banken, deren Verbindlichkeiten im Laufe der Krise real zunahmen, rationierten im Inland ihre Kredite, was insbesondere die KMU negativ traf. Die Spirale war im Gange, und die japanische Wirtschaft konnte sich bis heute, nach über 20 Jahren, nicht nachhaltig aus der Stagnation lösen.

Die Gegenüberstellung der Entwicklung der drei Indikatoren Wirtschaftswachstum, Veränderung der Bruttoanlageinvestitionen und Verbraucherpreisentwicklung in Japan, den USA und im Euroraum zeigt diese Problematik deutlich. Während das reale BIP von 1995 bis 2013 in den USA jährlich um durchschnittlich 2,4% und im Euroraum um 1,4% stieg, belief sich der Anstieg in Japan auf magere 0,8% jährlich. Die Bruttoanlageinvestitionen wurden in diesem Zeitraum in den USA durchschnittlich um jährlich 3,5% und in der Eurozone um 0,8% ausgeweitet, während sie in Japan um 0,8% pro Jahr schrumpften. Bei den privaten Investitionen fiel der Rückgang noch wesentlich dramatischer aus, da dieser Durchschnittswert durch die massiven öffentlichen Investitionen der Konjunkturprogramme gestützt wurde. Symptomatisch ist der Vergleich der Verbraucherpreisentwicklung. In den USA stiegen diese durchschnittlich um 2,4% jährlich und im Euroraum um 1,8%, während sie in Japan leicht rückläufig waren (–0,1%).

Die Geschichte der japanischen Wirtschaft in den letzten beiden Jahrzehnten demonstriert, weshalb viele ÖkonomInnen die Meinung vertreten, dass die Wirtschaftspolitik einer Deflation noch machtloser gegenüberstehe als einer galoppierenden Inflation. Denn das Übergleiten in die Deflation erfolgte in Japan, obwohl die Wirtschaftspolitik massiv gegensteuerte. Dutzende Konjunkturpakete konnten zwar – wenn auch mit kräftiger Unterstützung durch den demografisch bedingten Rückgang des Arbeitskräfteangebots – den Arbeitsmarkt stabilisieren: Von 1995 bis 2013 lag die durchschnittliche Arbeitslosenrate in Japan bei 4,4%, während sie in den USA 6,0 und in der Eurozone 9,5% betrug. Bezüglich der Belebung der Nachfrage war deren Wirkung aber unzureichend. Sie führten nur dazu, dass die japanischen Staatsschul-

den mittlerweile ca. 230% des BIP betragen. Und nachdem die japanische Notenbank nach Jahren ihre Besorgnis, eine expansive Politik könne eine neue Inflation entfachen, überwunden hatte, konnte auch ein seit über einem Jahrzehnt nahe null liegender Leitzins in dieser Situation die Wirtschaft nicht mehr ankurbeln.

Eine Bekämpfung der Deflation durch expansive Wirtschaftspolitik bleibt wirkungslos, wenn es nicht gelingt, (Lohn-)Kosten zu erhöhen. Mittlerweile hat auch die OECD erkannt, dass ein Lösen aus der Krise nur mit einer Abkehr von angebotsfördernden Maßnahmen (Kosten senken, Löhne kürzen), welche nur den Preiskampf weiter anheizen, möglich ist. Die einzige Chance besteht in einer Hinwendung zu einer nachfrageorientierten Wirtschaftspolitik, zu einer Stärkung von Binnenkaufkraft und Konsum. Im jüngsten Economic Outlook der OECD (Nr. 96 vom 25.11.2014) ist dazu bemerkenswerterweise zu lesen: *„Sustained output growth in the face of fiscal consolidation requires a virtuous circle of rising prices, wages and corporate earnings. Sluggish wage growth, which could result from an increasing share of low-paid non-regular workers, is the key risk in that regard.“*

### Die Situation im Euroraum

2009/10 kam es im Euroraum zu einer kurzen Deflationsphase, welche eine Folge der schweren ersten Rezession (2008/09) im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise war.

