

IV. Geldpolitik in den entwickelten Industrieländern

Schwerpunkte

Das vergangene Jahr markierte einen Wendepunkt im Zinszyklus, da viele Zentralbanken angesichts eines aufkommenden Preisdrucks auf einen strafferen Kurs einschwenkten. In den drei wichtigsten Volkswirtschaften sah sich die Geldpolitik mit Unsicherheit unterschiedlichen Ursprungs konfrontiert. Die Zentralbanken hielten es außerdem für zunehmend wichtig, die Einschränkungen, die sich aus dieser Unsicherheit ergeben, bei der Gestaltung der Geldpolitik und der Kommunikation mit der Öffentlichkeit offen anzuerkennen. Ein Vorteil einer solchen Transparenz hinsichtlich der Schwierigkeiten bei der Durchführung der Geldpolitik besteht darin, daß sie es den geldpolitischen Entscheidungsträgern erleichtern kann, selbst im Falle einer Umkehr der Geldpolitik die Glaubwürdigkeit zu bewahren.

In den USA bestand Unsicherheit insbesondere hinsichtlich der Rate des Potentialwachstums und der Lage an den Finanzmärkten. Es mehrten sich die Anzeichen, daß das langfristige Produktivitätswachstum möglicherweise steigt, was die Einschätzung des Inflationsdrucks erschwert, und die Beschäftigung nahm weiterhin mit einer Geschwindigkeit zu, die zuvor als nicht tragfähig gegolten hatte. Während die Anhebungen des Zielsatzes für Tagesgeld Mitte 1999 zunächst weitgehend eine Rücknahme der Zinssenkungen nach der weltweiten Finanzmarktkrise des Jahres 1998 darstellten, kamen in den späteren Zinserhöhungen im Betrachtungszeitraum wachsende Befürchtungen zum Ausdruck, daß ein Nachfrageüberschuß den Inflationsdruck verstärken könnte. Wie in den letzten Jahren mußte sich die Federal Reserve weiter mit der Frage auseinandersetzen, wie die Preise von Vermögenswerten am besten in die geldpolitischen Überlegungen miteinzubeziehen waren. Insbesondere verzeichneten die Aktienmärkte weiterhin starke Gewinne, deren Auswirkungen auf den Verbrauch unsicher waren. Daß die Geldpolitik mögliche Reaktionen der Finanzmärkte mitberücksichtigen mußte, zeigte sich um so deutlicher, als der Offenmarktausschuß (FOMC) begann, die Tendenzaussage („bias“) in bezug auf seine geldpolitische Haltung unmittelbar nach der jeweiligen Sitzung zu veröffentlichen.

Auch in Japan war Unsicherheit ein vorrangiges Thema. Die zentrale Frage bestand darin, ob die bereits ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen ausreichen würden, um zu verhindern, daß die tiefe Rezession zu deflationären Tendenzen führte, und – falls dies nicht der Fall wäre – welche weiteren Schritte zur Ankurbelung der Wirtschaft angesichts der praktisch bei null liegenden nominalen Notenbankzinsen unternommen werden könnten. Nachdem das reale BIP seit dem vierten Quartal 1997 in fünf aufeinanderfolgenden Quartalen zurückgegangen war und die Verbraucherpreise in der zweiten Jahreshälfte 1998 erstmals seit drei Jahren gesunken waren, war die japanische Wirtschaft zu Jahresbeginn 1999 durch eine erhebliche Verlangsamung gekennzeichnet. Letztlich

verbesserte sich die Wirtschafts- und Finanzmarktlage etwas, aber Anzeichen einer selbsttragenden wirtschaftlichen Erholung gab es kaum.

Die Erfahrung des Eurosystems vom letzten Jahr zeigte die geldpolitischen Probleme auf, die entstehen, wenn ein neues und sich rasch änderndes Wirtschafts- und Finanzumfeld sowohl auf die Transmissionsmechanismen der Geldpolitik als auch auf die Einschätzung der Wechselkursentwicklung einwirkt. Das Eurosystem führte die Geldpolitik im wesentlichen so pragmatisch durch, wie es angekündigt hatte. Es vermied angesichts der Unsicherheit des Transmissionsmechanismus den Versuch einer Feinsteuerung und verließ sich nur dann auf das M3-Wachstum als geldpolitischen Indikator, wenn davon ausgegangen wurde, daß dessen Informationsgehalt nicht durch temporäre Faktoren beeinflusst wurde. Während die Zinsbeschlüsse des Eurosystems in der Öffentlichkeit allgemein gut aufgenommen wurden, wurde Kritik an seiner Informationspolitik geübt. Diese wurde von einigen Beobachtern als nicht ausreichend transparent angesehen, obwohl das Eurosystem von Anfang an großen Wert auf Klarheit und Offenheit gelegt hatte.

Wie in den USA und im Euro-Gebiet wurde im weiteren Jahresverlauf auch in allen Ländern, die ein Inflationsziel verfolgten, die Geldpolitik gestrafft. Im allgemeinen löste das Zusammenwirken einer deutlich lebhafteren Binnennachfrage, eines höheren weltwirtschaftlichen Wachstums sowie steigender Ölpreise Preisanstiege auf breiterer Basis aus und führte zur Korrektur der mittelfristigen Inflationsprognosen nach oben, so daß die Anhebung der kurzfristigen Zinsen gerechtfertigt war.

USA

Unsicherheit über Produktivitätswachstum und Preise von Vermögenswerten

Bei der Entscheidungsfindung der Federal Reserve im vergangenen Jahr standen zwei Problemkreise im Vordergrund. Der erste bezog sich auf das Verhalten des Produktivitätswachstums und den angespannten Arbeitsmarkt sowie auf die Einschätzung der Auswirkungen dieser beiden Faktoren auf die Inflationsaussichten. Der zweite betraf die Lage an den Finanzmärkten, insbesondere die Wechselwirkung zwischen Geldpolitik und Preisen von Vermögenswerten. Beide Fragenkomplexe stellten für die Entscheidungsträger eine Quelle der Unsicherheit dar. Das Produktivitätswachstum lag in den letzten Jahren zeitweise höher als in den siebziger und achtziger Jahren, was darauf hindeutet, daß sich die Produktionskapazität der Wirtschaft möglicherweise dauerhaft erhöht hat. Allerdings bleibt es schwierig, während einer weit fortgeschrittenen Phase des Aufschwungs einen Bruch im Trend des Produktivitätswachstums mit Sicherheit zu erkennen. Eine ähnlich große Herausforderung und eng damit verbunden ist das Herausfiltern der Auswirkungen der Geldpolitik auf die Preise von Vermögenswerten sowie von deren Effekten auf den Verbrauch, das Wirtschaftswachstum und die gemessene Produktivität.

