

**Rede des Mitglieds des Zentralbankrats der Fed, Ben. S. Bernanke  
vor dem National Economists Club, Washington, D.C.  
21. November 2002**

**Deflation: Sicherstellen, dass „es“ nicht passiert**

Seit dem Zweiten Weltkrieg ist Inflation – der anscheinend unerbittliche Anstieg der Preise für Güter und Dienstleistungen - Gift für jede Zentralbank. Ökonomen verschiedener Couleur vertreten die Ansicht, dass Inflation die unvermeidliche Folge (und nun können Sie Ihren Favoriten wählen) der Aufgabe der Metallgeldstandards, eines Mangels an Haushaltsdisziplin, von heftigen Bewegungen beim Preis für Öl und Rohstoffe, von Einkommensverteilungskämpfen, übertriebener Geldschöpfung, sich bestätigender Inflationserwartungen, einer „auf Inflation fokussierten“ Politik der Zentralbanken und noch anderer Faktoren sei. Trotz weitverbreitetem „Inflationspessimismus“ waren die Zentralbanken der meisten Industrieländer in den achtziger und neunziger Jahren jedoch in der Lage, den Inflationsdrachen einzufangen, wenn auch nicht völlig zu zähmen. Es war eine Kombination von mehreren Faktoren, die dieses glückliche Ergebnis möglich machte, aber das wesentliche Element hier war jedoch, dass Zentralbanker und, was ebenso wichtig ist, Politiker und die Öffentlichkeit in ihrer Gesamtheit sich viel mehr der sehr hohen Kosten bewusst wurden, die entstehen, wenn es der Wirtschaft ermöglicht wird, sich zu weit von Preisstabilität zu entfernen.

Angesichts der jetzt ziemlich niedrigen Inflationsraten in den Vereinigten Staaten haben einige jedoch ihre Bedenken zum Ausdruck gebracht, dass wir uns bald einem neuen Problem gegenübersehen könnten – der Gefahr einer Deflation oder fallender Preise. Dass diese Bedenken nicht rein hypothetisch sind, wird uns immer wieder vor Augen geführt, wenn wir die Zeitungsberichte über Japan lesen, wo eine anscheinend relativ moderate *Deflation* – eine Abnahme der Verbraucherpreise um etwa 1 Prozent pro Jahr – mit Jahren schmerzlichen langsamen Wachstums, zunehmender Arbeitslosigkeit und scheinbar unlösbarer Finanzprobleme auf dem Banken- und Firmensektor in Verbindung gebracht wird. Auch wenn es schwierig ist, Ursache und Wirkung zu trennen, besteht doch Konsens darüber, dass Deflation ein wichtiger negativer Faktor des japanischen Wirtschaftseinbruchs ist.

Ist nun Deflation eine Bedrohung für die wirtschaftliche Gesundheit der Vereinigten Staaten? Um Sie nicht im Ungewissen zu lassen, sage ich Ihnen, dass meiner Ansicht nach die Möglichkeit einer starken Deflation in den Vereinigten Staaten in vorhersehbarer Zukunft extrem gering ist, und das aus zwei Hauptgründen. Der erste ist die Elastizität und strukturelle Stabilität der US-Wirtschaft selbst. Im Laufe von Jahren hat die US-Wirtschaft eine bemerkenswerte Fähigkeit gezeigt, Schocks aller Art zu absorbieren, sich zu erholen und weiter zu wachsen. Flexible und effiziente Arbeits- und Kapitalmärkte, eine unternehmerische Tradition und eine allgemeine Bereitschaft, technologische und wirtschaftliche Veränderungen zu tolerieren und sich sogar zu eigen zu machen, tragen alle zu dieser Elastizität bei. Ein besonders wichtiger Schutzfaktor im gegenwärtigen Umfeld ist die Stärke unseres Finanzsystems. Trotz der nachteiligen Schocks des vergangenen Jahres bleibt unser Bankensystem gesund und gut reguliert, und die Bilanzen von Firmen und Privathaushalten sind zum größten Teil in guter Verfassung. Es ist außerdem hilfreich, dass die Inflation in letzter Zeit nicht nur niedrig war, sondern auch ziemlich stabil, was unter anderem zu dem

Ergebnis geführt hat, dass die Inflationserwartungen beständig scheinen. So ergibt sich zum Beispiel aus einer Erhebung der Universität von Michigan, welche den Konsumklimaindex zugrunde legt, dass die mittlere erwartete Inflationsrate in den nächsten fünf bis zehn Jahren bei den Befragten 2,9 Prozent im Oktober 2002 gegenüber 2,7 Prozent ein Jahr vorher und 3,0 Prozent zwei Jahre vorher betrug – in der Tat ein Zeichen von Stabilität.

Das zweite Bollwerk gegen Deflation in den Vereinigten Staaten, und dies wird im Zentrum meiner heutigen Ausführungen stehen, ist die Fed (das US-Zentralbanksystem) selbst. Der Kongress hat der Fed (neben anderen Zielen) auch die Verantwortung für die Preisstabilität übertragen, was ganz klar den Auftrag enthält, Deflation sowie Inflation zu vermeiden. Ich bin überzeugt, dass die Fed alle erforderlichen Maßnahmen ergreifen würde, um eine starke Deflation in den Vereinigten Staaten zu verhindern, und dass die US-Zentralbank außerdem in Kooperation mit anderen staatlichen Stellen über ausreichende geldpolitische Instrumente verfügt, um sicherzustellen, dass eine eventuell auftretende Deflation sanft und kurz verläuft.

Natürlich müssen wir aufpassen, damit nicht aus Zuversicht übertriebene Zuversicht wird. Deflationäre Zeiten sind selten, und allgemeine Aussagen darüber sind schwierig. Eine jüngere Studie der Fed über die japanische Erfahrung kam zu dem Schluss, dass die Deflation dort fast völlig unerwartet kam, und zwar auf Seiten ausländischer wie japanischer Beobachter gleichermaßen (Ahearne et al. 2002). Auch wenn ich gesagt habe, dass eine Deflation in den Vereinigten Staaten höchst unwahrscheinlich ist, so wäre ich doch unvorsichtig, wenn ich diese Möglichkeit völlig ausschließen würde. Deshalb möchte ich zu einer weiteren Untersuchung der Ursachen von Deflation, ihrer wirtschaftlichen Auswirkungen und der geldpolitischen Instrumente übergehen, die gegen sie eingesetzt werden können. Ich möchte noch vorausschicken, dass meine heutigen Anmerkungen nur meine eigene Ansicht widerspiegeln und nicht unbedingt die meiner Kollegen des Zentralbankrats oder Offenmarktausschusses der Fed.

