

Wie wahrscheinlich ist eine „Deflationsspirale“ im Euroraum? Eine Analyse anhand einer Phillips-Kurve

Maik Wolters

Die Inflation im Euroraum gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex ist seit Herbst 2011 von 3 Prozent auf aktuell nur noch 0,3 Prozent gefallen. Der Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB) Mario Draghi hat in seiner Rede bei der Notenbankkonferenz in Jackson Hole im August vor einer Deflationsspirale gewarnt. Fallende Preise und Löhne würden zu einem realen Anstieg bestehender Schulden führen, woraufhin es zu mehr Insolvenzen kommen würde. Dies würde wiederum die Nachfrage verringern und zu weiter fallenden Preisen führen. Entsprechend hat der EZB-Rat Anfang September die Geldpolitik durch eine Zinssenkung weiter gelockert, um weiter sinkende Inflationsraten zu verhindern und angekündigt, in naher Zukunft mit einem Programm zur Quantitativen Lockerung mit einem nennenswerten Umfang zu beginnen. Wir zeigen basierend auf ökonomischer Theorie, aktuellen Daten und einem historischen Vergleich mit Japan, dass zwar eine Phase niedriger Inflation, aber keine Deflationsspirale zu erwarten ist.^a

Es ist nur sehr schwer möglich, das Risiko einer Deflationsspirale direkt abzuschätzen. Allerdings dürfte eine solche Spirale erst in Gang gesetzt werden, wenn das allgemeine Preisniveau für einen längeren Zeitraum hinweg spürbar rückläufig ist, es also zu einer starken Deflation kommt. Wie groß die Gefahr einer starken Deflation ist, lässt sich anhand der Phillips-Kurve analysieren:

$$\pi_t = E_t \pi_{t+1} + \alpha y_t + \varepsilon_t.$$

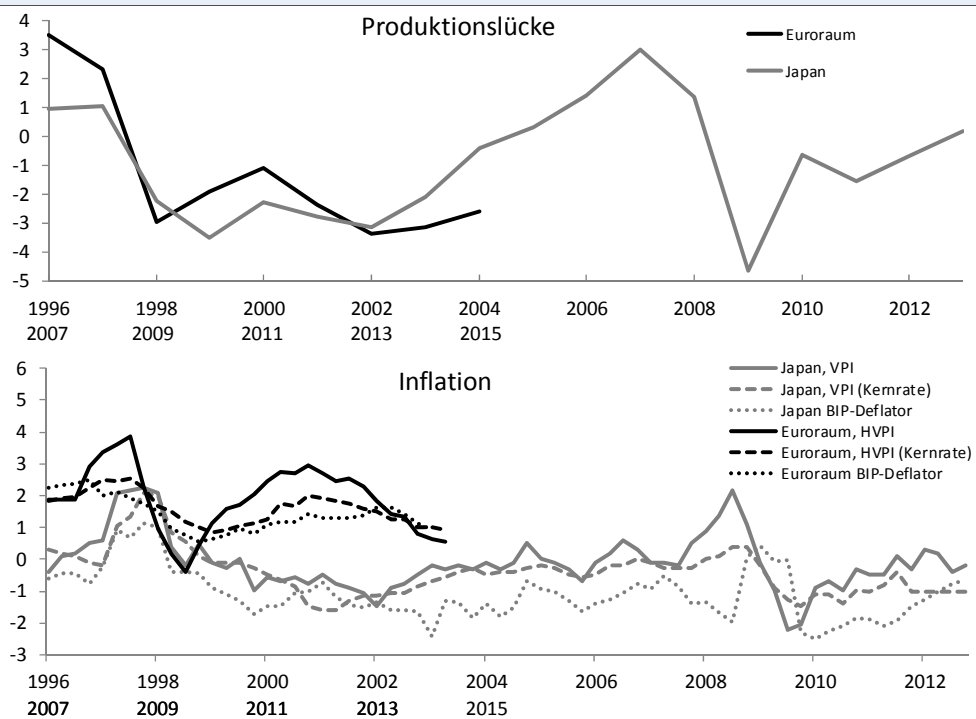
Die aktuelle Inflationsrate π_t hängt von der erwarteten zukünftigen Inflation $E_t \pi_{t+1}$ und von der aktuellen konjunkturellen Lage gemessen anhand der Produktionslücke y_t ab. Weitere Einflussfaktoren wie Wechselkursänderungen, Energiepreisänderungen und Änderungen in der Marktmacht von Unternehmen werden durch ε_t erfasst.