Seit dem 3. Quartal 2011 ist die Preisentwicklung im Euroraum, gemessen an der Veränderung des HVPI, durch Disinflation gekennzeichnet. Im Februar 2013 fiel die Teuerungsrate unter die 2%-Marke. Seither wird das Preisstabilitätsziel der EZB immer deutlicher verfehlt. Im Oktober 2014 belief sich die HVPI-Änderung gegenüber dem Vorjahresmonat auf nur noch 0,4%.

Inflationsdämpfend wirkten die Veränderungen der Energiepreise und der Preise unverarbeiteter Nahrungsmittel: Der Rohölpreis halbierte sich, und die Preise für unverarbeitete Lebensmittel fielen um fast zehn Prozent. Zunächst trug auch der hohe Außenwert des Euro gegenüber dem Dollar und anderen Währungen zur Disinflation bei, weil er die Importe verbilligte.

Ein erheblicher Teil der Disinflation geht jedoch auf die schwache Konjunktur zurück. Die Kapazitätsauslastung der Unternehmen liegt unter ihrem langjährigen Durchschnitt, und die Arbeitslosigkeit ist hoch. Die Nominallöhne steigen nur schwach. Die Lohnstückkosten, deren Änderung einen wesentlichen Einfluss auf die Preisdynamik hat, blieben unverändert.

Eine Analyse der OeNB auf der Grundlage disaggregierter HVPI-



Daten kommt zu dem Ergebnis, dass seit 2013 bei Industriegütern der Anteil der Subkomponenten mit negativer Preisänderungsrate stark ansteigt. Auch im Bereich der Dienstleistungen nimmt er zu.

In einzelnen Euroländern ist die Disinflation schon weiter vorangeschritten bzw. Deflation bereits eingetreten. Von den achtzehn Euroländern verzeichneten zwei, nämlich Griechenland und Spanien, im November 2014 Deflation. In zwölf Ländern, d. h. der großen Mehrheit (darunter Deutschland), belief sich die prozentuelle HVPI-Änderung gegenüber dem Vorjahresmonat jeweils auf 0-0,5%. In zwei Ländern lag die Teuerungsrate zwischen 0,5% und 1%, und in weiteren zwei, nämlich Finnland und Österreich, war sie höher. Die österreichische Inflationsrate von 1,5% kam dem EZB-Preisstabilitätsziel von ca. 2% noch am nächsten. Im Durchschnitt der Eurozone betrug die harmonisierte Inflationsrate 0,3%. Eine derartige Teuerungsrate verfehlt das von der EZB gesetzte Stabilitätsziel bei Weitem.

### **Das wirtschaftspolitische Instrumentarium gegen Deflation**

Welche wirtschaftspolitischen Instrumente stehen in der Eurozone zur Verfügung, um gegen die deflationäre Gefahr und insbesondere die drohende Investitionsflaute vorzugehen?

Die Möglichkeiten der konventionellen Geldpolitik sind bereits nahezu ausgeschöpft, liegt doch der Leitzins mit 0,25% schon nahe an der Nullmarke. Die Einlage- und Anleihezinsen können auf null reduziert, aber nicht (bzw. kaum) negativ werden, da zumindest Bargeld und in der Praxis auch Giroguthaben, deren Konten über Gebühren finanziert werden, als Alternativen zur Verfügung stehen.

Die niedrigen Zinsen ziehen aus den bereits genannten Gründen, insbesondere der allgemeinen Nachfrageschwäche, schon seit einiger Zeit nicht mehr eine Ausweitung der Kreditaufnahme nach sich. Zudem ist zu berücksichtigen, dass die Geldpolitik in den Euroländern mit sehr niedrigen oder negativen Teuerungsraten bereits restriktiv wirkt, weil die Realzinsen für Kredite hoch sind und steigende Tendenz aufweisen. Mit fortschreitender Dauer der Deflation beginnen sich auch Deflationserwartungen zu bilden, die zu Konsum- und Investitionszurückhaltung und einer „Flucht ins Geld“, also einer hohen Liquiditätspräferenz führen. Die Deflationserwartungen sind es auch, welche die jetzige Situation von der relativ kurzen Episode der Deflation im Euroraum im Jahr 2009 unmittelbar nach dem Ausbruch der Krise unterscheiden.

