

Erber, Georg

Article

Deflationsgefahr in Deutschland und die Geldpolitik der EZB

ifo Schnelldienst

Provided in Cooperation with:

Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

Suggested Citation: Erber, Georg (2003) : Deflationsgefahr in Deutschland und die Geldpolitik der EZB, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 56, Iss. 11, pp. 3-9

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/163915>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Spätestens seit dem Frühjahr 2003 ist unter Fachökonomern eine Diskussion über weltweite Deflationsgefahren in Gang gekommen. Die jüngst veröffentlichte Studie einer Task-Force des IWF hat diese Sorgen insbesondere für Deutschland erneut auf die Agenda der wirtschaftspolitischen Diskussion gehoben. Was wäre zu tun, um diesen Gefahren in Deutschland besser begegnen zu können?

Deflationsgefahr in Deutschland?

Deutschland steht am Rande einer Deflation nach Einschätzung einer Studie des IWF (2003), die mit ausdrücklicher Zustimmung des Chefökonomens des IWF, Kenneth Rogoff, kürzlich veröffentlicht wurde. Dem ist seitens der Bundesregierung vom Bundeskanzler Schröder sowie vom Bundesfinanzminister Eichel, dem Bundesbankpräsidenten Welteke und dem Vorsitzenden des Sachverständigenrates Wiegard sofort öffentlich widersprochen worden. Mithin sehen maßgebliche Vertreter in Deutschland auch keinen geldpolitischen Handlungsbedarf seitens der EZB, gegen eine deflationäre Entwicklung in Deutschland einzugreifen.

Unter Deflation ist ein Sinken des allgemeinen Preisniveaus des privaten Verbrauchs definiert, wie er innerhalb der EU durch den harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVP) gemessen wird. Dabei gelten analog zur Definition einer Rezession ein Preisniveaurückgang von mindestens zwei Quartalen als offizieller Benchmark für das Eintreten einer Deflation.

Es gibt unterschiedliche Quellen von Deflation. Einerseits kann sie als das Ergebnis einer angebotsseitigen Effizienzsteigerung der gesamten Wirtschaft entstehen, die durch Produktivitätssteigerungen auch zu hierdurch induzierten Preissenkungen führt, andererseits kann sie das Ergebnis einer allgemeinen Nachfrageschwäche sein. Dies kann aufgrund hoher Überkapazitäten auf der Angebotsseite zu weitverbreiteten Preiskämpfen führen¹, die den Charakter eines ruinösen

Preiswettbewerbs einschließen. Man spricht dann von einem *nachfrageseitigen Deflationsprozess* (IWF 2003, S. 9 ff.).

Während *angebotsseitige Deflation* im 19. Jahrhundert ein langandauerndes Phänomen im Zeitalter der Industrialisierung darstellte, war in der Weltwirtschaftskrise von 1929 bis 1933 die Deflation Ausdruck einer umfassenden rasch sich ausbreitenden weltweiten Nachfrageschwäche. Die derzeitigen Sorgen der IWF-Ökonomen richten sich dabei auf die weltweite *nachfrageseitige Deflationsgefahr*: Deutschland ist dabei nur eines von zahlreichen anderen gefährdeten Ländern. Einer Deflation in Deutschland ähnlich der in Japan käme aufgrund seiner Bedeutung als drittgrößte Wirtschaftsmacht nach den USA und Japan sowie als größte Volkswirtschaft innerhalb der EWU eine ungleich größere Bedeutung weltweit zu, als dies bei einem kleineren Land der Fall wäre.

Die EZB verfügt über die zur Deflationsbekämpfung erforderlichen geldpolitischen Instrumente. Sie hat jüngst ihre geldpolitischen Leitlinien aufgrund anhaltender Kritik neu definiert, um nicht zuletzt auch der Deflationsgefahr in der EWU besser Rechnung zu tragen (EZB 2003a). Statt wie bisher eine Inflationsrate des gesamten Euroraums von *unter 2%* sollen jetzt Inflationsraten *um 2%* angestrebt werden. Des Weiteren wurde eine Untergrenze von 1% Inflation im Euroraum als weitere geldpolitische Zielmarke für die Geldpolitik der EZB zur Vermeidung einer Deflation in der EWU gesetzt. Diese Korrekturen der geldpolitischen Ziele der EZB reichen jedoch nicht aus, um die der-



Georg Erber*

¹ Vgl. hierzu beispielsweise den Beitrag von Hawranek (2003) über den derzeit einsetzenden Preiskampf beim Automobilhandel in Deutschland. Ursache sind die hohen weltweiten Überkapazitäten bei stagnierender oder sogar sinkender Nachfrage insbesondere auch in Deutschland.

* Dr. Georg Erber ist als Wissenschaftler am DIW Berlin in der Abteilung Informationsgesellschaft und Wettbewerb tätig. Die in diesem Beitrag vertretenen Auffassungen liegen ausschließlich in der Verantwortung des Verfassers und nicht in der des Instituts.

zeitige Deflationsgefahr in Deutschland rechtzeitig zu vermeiden. Wegen Messungenauigkeiten bei der Inflationsmessung wird in der Regel eine Inflationsrate von 0,5% bereits als kritischer Wert angesehen, bei dem Deflationsgefahren auftreten können.