Parallelen und Unterschiede zu früheren Erfahrungen in Japan

In diesem Zusammenhang könnte es aufschlußreich sein, die Erfahrungen Japans in den achtziger Jahren zu betrachten. Damals verzeichnete Japan mehrere Jahre lang eine niedrige Inflation und ein starkes Wirtschaftswachstum, was es den geldpolitischen Entscheidungsträgern erschwerte, die Trend- und die Konjunkturentwicklung voneinander zu unterscheiden. Außerdem fanden diese

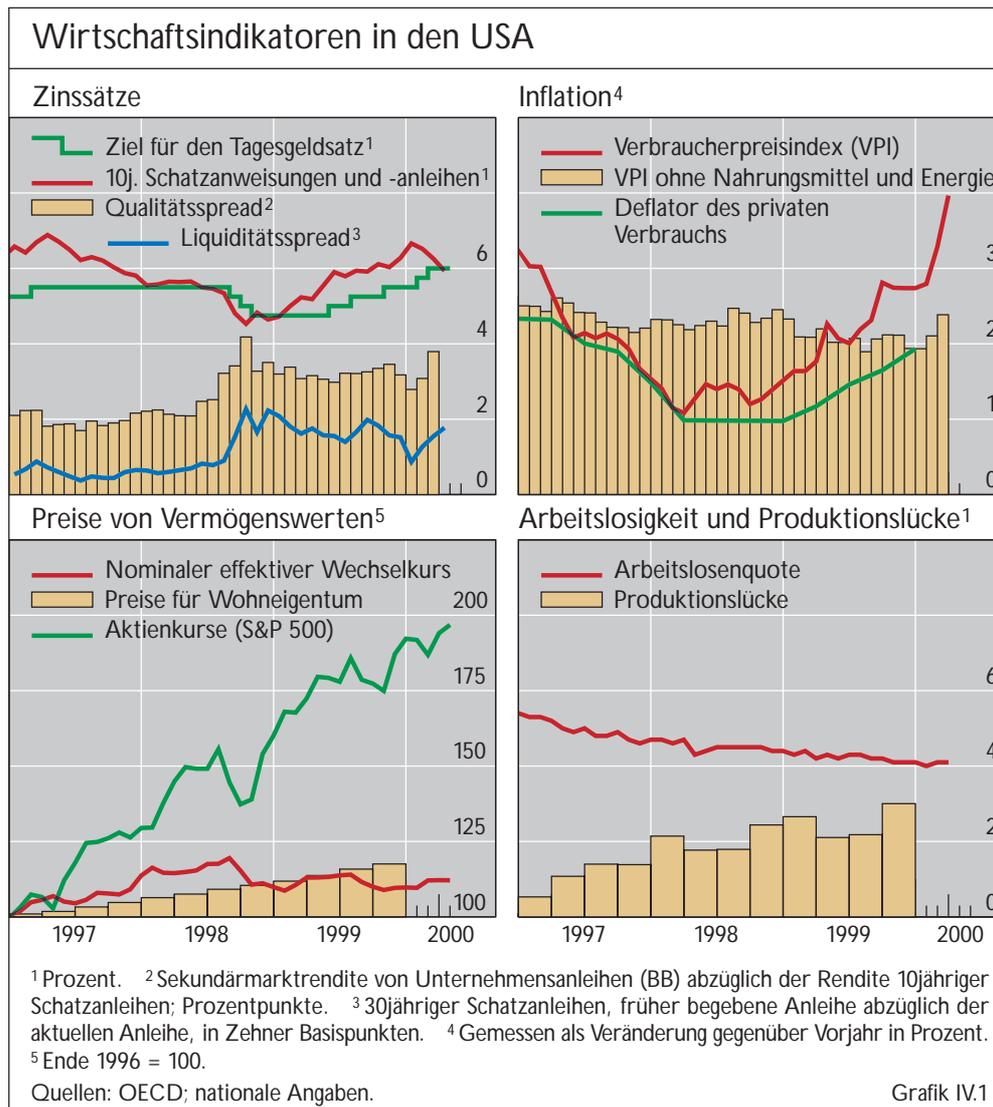
Entwicklungen vor dem Hintergrund einer Yen-Aufwertung, hoher Investitionszuwächse und einer Beschleunigung des Produktivitätswachstums sowie eines starken Anstiegs der Aktienkurse und der Immobilienpreise statt. Die Bank of Japan stand dabei vor der Frage, ob es notwendig sei, die Geldpolitik zu straffen, und – wenn ja – wie angesichts der günstigen Inflation und des weiterhin hohen Produktivitätswachstums die öffentliche Unterstützung dafür gewonnen werden könnte. Außerdem war damals wie heute wenig darüber bekannt, wie rasch steigende Preise von Vermögenswerten auf eine straffere Geldpolitik reagieren. Diese Situation scheint der jüngsten Erfahrung in den USA ähnlich zu sein. In wichtigen Punkten ist die Lage dort aber offenbar stabiler, weil die Immobilienpreise in weit geringerem Maße gestiegen sind und der Bankensektor viel solider erscheint. Aber im Unterschied zu Japan damals sind die USA ein Nettoauslandsschuldner mit einem hohen Leistungsbilanzdefizit. Daher bleibt es schwierig, die bestehenden Risiken abzuschätzen.

Zu Beginn der Beobachtungsperiode spielten Finanzmarktüberlegungen in der geldpolitischen Entscheidungsfindung eine vorherrschende Rolle. Um ihren Einfluß zu verstehen, ist es hilfreich, sich die Ereignisse gegen Ende des Jahres 1998 ins Gedächtnis zu rufen. Damals hatte eine Serie internationaler Finanzkrisen mit Auswirkungen auf die US-Wirtschaft die Federal Reserve veranlaßt, die Zinsen dreimal zu senken. Es wurde befürchtet, daß Krediteinschränkungen auf breiter Front die Aktivität an den Finanzmärkten zum Erliegen bringen und so zu einer Rezession führen könnten. Symptomatisch für die Turbulenzen an den Finanzmärkten war eine starke Ausweitung der Spanne zwischen früher begebenen und aktuellen 30jährigen Schatzanleihen sowie zwischen Unternehmenstiteln mit niedrigerem Rating und 10jährigen Schatzanleihen. Bis Mitte 1999 hatten sich diese Befürchtungen allerdings etwas zerstreut, da die Finanzmärkte wieder normal zu funktionieren schienen. Im Mittelpunkt der Geldpolitik stand dann die rechtzeitige Rücknahme der Senkungen des Zielwerts für den Tagesgeldsatz, entsprechend den stabileren Finanzmarktbedingungen.

Nachdem diese Umkehr bereits im Gange war, wurde im weiteren Jahresverlauf mehr Gewicht darauf gelegt, einen Inflationsschub und ein jähes Ende des wirtschaftlichen Aufschwungs zu vermeiden. Unabhängig davon, ob sich die Vermögensgewinne an den Aktienmärkten als dauerhaft oder vorübergehend erweisen würden, ging die Federal Reserve davon aus, daß sie inflationäre Effekte haben würden, indem sie die laufende Binnennachfrage über das gesamtwirtschaftliche Angebot heben würden. Das Zusammenspiel einer rückläufigen Sparquote der privaten Haushalte und hoher Aktienkurse deutete darauf hin, daß die Kapitalgewinne den Verbrauch anheizten, der in einer fortgeschrittenen Phase des Aufschwungs zur treibenden Kraft des Wachstums wurde. Die Federal Reserve sah sich somit einer Situation gegenüber, in der ein Anstieg der Inflation erwartet wurde, wenn nichts zu ihrer Eindämmung unternommen würde, es aber zu einer harten Landung kommen könnte, wenn die Geldpolitik zu aggressiv vorgehe und die Aktienkurse stark beeinträchtigt würden. Die Wahrscheinlichkeit eines erheblichen Kursrückgangs am Aktienmarkt hinge wohl zum Teil davon ab, ob steigende Aktienkurse das Entstehen einer Blase widerspiegeln oder durch eine dauerhafte Zunahme des Produktivitätswachstums gerechtfertigt waren. Im letzteren Fall müßte sich die

Stabilisierung
der Märkte für
Schuldtitle ...

... und allmählich
straffere
Geldpolitik



Federal Reserve weniger um einen Preisverfall bei Vermögenswerten sorgen und könnte einem inflationären Druck mit einer energischeren Straffung der Geldpolitik begegnen.

