

---



---

## Bekämpft die EZB den falschen Feind?

Rezension von: Pierre L. Siklos (Hrsg.),  
The Economics of Deflation, Edward  
Elgar, Cheltenham 2005, 2 Bände,  
1.264 Seiten, gebunden, £ 295.

---



---

Was schon beim Blick auf das Inhaltsverzeichnis der Bände auffällt, ist (neben dem Umfang von nahezu 1.300 Seiten), dass die wesentlichen Diskussionsthemen nicht nur gut gewählt, sondern auch innerhalb des diskutierten Themas die wichtigsten Beiträge aus vielen Jahrzehnten enthalten sind. Konkret reichen die 48 Beiträge zeitlich von 1918 bis 2003. Der so aufgespannte Bogen macht die Lektüre besonders spannend, weil sie nicht nur zeigt, wie alt die Diskussion um etwa die universelle Gültigkeit der Quantitätsgleichung ist, sondern auch, dass die formale Weiterentwicklung der Volkswirtschaftslehre diese Diskussion nicht entscheiden konnte. Die Antworten hängen im Jahr 2003 noch ebenso von Blickwinkel und Methoden ab wie in den zwanziger und dreißiger Jahren des letzten Jahrhunderts.

Was die Zusammenstellung aber besonders wertvoll macht, ist, dass die Originalbeiträge nicht nur aus Fachzeitschriften, sondern auch aus Monographien stammen, die selbst im Zeitalter des Internets nicht von überall leicht zugänglich sind.

Der Aufbau der Kapitel ist eine geglückte Heranführung an die Themen – oder vielmehr die Diskussionen. Denn wenn auch die zitierten Artikel in keinem Literaturverzeichnis eines Lehrbuchs über Geldpolitik fehlen sollten, ist die betreffende Diskussion meist schon vom Autor, wenn schon nicht

entschieden, so doch bewertet.

Im ersten Kapitel „Monetäre Regime und Deflation“ finden sich unter anderem der Beitrag von Milton Friedman (1969), in dem er seine „optimale“ Geldmengenregel aufstellt (als theoretisches Konzept), und Hawtreys Artikel „The Gold Standard“ aus 1919 und auch kritische Studien über den Beitrag des Goldstandards zu Deflation und Weltwirtschaftskrise.

Im zweiten Kapitel steht der Finanzsektor im Mittelpunkt, genauer die Schuldendeflation, in welcher die Banken expansive Impulse der Geldpolitik nicht mehr weitergeben (können), weil der Konkurs von Schuldern (durch die Aufwertung der Schuld) letztlich – abhängig von der Verfassung des Finanzsystems und der institutionellen Arrangements – zu Banken Krisen führen kann (und geführt hat). In diesem Kapitel ist besonders der Artikel Bernankes hervorzuheben, der diesen Zusammenhang sehr schön und stringent herausarbeitet.

Die Beiträge im dritten Kapitel beschäftigen sich sowohl in theoretischen Ansätzen als auch in Fallstudien mit Geldpolitik unter Deflation und mit den Herausforderungen der Gestaltung einer Geldpolitik niedriger Inflation, die möglichst dem Risiko entgeht, in Deflation abzurutschen.

Im vierten und letzten Kapitel des ersten Bandes findet sich von der rezenten Literatur Krugmans Artikel in den Brookings Papers 1998 über die japanische Deflation als Liquiditätsfalle, deren Möglichkeit Brunner und Meltzer 1968 formal sehr stark angezweifelt hatten. Ihr eleganter Ansatz, der die gleichzeitige „Unbeweglichkeit“ von Zins und Geldmenge ausschließt, verzichtet allerdings auf eine genauere Untersuchung der Banken als Intermediäre mittels alternativer Variablen wie

bei Bernanke. Außerdem müsste in einem solchen Szenario die Zentralbank die Geldmenge über eine aktive Offenmarktpolitik anstoßen, d. h. nicht die nachgefragte Liquidität der Banken befriedigen (passiv), sondern aktiv als „Investor“ am Markt auftreten. Das hieße aber nichts anderes als Notenbankfinanzierung der Staatsverschuldung.

Der zweite Band beschäftigt sich im ersten Kapitel mit der Rolle von rigiden Löhnen bei Deflation.

Mit zwei Episoden des 20. Jahrhunderts befassen sich die Beiträge der Kapitel zwei und drei des zweiten Bandes. Und zwar sind dies die Depression der dreißiger Jahre in den USA und einigen europäischen Ländern – hier wird auch der über ganz Europa Wellen schlagende Zusammenbruch der Creditanstalt von Bernanke erwähnt und kurz analysiert – und die noch nicht ganz abgeschlossene Episode der japanischen Depression der neunziger Jahre.

Das letzte Kapitel des zweiten Bandes schließlich versucht sich der Frage zu nähern, welche Politikansätze Erfolg versprechend erscheinen, der Deflation wieder zu entkommen. Die Beiträge setzen auch hier bei den konkreten Episoden der US-Deflation der dreißiger Jahre und der japanischen der neunziger Jahre des letzten Jahrhunderts an.