In einer solchen Situation gehen von der Zinspolitik keine positiven Impulse mehr aus, da der Nominalzins im Normalfall nicht unter null sinken kann, Deflation und Deflationserwartungen aber zu hohen Real-

zinsen führen. Hier bleiben der EZB nur mehr unkonventionelle Maßnahmen wie quantitative Lockerung.

### **Unkonventionelle Geldpolitik**

Unter unkonventioneller Geldpolitik versteht man, dass die Zentralbank, nachdem die Zinspolitik nicht mehr wirkt, durch den Aufkauf von Finanztiteln am Markt ihre Bilanzsumme ausdehnt. Damit stellt sie einerseits über den Bankensektor mehr Liquidität zur Verfügung, womit die gestiegene Nachfrage nach Liquidität befriedigt wird. Andererseits erzeugt sie dadurch Inflationserwartungen, die den Deflationserwartungen entgegenwirken. Durch das Brechen der Deflationserwartungen soll auch die Liquiditätspräferenz wieder gesenkt werden.

Bei dieser quantitativen Lockerung kann eine Zentralbank auch die Zinsen verschiedener Laufzeiten direkt beeinflussen. „Konventionelle“ Geldpolitik wirkt üblicherweise nur am kurzen Ende direkt, die mittel- und langfristigen Zinsen kann die Notenbank nur indirekt über Erwartungsbildungen beeinflussen.

Auch hat die Wahl der Finanztitel, welche die Zentralbank aufkauft, einen Einfluss auf die Wirkungsweise. So kann sie entweder besicherte Unternehmensanleihen und Staatsanleihen kaufen oder den Banken über Kreditlinien direkt Liquidität zur Verfügung stellen.

In den Jahren 2008/09 erfolgte eine Ausdehnung der Bilanzsumme über direkte Liquiditätslinien für Banken, da der Geldmarkt zum Erliegen gekommen war, weil Banken einander keine Liquidität mehr zur Verfügung gestellt hatten. Als es zu spekulativen Attacken auf die sogenannten peripheren Länder der Eurozone kam, begann die EZB 2011/12 neben einer Ausdehnung von Kreditlinien für Banken auch – reichlich zögerlich – Staatsanleihen zu kaufen. Zunächst erfolgten diese Aufkäufe, die im Vergleich zur quantitativen Lockerung der Fed in den USA sehr gering waren, unter der Ankündigung einer zeitlichen und mengenmäßigen Beschränkung.

Der Effekt war vorhersehbar: eine Verkaufswelle, die erst endete, als die EZB ankündigte, sie würde tun, was immer notwendig sei, um die Eurozone zu retten. Im Gefolge dieser Ankündigung stabilisierte sich der Markt für Staatsanleihen im Euroraum rasch, die Zinsdifferenzen zwischen den Anleihen unterschiedlicher Länder verringerten sich wieder, ohne dass von der EZB zusätzliche Staatsanleihen erworben worden wären.

Dieses Beispiel zeigt, wie wichtig in Zusammenhang mit geldpolitischen Maßnahmen die Erwartungsbildung ist. Was also dem Euroraum in der jetzigen Situation am meisten helfen würde, wäre ebendort gegen Deflationserwartungen anzukämpfen, wo sie am stärksten aus-



geprägt sind und wo gleichzeitig auch die Realzinsen am höchsten sind, also vor allem in den Krisenländern.

Mit dem Kauf besicherter Unternehmensanleihen (sogenannte *asset backed securities*, kurz ABS) im Rahmen der quantitativen Lockerung begibt sich die EZB auf nicht ungefährliches Terrain. Gerade solche ABS waren Mitauslöser der Krise gewesen: Banken hatten Kredite vergeben, diese aber wieder weiterverkauft, womit der Anreiz für eine ordentliche Risikoprüfung entfiel, weil die Risiken zum Käufer verlagert wurden.