Weiterhin hohes Produktivitätswachstum, aber angespannter Arbeitsmarkt

Auch die üblichen ökonomischen Indikatoren lieferten das ganze Jahr über widersprüchliche Signale und erschwerten damit die Durchführung der Geldpolitik. Neun Jahre nach Beginn des Aufschwungs, bei einem realen BIP, das mit einer Rate von über 4% wuchs und um mehr als 2% über dem auf traditionelle Weise geschätzten Produktionspotential lag, sowie einer Arbeitslosenquote, die einen 30jährigen Tiefstand erreichte, wuchs die Befürchtung, daß sich ein unterschwelliger Inflationsdruck in der US-Wirtschaft aufbaute. Das steigende Leistungsbilanzdefizit zeigte deutlich, daß die Binnennachfrage das gesamtwirtschaftliche Angebot überstieg. Außerdem entfielen zwei wesentliche Faktoren, die in den vergangenen Jahren zur günstigen Inflationsentwicklung beigetragen hatten, nämlich ein aufwertender US-Dollar und sinkende Ölpreise am Weltmarkt. Im Gegensatz dazu lag das Produktivitätswachstum weiter über den Erwartungen, und die Lohnstückkosten blieben niedrig und waren im späteren Jahresverlauf 1999 sogar rückläufig. Die Möglichkeit, daß es zu einem Bruch im

Produktivitätstrend gekommen war, war plausibler geworden. Außerdem war der Aufschwung in nicht geringem Maße durch beträchtliche Investitionen in Umstrukturierungen und fortschrittliche Technologien unterstützt worden, was den Blickwinkel einer „New Economy“ noch glaubwürdiger erscheinen ließ. Wenngleich die wirtschaftlichen Schlüsselindikatoren widersprüchliche Signale über die zukünftigen Inflationsentwicklungen aussandten, wurde es doch zunehmend wahrscheinlicher, daß eine weitere Verschärfung der Geldpolitik erforderlich war. Nachdem der Zielwert für den Tagesgeldsatz im November 1999 wieder 5,5% erreicht hatte, erhöhte das FOMC die Notenbanksätze Anfang 2000 weiter.

Preise von Vermögenswerten, Finanzstabilität und Geldpolitik

Die Beurteilung der Rolle der Preise von Vermögenswerten bei der Umsetzung der Geldpolitik wirft eine Reihe von Fragen auf. Eine strategisch wichtige Frage ist, ob die Preise von Vermögenswerten ein eigenes Ziel der Geldpolitik sein sollten. In vielen Ländern sind die Zentralbanken mit der Förderung der Finanzstabilität beauftragt. Da Preiszyklen bei Vermögenswerten Zusammenbrüche im gesamten Bankensystem auslösen können und zusammen mit Kreditzyklen häufig einem steilen wirtschaftlichen Abschwung vorangehen, wird bisweilen die Ansicht vertreten, daß es sinnvoll sein könnte, Finanzmarktvariablen direkt als Zielgröße zu verwenden. Aber anders als bei einem Inflationsziel ist es schwierig, Finanzstabilität zu quantifizieren, und daher ist auch nicht leicht zu erkennen, wenn Preise von Vermögenswerten diese Stabilität gefährden. Überdies ist angesichts der großen Auswahl natürlich schwierig zu entscheiden, der Preis welches Vermögenswerts das Ziel darstellen soll, und dann die Höhe des Zielwerts zu bestimmen. Grundsätzlich betrachtet würde es eine solche Geldpolitik außerdem wohl mit sich bringen, daß das traditionellere Ziel der Verbraucherpreisstabilität weniger energisch verfolgt würde.

Unabhängig davon, inwieweit es bisweilen zugelassen werden könnte, daß Preise von Vermögenswerten die Verfolgung der traditionellen Ziele der Geldpolitik einschränken, ist ihr Effekt auf diese Ziele für die geldpolitischen Entscheidungsträger natürlich von Interesse. Es verbleiben jedoch viele praktische Fragen darüber, wie die Geldpolitik auf Preisschwankungen bei Vermögenswerten reagieren sollte. Erstens ist beispielsweise nicht sicher, ob die Geldpolitik auf Preisänderungen bei Vermögenswerten reagieren kann, ohne zumindest Stellung dazu zu beziehen, ob die Preise im Vergleich zu einem angemessenen Niveau zu hoch oder zu niedrig sind. Zweitens gibt es beträchtliche Unsicherheiten über die Rolle der Preise von Vermögenswerten im monetären Transmissionsmechanismus, was ihre Nützlichkeit bei der geldpolitischen Entscheidungsfindung einschränkt. So ist z.B. weder über den Zeitrahmen noch über das Ausmaß der Wirkungen von Änderungen in der Geldpolitik auf die Preise von Vermögenswerten viel bekannt.

Daß die Wirkung der Geldpolitik auf die Preise von Vermögenswerten unsicher ist, gilt sowohl bei einer Lockerung als auch bei einem Anziehen der Geldpolitik. Bei einer Lockerung kann die Zufuhr von Liquidität in Zeiten offensichtlicher Anspannungen an den Finanzmärkten zu „moral hazard“ beitragen und zukünftigen Situationen Vorschub leisten, in denen die Märkte noch größeren Belastungen ausgesetzt sind. Solche Maßnahmen könnten sogar hohe Preise an

Rolle der Preise von Vermögenswerten unklar

Mögliche Gefahren bei der Reaktion auf Preise von Vermögenswerten

anderen dynamischen Finanzmärkten ungewollt bestätigen. Die Zinssenkungen der Federal Reserve im späteren Jahresverlauf 1998, die notwendig waren, um die Märkte für festverzinsliche Wertpapiere zu stabilisieren, dürften gleichzeitig den Aktienmarkt zum Kursaufschwung motiviert haben. Hinsichtlich einer geldpolitischen Straffung könnte die japanische Erfahrung der achtziger Jahre vermuten lassen, daß ein frühzeitiges Anziehen der Geldpolitik auf jeden Fall die Preise von Vermögenswerten bremsen und die Entwicklung einer Blase hemmen würde. In der Praxis jedoch könnte eine leicht straffere Geldpolitik statt dessen das Vertrauen des Marktes in die Tragfähigkeit des wirtschaftlichen Aufschwungs stärken, indem es die Entschlossenheit der Zentralbank bei der Inflationsbekämpfung demonstriert. Dies könnte die beabsichtigten Konsequenzen der geldpolitischen Maßnahmen zunichte machen. Es dürfte daher schwierig sein, Preisblasen von Vermögenswerten behutsam zurückzuführen. Die Geldpolitik kann auftretende Blasen wohl tatsächlich nur mit Hilfe einer deutlich restriktiven Geldpolitik beseitigen. Abgesehen von anderen Überlegungen bezüglich der Steuerung der Preise von Vermögenswerten werden die Verantwortlichen eine natürliche Aversion gegenüber einer solchen Politik hegen, wenn über das Bestehen einer Preisblase keine Gewißheit herrscht. Da hier erst dann Gewißheit bestehen dürfte, wenn der Zyklus recht weit vorangeschritten ist, könnte es zu diesem Zeitpunkt für die Geldpolitik bereits zu spät sein, die Wirtschaft vor den Konsequenzen einer Preisanpassung bei Vermögenswerten abzusichern.