### **Deflation: ihre Ursachen und Wirkungen**

Deflation wird als allgemeiner Preisrückgang definiert, wobei die Betonung auf dem Wort „allgemein“ liegt. Zu irgendeinem gegebenen Zeitpunkt, vor allem bei einer Konjunktur mit niedriger Inflation, wie wir sie zum Beispiel aus jüngster Zeit kennen, fallen Preise bestimmter Waren und Dienstleistungen. Preisrückgänge in einem speziellen Sektor können auftreten, weil die Produktivität zunimmt und die Kosten in diesem Sektor schneller fallen als anderswo oder weil die Nachfrage nach den Produkten dieses Sektors schwach ist im Vergleich zur Nachfrage nach anderen Waren und Dienstleistungen. Sektorspezifische Preisrückgänge sind, so unangenehm sie für die Produzenten auf diesem Sektor auch sein mögen, im allgemeinen kein Problem für die Wirtschaft als Ganzes und führen nicht zu Deflation. Eine Deflation tritt *per se* nur dann auf, wenn Preisrückgänge so weitverbreitet sind, dass auf breiter Basis beruhende Preisindices, wie zum Beispiel der Verbraucherpreisindex, anhaltende Rückgänge verzeichnen.

Die Ursprünge der Deflation sind kein Mysterium. Deflation ist in fast allen Fällen eine Nebenwirkung infolge eines Zusammenbruchs der Gesamtnachfrage – eines so drastischen Rückgangs bei den Ausgaben, dass die Hersteller permanent Preissenkungen vornehmen müssen, um Käufer zu finden. (1) Analog sind die wirtschaftlichen Auswirkungen einer Deflation in den meisten Fällen denen eines jeden anderen jähen Rückgangs bei den Gesamtausgaben ähnlich – nämlich Rezession, steigende Arbeitslosigkeit und Finanzkrise.

Eine deflationäre Rezession unterscheidet sich jedoch in einer Hinsicht von „normalen“ Rezessionen, in denen die Inflationsrate mindestens leicht positiv ist. Wenn die Deflation eine bestimmte Größenordnung erreicht, kann sie dazu führen, dass die Nominalzinsen auf Null oder in die Nähe von Null sinken. (2) Wenn der Nominalzinssatz einmal bei Null ist, kann er nicht mehr weiter nach unten korrigiert werden, denn Kreditgeber akzeptieren im Allgemeinen keinen negativen Nominalzinssatz, wenn es ihnen möglich ist, statt dessen Bargeld zu halten. Wenn der Zinssatz an diesem Punkt angekommen ist, sagt man, er sei auf die „Nullgrenze“ gestoßen.

Eine Deflation, die groß genug ist, um den Nominalzinssatz nahe an Null zu bringen, schafft besondere Probleme für die Wirtschaft und die Wirtschaftspolitik. Erstens, wenn der Nominalzinssatz auf Null gesenkt worden ist, entspricht der *reale* Zinssatz, den die Kreditnehmer zahlen, dem erwarteten Deflationssatz, wie hoch dieser auch sein mag. (3) Nehmen wir mal an, was wie ein extremes Beispiel erscheinen könnte (obwohl dies in den Vereinigten Staaten tatsächlich so Anfang der 30er Jahre der Fall war), dass die Deflation um etwa 10 Prozent pro Jahr voranschreitet. Dann hat jemand, der Geld für ein Jahr zum nominalen Zinssatz von Null aufnimmt, 10 Prozent *reale* Finanzierungskosten, da der Kredit in Dollar zurückgezahlt werden muss, deren Kaufkraft um 10 Prozent höher liegt als die Kaufkraft der ursprünglich als Kredit aufgenommenen Dollar. In Zeiten einer ziemlich starken Deflation werden die realen Kreditkosten unerschwinglich. Kapitalanlagen, der Erwerb von Wohneigentum und andere Arten von Ausgaben nehmen folglich ab und verschlimmern damit den konjunkturellen Abwärtstrend.

Obwohl Deflation und die Nullgrenze für Nominalzinssätze ein erhebliches Problem für diejenigen darstellen, die Geld aufnehmen wollen, sind sie eine noch größere Belastung für Haushalte und Firmen, die vor den Beginn der Deflation erhebliche Schulden angehäuft hatten. Diese Belastung entsteht, weil Schuldner, selbst wenn sie in der Lage sind, ihre bestehenden Verpflichtungen zu niedrigen Nominalzinssätzen zu refinanzieren, bei fallenden Preisen das Kapital weiterhin in Dollar mit zunehmendem (vielleicht schnell zunehmendem) Realwert zurückzahlen müssen. Als William Jennings Bryan während seines Präsidentenwahlkampfes 1896 seine berühmte „Goldkreuz“-Rede hielt, sprach er für die mit hohen Hypotheken belasteten Farmer, deren Schuldenlast real immer größer wurde; dies war das Ergebnis einer nachhaltigen Deflation, die auf die Rückkehr Amerikas zum Goldstandard nach dem Bürgerkrieg folgte. (4) Die Finanznotlage von Schuldnern kann wiederum die Zerbrechlichkeit des Finanzsystems des Landes erhöhen – zum Beispiel, wenn dies zu einer schnellen Zunahme des Anteils der Bankkredite führt, die notleidend sind oder als in Verzug stehen. Japan hat in den vergangenen Jahren gewiss das Problem einer „Schulden-Deflation“ gehabt – der deflationsbedingte, immer weitere steigende Realwert von Schulden. Bei uns waren massive Finanzprobleme, einschließlich Zahlungsausfälle, Konkurse und Bankinsolvenzen in Amerikas schlimmster Deflationszeit, in den Jahren 1930-1933, endemisch, dies war eine Zeit, in der (wie ich schon erwähnt habe) das US-Preisniveau um etwa 10 Prozent pro Jahr fiel.

Neben ihren nachteiligen Auswirkungen auf Finanzmärkte und Kreditnehmer gibt es bei der Nullgrenze noch einen weiteren bedenklichen Punkt – die Begrenzung, die sie der konventionellen Geldpolitik auferlegt. Unter normalen Bedingungen treffen die Fed und die meisten anderen Zentralbanken ihre geldpolitischen Maßnahmen dergestalt, dass sie einen Zielwert für den kurzfristigen Zinssatz festsetzen – den Tagesgeldsatz (*Overnight Federal Funds Rate*) der Vereinigten Staaten – und diesen Zielwert durchsetzen, indem sie Wertpapiere auf den offenen Kapitalmarkt kaufen und verkaufen. Wenn der kurzfristige

Zinssatz Null erreicht, kann die Zentralbank ihre Geldpolitik nicht mehr durch Herabsetzung ihres normalen Zinsziels lockern. (5)

Da Zentralbanken üblicherweise Geldpolitik dergestalt machen, dass sie die kurzfristigen Nominalzinsen verändern, sind einige Beobachter zu dem Schluss gekommen, dass der Zentralbank, wenn der Leitzinssatz bei oder nahe der Null steht, „die Munition ausgegangen ist“, d.h. sie ist nicht mehr in der Lage, die Gesamtnachfrage und damit die Wirtschaftsaktivität zu erhöhen. Denn sobald dieser Geldmarktzins auf Null herabgesetzt ist, kann eine Zentralbank nicht mehr ihr *traditionelles* Werkzeug einsetzen, um die Gesamtnachfrage zu stimulieren, und sie wird sich deshalb auf weniger vertrautem Gebiet bewegen. Die Tatsache, dass die Zentralbank ihre traditionellen Methoden nicht mehr anwenden kann, könnte den geldpolitischen Entscheidungsprozess verkomplizieren und zu Unsicherheiten in Bezug auf Ausmaß und Zeitpunkt der Reaktion der Wirtschaft auf die geldpolitischen Maßnahmen führen. Deshalb bin ich der Meinung, dass eine solche Situation wenn möglich vermieden werden sollte.