Die vom Direktorium vertretene Interpretation einer neuen geldpolitischen Orientierung der EZB wurde von führenden Ökonomen als missverständlich angesehen (De Grauwe 2003). Insbesondere fehlt seitens der EZB ein klares *commitment* einer möglichen Deflationsgefahr in einzelnen Mitgliedsländern der EWU, wie beispielsweise Deutschland, rasch zu begegnen (Crooks und Harnischfeder 2003). Als Grund hierfür wird angeführt, dass sich die EZB nur am Durchschnitt aller Mitgliedsländer der EWU ausrichten könne. Eine länderspezifische Ausrichtung würde dem Geist der EWU widersprechen. Nach der derzeitigen Haltung der EZB würde mithin nur für den Fall einer Deflationsgefahr für die gesamte EWU die EZB geldpolitisch gegensteuern.

Adam S. Posen (2003) vom IIE (*Institute for International Economics*) in Washington kam zu ähnlichen Einschätzungen wie die des IWF, dass Deutschland die japanische Krankheit einer langanhaltenden Stagnation der Wirtschaft und infolge dessen eine hieraus entstehenden *nachfrageseitigen* Deflation drohe. Ursache ist zum einen wie in Japan eine Finanzmarktkrise in Deutschland sowie eine seit etwa drei Jahren andauernde deutliche Wachstumsschwäche (siehe hierzu Abb. 1), die bereits erneut im ersten Quartal 2003 unerwartet zu einer deutlichen Schrumpfung der Einzelhandelsumsätze um 4% und einem unerwarteten Rückgang des Bruttoinlandsprodukts um 0,2% in Deutschland geführt hat. Ob darin nur kurzfristige Auswirkungen des Irak-Kriegs sich widerspiegeln, ist strittig. Deutschland ist bereits seit längerem Schlusslicht beim Wirtschaftswachstum innerhalb der

EU und die Wachstumsperspektiven der gesamten EU haben sich nach neuesten Ergebnissen weiter eingetrübt (Swann und Simonian 2003).

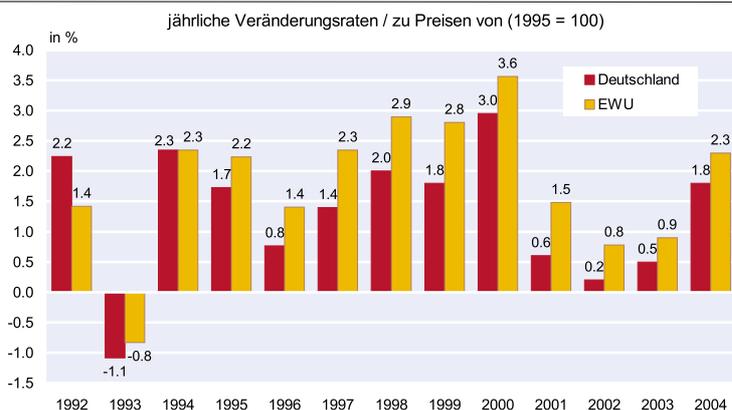
Simulationsergebnisse des *National Institute of Economic and Social Research*, ein britisches Wirtschaftsforschungsinstitut, das auch für die EZB und Ecofin-Rat Vergleichsrechnungen zur Wirtschaftsentwicklung in der EU durchführt, kommen ebenfalls zu Ergebnissen einer aktuellen Deflationsgefahr für Deutschland insbesondere dann, wenn sich die rasche Aufwertung des Euro weiter fortsetzt (Crooks 2003).

Dabei ist nicht nur die rasche Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar² zu beachten, sondern auch die gegenüber weiteren Weltwährungen wie beispielsweise dem japanischen Yen. Gegenüber dem chinesischen Renmin Bin sowie den Währungen der asiatischen Schwellenländer wertet der Euro aufgrund der bisherigen Exportorientierung dieser Länder auf die USA und Japan aufgrund einer entsprechenden Wechselkurspolitik auf. Damit schwindet jedoch die internationale preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Eurozone insbesondere auch Deutschlands. Dies ist umso bedrohlicher, weil auch in den zurückliegenden Jahren das Wirtschaftswachstum der Eurozone durch den Export in Drittländer wesentlich bestimmt wurde. Drei Viertel des Wirtschaftswachstums der Eurozone von 0,8% im Jahr 2002 ist allein durch den Exportüberschuss gegenüber Drittländern erklärbar. Das sich in diesem Jahr abzeichnende Rekorddefizit in der amerikanischen Handelsbilanz von etwa 500 Mrd. US-Dollar, setzt der Bereitschaft der USA weiterhin die Rolle einer alleinigen Konjunkturlokomotive für die übrige Welt zu spielen, enge Grenzen. Mithin dient ein deutlich fallender Wechselkurs des US-Dollar einerseits einem Abbau dieses Defizits, führt aber auch zu einem Deflationsexport gegenüber den Aufwertungsländern. Auch in

den USA sind im Zuge der Wirtschaftskrise nach dem Platzen der *New Economy Bubble* Deflationsängste entstanden, auch wenn diese weniger akut sind, als dies für Deutschland befürchtet werden muss.³ Aufgrund der bereits auf historischen Tiefständen operierenden amerikanischen Geldpolitik von derzeit 1,5% für die Federal Funds Rate und einer quasi Nullzinspolitik der japanischen Zentralbank, ist deren geldpolitischer Handlungsspielraum weitgehend ausgeschöpft. Abwertungen der eigenen Währungen zur Stimulierung der eigenen Wirt-

Abb. 1

Bruttoinlandsprodukt in Deutschland und der EWU



2003 und 2004 sind Prognosen der Gemeinschaftsdiagnose der Wirtschaftsforschungsinstitute vom Frühjahr 2003

Quelle: Deutsche Bundesbank und Berechnungen des Autors.