Bei der jetzt anstehenden Lockerung sollte es – solange die Monetisierung öffentlicher Investitionen noch ausgeschlossen wird – darum gehen, dass erstens das Zinsniveau durch den Kauf von langfristigen Staatsanleihen auch am langen Ende und zweitens in den Ländern mit bereits negativen Teuerungsraten gesenkt wird, drittens Deflationserwartungen bekämpft werden und viertens zusätzliche Liquidität zur Verfügung gestellt wird.

Bei bisherigen Maßnahmen der EZB wurde zwar Liquidität geschaffen. Doch diese setzte sich weder in einen Anstieg der Geldmenge um, noch in einer Belebung der Nachfrage. Die EZB wird also gut beraten sein, klar zu vermitteln, dass sie unter Einsatz aller Mittel dafür sorgen wird, dass die Deflationserwartungen verschwinden und die zusätzliche Liquidität nicht im Bankensektor hängen bleibt.

Die quantitative Lockerung kann als Nebeneffekt auch noch etwas von der Härte des Euro nehmen: Das Jahresmittel des Eurokurses gegenüber dem US-Dollar lag 2013 rund 25% über dem Jahresmittel von 1999, und gleichzeitig verzeichnete der Euroraum einen hohen Leistungsbilanzüberschuss – ein deutlicher Hinweis auf fehlende Binnen- nachfrage im Euroraum.

Letztlich sind also die Mittel der Geldpolitik beschränkt, wenn nicht gleichzeitig Impulse zur Stärkung der Investitions- und Konsumnachfrage gesetzt werden. Oft wird die Geldpolitik mit einem Strick verglichen: Man kann mit ihm nur ziehen, damit nicht aber stoßen. D. h. die Geldpolitik kann nur für einen expansiven Rahmen sorgen. Erfolgreich kann eine Deflation nur abgewendet werden, wenn sie im Rahmen einer koordinierten Makropolitik erfolgt, also von einer expansiven Fiskal- und einer produktivitätsorientierten Lohnpolitik begleitet wird.

### **Die entscheidende Rolle der Fiskalpolitik**

Die grundsätzlich restriktive – und damit großteils deflationsfördernde – Ausrichtung der Fiskalpolitik wurde mit dem Start des „Europäischen Semesters“ 2015 seitens der EU-Kommission neuerlich bestätigt. Nach wie vor dominiert die Sichtweise, wonach weitere Kürzungen der

öffentlichen Ausgaben eine Vorbedingung für ein höheres Niveau privater Investitionen bzw. für die wirtschaftliche Stabilisierung der Eurozone wären. Deshalb wird an den 2010 bis 2013 verschärften europäischen Fiskalregeln festgehalten, obwohl ihre negativen Folgen immer offensichtlicher werden.

Diese negative Entwicklung zeigt sich besonders am Rückgang der öffentlichen Investitionsausgaben (Bruttoinvestitionen plus Investitionszuschüsse gemäß VGR), die 2013 im Euroraum (Euro-16) auf 3,5% des BIP geschrumpft sind. Wäre das Niveau von 2009 (4,5% des BIP) gehalten worden, so würden heute rund 100 Mrd. Euro mehr zur Verfügung stehen. Dieser Fehlbetrag entspricht ziemlich genau dem jährlichen Volumen des Investitionsplans für den Zeitraum 2015 bis 2017, der vom neuen Kommissionspräsident Juncker Ende November angekündigt wurde. Es bestehen jedoch erhebliche Zweifel, ob der Juncker-Plan ohne weitere öffentliche Mittel tatsächlich zusätzliche Investitionen in dieser Höhe auslösen wird können.