Die Rolle der Produktionslücke und der Steigung der Phillips-Kurve

Die aktuelle und in nächster Zukunft erwartete Produktionslücke im Euroraum ist nach gängigen Schätzungen negativ. Wie stark sich dies auf die Inflation auswirkt, hängt von der Steigung der Phillips-Kurve ab, die durch den Parameter α erfasst ist. Dieser Parameter sinkt mit sinkender Trendinflation. Ist die Inflation über längere Zeit niedrig, passen Firmen ihre Preise seltener an (Ball et al. 1988; Dotsey et al. 1999). Selbst eine stark negative Produktionslücke führt dann nur zu einem leichten Sinken der Inflation. Empirisch lässt sich so das Ausbleiben einer starken Deflation Ende der 90er Jahre in Japan trotz ausgeprägter negativer Produktionslücke erklären (De Veirman 2009).

Abbildung 1 vergleicht die Situation in Japan um die Jahrtausendwende mit der aktuellen Situation im Euroraum. Im oberen Teil der Abbildung ist die Produktionslücke basierend auf Schätzungen der OECD für Japan (ab 1996) und für den Euroraum (ab 2007) abgetragen. Der untere Teil zeigt verschiedene Inflationsmaße. In Japan war die Produktionslücke von 1998 bis 2004 negativ und dementsprechend sank die Inflation ab 1998. Obwohl die Produktionslücke im Euroraum aktuell ähnlich negativ wie in Japan um das Jahr 2000 ist – so die Schätzungen der OECD –, ist die Inflation im positiven Bereich. Die Situation ist von dieser Seite her also weniger kritisch als in Japan Ende der 90er Jahre. Dort erreichte die Inflationsrate gemessen am Verbraucherpreisindex 2002 einen Tiefpunkt von –1,4 Prozent und erreichte im Durchschnitt –0,4 Prozent zwischen 2002 und 2004. Die Deflation in Japan ging mit einer schwachen wirtschaftlichen Entwicklung einher, aber trotz negativer Produktionslücke und eines Sinkens des allgemeinen Preisniveaus kam es in Japan zu keiner Deflationsspirale. Der Effekt einer sich mit abnehmender Inflation abflachenden Phillips-Kurve spricht somit dafür, dass auch im Euroraum trotz der aktuell wohl negativen Produktionslücke keine Deflationsspirale zu erwarten ist.

Abbildung 1:
Ein Vergleich von Produktionslücken und Inflationsraten in Japan und im Euroraum



VPI: Verbraucherpreisindex, HVPI: Harmonisierter Verbraucherpreisindex, Kernrate: ohne Nahrungsmittel und Energie.

Quelle: OECD, *Economic Outlook*, Vol. 2014, Issue 1; Eurostat, *Preisstatistik*; Datastream; eigene Berechnungen.

Aktuelle Inflationserwartungen und die Phillips-Kurve

Der Phillips-Kurve zufolge haben die Inflationserwartungen, $E_t\pi_{t+1}$, einen starken direkten Einfluss auf die aktuelle Inflation. Haben die Krise im Euroraum und die negative Produktionslücke zu so stark fallenden Inflationserwartungen geführt, dass eine Deflationsspirale wahrscheinlich ist?

Tabelle 1 zeigt Inflationserwartungen der EZB, des Survey of Professional Forecasters und der Umfrage von Consensus Economics. Die Inflationserwartungen der verschiedenen Quellen zeigen ein ähnliches Bild. Die Erwartungen sind in jüngster Zeit nach unten korrigiert worden. Für 2014 wird eine Inflation weit unter 1 Prozent erwartet, für 2015 etwas über 1 Prozent und für 2016 um 1,5 Prozent. Eine Deflationsspirale wird also weder von der EZB, noch von anderen Volkswirten erwartet. Die mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen sind weiterhin beim Ziel der EZB von knapp unter 2 Prozent verankert.