Eine Hauptbotschaft meiner heutigen Rede ist jedoch, dass einer Zentralbank, deren normaler Geldmarktzins auf Null heruntergezwungen worden ist, auf *gar keinen Fall* die Munition ausgegangen ist. Wie ich schon gesagt habe, verfügt eine Zentralbank – in Kooperation mit anderen staatlichen Stellen – über ein beträchtliches Arsenal an Instrumenten, um die Gesamtnachfrage und die Wirtschaftstätigkeit zu erhöhen, selbst wenn ihr normaler Geldmarktzins auf Null steht. Im weiteren Verlauf meiner Rede werde ich zunächst Maßnahmen zur Vermeidung von Deflation anführen, d.h. die vorzuziehende Option, soweit sie anwendbar ist. Ich wende mich dann geldpolitischen Maßnahmen zu, welche die Fed und andere staatliche Stellen treffen können, wenn die deflationsvermeidenden Anstrengungen fehlschlagen und es so aussieht, als würde Deflation in der Wirtschaft Fuß fassen.

### **Vermeidung von Deflation**

Wie ich bereits ausgeführt habe, ist Deflation im Allgemeinen das Ergebnis einer schwacher und nachlassenden Gesamtnachfrage. Das grundlegende Rezept zur Vermeidung von Deflation ist somit einfach, zumindest im Prinzip: Es sollten ausreichende geldpolitische und fiskalische Maßnahmen getroffen werden, um die Gesamtausgaben zu stärken, und zwar so weit wie möglich bei voller Ausnutzung der wirtschaftlichen Ressourcen sowie niedriger und stabiler Inflation. Mit anderen Worten: der beste Weg, um aus den Schwierigkeiten herauszukommen, ist, erst gar nicht hinein zu geraten. Neben dieser vernünftigen Vermeidungsstrategie verfügt die Fed aber noch über verschiedenen Maßnahmen, welche sie oder jede Zentralbank ergreifen kann, um das Risiko, in eine Deflation zu fallen, zu reduzieren.

Zunächst sollte die Fed versuchen, eine Pufferzone bei der Inflationsrate beizubehalten, d.h. in normalen Zeiten sollte sie nicht versuchen, die Inflation bis auf Null herunter zu drücken. (6) Die meisten Zentralbanken scheinen zu verstehen, dass eine Pufferzone nötig ist. So setzen zum Beispiel Zentralbanken mit ausdrücklichen Inflationszielen ihren Inflationszielwert konstant über Null, im Allgemeinen zwischen 1 und 3 Prozent pro Jahr. Die Beibehaltung einer Pufferzone reduziert das Risiko, dass ein starker, unerwarteter Rückgang bei der Gesamtnachfrage die Wirtschaft so weit in den Deflationsbereich drängt, dass der Nominalzinssatz auf Null absinkt. Natürlich muss dieser Nutzen einer Pufferzone in der Inflation den Kosten gegenüber gestellt werden, die anfallen, wenn man in normalen Zeiten eine höhere Inflationsrate zulässt.

Zweitens sollte die Fed ihre Verantwortung sehr ernst nehmen – was sie natürlich tut – , um die finanzielle Stabilität in der Wirtschaft sicherzustellen. Irving Fisher (1933) war wohl der erste Ökonom, der die potentiellen Verbindungen zwischen heftigen Finanzkrisen hervorhob, welche zu „Notverkäufen“ von Vermögenswerten und fallenden Preisen für Vermögenswerte bei gleichzeitig allgemeinem Rückgang der Gesamtnachfrage und des Preisniveaus führen. Ein gesundes, gut kapitalisiertes Bankensystem und problemlos funktionierende Kapitalmärkte stellen eine wichtige Verteidigungslinie gegen deflationäre Schocks dar. Die Fed sollte ihre Regulierungs- und Aufsichtsaufgaben wahrnehmen – und sie tut dies auch -, um sicherzustellen, dass das Finanzsystem elastisch bleibt, sollten sich die Finanzbedingungen plötzlich ändern. Und in Zeiten extremer Bedrohung für die Finanzstabilität ist die Fed bereit, das „Diskontfenster“ und andere Instrumente anzuwenden, um das Finanzsystem zu schützen, so wie sie es 1987 beim Aktienmarktcrash und bei den Terroristenanschlägen von 11. September 2001 gemacht hat.

Drittens sollten, wie es eine Reihe von Studien empfehlen, die Zentralbanken zu Zeiten, wenn die Inflation bereits niedrig ist und die wirtschaftlichen Fundamentaldaten sich plötzlich verschlechtern, bei der Senkung von Zinssätzen präventiver und aktiver agieren als üblich (Orphanides and Wieland, 2000); Reifschneider and Williams, 2000; Ahearne et al., 2002). Wenn die Fed entschieden und frühzeitig handelt, kann sie verhindern, dass die Wirtschaft in eine Deflation schlittert und all die Probleme bekommt, die diese mit sich bringt.

Wie ich schon erwähnt habe, glaube ich, dass aufgrund der Tatsache, dass die wirtschaftlichen Fundamentaldaten stark sind und die geldpolitischen Entscheidungsträgern das Risiko von Abwärts- wie Aufwärtsbewegungen bei der Inflation im Blick halten, eine starke Deflation in den Vereinigten Staaten in der vorhersehbaren Zukunft ziemlich unwahrscheinlich ist. Nehmen wir aber einmal an, dass in der US-Wirtschaft trotz aller Vorsichtsmaßnahmen Deflation Platz greift und außerdem das geldpolitische Instrument der Fed – der Tagesgeldsatz- auf Null fällt. Was dann? Im weiteren Verlauf meiner Rede werde ich auf einige mögliche Optionen zu sprechen kommen, um eine Deflation zu stoppen, sobald sie eingesetzt hat. Ich möchte darauf hinweisen, dass meine Anmerkungen zu diesem Thema notwendigerweise spekulativ sind, da sich die Fed in moderner Zeit mit dieser Situation noch nicht konfrontiert sah und sich auch nicht vorab formell auf einen bestimmten Maßnahmenkurs festgelegt hat, sollte eine Deflation einsetzen. Außerdem würden die speziellen Maßnahmen, welche die Fed treffen würde, vermutlich von einer Reihe von Faktoren abhängen, einschließlich ihrer Einschätzung der gesamten Palette von Risiken für die Wirtschaft, sowie von den zusätzlichen politischen Schritten, welche von anderen US-Regierungsstellen unternommen würden. (7)

### **Der Beseitigung einer Deflation**

Lassen Sie mich mit einigen allgemeinen Bemerkungen über Geldpolitik im Falle, dass die Nullgrenze erreicht ist, beginnen, wobei ich für den Augenblick einige technische und operative Fragen unberücksichtigt lassen will.