Bekanntgabe des „bias“

Die Notwendigkeit, die Wechselwirkung zwischen der Einschätzung an den Finanzmärkten und der Geldpolitik zu berücksichtigen, wurde im vergangenen Jahr auch durch die Entscheidung der Federal Reserve hervorgehoben, die Tendenzaussage („bias“) in bezug auf ihre geldpolitische Haltung unmittelbar nach den FOMC-Sitzungen bekanntzugeben. Vor Mai 1999 wurde der Öffentlichkeit diese Tendenzaussage erst dann offengelegt, wenn das FOMC-Sitzungsprotokoll veröffentlicht wurde. Das neue Verfahren spiegelt eine noch größere Bereitschaft der Federal Reserve zur Transparenz bei ihrer Vorgehensweise wider.

Unklare Rolle
des „bias“

Von Beginn an war der Öffentlichkeit die Bedeutung des „bias“ nie ganz klar gewesen. Eine Interpretation ist, daß er es erleichterte, unter den Mitgliedern des FOMC eine Einigung über den Zielwert für den Tagesgeldsatz herbeizuführen, indem er die Möglichkeit bot, abweichende Standpunkte zum Ausdruck zu bringen. Eine zweite Deutung ist, daß er den Vorsitzenden des Ausschusses ermächtigte, zwischen den Sitzungen nach seinem Ermessen Änderungen der Geldpolitik in die Wege zu leiten. Eine dritte Auslegung ist, daß er die Richtung der tatsächlich erwarteten zukünftigen Änderungen des Zielsatzes für Tagesgeld andeutete. Trotz dieses Mangels an Klarheit zeigt eine Betrachtung der Entwicklung des Satzes für Tagesgeldfutures im Umfeld von FOMC-Sitzungen seit Mai 1999, daß die Märkte weder überrascht waren noch besonders ausgeprägt reagierten, wenn der „bias“ zusammen mit der geldpolitischen Grundhaltung bekanntgegeben wurde. Das Verhalten der Anleihemärkte wurde durch die Bekanntgabe des „bias“ offenbar ebenfalls nicht beeinflusst, doch schien sie kurzzeitige Reaktionen an den Aktienmärkten hervorzurufen. Um jede mögliche

Verwirrung zu vermeiden, revidierte die Federal Reserve ihr Publizitätsverfahren im Februar 2000 nochmals und erläuterte den Zweck des „bias“: Er soll die gemeinsame Einschätzung des FOMC vermitteln, was die Unsicherheiten in bezug auf das künftige Wirtschaftswachstum und die Inflationsaussichten betrifft, und zwar für einen zeitlichen Horizont, der über die nächste FOMC-Sitzung hinausgeht.

Japan

Bei gleichbleibenden bzw. leicht rückläufigen Verbraucherpreisen und einer großen und wachsenden Produktionslücke war die Geldpolitik in Japan im vergangenen Jahr besonders darauf ausgerichtet, die Entwicklung weiterer deflationärer Tendenzen in der Wirtschaft zu verhindern.

Da der Tagesgeldsatz bereits im März 1999 praktisch auf null gesenkt worden war, war eine weitere Lockerung der Geldpolitik über den traditionellen Zinskanal nicht möglich. Nach dem starken Anstieg der langfristigen Zinsen gegen Ende 1998 und Anfang 1999, der eine Reaktion auf angekündigte fiskalpolitische Maßnahmen zur Ankurbelung der Wirtschaft unter dem gleichzeitigen Eindruck einer verringerten Nachfrage des öffentlichen Sektors nach langfristigen Staatsanleihen darstellte, gab die Bank of Japan im April ihre Absicht bekannt, die kurzfristigen Zinsen so lange bei null zu belassen, bis die Bedenken hinsichtlich einer Deflation abgeklungen sein würden. Damit sollte Abwärtsdruck auf die Anleiherenditen ausgeübt werden, und die Folge war ein Rückgang der 10-Jahres-Renditen im Verlauf des Frühjahrs. Anzeichen sich verbessernder Wirtschaftsaussichten im weiteren Jahresverlauf weckten im Sommer die Vermutung, daß die Nullzinspolitik aufgegeben werden könnte, und lösten einen Anstieg der Renditen langfristiger Anleihen auf knapp 2% aus. Beunruhigender war, daß der Yen plötzlich aufzuwerten begann, wodurch die Wirtschaftstätigkeit gedämpft wurde. Erst als sich gegen Jahresende die Einschätzung durchzusetzen schien, daß die Wirtschaftslage schwächer war als ursprünglich angenommen, kehrte sich die Währungsaufwertung teilweise wieder um.

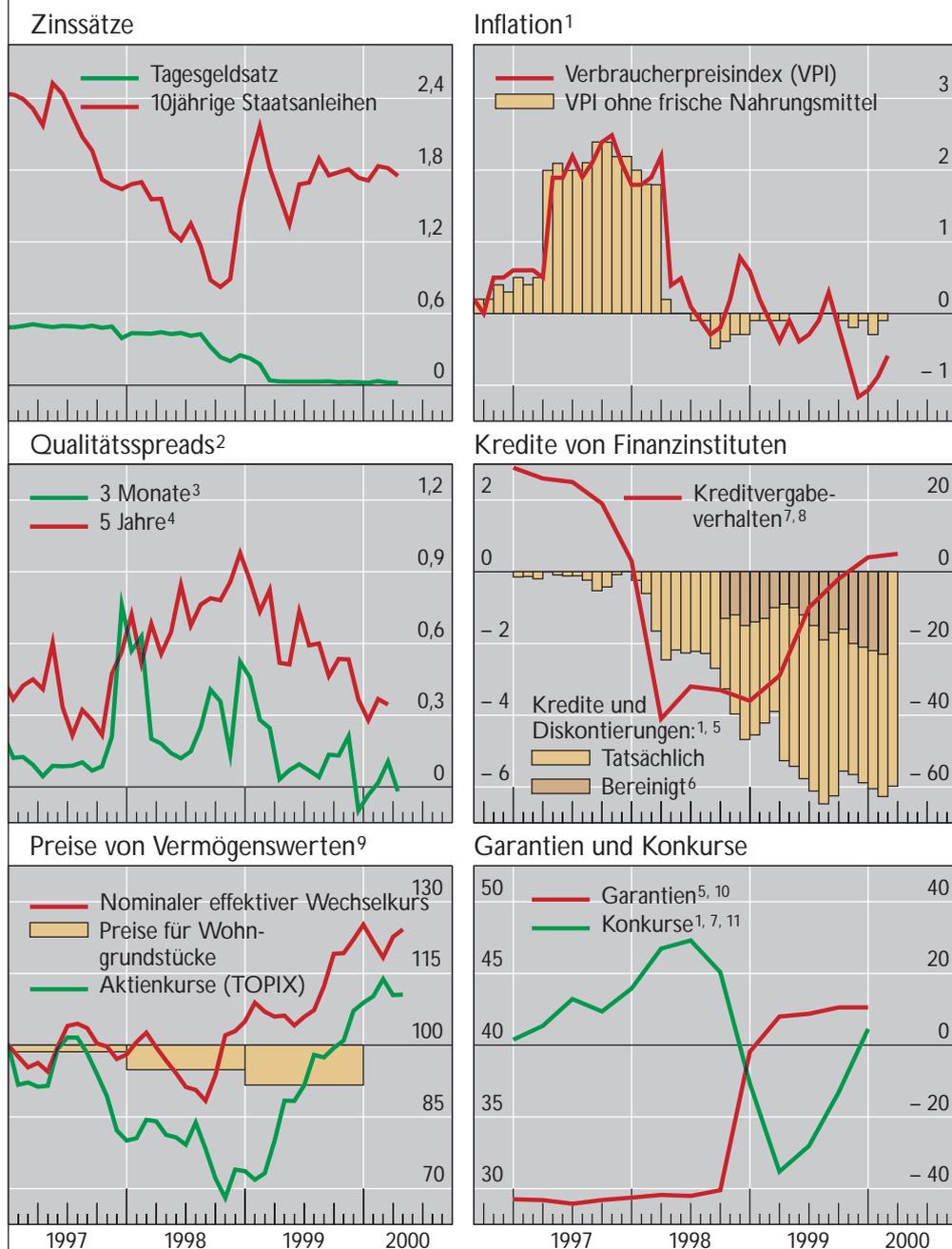
Während die Fiskalpolitik bei der Stärkung der Konjunktur von zentraler Bedeutung blieb, mehrten sich auch die Anzeichen, daß die im Jahr zuvor unternommenen Schritte zur Stabilisierung des Finanzsystems zu greifen begonnen hatten. Die Übernahme von Kreditgarantien, die Kreditausweitung öffentlicher Finanzinstitute, die Schließung zahlungsunfähiger Finanzinstitute und die Rekapitalisierung mehrerer großer Banken sollten allesamt das Kreditwachstum und das Vertrauen in der Öffentlichkeit stützen. Die Verringerung der Risikoprämien im Bankensektor, die positivere Einschätzung der Bereitschaft zur Kreditvergabe und die höheren Aktienkurse waren willkommene Hinweise darauf, daß die Solidität des Finanzsystems tatsächlich günstiger eingeschätzt wurde. Trotz dieses Meinungsumschwungs gab es jedoch kaum einen sichtbaren Beweis dafür, daß sich die grundlegenden Finanzbedingungen deutlich verbessert hätten. Die Kreditvergabe der Banken ging beispielsweise weiter zurück, was das Zusammenwirken einer schwachen Kreditnachfrage von größeren Schuldnern und Vorbehalten der Kreditgeber insbesondere gegenüber der Finanzlage kleinerer Kreditnehmer widerspiegelte.