Tabelle 1:
Inflationserwartungen

Quelle	Prognosezeitpunkt	2014	2015	2016	5 Jahre	10 Jahre
Europäische Zentralbank	März 2014	0,7–1,3	0,6–2,0	0,7–2,3		
	Juni 2014	0,6–0,8	0,5–1,7	0,6–2,2		
Survey of Professional Forecasters	Februar 2014	1,4	1,5	1,6	1,9	
	Mai 2014	1,1	1,4	1,7	1,8	
	August 2014	0,7	1,2	1,5	1,9	
Consensus	Januar 2014	1,1	1,4			
	April 2014	0,9	1,3	1,5		2,0
	August 2014	0,6	1,1			

Quelle: Europäische Zentralbank, *Survey of Professional Forecasters*; Consensus Economics, *Consensus Forecast*.

Beim Survey of Professional Forecasters geben die Umfrageteilnehmer auch an, mit welcher Wahrscheinlichkeit sie eine Deflation erwarten. Tabelle 2 zeigt, dass für 2014 fallende Preise nur mit einer Wahrscheinlichkeit von 3,2 Prozent erwartet werden. Die Werte für 2015, 2016 und in fünf Jahren sind sogar noch niedriger.

Tabelle 2:
Survey of Professional Forecasters: Deflationswahrscheinlichkeit (Prozent)

Prognosezeitpunkt	2014	2015	2016	5 Jahre
Februar 2014	1,4	1,5	1,6	1,9
Mai 2014	4,4	2,2	1,8	1,2
August 2014	3,2	2,5	1,1	1,0

Quelle: Europäische Zentralbank, *Survey of Professional Forecasters*.

Eine weitere Möglichkeit, Inflationserwartungen zu messen, sind Inflation Swaps. Basierend darauf sind die Erwartungen in jüngster Zeit gesunken, aber immer noch positiv. Für die nächsten 12 Monate erwarten Marktteilnehmer 0,5 Prozent Inflation, für die nächsten drei Jahre im Schnitt 0,7 Prozent und für die nächsten 10 Jahre 1,5 Prozent. Diese Werte sind zwar unter dem Ziel der EZB, implizieren aber, dass die Inflation in den kommenden Jahren wieder steigt. Die Gefahr einer Deflationsspirale lässt sich daraus allerdings nicht ableiten.

Schließlich können auch die Inflationserwartungen der privaten Haushalte gemessen werden. Die Europäische Kommission führt eine Haushaltsumfrage durch, in der die Teilnehmer gefragt werden, ob sie in den nächsten 12 Monaten fallende Preise erwarten. Aktuell erwarten nur 2,9 Prozent der Umfrageteilnehmer eine Deflation.

Andere Einflussfaktoren auf die Inflation

Weitere Einflussfaktoren auf die Inflation werden in der Phillips-Kurve mit dem Term ε_t erfasst. Ein sehr wichtiger Einflussfaktor sind Energiepreise. Abbildung 1 zeigte nicht nur die Inflationsrate anhand des Verbraucherpreisindex, sondern auch die relativ stabile Kerninflationsrate ohne Preisänderungen von Energie und Nahrung. Tatsächlich ist der Rückgang der Inflation seit Herbst 2011 zu einem Großteil auf sinkende Preise von Energie und Nahrung zurückzuführen. Dies dürfte sich tendenziell eher positiv auf die Konjunktur auswirken und erhöht die Gefahr einer Deflationsspirale nicht.

Die Aufwertung des Euro ist ein weiterer Faktor, der zu sinkender Inflation im Euroraum beigetragen hat. Dieser Trend ist seit Mai 2014 durchbrochen und der Euro hat gegenüber den Währungen vieler wichtiger Handelspartner abgewertet. Dies führt tendenziell zu einem Anstieg der Inflation.

Zusammenfassung

Die Analyse der Einflussfaktoren der Inflation anhand der Phillips-Kurve hat gezeigt, dass das Risiko einer Deflationsspirale sehr gering ist. Stattdessen ist eine Periode niedriger Inflation zu erwarten, die mittelfristig auf das Ziel der EZB zurückkehrt. Eine weitere geldpolitische Expansion ist basierend auf der Wahrscheinlichkeit einer Deflationsspirale nicht geboten.

^aFür eine ausführlichere Version siehe Wieland und Wolters (2014).

Literatur

- De Veirman, E. (2009). What Makes the Output–Inflation Trade-Off Change? The Absence of Accelerating Deflation in Japan. *Journal of Money, Credit and Banking* 41 (6): 1117–1140.
- Wieland, V., und M. Wolters (2014). Is there a Threat of Self-Reinforcing Deflation in the Euro Area? A View through the Lens of the Phillips Curve. Kiel Policy Brief 79. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.