Wie ich schon sagte, haben einige Beobachter festgestellt, dass, wenn der Geldmarktzins der Zentralbank auf Null – d.h. auf seinen praktischen Tiefpunkt - fällt, die Geldpolitik ihre Fähigkeit verliert, die Gesamtnachfrage und die Konjunktur weiterhin zu stimulieren. Ganz theoretisch betrachtet, und meiner Ansicht nach auch in der Praxis, ist diese Schlussfolgerung eindeutig falsch. In einem Papiergeldsystem ohne Edelmetalldeckung sollte ein Staat (in der Praxis heißt das die Zentralbank in Kooperation mit anderen Stellen) immer in der Lage sein,

die nominalen Ausgaben und die Inflation zu erhöhen, selbst wenn der kurzfristige Zinssatz bei Null liegt.

Die Schlussfolgerung, dass Deflation in einem Papiergeldsystem ohne Edelmetalldeckung immer umkehrbar ist, geht auf grundlegende ökonomische Überlegungen zurück. Eine kleine Parabel könnte hier hilfreich sein. Eine Unze Gold verkauft sich heute für mehr oder weniger \$300. Nehmen wir jetzt mal an, dass ein moderner Alchemist sein ältestes Berufsproblem löst, indem er einen Weg findet, in unbegrenzter Menge neues Gold zu praktisch Nullkosten zu produzieren. Außerdem wird seine Erfindung veröffentlicht und wissenschaftlich verifiziert, und er gibt seine Absicht bekannt, in wenigen Tagen mit der Massenproduktion von Gold zu beginnen. Was würde mit dem Goldpreis passieren? Das potentiell unbegrenzte Angebot an Gold würde vermutlich dazu führen, dass der Goldmarkt einbricht. Falls der Goldmarkt in irgendeiner Form tatsächlich funktioniert, würde der Goldpreis sofort nach der Ankündigung der Erfindung abstürzen, noch bevor der Alchemist eine einzige Unze von dem gelben Metall produziert hätte.

Was hat dies mit Geldpolitik zu tun? Wie Gold haben US-Dollar nur in dem Maße einen Wert, wie sie in ihrem Angebot strikt limitiert sind. Aber die US-Regierung hat eine Technik, nämlich die Druckerpresse (oder heutzutage ein entsprechendes elektronisches Gerät), was es ihr ermöglicht, so viele US-Dollar zu produzieren, wie sie wünscht, und dies praktisch zu Nullkosten. Durch die Erhöhung der Anzahl der im Umlauf befindlichen US-Dollar oder bereits durch eine glaubwürdige Ankündigung, dies tun zu wollen, kann die US-Regierung auch den Wert eines Dollar für Waren und Dienstleistungen herabsetzen, was einer Erhöhung der Dollarpreise für diese Waren und Dienstleistungen gleichkäme. Wir schließen daraus, dass in einem Papiergeldsystem ohne Edelmetalldeckung eine Regierung jederzeit die Ausgaben erhöhen und somit eine positive Inflation schaffen kann.

Natürlich wird die US-Regierung nicht einfach so Geld drucken und in Umlauf bringen (obwohl es, wie wir später sehen werden, in der Praxis geldpolitische Vorgehensweisen gibt, die dem nahe kommen). (8) Normalerweise wird Geld in die Wirtschaft gepumpt, indem die Fed Vermögenswerte kauft. Um die Gesamtausgaben zu stimulieren, wenn die Zinssätze für kurzfristige Papiere den Nullpunkt erreicht haben, muss die Fed den Umfang ihrer Vermögenswertkäufe erhöhen oder möglicherweise die Palette an Vermögenswerten, die sie kauft, verbreitern. Alternativ könnte die Fed andere Wege finden, um Geld in das System zu pumpen – zum Beispiel, indem sie Banken Kredite zu niedrigen Zinsen anbietet oder mit den Fiskalbehörden kooperiert. Jede Methode, um Geld in die Wirtschaft zu bringen, hat Vorteile und Nachteile, sowohl technischer wie wirtschaftlicher Art. Ein wichtiger Punkt, der hierbei in der Praxis zu bedenken ist, betrifft die Schwierigkeit, die wirtschaftlichen Folgen der Anwendung nicht üblicher Mittel, mit denen Geld in die Wirtschaft gepumpt werden kann, genau abzuschätzen, da wir mit solchen wirtschaftspolitischen Aktionen relativ wenig Erfahrung haben. Deshalb wäre es, wie ich bereits dargelegt habe, besser, Deflation zu vermeiden, bevor man sie bekommt und dann beseitigen muss. Wenn wir jedoch in eine Deflation fallen, können wir Trost daraus schöpfen, dass die Logik des Beispiels der Druckerpresse Gültigkeit hat und dass eine ausreichende Geldzufuhr letztendlich eine Deflation immer umkehren wird.

Was könnte die Fed nun machen, wenn ihr Zielzinssatz, der Tagesgeldsatz, auf Null fällt? Eine relativ einfache Ausweitung der momentanen Verfahren bestände darin zu versuchen, die Ausgaben zu stimulieren, indem die Zinsen für Staatspapiere weiter gesenkt werden, d.h. die Zinsen für Staatsanleihen mit längeren Laufzeiten. (9) Es gibt mindestens zwei Wege, um langfristige Zinsen zu senken, und diese beiden Wege ergänzen sich einander und könnten

separat oder kombiniert gegangen werden. Ein Ansatz, der einer Maßnahme ähnelt, die in den letzten Jahren von der Bank of Japan getroffen wurde, würde für die Fed bedeuten, dass sie sich verpflichten würde, ihren Tagesgeldsatz für einen bestimmten Zeitraum auf Null zu halten. Da langfristige Zinsen Durchschnittswerte für momentan und für die Zukunft erwartete kurzfristige Zinsen plus einem Laufzeitaufschlag darstellen, würde eine Zusage, die kurzfristigen Zinsen für einige Zeit auf Null zu halten – falls sie glaubwürdig wäre - zu einer Senkung der langfristigen Zinsen führen. Eine direktere Methode, welche ich persönlich vorziehen würde, bestände darin, dass die Fed ausdrückliche Rendite-Obergrenzen für Schatztitel mit längeren Laufzeiten bekannt gibt (z.B. Schuldverschreibungen, die in den nächsten 2 Jahren fällig werden). Die Fed könnte diese Zinsobergrenzen durchsetzen, indem sie zusagt, unbegrenzte Ankäufe von Wertpapieren mit bis zu 2 Jahren ab Fälligkeit zu Kursen zu tätigen, die mit den Zielrenditen im Einklang stehen. Falls dieses Programm erfolgreich wäre, würden nicht nur Renditen für mittelfristige Schatztitel fallen, sondern (wegen der Erwartung zukünftiger Zinssätze) wahrscheinlich auch Renditen auf längerfristige öffentliche und privatwirtschaftliche Schuldtitel (wie zum Beispiel Hypotheken).