² Dabei spielt die Abkehr der amerikanischen Regierung von der Politik des starken Dollar eine nicht zu unterschätzende Rolle (vgl. z.B. Swann 2003).

³ Vgl. hierzu beispielsweise Wiggins, Despeignes und Pilling (2003), Despeignes (2003) oder Despeignes und Crooks (2003).

schaft werden unter diesen Umständen zu einer *beggar-my-neighbour*-Politik.

Diese weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen führen zusammen mit der inländischen Struktur- und Finanzkrise derzeit zu einer zunehmenden nachfragebedingten Deflationsgefahr in Deutschland. Trotz steigender Nominallohne führt derzeit der Anstieg der aktuellen Sparquote der Haushalte zu einem deutlichen Einbruch des privaten Verbrauchs. Das vorhandene Angebot trifft bereits jetzt auf eine unzureichende inländische Nachfrage, da auch Investitionen und Staatsausgaben rückläufig sind bzw. nahezu stagnieren. Des Weiteren sind die Finanzmärkte in Deutschland in einem labilen Zustand, wie er seit Bestehen der Bundesrepublik bisher unbekannt war. Für eine energische expansive Fiskalpolitik, wie derzeit in den USA, fehlt es an einer ausreichenden nachhaltig ausgerichteten Finanzpolitik in Deutschland, die langfristig eine Rückführung aktuell hoher staatlicher Defizite als ansonsten angemessene Antwort zuließen.

Imperfekter EWU-Währungsraum

Bei Abschluss des Maastricht-Vertrages zur Bildung der EWU wurde über die Frage heftig gestritten, welches die notwendigen Voraussetzungen für die Mitgliedschaft eines Landes in der EWU sein sollten. Gemäß der Theorie optimaler Währungsräume⁴ kann ein Währungsraum nur dann effizient funktionieren, wenn es zu einem hinreichenden Maß an realwirtschaftlicher Konvergenz zwischen den über eine gemeinsame Währung miteinander verbundenen Wirtschaftsräumen gekommen ist. Ähnlich wie bei der deutschen Währungsunion zu Beginn der 1990er Jahre erhofften sich die Väter der EWU, dass es zu einer zumindest ausreichenden raschen Konvergenz der Mitgliedsländer kommen würde. Dies ist jedoch im Vorfeld bis zum Beginn im Jahr 1998 und auch danach nur unzureichend erreicht worden. Eine wichtige Ursache hierfür liegt nicht zuletzt in den weiterhin großen Unterschieden im Pro-Kopf-Einkommen der Länder, so dass im Zuge der Einführung der Währungsunion eine raschere Angleichung nicht nur der Pro-Kopf-Einkommen aufgrund eines gemeinsamen EWU-Finanzmarktes, sondern auch der nationalen Preisniveaus einsetzte. Dies führt erfahrungsgemäß zu einem deutlichen Inflationsgefälle zwischen den Ländern mit hohem Pro-Kopf-Einkommen wie beispielsweise Deutschland und denen mit niedrigerem Pro-Kopf-Einkommen wie beispielsweise Irland, Griechenland oder Portugal (vgl. auch Rogoff 1996, S. 660).⁵ Mit-

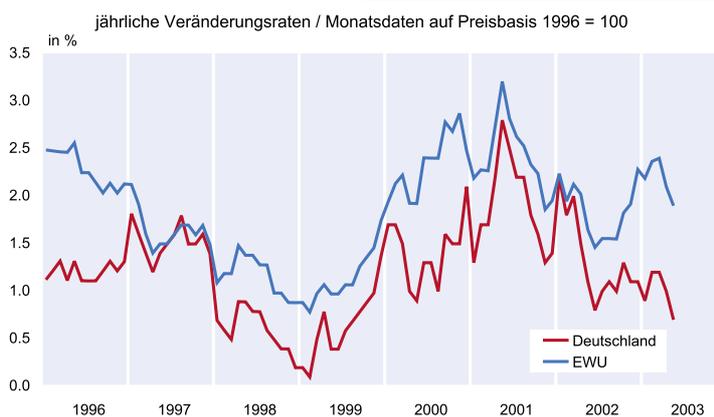
hin wird eine Konvergenz der Preisniveaus innerhalb der EWU allein aufgrund der nur langsamen Konvergenz der nationalen Preisniveaus bei einer Angleichung der Lebensverhältnisse zu einem Inflationsgefälle zwischen den einzelnen Ländern der EWU führen.

Ein weiterer Faktor, der einer raschen Konvergenz der Inflationsraten der einzelnen Mitgliedsländer entgegensteht, ist der Balassa-Samuelson-Effekt (Erber 2002; Rogoff 1996). Die EWU wird daher aufgrund der politischen Entscheidung über die Auswahl der Mitgliedsländer noch lange eine imperfekte Währungsunion bleiben.