Nullzinspolitik ...

... aufrechterhalten

Besorgnis über
Finanzinstitute
geringer

Wirtschaftsindikatoren in Japan



¹ Gemessen als Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. ² Prozentpunkte. ³ Tägliches Geld (unbesichert) abzüglich Schatzwechsel. ⁴ Bankschuldverschreibungen abzüglich Staatsanleihen. ⁵ Linke Skala. ⁶ Unter anderem um Verbriefungen, Kreditwertberichtigungen und Wechselkursänderungen. ⁷ Rechte Skala. ⁸ Differenz zwischen positiven und negativen Antworten aus der Sicht der Wirtschaftsunternehmen in Prozentpunkten. ⁹ Ende 1996 = 100. ¹⁰ Ausstehende Garantieverpflichtungen (Bio. Yen). ¹¹ Anzahl Unternehmenskonkurse.

Quellen: Bank of Japan, *Tankan*; Tokyo Shoko Research Ltd; nationale Angaben.

Grafik IV.2

Durch die Senkung des Tagesgeldsatzes auf null richtete die Bank of Japan ihr wichtigstes geldpolitisches Instrument gänzlich auf die Unterstützung der Wirtschaft aus. Es blieb äußerst unsicher, inwieweit zusätzliche und unübliche Maßnahmen zur weiteren Lockerung der geldpolitischen Rahmenbedingungen eingesetzt werden könnten. Manche Beobachter, so auch die Bank of Japan

selbst, argumentierten, daß weitere Bemühungen zur Ausweitung der Geldbasis, ob durch Geldmarktgeschäfte oder nichtsterilisierte Devisenmarktinterventionen, unwirksam sein würden, weil die Finanzinstitute jegliche zusätzliche Liquidität bei der Zentralbank anlegen würden. Es hieß sogar, daß solche Maßnahmen eine gegenteilige Wirkung haben könnten, wenn sie die Unabhängigkeit der Bank of Japan in Frage stellten und zu einem Anstieg der langfristigen Zinsen führten. Es wurde jedoch auch geäußert, daß Erhöhungen der Geldbasis die Finanzinstitute veranlassen könnten, höher rentierende Vermögenswerte, einschließlich Unternehmensschuldverschreibungen und längerfristige Staatsanleihen, zu erwerben, wodurch möglicherweise deren Renditen gesenkt werden könnten und das gesamtwirtschaftliche Wachstum belebt werden könnte. Außerdem wurde vorgebracht, daß die Bank of Japan ihre Tätigkeit auf längerfristige Fälligkeiten ausdehnen oder sogar direkt in einer breiteren Palette von Geschäften tätig werden könnte. Dies jedoch würde wichtige Fragen hinsichtlich der Qualität von Vermögenswerten und der angemessenen Höhe des Zinsänderungsrisikos aufwerfen, mit möglichen Auswirkungen auf die Unabhängigkeit der Bank of Japan im Falle großer Verluste.

Auch ob die Bekanntgabe eines expliziten Inflationsziels helfen könnte, die Inflationserwartungen in Japan nach oben zu lenken und die erwarteten realen Zinssätze unter null zu drücken, war im vergangenen Jahr Gegenstand der öffentlichen Diskussion. Die Bank of Japan stellte zwei Formen von Vorschlägen zur Einführung eines Inflationsziels in Japan fest. Einige Beobachter hatten angeregt, einen numerischen Zielwert vorzugeben, der deutlich oberhalb des Bereichs der Preisstabilität liegen würde. Unter Berücksichtigung der Kosten der Inflation, der Schwierigkeiten, einen Inflationsschub unter Kontrolle zu bringen, und der Tatsache, daß die Wirtschaft bereits einige Anzeichen der Erholung aufwies, befürwortete die Zentralbank diese Option nicht. Andere Kommentatoren hatten sich dafür ausgesprochen, daß die Zentralbank eine eher traditionelle Inflationszielstrategie einsetzen sollte. Die Zentralbank war der Auffassung, daß dieser Vorschlag auch weiterreichende Fragen aufwarf, wie die Transparenz und die Verantwortlichkeit der Geldpolitik erhöht werden könnten, und kündigte an, die verschiedenen Aspekte im einzelnen zu prüfen. Kein Land hat bisher ein Inflationsziel eingeführt, um die Inflation zu erhöhen, so daß sich die japanische Situation grundlegend von der anderer Länder unterscheidet. Die Einführung eines Inflationsziels in der derzeitigen Situation könnte darüber hinaus Probleme der Glaubwürdigkeit entstehen lassen, da die Öffentlichkeit möglicherweise nicht leicht davon zu überzeugen wäre, daß die Zentralbank über ein ausreichendes Instrumentarium verfügt, um die Inflationsrate in das Zielband zu heben, falls die Preise tatsächlich zu fallen beginnen würden.