Niedrigere Zinssätze über dem Fälligkeitsspektrum öffentlicher und privatwirtschaftliche Wertpapiere dürften die Gesamtnachfrage auf den üblichen Wegen stärken und somit zur Beendigung einer Deflation beitragen. Wenn sich die Maßnahmen bei relativ kurzfristigen Schatztiteln als unzureichend erweisen, könnte die Fed natürlich ebenfalls versuchen, bei Schatztitel mit noch längeren Laufzeiten, z.B. von drei bis sechs Jahren, eine Obergrenze für die Rendite festzusetzen. Als weitere Option könnte die Fed aufgrund der ihr gegebenen Befugnis noch auf den Märkten für von US-Bundesbehörden emittierte Schuldtitel aktiv werden (z.B. durch Hypotheken unterlegte Schuldtitel, die von Ginnie Mae, der US-staatliche Hypotheken- und Pfandbriefanstalt, ausgegeben worden sind).

Die Erfahrung der Vergangenheit unterstützt die These, dass eine ausreichend entschlossene Fed Kurse und Renditen für Schatzanleihen auch bei anderen als den kurzen Fälligkeiten mit Obergrenzen versehen oder stützen kann. Das schlagendste Beispiel für eine Stützung der Kurse für Schuldverschreibungen fällt in die Jahre vor dem Federal Reserve-Treasury Accord, der Vereinbarung zwischen der Fed und dem Schatzamt, aus dem Jahre 1951. (10) Vor dieser Vereinbarung, welche die Fed von ihrer Verantwortung befreite, Renditen für Staatspapiere festzusetzen, hielt die Fed fast ein Jahrzehnt lang an einer Obergrenze von 2-1/2 Prozent auf langfristige Schatzanleihen fest. Außerdem setzte sie gleichzeitig eine Obergrenze für die zwölfmonatigen Schatzzertifikate zwischen 7/8 Prozent und 1-1/4 Prozent und in der ersten Hälfte dieses Zeitraums einen Satz von 3/8 Prozent auf die 90-Tage-Schatzwechsel fest. Die Fed konnte diese niedrigen Zinssätze erreichen, obwohl die Höhe der ausstehenden Staatsschulden (in Bezug auf das BIP) beträchtlich höher war als heute, und die Inflationsraten erheblich variabler. Um diese niedrigen Zinssätze durchzusetzen, musste die Fed zeitweise sogar den größten Teil der ausstehenden 90-Tage-Wechsel aufkaufen. Interessant war jedoch, dass die Fed die 2-1/2 Prozent-Obergrenze auf langfristige Anleiherenditen über fast ein Jahrzehnt aufrechterhielt, ohne jemals einen substantiellen Anteil an ausstehenden langfristigen Schuldverschreibungen zu halten. (11) Zum Beispiel hielt die Fed 7,0 Prozent der ausstehenden Schatzpapiere 1945 und 9,2 Prozent 1951 (dem Jahr der Vereinbarung zwischen der Fed und dem Schatzamt) fast gänzlich in Form von 90-Tage-Wechsel. Im Vergleich dazu hielt die Fed 2001 9,7 Prozent des Bestands an ausstehenden Schatzschuldtiteln.

Ich möchte noch mal meine Ansicht wiederholen, dass das Drehen an den Zinsen für langfristige Schatzpapieren der Fed genügend Hebelwirkung gibt, um ihre Ziele in sehr plausiblen Szenarien zu erreichen. Sollte sich jedoch eine Senkung von Renditen für

längerfristige Schatzpapiere als unzureichend erweisen, um die Ausgaben wieder in Gang zu setzen, könnte die Fed als nächstes in Betracht ziehen, zu versuchen, die Renditen von auf dem Privatsektor emittierten Wertpapieren direkt zu beeinflussen. Anders als einige Zentralbanken, und falls es nicht zu Änderungen im derzeit geltenden Recht kommt, ist die Fed in ihrer Fähigkeit, Wertpapiere des Privatsektors direkt zu kaufen, relativ beschränkt. (12) Sie hat aber ausgedehnte Befugnisse, um dem Privatsektor indirekt über Banken durch das „Diskontfenster“ Geld zu leihen. (13) Somit könnte die Fed als eine zweite geldpolitische Option, zusätzlich zu dem Eingreifen auf den Märkten für Schatzpapiere und von US-Bundesbehörden emittierte Schuldtitel, den Banken befristete Kredite zu niedrigen oder keinen Zinsen anbieten, wobei eine große Palette an privatwirtschaftlichen Vermögenswerten (einschließlich unter anderem Industrieobligationen, Commercial Papers, Bankdarlehen und Hypotheken) als Sicherheit in Frage käme. (14) Die Fed könnte Banken zum Beispiel zinsfreie Kredite mit einer Laufzeit von 90 oder 180 Tagen geben und dabei ein Firmen-Commercial Paper mit gleicher Laufzeit als Sicherheit nehmen. Wenn dieses Programm intensiv verfolgt würde, könnten damit Liquidität und Laufzeitaufschläge auf die als Sicherheit verwendeten Vermögenswerte erheblich vermindert werden. Senkungen dieser Aufschläge würden die Kapitalkosten sowohl für die Banken wie auch den privaten Nichtbanken-Sektor reduzieren, und zwar über den materiellen Effekt hinaus, der durch die Senkung von Zinssätzen für Staatspapiere eingetreten ist. (15)

Die Fed kann aber noch auf anderen Wegen Geld in die Wirtschaft pumpen. Zum Beispiel hat sie die Befugnis, ausländische sowie auch inländische Staatsschuldtitel anzukaufen. Diese Art von Vermögenswerten bietet der Fed einen potentiell großen Bewegungsspielraum, da das Volumen an ausländischen Papieren, die für einen Ankauf durch die Fed in Frage kommen, sieben Mal größer ist als der Bestand an US-Staatsschuldtiteln. (16)

Hier muss ich mich jetzt vorsichtig äußern. Denn die Wirtschaft ist ein komplexes und ineinander verwobenes System. Fed-Ankäufe von Verbindlichkeiten ausländischer Staaten könnten eine Reihe von Finanzmärkten betreffen, einschließlich des Marktes für Devisen. In den Vereinigten Staaten ist das Schatzamt, nicht die Fed, diejenige Behörde, die an erster Stelle internationale Wirtschaftspolitik betreibt, worunter auch die Dollar-Politik fällt; und der Schatzminister hat seine Meinung dahingehend kundgetan, dass die Festlegung des Wertes des US-Dollars den freien Marktkräften überlassen werden sollte. Und da die Vereinigten Staaten eine große, relativ geschlossene Wirtschaft sind, wäre ein Manipulieren am Wechselkurs des Dollars außerdem kein besonders wünschenswerter Weg, um eine inländische Deflation zu bekämpfen, vor allem angesichts der vielen anderen verfügbaren Optionen. Deshalb möchte ich hier ganz klar sagen, dass ich irgendeinen Versuch seitens der US-Politiker, den Außenwert des Dollars ins Visier zu nehmen, zum heutigen Zeitpunkt weder vorhersage noch empfehle.