Wegen der fortdauernden unzureichenden Konvergenz der Inflationsraten zwischen den einzelnen Mitgliedsländern der EWU wird jedoch Deutschland aufgrund des Balassa-Samuelson-Effekts⁶ tendenziell auf absehbare Zeit immer deutlich am unteren Ende der Inflationsentwicklung der EWU liegen. Hans-Werner Sinn (2003; Sinn und Reutter 2000a; 2000b) hat bereits vor etwa zwei Jahren in diesem Zusammenhang gezeigt, dass, um eine Inflationsrate des Euroraumes von 2% zu erreichen, Deutschland langfristig eine Inflationsrate von etwa 1% einhalten müsste. Diese Restriktion für Deutschland innerhalb der EWU führt jedoch in einer Zeit einer deutlichen Disinflation auch in allen übrigen Mitgliedsländern der EWU aufgrund einer allgemeinen konjunkturellen Schwäche zu einem unzurei-

⁶ Vgl. Balassa (1964) und Samuelson (1964). Der Balassa-Samuelson-Effekt impliziert, dass Länder mit einem hohen Pro-Kopf-Einkommen eine niedrigere gesamtwirtschaftliche Inflationsrate als solche mit einem niedrigeren Pro-Kopf-Einkommen haben werden. Vgl. hierzu auch beispielsweise Rogoff (1996, S. 660). Ursache sind die unterschiedliche Preisentwicklung bei international handelbaren und nicht-handelbaren Gütern und Dienstleistungen. Während handelbare Güter und Dienstleistungen im internationalen Wettbewerb miteinander stehen und eine raschere Preiskonvergenz im Sinne der Kaufkraftparitätentheorie erreichen, gilt dies für nicht-handelbare Güter und Dienstleistungen nicht. Solange das Pro-Kopf-Einkommen in Deutschland noch deutlich über dem zahlreicher anderer EMU-Mitgliedsländer liegt, wird mithin mit einer niedrigeren Inflationsrate in Deutschland im Vergleich zu diesen Ländern zu rechnen sein.

Abb. 2
Harmonisierter Verbraucherpreisindex



Quelle: Destatis und Eurostat.

⁴ Vgl. Mundell (1961) oder Fleming (1962). Einen guten Überblick über aktuelle Entwicklungen zu diesem Thema findet sich bei Obstfeld (2001).

⁵ Siehe hierzu auch Rogoff (1996, S. 660).

chenden Spielraum, die Inflationsrate in Deutschland oberhalb der Nulllinie zu halten. Die zögerliche geldpolitische Lockerung der EZB kam seit dem Jahr 2000 für die Stabilisierung der Konjunktur in Deutschland regelmäßig zu spät, um die einsetzende Abwärtsbewegung noch frühzeitig zu stoppen.

Derzeit liegt die Inflationsrate des HVPI für Deutschland im Mai 2003 gemessen gegenüber dem Vorjahreswert bei 0,7%. Innerhalb der EWU liegt der Wert zugleich bei 1,9%. Die Differenz zwischen der allgemeinen Inflationsrate der EWU und Deutschland ist daher aktuell sogar größer als dies im langfristigen Mittel mit etwa 1% zu erwarten wäre. Bereits im Jahr 1999 stand Deutschland kurz vor einer deflationären Entwicklung im Zuge der weltweiten Folgen der Asien und Russland-Krise. Allerdings lag damals das Wirtschaftswachstum noch bei 1,8%. Des Weiteren waren die Finanzmärkte in Deutschland in einer besseren Verfassung. Gleichzeitig setzte eine deutliche Abwertung des Euro gegenüber dem US Dollar ein, der den Export, insbesondere auch Deutschlands, stimulierte.

Finanzmarktkrise in Deutschland

Nach dem Platzen der Spekulationsblase der New Economy im Frühjahr 2000 hat sich die Krise auch im Geschäftsbankensektor deutlich verschärft und aufgrund der hohen Kreditausfälle und Vermögensverluste auf den Aktien- und Kapitalmärkten, eine Rekapitalisierung des Geschäftsbankensektors in Deutschland nachhaltig erschwert.

An den Vermögensmärkten ist es seither infolge einer weltweiten Deflation der Vermögenswerte an den Geld- und Kapitalmärkten durch eine dramatische Preisdeflation bei Aktien sowie sinkende Ertrags Erwartungen und fallende Kapitalmarktzinsen auch bei festverzinslichen Vermögensanlagen bei Neuemissionen zu einer langanhaltenden Kapitalvernichtung gekommen. In Deutschland haben darüber hinaus im Vergleich zu anderen OECD-Ländern, insbesondere den USA und Großbritannien, die Immobilienmärkte auch keine Alternative ähnlich wie in Japan für ertragsreiche Vermögensanlage geboten (IWF 2003, S. 53, Abb. 12b).

Da Banken und Versicherungen ihr Eigenkapital auch durch Aktien- und Immobilienvermögen halten, sind sie von dieser Entwicklung, wie andere private und institutionelle Anleger, gleichfalls betroffen. Hohe Wertberichtigungen auf das eigene Anlagevermögen schaffen jedoch Probleme bei der Kreditvergabe, da die hierfür erforderliche Eigenkapitaldeckung unzureichend ist bzw. kaum eine Kreditvergabe im bisherigen Umfang zulässt.