Gleichzeitig ist der Konsolidierungsdruck nach wie vor aufrecht. Die verschärften Fiskalregeln erfordern zumindest mittelfristig eine „rote Null“ beim strukturellen Budgetsaldo. Praktisch alle Staaten des Euroraums sind von dieser Zielvorgabe aber noch mehr oder weniger deutlich entfernt. Lediglich Deutschland verfügt über einen Spielraum. Dieser wird jedoch nicht genutzt, da die dortige Bundesregierung lieber die „schwarze Null“ feiert. Der Rest des Euroraums wird 2015 gemäß Prognose der EU-Kommission noch ein strukturelles Defizit von etwa 1,7% des BIP aufweisen, das 2016 – entgegen den Konsolidierungsvorgaben von mind. 1% des BIP über zwei Jahre – sogar auf ca. 2% des BIP steigen könnte. Sollten die Fiskalregeln tatsächlich genauestens befolgt werden, würde der negative Fiskal- den positiven Investitionsimpuls ab 2016 sogar überkompensieren. Käme dieser Konsolidierungsbedarf über Ausgabenkürzungen statt über zielgerichtete nachfrage-schonende Maßnahmen wie z. B. eine Erhöhung vermögensbezogener Steuern oder die Realisierung einer effektiven Steuerleistung transnationaler Großunternehmen zustande, wäre daher mit einer weiterhin deflationären Wirkung der Fiskalpolitik zu rechnen.

Um eine expansivere Fiskalpolitik zu ermöglichen, müssen die Fiskalregeln flexibler gehandhabt werden bzw. zusätzliche Maßnahmen über den Juncker-Investitionsplan hinaus gesetzt werden. Erforderlich sind insbesondere sozial-ökologische öffentliche Investitionen. Ein „Protokoll für sozial-ökologische öffentliche Investitionen“ könnte dazu beitragen. Es sollte mehrere Teile umfassen:

- erstens ein kurzfristiges Konjunkturprogramm ähnlich dem „European Economic Recovery Plan“ Ende 2008, wo für die beiden folgenden Jahre Zusatzausgaben im Umfang von jeweils 1% des BIP

vereinbart wurden. Investitionen sollten in Bereichen erfolgen, wo sie eine besonders hohe Beschäftigungswirkung entfalten, wo europaweiter Bedarf besteht und wo sie langfristig sinnvoll sind – wie beispielsweise der Ausbau von Kinderbetreuungseinrichtungen, die Förderung des sozialen Wohnbaus oder die Steigerung der Energieeffizienz durch thermische Gebäudesanierung.

- zweitens die Einführung der „Goldenen Investitionsregel“, wonach zusätzliche Investitionen nicht mehr in die für die Fiskalregeln relevante Berechnungsgrundlage der Defizite eingehen.
- Optional könnte drittens die europäische wirtschaftspolitische Steuerungsfähigkeit ohne eigenes Euroraum-Budget erhöht werden, indem weitere spezifische Ausgaben auf nationaler Ebene von den Fiskalregeln ausgenommen werden. Eine solche Option könnte die zur Erreichung der Ziele der EU-2020-Strategie notwendigen Aufwendungen und/oder die national aufzubringende Kofinanzierung von Mitteln aus den Europäischen Strukturfonds umfassen.

Letztlich sollte aber auch im bestehenden Rahmen die vorhandene Flexibilität (insbesondere geringere Konsolidierungserfordernis in wirtschaftlich schlechten Zeiten) ausgenutzt werden, statt der EU-Kommission die einseitige Interpretation der Regeln zu überlassen.

### **Schlüsselrolle der Lohnpolitik**

Wenn das Preisniveau wieder steigen bzw. stärker steigen soll, müssen Kosten steigen. Aus diesem Grund kommt der Lohnpolitik im Rahmen einer antideflationären Strategie eine Schlüsselrolle zu.

Ein wichtiger Stabilisierungsfaktor in der gegenwärtigen Situation sehr geringen Preisauftriebs in den meisten Euroländern wäre eine produktivitätsorientierte Lohnpolitik, also eine Koordinierungsregel, welche kollektivvertragliche Lohnsteigerungen und Anhebungen der gesetzlichen Mindestlöhne vorsieht, die sich am mittelfristigen Trend der jeweiligen gesamtwirtschaftlichen Arbeitsproduktivität und am Preisstabilitätsziel der EZB orientieren. Eine derartig ausgerichtete Lohnpolitik würde dazu beitragen, dass die Preise wieder steigen, und wäre ein geeignetes Instrument, die Preisänderungserwartungen zu beeinflussen und wieder in den positiven Bereich bzw. in Richtung auf das Stabilitätsziel der EZB anzuheben. Diese Lohnpolitik könnte die essenzielle Funktion des Stabilitätsankers übernehmen. Produktivitätsorientierte Lohnpolitik hätte auch zur Folge, dass der seit den 1980er-Jahren andauernden Umverteilung zulasten der Lohn- und GehaltseinkommensempfängerInnen Einhalt geboten wird, die eine wesentliche Ursache der Wachstumsschwäche im Euroraum war.