Obwohl eine Politik der Intervention mit dem Ziel, den Außenwert des Dollars zu verändern, momentan nirgendwo am Horizont zu sehen ist, sollte man sich daran erinnern, dass es Zeiten gab, als die Wechselkurspolitik eine effektive Waffe gegen Deflation war. Ein schlagendes Beispiel aus der US-Geschichte ist Franklin Roosevelts 40-prozentige Abwertung des Dollars gegenüber dem Gold in den Jahren 1933-34, die mittels eines Programms zum Goldankauf und zur Binnengeldschöpfung bewerkstelligt wurde. Die Abwertung und die schnelle Zunahme der Geldmenge führten zu einem bemerkenswert raschen Ende der US-Deflation. Die Verbraucherpreis-inflation entwickelte sich in den Vereinigten Staaten auf Jahresbasis von -10,3 Prozent 1932 über -5,1 Prozent 1933 auf 3,4 Prozent 1934. (17) Die Wirtschaft wuchs stark, und für den Aktienmarkt war 1934 übrigens eines der besten Jahres im gesamten Jahrhundert. Diese Episode zeigt eindeutig, dass geldpolitische Maßnahmen starke

Auswirkungen auf die Wirtschaft haben können, selbst wenn der Zinssatz in der Nähe von oder bei Null steht, so wie dies zur Zeit von Roosevelts Abwertung der Fall war.

## **Fiskalpolitik**

Jede der währungspolitischen Optionen, die ich bisher angeführt habe, würde durch die Fed selbst in Gang gesetzt. In der Praxis könnte die Wirksamkeit von anti-deflationistischen Maßnahmen durch eine Zusammenarbeit zwischen den Währungs- und Fiskalbehörden erheblich verstärkt werden. Eine breitangelegte Steuersenkung in Verbindung mit einem Programm von Offenmarktkäufen, um jedwede Tendenz in Richtung Zinserhöhungen zu schwächen, würde zum Beispiel sicherlich in wirkungsvoller Weise den Konsum und somit die Preise stimulieren. Selbst wenn sich die Privathaushalte entscheiden sollten, ihren Verbrauch nicht zu erhöhen, sondern statt dessen ihre Portfolios auszugleichen, indem sie zusätzliche Barmittel verwenden, um Immobilien- und Finanzwerte zu kaufen, würde die sich daraus ergebende Werterhöhung dieser Positionen die Kapitalkosten senken und die Bilanzpositionen potentieller Kreditnehmer verbessern. Eine geldfinanzierte Steuersenkung entspricht im Wesentlichen Milton Friedmans berühmtem „Hubschrauberabsturz“ von Geld. (18)

Natürlich könnte die Regierung anstelle einer Senkung von Steuern oder einer Erhöhung von Transfererzahlungen die Ausgaben für Waren und Dienstleistungen erhöhen oder sogar Immobilien- oder Finanzwerte erwerben. Wenn das Schatzamt Schuldtitel begibt, um privatwirtschaftliche Vermögenswerte zu erwerben, und die Fed dann einen gleichen Betrag an Schatzschuldtiteln mit neu geschöpftem Geld kauft, dann wäre die gesamte Transaktion die wirtschaftliche Entsprechung von direkten Offenmarktgeschäften in privatwirtschaftlichen Vermögenswerten.

## **Japan**

Die Behauptung, dass Deflation mit ausreichend starken Maßnahmen beendet werden kann, hat Sie sicherlich zu der Frage geführt, warum, wenn dies so ist, Japan seine Deflation nicht beendet hat. Die japanische Situation ist komplex, deshalb kann ich sie heute nicht umfassend erörtern. Ich mache nur zwei kurze, allgemeine Anmerkungen.

Zunächst sieht sich, wie Sie wissen, die japanische Wirtschaft neben der Deflation einigen erheblichen Wachstumsbarrieren gegenüber; hierzu gehören massive Finanzprobleme im Banken- und Firmensektor sowie ein großer Überhang an Staatsschulden. Plausiblerweise haben die Finanzprobleme auf dem Privatsektor die Auswirkungen der in Japan probierten geldpolitischen Maßnahmen abgeschwächt, selbst als die japanischen Entscheidungsträger aufgrund des starken Überhangs an Staatsschulden noch weniger bereit waren, aggressive fiskalpolitische Schritte zu gehen (siehe hierzu z.B. Posen 1998). Glücklicherweise teilt die US-Wirtschaft diese Probleme nicht, jedenfalls bei weitem nicht in diesem Ausmaß, was heißen soll, dass antideflationäre geld- und fiskalpolitische Maßnahmen hier viel durchschlagender wären als in Japan.

Zweitens – und dies ist wichtiger - glaube ich, dass, nachdem alles gesagt und getan ist, das Unvermögen, die Deflation in Japan zu beenden, nicht notwendigerweise irgendeine technische Unmöglichkeit widerspiegelt, dieses Ziel zu erreichen. Sie ist vielmehr ein Nebenprodukt einer langen politischen Debatte darüber, wie man am bestens die gesamten wirtschaftlichen Probleme angeht. In Japan ist man sich gewiss darüber bewusst, dass die Wiederherstellung der Zahlungsfähigkeit von Banken und Unternehmen sowie die

Implementierung von beträchtlichen Strukturänderungen für eine langfristige wirtschaftliche Gesundung in Japan erforderlich sind. Aber kurzfristig wird eine umfassende Wirtschaftsreform wahrscheinlich bei vielen erhebliche Kosten verursachen, zum Beispiel in Form von Arbeitslosigkeit oder Konkurs. Als natürliche Folge sind sich Politiker, Ökonomen, Geschäftsleute und die Öffentlichkeit völlig uneinig über die miteinander konkurrierenden Reformvorschläge. In der so entstandenen politischen Sackgasse kommt es kaum zu politischen Maßnahmen, und die Zusammenarbeit zwischen den Entscheidungsträgern ist nur schwer zu bewerkstelligen.

Kurz gesagt ist Japans Deflationsproblem real und ernst, aber meiner Ansicht nach sind es politische Zwänge und nicht der Mangel an wirtschaftspolitischen Instrumenten, die erklären, warum die Deflation dort schon so lange anhält. Ich sehe die japanische Erfahrung nicht als Beweis gegen die allgemeine Schlussfolgerung, dass die US-Entscheidungsträger über die Instrumente verfügten, die sie benötigen, um eine deflationäre Rezession in den Vereinigten Staaten zu verhindern und wenn nötig zu beseitigen.