Mangelnde Liquidität der Geschäftsbanken sowie steigende Risikoprämien bei der Kreditvergabe haben eine Kreditrationierung in Deutschland herbeigeführt, die weite Bereiche der Wirtschaft in Deutschland lähmen.⁷ Die seit der zweiten Hälfte des Jahres 2001 einsetzende Kreditkontraktion hat sich im Laufe des Jahres 2002 beschleunigt. Besonders ausgeprägt ist diese Kontraktion bei den Großbanken. Stützungsaktionen, wie der Vorschlag einer *Bad Bank*⁸, der rasch eine Besserung hinsichtlich eines *credit crunch* bei den Großbanken in Deutschland bringen soll, bzw. mit der jetzt daraus abgeleiteten Verbriefungsinitiative (*true-sale-initiative*)⁹ unter Beteiligung der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), sollen die Liquidität des Geschäftsbankensektors in Deutschland nachhaltig stärken. Ob diese Maßnahme jedoch rasch greifen wird, um die Kreditklemme zu beseitigen, bleibt hinsichtlich der zukünftigen Vergabe von Krediten an Unternehmen und Privatpersonen, dem eigentlichen wirtschaftspolitischen Ziel einer solchen Maßnahme, abzuwarten. Die bereits derzeit erwarteten gestiegenen Kreditrisiken bei den Geschäftsbanken führen weiterhin zu deutlich höheren Kreditzinsen gegenüber Geschäftskunden aufgrund der darin enthaltenen Risikoprämien nicht zuletzt wegen bereits eingetretener hoher Verluste im Kreditgeschäft.¹⁰ Des Weiteren werden derzeit noch von zahlreichen Geschäftsbanken Kreditlinien für Unternehmen und Privatperso-

⁷ Vgl. hierzu die Daten der Deutschen Bundesbank zur Kreditvergabe an inländische Unternehmen und Privatpersonen aus der On-line-Datenbank oder auch EZB (2003b).

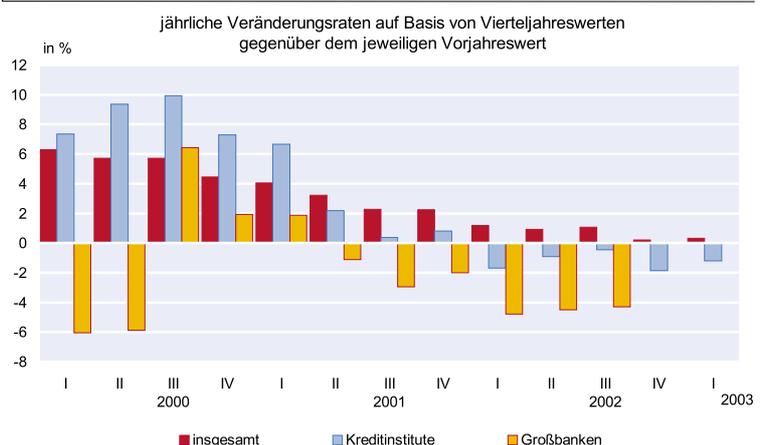
⁸ Vgl. Knipper, Langraf und Maisch (2003).

⁹ Durch die Verbriefung können Geschäftsbanken einen Teil ihres Kreditvolumens an eine hierfür gegründete Zweckgesellschaft veräußern, um sich zusätzlich liquide Mittel zu beschaffen. Durch die Bündelung von Kredit verschiedener Bonitätsstufen soll dabei das Kreditausfallrisiko breiter gestreut werden und durch entsprechend niedrigere Verzinsungen nicht zuletzt wegen staatlicher Garantien hinsichtlich des Kreditausfallrisikos besser beherrschbar gemacht werden. Vgl. hierzu auch Handelsblatt (9. Mai 2003).

¹⁰ Nicht zuletzt wegen dieser hohen Kreditrisiken wurden von zahlreichen Geschäftsbanken in Deutschland die vorangegangenen Zinssenkungen der EZB vom 6. Dezember 2002 und 7. März 2003 nicht in vollen Umfang an die Geschäftskunden weitergegeben.

Abb. 3

Deutschland: Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen



Quelle: Deutsche Bundesbank und Berechnungen des Autors.

nen nach unten revidiert, so dass das Liquiditätsrisiko für diesen Kundenkreis insgesamt steigt. Ein Teil der Insolvenzen des letzten Jahres, die einen Nachkriegsrekord erreichten, werden nicht zuletzt auch als Folge einer solchen restriktiven Kreditvergabe angesehen.

Große institutionelle Anleger auf den Geld- und Kapitalmärkten wie Lebensversicherungen oder Pensionsfonds leiden zudem aufgrund einer anhaltenden Schwäche bei der Wertentwicklung von Vermögensanlagen, insbesondere bei Aktien- und Immobilienvermögen, aufgrund bereits sehr niedriger Nominalzinsen innerhalb der OECD-Länder unter finanzieller Auszehrung, wenn es zu keiner baldigen nachhaltigen Wende auf den Geld- und Kapitalmärkten kommt.¹¹

Ein Hinzutreten einer zunächst nur milden Deflation könnte so leicht zu einem kumulativen Prozess einer Schulden-Deflationsspirale führen.

Von der Deflation zur Depression

Irving Fisher (1933) hat bereits 1933 im Zuge seiner Analyse der Weltwirtschaftskrise von 1929 bis 1933 diesen Prozess analysiert und eine fehlerhafte restriktive prozyklische Geld- und Fiskalpolitik der USA und zahlreicher europäischer Staaten hierfür als wesentliche Ursache verantwortlich gemacht. Milton Friedman und Anna Schwatz (1963) haben diese Analyse später in einer umfassenden Studie für die USA erneut bestätigt.