Deutschland und Österreich verzeichneten zwischen 2000 und 2007 unter allen Euroländern die geringsten Nominallohn-, Reallohn- und Lohnstückkostenerhöhungen. In Deutschland lag 2007 das Lohnstückkostenniveau unter demjenigen von 2000. Der Impuls zu einem Unterbietungswettlauf bei den Lohnstückkosten war also ausgerechnet von Deutschland, der mit Abstand größten Volkswirtschaft der EU, ausgegangen. Die extreme Abweichung der Lohnentwicklung von der Produktivitätsorientierung war in erster Linie die Folge der institutionellen Demontage im Bereich der Lohn-, Arbeitsmarkt- und Sozialpolitik, die u. a. dazu führte, dass Deutschland heute einen der relativ größten Niedriglohnsektoren in der EU hat.

Insbesondere den Kollektivverhandlungspartnern in den Euroländern mit Leistungsbilanzüberschuss wie Deutschland und Österreich kommt daher die verantwortungsvolle Rolle zu, die Produktivitätsorientierung umzusetzen, damit ein (weiterer) Lohnunterbietungswettbewerb, der die disinflationären oder deflationären Tendenzen verstärken würde, unterbunden bzw. verhindert wird.

In Deutschland haben sich die Tarifpartner dieser Verantwortung gestellt. 2014 stieg das durchschnittliche Arbeitnehmerentgelt je Beschäftigten um 2,8%, und für 2015 wird gemäß OECD Economic Outlook 2014/2 eine Erhöhung von 3,6% erwartet, zu der das Inkrafttreten der gesetzlichen Mindestlohnregelungen erheblich beitragen dürfte. Von der Lohnentwicklung in Deutschland geht somit ein in der derzeitigen Lage am Rande der Deflation dringend benötigter Kostensteigerungsimpuls aus. Daher eröffnen sich auch für die Kollektivverhandlungspartner in Österreich Spielräume für eine etwas expansivere Lohnpolitik.

Den Defizitländern sind Abweichungen von der Koordinierungsregel einzuräumen, sodass diese ihre negative Lohnstückkostenposition gegenüber den Überschussländern abbauen können – sofern dies nicht aufgrund der Folgen der Austeritätspolitik ohnehin schon geschehen ist.

Die Umsetzung einer produktivitätsorientierten Lohnpolitik wäre nicht nur für die Bekämpfung der Deflationsgefahr wesentlich, sondern stellte auch einen großen Schritt in Richtung auf eine Wirtschaftspolitik dar, die zur Kenntnis nimmt, dass die Nachfrageentwicklung im Euroraum lohngetrieben ist.

—

Für ein effektives Vorgehen gegen die deflationären Risiken, die Nachfrageschwäche und die drohende Investitionsflaute im Euroraum sind somit erstens expansive Geld- und Fiskalpolitik sowie eine produktivitätsorientierte Lohnpolitik unabdingbar und zweitens ein koordiniertes Agieren von Fiskalpolitik, Geldpolitik und Lohnpolitik. Es wäre

höchste Zeit, dem durch den Köln-Prozess installierten Makroökonomischen Dialog in der EU Leben einzuhauchen.

Um freilich die Gefahr der Deflation dauerhaft zu bannen und die tatsächliche Wirtschaftsentwicklung wieder an den Pfad des Potenzialwachstums heranzuführen und massive Hysteresis-Effekte zu vermeiden, wäre mittelfristig eine Wende zu einer Ausrichtung der Wirtschaftspolitik notwendig, die kongruent mit dem lohngetriebenen Nachfrageregime des Euroraums ist.