### **Schlussfolgerung**

Eine nachhaltige Deflation kann für eine moderne Wirtschaft äußerst destruktiv sein und sollte stark bekämpft werden. Glücklicherweise scheinen die Risiken einer größeren Deflation in den Vereinigten Staaten in der vorhersehbaren Zukunft in der Tat weit entfernt, vor allem wegen der unserer Wirtschaft zugrunde liegenden Stärken, aber auch wegen der Entschlossenheit der Fed und anderer US-Behörden, gegen einen Deflationsdruck präventiv vorzugehen. Wie ich bereits sagte, stehen eine Reihe von geldpolitischen Instrumenten zur Verfügung, sollte eine Deflation Platz greifen. Da einige diese alternativen Instrumente relativ wenig geläufig sind, könne es Probleme bei ihrer Implementierung und bei der genauen Abschätzung ihrer wahrscheinlichen wirtschaftlichen Auswirkungen geben. Aus diesem Grunde ist es, wie ich bereits ausgeführt habe, besser, Deflation zu vermeiden anstatt sie dann zu beseitigen. Jedenfalls hoffe ich, dass ich Sie davon überzeugen konnte, dass die Fed und andere wirtschaftspolitische Entscheidungsträger angesichts einer Deflation alles andere als hilflos sind, selbst wenn der Tagesgeldsatz der Fed die Nullgrenze erreichen sollte. (19)

### **Quellenangaben**

Ahearne, Alan, Joseph Gagnon, Jane Haltmaier, Steve Kamin, and others, "Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experiences in the 1990s," Board of Governors, International Finance Discussion Paper No. 729, June 2002.

Clouse, James, Dale Henderson, Athanasios Orphanides, David Small, and Peter Tinsley, "Monetary Policy When the Nominal Short-term Interest Rate Is Zero," Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series No. 2000-51, November 2000.

Eichengreen, Barry, and Peter M. Garber, "Before the Accord: U.S. Monetary-Financial Policy, 1945-51," in R. Glenn Hubbard, ed., *Financial Markets and Financial Crises*, Chicago: University of Chicago Press for NBER, 1991.

Eggertson, Gauti, "How to Fight Deflation in a Liquidity Trap: Committing to Being Irresponsible," unpublished paper, International Monetary Fund, October 2002.

Fisher, Irving, "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions," *Econometrica* (March 1933) pp. 337-57.

Hetzel, Robert L. and Ralph F. Leach, "The Treasury-Fed Accord: A New Narrative Account," Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Quarterly* (Winter 2001) pp. 33-55.

Orphanides, Athanasios and Volker Wieland, "Efficient Monetary Design Near Price Stability," *Journal of the Japanese and International Economies* (2000) pp. 327-65.  
Posen, Adam S., *Restoring Japan's Economic Growth*, Washington, D.C.: Institute for International Economics, 1998.

Reifschneider, David, and John C. Williams, "Three Lessons for Monetary Policy in a Low-Inflation Era," *Journal of Money, Credit, and Banking* (November 2000) Part 2 pp. 936-66.

Toma, Mark, "Interest Rate Controls: The United States in the 1940s," *Journal of Economic History* (September 1992) pp. 631-50.

## **Fußnoten**

1. Es ist vorstellbar, dass Deflation auch durch eine plötzliche, starke Expansion des Gesamtangebots ausgelöst wird, das zum Beispiel auf schnelle Produktivitätsgewinne und allgemein sinkenden Kosten zurückgeht. Mir ist kein eindeutiges Beispiel einer angebotsseitigen Deflation bekannt, obwohl China seit einigen Jahren ein möglicher Fall ist. Bedenken Sie, dass eine angebotsseitige Deflation in Verbindung mit einem konjunkturellen Boom zu sehen ist und nicht mit einer Rezession.

2. Der nominale Zinssatz ist die Summe aus realem Zinssatz und Inflationserwartung. Wenn die erwartete Inflation sich mit der tatsächlichen Inflation bewegt und der reale Zinssatz nicht zu variabel ist, dann sinkt der nominale Zinssatz, wenn die Inflation nachlässt – ein Effekt, der als Fisher-Effekt bekannt ist und nach dem Anfang des 20. Jahrhunderts wirkenden Ökonomen Irving Fisher benannt wurde. Wenn die Deflationsrate gleich oder größer als der reale Zinssatz ist, dann wird der nominale Zinssatz dem Fisher-Effekt zufolge Null entsprechen.

3. Der reale Zinssatz entspricht dem nominalen Zinssatz minus der erwarteten Inflationsrate (siehe vorherige Fußnote). Der reale Zinssatz ist ein Maß für die realen (d.h. inflationsbereinigten) Kreditkosten.

4. Während der letzten Hälfte des neunzehnten Jahrhunderts zwang eine weltweite Goldknappheit in allen an den Goldstandard gebundenen Ländern die Preise nach unten. Ironischerweise hatte bis zu dem Zeitpunkt, als Bryan seine berühmte Rede hielt, eine neue auf Zyanid basierende Methode zur Gewinnung von Gold aus Erz das weltweite Goldanbot jedoch stark erhöht, wodurch der Deflationsdruck ein Ende nahm.

5. Ein ziemlich anderes, aber historisch gesehen eminentes Problem in Verbindung mit der Nullgrenze ist die Möglichkeit, dass politische Entscheidungsträger irrtümlicherweise den Null-Nominalzinssatz als ein Zeichen dafür interpretieren könnten, dass die Bedingungen für „leichtes Geld“ gegeben sind. Die Fed machte diesen Fehler offensichtlich in den 1930er

Jahren. Wenn die Preise nämlich fallen, kann der reale Zinssatz hoch sein und die Geldpolitik restriktiv, auch wenn der Nominalzinssatz auf oder nahe Null liegt.

6. Verschiedene Studien sind zu dem Schluss gekommen, dass die errechnete Inflationsrate wegen verschiedener systematischer Fehler in Standardpreisindices, die in der Praxis schwer zu beseitigen sind, über der „wahren“ Inflationsrate liegt. Die Verzerrung nach oben bei der Berechnung der wahren Inflation ist ein anderer Grund, um eine errechnete Inflationsrate über Null anzupeilen.

7. Siehe Clouse et al. (2000) zwecks weiterer Detailinformationen über Geldpolitikoptionen, wenn der kurzfristige Nominalzinssatz bei Null liegt.

8. Keynes hat jedoch einmal halb im Spaß als antideflationäre Maßnahme vorgeschlagen, die Regierung sollte Flaschen mit Geld füllen und sie in Bergwerken vergraben, die dann von der Öffentlichkeit auszugraben seien.

9. Da die Zinssätze normalerweise, im Besonderen in Zeiten wirtschaftlicher Schwäche, nach oben neigen, könnten langfristige Zinssätze weit über Null stehen, selbst wenn der Tagesgeldsatz der Fed an der Nullgrenze liegt.