Akerlof (1996), einer der Nobelpreisträger der letzten Jahre, hat anhand eines Modells die dramatischen Wirkungen einer Deflation auf Wachstum und Beschäftigung anhand einer modifizierten Phillips-Kurve dokumentiert, wenn eine Lohnrigidität der Nominallöhne existiert¹² und zugleich rasche Lohnsenkungen gesamtwirtschaftlich geboten wären. Diese sind aufgrund sozialpsychologischer Verhaltensweisen wirtschaftspolitisch jedoch kaum durchführbar. Akerlofs Erklärungsansatz konnte im Vergleich zur traditionellen Phillips-Kurve auch hervorragend die Entwicklung der Weltwirtschaftskrise in den USA während dieser Jahre modellmäßig nachbilden.

Eine zunächst milde Deflation kann unter derartigen Umständen aufgrund einer hierdurch induzierten Rezession der Wirtschaft und damit einhergehender zunehmender Arbeitslosigkeit, den zunächst leichten Deflationsprozess dra-

matisch beschleunigen, wenn dem nicht durch eine entsprechende expansive koordinierte Geld- und Fiskalpolitik entgegengewirkt würde. Dieser Prozess setzt insbesondere dann verstärkt ein, wenn zur Deflation noch eine Lohndeflation hinzutritt. Wenn es Unternehmen aufgrund hoher Verluste gelingt, die Löhne seiner Mitarbeiter deutlich zu senken, dann führt dies, wenn es auf breiter Front in der gesamten Wirtschaft geschieht, zu einer Preis-Lohn-Deflationsspirale.

In der Weltwirtschaftskrise fielen infolgedessen das Preisniveau in den USA innerhalb von nur drei Jahren um insgesamt rund 30%. Verfestigen sich zunächst unerwartete deflationäre Tendenzen der Wirtschaft in den daraus abgeleiteten Zukunftserwartungen der Wirtschaftssubjekte (aufgrund der Hypothese adaptiver Erwartungsbildung, vgl. hierzu Evans und Honkapohja 2001), endet ein solcher Prozess unter Umständen in einer umfassenden Depression der gesamten Wirtschaft. In einer Depression erwarten aufgrund eines dynamischen Ungleichgewichts die überwiegende Zahl der Wirtschaftssubjekte keinerlei Besserung mehr. Statt einer zyklischen Wirtschaftskrise ist eine nachhaltige Vertrauenskrise entstanden, dass durch Anpassung an den Abwärtstrend der Wirtschaft dieser auf absehbare Zeit gebrochen werden kann.

Das Brechen einer solchen Depression aufgrund anhaltender pessimistischer Erwartungen, ist dann nur unter großen Anstrengungen und Kosten aufgrund der bereits von Keynes beschriebenen Liquiditätsfalle für die Zinspolitik zu überwinden. Japan liefert für diese verzweifelte Lage bereits seit Anfang der 1990er Jahre ein warnendes Beispiel (vgl. z.B. Krugman 1998; 2000).

Geldpolitische Konsequenzen für die EZB

Mithin sollte die EZB unter allen Umständen vermeiden, dass es zu einer solchen Entwicklung auch nur in einzelnen Mitgliedsländern kommt. Insbesondere wegen des großen Gewichts der deutschen Wirtschaft innerhalb des Euroraums würden sich die Folgen einer Deflation in Deutschland rasch auch in die anderen Mitgliedsländer der EWU ausbreiten. Je enger die wirtschaftliche Integration mit Deutschland ist, desto rascher wären auch die von dort ausgehenden Ansteckungsgefahren. Es mag derzeit schwierig sein, eine Wahrscheinlichkeit für das Entstehen eines solchen Prozesses in Deutschland zuverlässig abzuschätzen, aber aufgrund der damit verbundenen hohen gesamtwirtschaftlichen Wohlfahrtsverluste, wenn er denn einträte, sollte die EZB und die deutsche Regierung alles denkbar mögliche tun, um diese Gefahr prinzipiell auszuschließen.

Da unter allen Mitgliedsländern des Euroraumes derzeit keinerlei Risiko einer raschen Akzeleration der Inflation in ein-

¹¹ Vgl. Der Spiegel (2003). Ein aktueller Stresstest des Bundesamtes für Finanzdienstleistungen (Bafin) hat bei deutschen Lebensversicherern deutliche Schwächen aufgezeigt.

¹² Es gehört zu den Mythen in Deutschland, den USA eine hohe Nominallohnflexibilität zu unterstellen. Alle empirischen Befunde verweisen jedoch auf eine nahezu absolute Lohnrigidität bei den Nominallöhnen der USA. Vgl. hierzu Akerlof et al. (1996) sowie Kahn (1997).

zelen Mitgliedstaaten sowie der EWU insgesamt besteht, sollte eine vorsorgliche expansive Geldpolitik seitens der EZB die aktuelle Deflationsgefahr in Deutschland ausschließen. Es besteht bei vielen Beobachtern derzeit jedoch der Eindruck, dass die entscheidenden wirtschaftspolitischen Akteure insbesondere auch innerhalb der EZB sowie der Bundesregierung oder der Bundesbank dieses Risiko leugnen oder als vernachlässigbar gering ansehen, bis es unter Umständen zu spät ist. Statt einer pre-emptiven Anti-Deflationspolitik – wie vom IWF derzeit nachdrücklich empfohlen – wartet man, bis es möglicherweise sehr spät oder vielleicht sogar zu spät ist.¹³

Mit dem Verzicht der EZB die Geldmenge als *leading indicator* zur frühzeitigen Identifikation zukünftiger Inflations-/Deflationspotentiale der EWU-Länder zu nutzen, ist das Problem hierfür geeigneter Indikatoren zur Gestaltung einer vorausschauenden Geldpolitik nicht gelöst. Die Geldmenge hat sich derzeit nur innerhalb der EWU als ein ungeeigneter Indikator erwiesen.