Die jüngste Erfahrung Japans liefert eine seltene Gelegenheit, die Bedeutung der Tatsache einzuschätzen, daß die nominalen Zinssätze nicht unter die Nullzinsgrenze fallen können. Manche Beobachter argumentieren, daß es wegen der Nullzinsgrenze nicht angebracht wäre, die Geldpolitik auf die Erreichung eines Inflationsniveaus von null auszurichten. Dann nämlich wäre es sehr schwierig, die Realzinssätze unter null zu senken, falls dies aus konjunkturellen Gründen notwendig sein sollte. Die Erfahrung der Vergangenheit zeigt jedoch, daß diese Schlußfolgerung in Zweifel gezogen werden kann. Ein Grund dafür ist, daß die

Erwägung eines
Inflationsziels

Nullzinsgrenze

kurzfristigen Realzinsen nur selten negativ waren, was darauf hindeutet, daß die Zentralbanken nicht oft den Bedarf sahen, die Wirtschaft auf diese Weise zu stimulieren. Auch sahen sich Zentralbanken praktisch nie gezwungen, die nominalen Zinssätze in die Nähe von null zu senken. Die historischen Perioden, in denen die Nominalzinsen bei null lagen, beschränkten sich tatsächlich im wesentlichen auf die USA in den späten dreißiger Jahren und auf Japan im letzten Jahr, beides Phasen, in denen massive Erschütterungen im Finanzsektor stark kontraktiv auf die Wirtschaft wirkten. Sie werfen daher wohl eher ein Schlaglicht auf die Bedeutung der Bewahrung eines soliden Finanzsystems, als daß sie einen eindeutigen Beweis dafür lieferten, daß eine angestrebte Inflation von null zwangsläufig mit einer schwachen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung einhergehen würde.

Euro-Raum

Unsicheres Umfeld

Das Eurosystem befand sich im ersten Jahr der Existenz des Euro in einem unsicheren Umfeld. Bedingt durch die weltweite Nachfrageschwäche nach den Wirtschaftskrisen in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften hatte der wirtschaftliche Schwung im Euro-Raum 1998 stark nachgelassen. Mit einem schwindenden Vertrauen, einem rückläufigen realen Wachstum, einem sinkenden Anstieg der Verbraucherpreise und fallenden Erzeugerpreisen in der Industrie waren die Rahmenbedingungen zu Beginn des Jahres 1999 schwach und gaben Anlaß zu der Sorge, daß sich ein deflationärer Druck aufbauen könnte. Während die Wirtschaftslage auf die Notwendigkeit einer geldpolitischen Lockerung hindeutete, führte der politische Druck auf das Eurosystem, die Zinsen zu senken, zu einer Situation, in der ein solcher zinspolitischer Schritt seiner Glaubwürdigkeit hätte schaden können. Letztlich senkte das Eurosystem im April 1999 die Notenbankzinsen um 50 Basispunkte auf 2,5%, um die wirtschaftliche Erholung zu unterstützen.

Unterschiedliche Signale der zwei Säulen

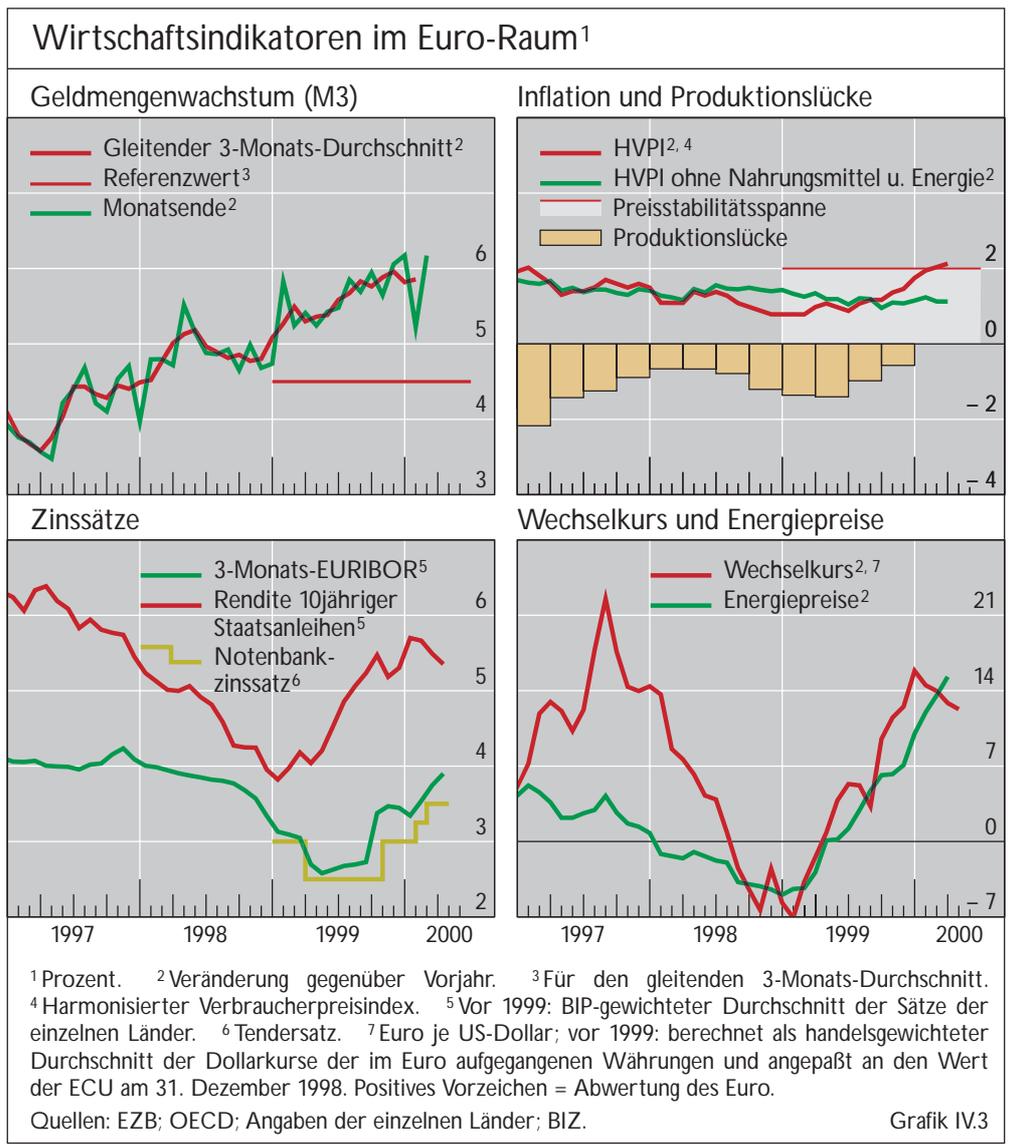
Diese Entscheidung wurde vor dem Hintergrund widersprüchlicher Signale der beiden Säulen getroffen, die das Eurosystem zur Festlegung der Geldpolitik verwendet; die erste dieser Säulen ist das Wachstum der Geldmenge M3 und die zweite eine breitangelegte Beurteilung der Inflationsaussichten. Bei der Darstellung seiner geldpolitischen Strategie hatte das Eurosystem darauf hingewiesen, daß es nicht automatisch auf Abweichungen des Geldmengenwachstums vom Referenzwert reagieren würde. Vielmehr sollten bei solchen Abweichungen weitere Analysen durchgeführt werden, um zu ermitteln, ob die Preisstabilität in Gefahr sei. So überstieg das M3-Wachstum Anfang 1999 zwar den Referenzwert von 4,5%, doch lieferte die Analyse der monetären Entwicklungen insgesamt keinen Hinweis auf einen zunehmenden Inflationsdruck; daher wurde bei der Ausrichtung der Geldpolitik der zweiten Säule mehr Bedeutung beigemessen.