10. Siehe Hetzel and Leach (2001), wo Sie einen faszinierenden Abriss der Ereignisse erhalten, die zu der Vereinbarung geführt haben.

11. Siehe Eichengreen and Garber (1991) und Toam (1992) mit Beschreibungen und Analysen der Zeit vor der Vereinbarung. Beide Artikel vertreten die Ansicht, dass die Zusage der Fed zur Senkung der Inflation dazu beitrug, Anleger davon zu überzeugen, in den 1940ern und 1950ern langfristige Anleihen bei niedrigen Zinssätzen zu halten. (Eine ähnliche Dynamik würde auch heute im Sinne der Fed funktionieren). Diese Stützpolitik schlug letztendlich fehl, weil die Geldschöpfung in Verbindung mit dem Kauf von Schatztiteln einen Inflationsdruck auslöste. Natürlich ist in einer Deflationslage das Auslösen eines Inflationsdruck genau das, was die Politik zu bewerkstelligen versucht.

Eine Episode, die offensichtlich weniger günstig für die These ist, dass die Fed Renditen für Schatztitel manipulieren kann, war die so genannte Operation Twist aus den 1960ern, als der Versuch unternommen wurde, kurzfristige Renditen zu erhöhen und langfristige Renditen zu senken, indem man gleichzeitig am kurzen Ende verkauft und am langen Ende kauft. Die Meinung der Gelehrten über die Wirksamkeit der Operation Twist ist geteilt. Diese Operation war auf jeden Fall von ziemlich geringem Umfang, es gab keine explizite Ankündigung von Zielzinssätzen, und sie geschah, als die Zinssätze nicht in der Nähe von Null lagen.

12. Die Fed ist befugt, bestimmte kurzfristige privatwirtschaftliche Instrumente, wie z.B. Bankakzepte, zu kaufen, die heutzutage nicht mehr oft verwendet werden. Sie ist ebenso berechtigt, Kredite an Privatkunden, Personen- und Kapitalgesellschaften direkt auf dem Privatsektor zu vergeben, aber nur nach strikten Kriterien. Letztgenannte Befugnis ist seit der Großen Depression nicht ausgeübt worden, könnte aber in einen Notfall, wenn der Zentralbankrat die Lage für ziemlich ernst ansieht, wieder zur Anwendung kommen.

13. Mit Wirkung 9. Januar 2003 wird das Diskontfenster in eine so genannten Lombardfazilität umstrukturiert, aus der gut kapitalisierte Banken zu einem Satz, der über den Tagesgeldsatz der Fed liegt, frei Gelder aufnehmen können. Diese Veränderungen haben keinen Einfluss auf die gegenwärtige Diskussion.

14. Gemäß ihren Statuten hat die Fed beträchtlichen Spielraum, um festzulegen, welche Vermögenswerte sie als Sicherheit annimmt.

15. Bei der Durchführung von normalen Diskontfenstergeschäften übernimmt die Fed praktisch keinerlei Risiko, weil die Nehmerbank für die Rückzahlung des Diskontfensters verantwortlich bleibt, selbst wenn der Emittent des Vermögenswertes als Sicherheit notleidende Sicherungswerte verwendet hat. Somit müssten sowohl der private Emittent des Vermögenswertes wie auch die Bank selbst etwa gleichzeitig zahlungsunfähig werden, damit die Fed einen Verlust erleidet. Da die Fed kein Kreditrisiko übernimmt, besteht für sie ein Limit dafür, wie weit sie die Kapitalkosten für private Nichtbanken-Kreditnehmer herunterfahren kann. Aus verschiedenen Gründen könnte die Fed sehr wohl wenig geneigt sein, Kreditrisiken einzugehen, was der Fall wäre, wenn sie Vermögenswerte direkt vom privaten Nichtbanken-Sektor kaufen würde. Sollte diese zusätzliche Maßnahme jedoch erforderlich werden, könnte sich die Fed natürlich immer an den Kongress wenden und ihn um die erforderlichen Vollmachten bitten, privatwirtschaftliche Vermögenswerte kaufen zu dürfen. Die Fed verfügt auch über Notvollmachten, kraft derer sie Kredite an den Privatsektor vergeben kann (siehe Fußnote 12), und sie könnte davon, wenn nötig, Gebrauch machen.

16. Die Fed hat dem Kongress zugesagt, dass sie diese Vollmacht nicht ausüben wird, um ausländische Staaten „zu retten“; somit würde sie in der Praxis nur Auslandsverbindlichkeiten mit hohem Rating kaufen.

17. US-Zensusbehörde, *Historische Statistiken der Vereinigten Staaten, Kolonialzeit bis 1970*, Washington, D.C.: 1976.

18. Eine Steuersenkung, die durch Geldschöpfung finanziert wird, ist das Äquivalent einer anleihefinanzierten Steuersenkung plus einem Offenmarktgeschäft der Fed mit Schuldverschreibungen, und so ist wohl eine explizite Koordination nicht erforderlich. Ein Versprechen der Fed, die Kreditkosten des Staates niedrig zu halten, was bei meiner bevorzugten Alternative, wonach Teile der Treasury-Renditestrukturkurve festgelegt werden, der Fall wäre, würde die Bereitschaft der Fiskalbehörden zur Steuersenkung erhöhen.

Einige machen (aus theoretischen denn aus empirischen Gründen) geltend, dass eine geldfinanzierte Steuersenkung die Leute vielleicht nicht dazu anreizen würde, mehr auszugeben, weil sie fürchten könnten, dass zukünftige Steuererhöhungen das Geld, das sie erhalten haben, einfach wieder „zurückholen“ werden. Eggertson (2002) liefert eine theoretische Analyse, die zeigt, dass eine geldfinanzierte Steuersenkung tatsächlich die Ausgaben und Inflation erhöht, wenn Staatsanleihen nicht an die Inflation indexgebunden sind und bestimmte andere Bedingungen Anwendung finden. Kurz gesagt liegt der Grund darin, dass die Leute wissen, dass Inflation den realen Wert der Staatsschuldtitel aushöhlt und dass es somit im Interesse des Staates ist, für etwas Inflation zu sorgen. Deshalb glauben sie an das Versprechen der Regierung, dass das Geld, das durch Steuersenkungen verteilt wurde, durch zukünftige Steuern nicht wieder „zurückgeholt“ wird.

19. In einigen Gelehrtschriften der letzten Zeit wurde auf die Möglichkeit einer „unkontrollierten Deflationsspirale“ hingewiesen, bei der die Deflation sich selbst nährt und unweigerlich immer schlimmer wird. Nach meinem besten Wissen berücksichtigt keine diese Analysen geeignete geldpolitische Maßnahmen von der Art, wie ich sie heute beschrieben habe. Ich habe hier die Meinung vertreten, dass diese geldpolitischen Schritte die Möglichkeit einer unkontrollierten Deflation ausschalten würden.