Die Warnungen aus Amerika vom IWF und von Alan Greenspan¹⁴ sollten daher nicht auf taube Ohren bei den verantwortlichen Vertretern der EZB in Europa stoßen.

Ein offizieller geldpolitischer Zielkorridor um 2,5% Inflation im Euroraum¹⁵ mit jeweils einer Schwankungsbreite von je 1% nach oben und unten, d.h. 3,5% bis 1,5%, könnte das Deflationsrisiko auch für Deutschland als Mitgliedsland zusammen mit einer jetzt erforderlichen entschlossenen anti-deflationären Geldpolitik der EZB¹⁶ nachhaltig reduzieren, ohne die Glaubwürdigkeit der EZB¹⁷, Preisstabilität in der EWU insgesamt zu sichern, zu gefährden.

Des Weiteren sollte eine hohe Volatilität der wichtigsten Wechselkurse der Weltwirtschaft durch eine internationale

Koordination der Wechselkurspolitik unter Führung des IWF verhindert werden, da ansonsten zusätzliche Belastungen auf die Weltwirtschaft hieraus entstehen. Hierzu kann auch die Bundesregierung über den Ecofin-Rat innerhalb der EU einen wichtigen Beitrag leisten. Es bleibt abzuwarten, ob auf dem letzten G8-Gipfeltreffen der Regierungschefs in Evian oder auch der Institute for International Finance-Konferenz¹⁸ in Berlin (Wolff 2003) derartige Vereinbarungen im Sinne des Plaza-Agreement bzw. Louvre-Accord vorbereitet worden sind.

Bereits seit einiger Zeit findet eine breite Diskussion innerhalb der USA über die Konsequenzen für die Geldpolitik statt, wenn es zu einem wirtschaftlichen Umfeld mit niedrigen Inflationsraten kommt.¹⁹ Innerhalb der EU-Länder und insbesondere bei der EZB sollte diesen Fragestellungen gleichfalls eine größere Aufmerksamkeit geschenkt werden.

Wirtschaftspolitische Handlungsoptionen der Bundesregierung

Eine expansivere Geldpolitik der EZB würde zugleich der Bundesregierung eine Atempause in Deutschland verschaffen, die langfristig unvermeidlichen Strukturreformen am Arbeitsmarkt und den sozialen Sicherungssystemen jetzt zügig umzusetzen, die allein langfristig einen selbsttragenden Aufschwung in Deutschland sichern könnten.

Die Bundesregierung sollte zugleich eine Task-Force mit dem Ziel des Deflations-Monitoring in Deutschland möglichst noch vor der Sommerpause bilden, um die Risiken für Deutschland anhand der vorhandenen Informationen untersuchen und sich mögliche Handlungsoptionen für die Bundespolitik in enger Kooperation mit der EZB aufzeigen zu lassen. Erste Ergebnisse sollten bereits im Herbst von dieser Task-Force vorgelegt werden.

Durch eine glaubwürdige Öffentlichkeitsarbeit, ob eine akute Deflationsgefahr für Deutschland und die Eurozone besteht und was, wann dann seitens der Bundesregierung zu tun wäre, würde ein Teil der entstehenden Verunsicherung in der Öffentlichkeit abgebaut werden können.

¹³ Bis eine geldpolitische Maßnahme in der Regel wirksam wird, vergehen erfahrungsgemäß etwa neun bis zwölf Monate. In der Zwischenzeit kann jedoch viel geschehen, was den beabsichtigten Effekt neutralisiert oder überkompensiert. Eine passive Geldpolitik, die erst auf ein aktuelles Deflationssignal reagiert, kann bei entsprechender Dynamik einer Deflation entsprechend zu spät gegensteuern.

¹⁴ »[The threat] even though minor, is sufficiently large that it requires close scrutiny and maybe, maybe, action.« Alan Greenspan zur Deflationsgefahr in den USA in Financial Times vom 22. Mai 2003.

¹⁵ Wie ihn beispielsweise auch die Bank of England verfolgt.

¹⁶ Derzeit steht eine solche Politik bei der EZB nicht auf der Agenda. Vgl. hierzu EZB (2003a):

Issing: »The concept of deflation is not question of sectors and countries, it is a question of the monetary area. In all large monetary areas in the world, you have regions with low and even sometimes negative developments. This is not specific to the euro area, but it has nothing to do with deflation. Deflation is a concept related to monetary policy for the average for the whole monetary area.«

Duisenberg: »In the 16 years that I was the Governor of the central bank of the Netherlands, there were two years in which we had deflation of 1/2%. I publicly declared then that I lived in a central banker's paradise; as long as the others have more inflation, it is not a problem.«

¹⁷ Vgl. Erber und Hagemann (1998). Die Glaubwürdigkeit der EZB würde durch eine erfolgreiche Anti-Deflationspolitik gestärkt und nicht geschwächt.

¹⁸ Institute for International Finance.

¹⁹ Siehe beispielsweise die Beiträge zur Konferenz »Monetary Policy in a Low-Inflation Environment« A Conference Sponsored by the Federal Reserve Banks of Boston, New York, Cleveland, Richmond, Atlanta, St. Louis, and Minneapolis, and the Board of Governors of the Federal Reserve System, 18. bis 20. Oktober 1999, erschienen beim Journal of Money, Credit and Banking, November 2000 32 (2).