Von besonderem Interesse sind natürlich die Beiträge Bernankes aufgrund seines Rollenwechsels vom Analytiker zum Geldpolitiker. Seine sowohl wirtschaftshistorisch als auch analytisch sehr wertvollen Beiträge, die in der Modellbildung ohne Lockerung der Annahme rationaler Entscheidungen auskommen, zeigen, dass der Kreditkanal bei fallenden Preisen tatsächlich verstopft werden kann. In seinem Ansatz, der im Gegensatz zu

Brunner und Meltzer die Bilanzen und Anreize des Finanzsystems bei Deflation (in einer Fortführung des Ansatzes von Irving Fisher zur Schuldendeflation) sehr gut – und empirisch robust – abbildet, kommt eben dem Finanzsystem eine entscheidende Rolle zu.

Es steht zu hoffen, dass der Geldpolitiker Bernanke ebenso wie der Analytiker Bernanke sehr genau darauf achten wird, dass die Inflationsrate nicht in die kritische Region kommt, dass er mehr Indikatoren als die Geldmenge im Auge behalten wird und mögliche „*credit crunches*“ ihm nicht unverborgen bleiben werden. Dies ist umso wichtiger, als zu befürchten steht, dass das Ende der US-amerikanischen Immobilienblase (egal ob sie platzt oder ihr „nur“ die Luft ausgeht) zu Verwerfungen in diesem Bereich führen könnte. Selbst wenn es sich nur um das Problem auf einem Teilmarkt handelt, kommt diesem Markt eine nicht zu unterschätzende Bedeutung zu: über die Schuldendeflation, die auf diesem Teilmarkt eine weitere Abwärtsspirale auslösen kann, die ihrerseits auf den teils kreditfinanzierten Konsum der US-Haushalte dämpfend wirkt. Dort liegt aber eine wesentliche Stütze der US-amerikanischen Konjunktur. Zentral wird in einem solchen Fall die Frage der Erwartungen sein, und eine umfassend analysierende, entschlossen reagierende und transparent kommunizierende Zentralbank ist wiederum bei der Erwartungsbildung der Schlüsselfaktor.

Vielleicht nicht ganz zufällig war ja auch der japanischen Deflation eine Immobilien- und auch eine Aktienblase vorangegangen, deren Platzen zu erheblichen Verwerfungen im japanischen Finanzsystem führte. Letzteres schiebt Hetzel (2003) in seiner Analyse der japanischen Deflations-

episode beiseite. In seiner Welt verliert die Geldpolitik auch bei Deflation und Nullzins deshalb nicht ihre Wirkung, weil der Zentralbank immer noch über eine aktive Offenmarktpolitik die Geldmenge erhöhen könne und über die bei ihm gültige und in eine Richtung zu lesende Quantitätsgleichung noch ein Instrument in der Hand habe. Eine solche aktive Offenmarktpolitik, die nicht darauf „wartet“, von Banken nachgefragte Liquidität der Banken zu befriedigen, müsste selbst aktiv am Markt auftreten. Hetzel folgt hier Hayek (1984, Abdruck eines Auszugs aus einer Artikelsammlung aus dem Jahr 1925) und Brunner/Meltzer (1968) im Kapitel über Liquiditätsfallen. Taylor (2001) fasst die monetäre Geschichte der japanischen Deflation – auch in einem globalen Kontext – sehr gut zusammen und unterstreicht einerseits die zentrale Bedeutung der Erwartungen im Deflationsprozess und andererseits, wie wichtig es für Zentralbanken ist, nicht in diese kritische Region zu kommen, in der Geldpolitik ihre Wirkung verlieren kann.

Was in Europa zu Besorgnis Anlass gibt, ist der Umstand, dass die Diskussion um die Gefahr der Deflation eigentlich kaum geführt wird, obwohl, wie Siklos auch in seiner Einführung in die Thematik anmerkt, in den ersten Jahren des neuen Jahrtausends auch Europa knapp vor dem Risiko der Deflation stand und es bis 2003 dauerte, dass die EZB ihr – am oberen Ende noch immer sehr niedriges – Inflationsziel so modifizierte, dass die Inflation nicht null erreichen sollte. Jedenfalls

ist es nicht auszuschließen, dass es hauptsächlich der starke Dollar und die damit verbundene Auslandsnachfrage waren, die damals ein Abgleiten des Euroraums (oder zumindest einiger Mitglieder) verhinderten und so Europa die japanische Erfahrung (bisher) ersparten. Auf keinen Fall dürfen sich die europäische Forschung und die EZB länger der Diskussion über Deflationsrisiken und Gegenstrategien entziehen.

Die Zusammenstellung der Artikel und die Publikation dieses Bandes an einem Punkt, an dem nach einem Jahrzehnt niedriger Inflationsraten in den USA und Europa und einer Deflation in Japan die akademische Diskussion vor allem in Europa noch immer von den Inflationsrisiken der siebziger und achtziger Jahre geprägt wird, ist wichtig und zeigt, dass sie jenseits des Atlantiks (und des Pazifiks) lebendiger und weiter fortgeschritten ist. Wer die laufende Diskussion verfolgt, hat mit vorliegendem Werk ein wertvolles Referenzwerk vor sich.

Selbstverständlich sind auch einem noch so umfangreichen Werk Grenzen gesetzt, trotzdem hätte die Sammlung der Originaltexte noch gewonnen, wenn bei der Diskussion der Liquiditätsfalle(n) auch Auszüge aus Keynes' „General Theory“, Tobins Beiträge zur Liquiditätspräferenz und der Artikel „The Macroeconomics of Low Inflation“ von Akerlof, Dickens und Perry (Brookings Papers on Macroeconomic Activity 1996) Eingang in die Sammlung gefunden hätten.

Thomas Zotter