Im Zuge der Erholung des außenwirtschaftlichen Umfelds und mit der Abwertung des Euro gewann die Wirtschaftsleistung im Jahresverlauf nach und nach an Fahrt. Bedingt durch diese Entwicklungen und einen steilen Anstieg der Rohstoffpreise erhöhte sich die Inflation, gemessen am harmonisierten Index der Verbraucherpreise, von etwa 1% im ersten Quartal 1999 auf 2% zu Beginn des Jahres 2000. Das Eurosystem definiert Preisstabilität als Inflation unterhalb der

Schwelle von 2%, betont aber zugleich, daß ein vorübergehender Preisanstieg über dieses Niveau hinaus nicht als unvereinbar mit Preisstabilität angesehen werden sollte. Außerdem verringerte sich die Kerninflation, die sich durch die Bereinigung des harmonisierten Verbraucherpreisindex um Nahrungsmittel- und Energiepreise errechnet, im Jahresverlauf weiter. Da sich jedoch die Risiken hinsichtlich der Inflationsaussichten im Herbst verschoben hatten, erhöhte das Eurosystem seinen Zinssatz zwischen November 1999 und April 2000 wiederholt, und zwar um insgesamt 125 Basispunkte auf schließlich 3,75%, und ging damit zu einer weniger akkommodierenden Geldpolitik über. Diese Beschlüsse wurden auf der Grundlage der Informationen aus beiden Säulen gefaßt sowie angesichts der anhaltenden Abwertung des Euro, die auf Risiken für die Preisstabilität durch ihre Effekte auf die Importpreise hindeutete.

Glaubwürdigkeit und Transparenz

Die vielleicht größte Bewährungsprobe für das Eurosystem im vergangenen Jahr war es, in einem vom Wandel gekennzeichneten Umfeld seine Verpflichtung auf



Preisstabilität zu demonstrieren sowie seine Fähigkeit, diese zu erreichen. Zwar sind die Eindeutigkeit seines Mandats und der Grad an Unabhängigkeit, der ihm durch den Maastricht-Vertrag verliehen ist, darauf angelegt, dies zu erleichtern, aber die Durchführung der Geldpolitik zur Einhaltung dieses Ziels erwies sich dennoch als kompliziert. Eine Schwierigkeit bestand darin, daß es kaum historische Beispiele dafür gab, daß eine Zentralbank plötzlich die Aufgabe übertragen bekommt, die Geldpolitik für einen großen, sich rasch entwickelnden und heterogenen Wirtschaftsraum durchzuführen. Darüber hinaus bewirkte die Einführung des Euro einen ausgeprägten Wandel des wirtschaftlichen Umfelds in den einzelnen Teilnehmerländern und löste strukturelle Veränderungen nicht abschätzbaren Ausmaßes aus. Es war daher unvermeidlich, daß über den geldpolitischen Transmissionsmechanismus im Euro-Raum für einige Zeit nur wenig bekannt sein würde.

Veränderter
geldpolitischer
Transmissions-
mechanismus

Eine weitere Quelle der Unsicherheit hing mit den institutionellen Rahmenbedingungen der Geldpolitik zusammen. Zweifellos wurden die zentralen Bestandteile dieses Rahmenwerks – die eindeutige Erklärung, daß Preisstabilität das vorrangige geldpolitische Ziel ist, und dessen quantitative Festlegung als operative Grundlage – allgemein verstanden und fanden in der Öffentlichkeit breite Unterstützung. Schwieriger allerdings war es offensichtlich, die Verwendung von zwei Säulen zu erklären. Da eine dieser Säulen ein quantitativ festgelegter Referenzwert für das Wachstum der Geldmenge M3 ist, wurde das Konzept in manchen Kreisen trotz gegenteiliger Erläuterungen des Eurosystems als Geldmengensteuerung mißverstanden. Hinsichtlich der Konsequenzen für die Geldpolitik sollten die beiden Säulen normalerweise in dieselbe Richtung weisen, doch lieferten sie mehrere Male widersprüchliche Signale, wodurch die geldpolitischen Entscheidungen weniger leicht verständlich wurden. Überdies warfen die ausgeprägten Wechselkursschwankungen weitere Fragen hinsichtlich der Glaubwürdigkeit auf, obwohl das Eurosystem wiederholt erklärte, daß der Wechselkurs nur insofern geldpolitisch relevant ist, als er Auswirkungen auf die allgemeinen Preisaussichten hat. Das Eurosystem wird sich weiter dafür einsetzen müssen, die jeweilige Bedeutung der beiden Säulen zu erläutern; diese Aufgabe wird erst dann an Relevanz verlieren, wenn sich das Eurosystem im Hinblick auf die Preisstabilität längerfristig bewährt hat.

Entsprechend
komplizierte
Rahmenbedingungen

Potentiell
widersprüchliche
Informationen

Als neue Zentralbank zog das Eurosystem verständlicherweise, aber gelegentlich vielleicht in übertriebenem Maße, den prüfenden Blick der Öffentlichkeit auf sich. Daß es Verfahrensweisen eingeführt hat, die in mancher Hinsicht sogar über die anderer angesehener Zentralbanken hinausgehen, z.B. was die Transparenz und die offene Kommunikation mit den Finanzmärkten betrifft, blieb unbeachtet oder löste in überraschendem Ausmaß Kontroversen aus. Beispielsweise wurde es nicht immer gewürdigt, daß das Eurosystem monatlich eine umfassende Analyse der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in einem Bericht veröffentlicht, während viele Zentralbanken dies vierteljährlich tun. Auch der Tatsache, daß das Eurosystem, anders als die Federal Reserve und die Bank of Japan, eine quantitative Definition von Preisstabilität öffentlich festgelegt hat, wurde kaum Beachtung geschenkt.

Stärkere
Aufmerksamkeit
der Öffentlichkeit

Das öffentliche Verständnis der Durchführung der Geldpolitik des Eurosystems wurde nicht gerade erleichtert durch scheinbar widersprüchliche

Äußerungen einzelner Ratsmitglieder oder sogar gewählter Politiker bezüglich des angemessenen Niveaus von Zinsen und Wechselkursen. Zwar ist es erwünscht, daß diejenigen, die mit Zinsentscheidungen betraut sind, ihre Einschätzung der wirtschaftlichen Lage und des monetären Transmissionsmechanismus öffentlich erläutern, doch dürften Äußerungen, die als Andeutung der kurzfristigen geldpolitischen Absichten mißverstanden wurden, die Unsicherheit eher vergrößert als verringert haben.

Eine einzige Stimme erforderlich

Die Entscheidung des Eurosystems, keine ausführlichen Sitzungs- und Abstimmungsprotokolle von Ratssitzungen zu veröffentlichen, wurde im Verlauf des Jahres scharf kritisiert. Auch wenn mittlerweile allgemein die Auffassung geteilt wird, daß Klarheit ein wichtiger Einflußfaktor für die Wirksamkeit der Geldpolitik ist, so gibt es doch viele Facetten der Transparenz. Während sich die Zentralbanken für eine größere Klarheit hinsichtlich ihrer Zielsetzungen, geldpolitischen Instrumente, Entscheidungsfindungsverfahren, der Beschlüsse selbst und der ihnen zugrunde liegenden Beweggründe eingesetzt haben, veröffentlichten viele von ihnen nach wie vor keine Sitzungs- und Abstimmungsprotokolle. Ein Grund dafür ist die Auffassung, daß gewisse Grenzen der Transparenz es erleichtern, die Geldpolitik vom politischen Prozeß fernzuhalten. Dies dürfte die Unabhängigkeit der Zentralbank stützen und das Potential für eine Einmischung der Politik in die Formulierung der Geldpolitik verringern. Von entscheidender Bedeutung für die Wirksamkeit der Geldpolitik ist zudem der Rückhalt, den sie in der Öffentlichkeit findet. Dieser Rückhalt ist leichter zu erlangen, wenn das Verständnis der Geldpolitik als eher technische Angelegenheit gefördert wird, die auf unpolitische Weise verfolgt wird. Derartige Überlegungen dürften für das Eurosystem von spezieller Bedeutung sein, da es in einem außergewöhnlich komplexen politischen Umfeld operiert, in dem die Offenlegung der Standpunkte der nationalen Vertreter durch die Veröffentlichung von Sitzungs- und Abstimmungsprotokollen diese dem Druck der jeweiligen nationalen Interessengruppen aussetzen könnte.