Literatur

- Akerlof, G. A., W.T. Dickens und G.L. Perry (1996), »The Macroeconomics of Low Inflation«, *Brookings Papers of Economic Activity, Issue 1*, 1–59.
- Balassa, B. (1964), »The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal«, *Journal of Political Economy* 72, 584–596.
- Crooks, E. (2003), »Think-tank in grim warning on deflation«, *Financial Times*, 22. Mai.
- Crooks, E., und U. Harnischfeger (2003), »With falling output and a rising currency, how can policymakers steer the eurozone away from recession?«, *Financial Times*, 16. Mai.
- De Grauwe, P. (2003), »The central bank that has missed the point«, *Financial Times*, 14. Mai.
- Der Spiegel (2003), *Schlechte Noten bei Stresstests – Versicherungen*, 1. Juni, 77.
- Despeignes, P. (2003), »Fall in prices fans deflation debate«, *Financial Times*, 16. Mai.
- Despeignes, P. und E. Crooks (2003), »Greenspan plays down threat of US deflation«, *Financial Times*, 22. Mai.
- Erber, G. (2002), *We need PPPs instead of the HICP to better understand the inflationary process in the EMU area*, paper presented at the Annual IAES-Conference, Washington D. C., Oktober 2002.
- Erber, G. und H. Hagemann (1998), »Credibility: measurement and impacts. Central bank experience and Euro-perspectives«, in: P. Arestis und M. Sawyer (eds.), *The Political Economy of Central Banking*, Edward Elgar, 101–121.
- Europäische Zentralbank (2003a), *Press conference, press seminar on the evaluation of the ECB's monetary policy strategy by W. Duisenberg, I. Papademos and O. Issing*, Frankfurt am Main, 8. Mai.
- Europäische Zentralbank (2003b), »Erste Ergebnisse einer Umfrage zur Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet«, *EZB-Monatsbericht*, Mai, 16–18.
- Evans, G.W. und S. Honkapohja (2001), *Learning and Expectation in Macroeconomics*, Princeton: Princeton University Press.
- Fisher, I. (1933), »The Debt-Deflation Theory of Great Depressions«, *Econometrica* 1, October, 337–357.
- Fleming, J. M. (1962), »Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates«, *IMF Staff Papers* 9, International Monetary Fund, 369–379.
- Friedman, M. und A.J. Schwartz (1963), *A Monetary History of the United States, 1867–1960*, Princeton: Princeton University Press.
- Handelsblatt (2003), *Sparkassen-Gruppe stärkt Verbriefungsinitiative*, 9. Mai.
- Internationaler Währungsfonds (2003), *Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options – Findings of an Interdepartmental Task Force*, approved by Kenneth Rogoff, Washington D.C., 30. April.
- Hawranek, D. (2003), »Rabatte sind wie eine Droge«, *Der Spiegel* (23), 1. Juni 2003, 78–80.
- Kahn, S. (1997), »Evidence of Nominal Wage Stickiness from Microdata«, *American Economic Review* 87, 993–1008.
- Knipper, H.-J., R. Langraf und M. Maisch (2003), »Bad Bank« sorgt für Aufregung, *Handelsblatt*, 24. Februar.
- Krugman, P. (1998), »It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap«, *Brookings Paper on Economic Activity* (2), 137–187.
- Krugman, P. (2000), »Japan heads for the edge. The world's second-biggest economy is facing a needless slump because of the passivity of its monetary authorities«, *Financial Times*, 20. Januar.
- Mundell, R.A. (1961), »A Theory of Optimum Currency Areas«, *American Economic Review* 51, 509–517.
- Obstfeld, M. (2001), *International Macroeconomics: Beyond the Mundell-Fleming Model*, Institute of Business and Economic Research, University of California, Berkeley.
- Posen, A. S. (2003), »Is Germany Turning Japanese?«, *IIE-Working Paper* 2-2003, Washington D.C, März.
- Rogoff, K. (1996), »The Purchasing Power Parity Puzzle«, *Journal of Economic Literature* 34, Juni, 647–668.
- Samuelson, P.A. (1964), »Theoretical Notes on Trade Problems«, *Review of Economics and Statistics* 23, 1–60.
- Sinn, H.-W. (2003), »A shot of inflation would be good for Europe«, *Financial Times*, 21. Mai.
- Sinn, H.-W. und M. Reutter (2000a), »Die Mindestinflationsrate für die Euro-Länder«, *ifo Schnelldienst* 53 (35-36), 23–26.
- Sinn, H.-W. und M. Reutter (2000b), »The Minimum Inflation Rate for Euro-land«, *Cesifo Working Paper Series*, WP-No. 377, Dezember 2000, München.
- Swann, Ch. (2003), »Snow exposes strong dollar policy's frailty«, *Financial Times*, 20. Mai.
- Swann, Ch. und H. Simonian (2003), »Eurozone data damp growth hopes«, *Financial Times*, 16. Mai.
- Wiggins, J., P. Despeignes und D. Pilling (2003), »Fear of US deflation intensifies«, *Financial Times*, 17./18. Mai.

Wolff, S. (2003), »Spitzentreffen der Top-Banker in Berlin, Erörterung der künftigen Geld- und Finanzpolitik«, *Berliner Zeitung*, 3. Juni.

Der Beitrag ist in englischer Sprache im Cesifo Internet Forum auf unserer Website www.cesifo.de zu finden.