Keine Veröffentlichung der Sitzungs- und Abstimmungsprotokolle ...

... in einem komplexen politischen Umfeld

Veröffentlichung von Prognosen

Das Eurosystem wurde auch dafür kritisiert, daß es seine internen Inflationsprognosen nicht veröffentlicht. Zwar hat es seine Absicht mitgeteilt, dies zu ändern, doch bleibt die Frage nach der Art und Weise ein Gegenstand der Diskussion unter Zentralbanken sowohl innerhalb als auch außerhalb des Euro-Raums. Ein Aspekt in diesem Zusammenhang betrifft die „Urheberschaft“ von Prognosen. Damit diese als repräsentativ für die Ansichten der Mitglieder des Entscheidungsgremiums angesehen werden, ist es wichtig, daß jedes Mitglied aktiv in ihre Erarbeitung eingebunden ist. Aus geographischen Gründen ist dies im Falle des Eurosystems schwierig, da die meisten Ratsmitglieder in ihren jeweiligen Heimatländern ansässig sind. Eine Alternative wäre, daß das Eurosystem Prognosen seines Mitarbeiterstabs publiziert, bei denen es den Verantwortlichen freisteht, ob sie diese als Grundlage für ihre zinspolitischen Entscheidungen heranziehen. Die Veröffentlichung der Prognosen leistet in diesem Fall jedoch nicht unbedingt einen Beitrag zur Transparenz hinsichtlich der Faktoren, die die geldpolitischen Entscheidungen beeinflussen. Problematisch wäre eine Veröffentlichung auch dann, wenn die Prognosen wirtschaftliche

„Urheberschaft“ von Prognosen

Abläufe auf unerwünschte Weise beeinflussen würden; beispielsweise könnten Vorausschätzungen des Lohnanstiegs als Mindestforderung in zentralisierten Lohnverhandlungen benutzt werden.

Eine weitere Frage ist, wie Prognosen der Öffentlichkeit am besten vermittelt werden können. Das zentrale Problem besteht darin, daß Vorausschätzungen üblicherweise von der Annahme gleichbleibender Notenbankzinsen im Prognosezeitraum ausgehen und unerwünschte Inflations- und Produktionspfade vorhersagen könnten. Damit könnten sie als Grundlage für zukünftige Zinsänderungen herangezogen werden, die die gesamtwirtschaftlichen Bedingungen verändern, wodurch möglicherweise die Vorausschätzungen inkonsistent werden. Zwar könnten sie endogene geldpolitische Reaktionen berücksichtigen, doch wären dann die Inflationsprognosen selbst irrelevant, da sie über den zeitlichen Horizont, über den die Zentralbank zur Erreichung ihrer Ziele agiert, automatisch korrekt wären. Das öffentliche Interesse würde sich daher auf die Abfolge zinspolitischer Schritte verlagern, die implizit in den Prognosen enthalten wäre. Allerdings sind Zentralbanken nicht unbedingt bereit, Prognosen über die Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze zu veröffentlichen, da dann die Gefahr besteht, daß jede Abweichung der Notenbankzinsen vom prognostizierten Wert, selbst wenn sie auf neuen Informationen beruht, als Manöver der Zentralbank aufgefaßt werden und ihrer Glaubwürdigkeit schaden könnte. Ferner sind Informationen über den erwarteten Zinspfad für die Öffentlichkeit nicht unbedingt nützlich, wenn nicht genau beschrieben wird, wie die kurzfristigen Zinsen überhaupt festgelegt werden. Die Kenntnis der Reaktionsfunktion der Währungsbehörden ist entscheidend, um die Auswirkungen von neuen Informationen für die geldpolitischen Instrumente abschätzen zu können.

Länder mit Inflationsziel

In der ersten Hälfte der neunziger Jahre führten mehrere Industrieländer explizite Inflationsziele ein; hierzu gehören Neuseeland, Kanada, das Vereinigte Königreich, Schweden und Australien. Im vergangenen Jahr ging auch die Schweiz zu einer ähnlichen, breitangelegten Strategie zur Erreichung von Preisstabilität auf der Grundlage von Inflationsprognosen über. Eine Tendenz zu Strategien mit expliziten Inflationszielen ist auch bei den aufstrebenden Volkswirtschaften klar erkennbar; Beispiele dafür sind Länder wie Brasilien, Polen, die Tschechische Republik und Südafrika, die alle jüngst Ziele dieser Art bekanntgegeben haben.

In den Industrieländern, die ein Inflationsziel verfolgen, wurden die Notenbankzinsen 1998 und Anfang 1999 allgemein gelockert, überwiegend als Reaktion darauf, daß sich die Inflationsrate aufgrund des abgeschwächten weltwirtschaftlichen Wachstums und der starken Rückgänge der Rohstoffpreise dem unteren Rand des Zielkorridors näherte. Im weiteren Jahresverlauf 1999 gewann das weltweite Wirtschaftswachstum jedoch an Fahrt, die Ölpreise stiegen sprunghaft an, und die Preise anderer Rohstoffe stabilisierten sich oder legten leicht zu, und die Geldpolitik in diesen Ländern wurde entsprechend gestrafft.

Vor dem Hintergrund der raschen Beschleunigung des Wachstums der gemessenen Produktivität in den USA stellte sich in den Industrieländern mit

Inflation und Notenbanksätze in Ländern mit Inflationsziel¹

— Veränderung des VPI — Kerninflation² — Inflationsprognose der Zentralbank — Inflationsziel
— Kerninflation² ● Inflationsprognose des Marktes³ — Notenbanksatz⁴



Anmerkung: Die Schweiz verwendet kein Inflationsziel, sondern statt dessen eine breitangelegte Inflationsprognosestrategie, die vor allem ein numerisches Ziel für die Preisstabilität einsetzt.

¹ Inflationsraten gemessen als Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. Kanada, Schweden, Australien (seit Oktober 1998) und Neuseeland (seit 2000) verwenden die Veränderung des Verbraucherpreisindex (VPI) als Zielgröße, während das Vereinigte Königreich (wie zuvor auch Australien und Neuseeland) die Kerninflation als Zielgröße einsetzt. ² Schweiz und Kanada: VPI ohne Nahrungsmittel- und Energiepreise (Kanada: auch ohne indirekte Steuern); Vereinigtes Königreich: Einzelhandelspreisindex ohne Hypothekenzinszahlungen; Schweden: VPI ohne indirekte Steuern, Subventionen und Zinszahlungen für Wohnbauhypotheken; Australien: VPI ohne saisonabhängige Nahrungsmittel, Benzin, Hypothekenzinszahlungen, Gebühren des öffentlichen Sektors und andere volatile Preise (Veröffentlichung im Juni 1999 ausgesetzt); Neuseeland: VPI ohne Kreditdienstleistungen. ³ Der jährlichen Verbraucherpreis- bzw. Kerninflation (Vereinigtes Königreich und Neuseeland); Erhebungen im April 2000 durchgeführt. ⁴ Schweiz: tatsächlicher 3-Monats-LIBOR (die Zielbandbreite ist auf 50 Basispunkte ober-/unterhalb des LIBOR festgesetzt); vor 2000: Lombardsatz. Kanada: Obergrenze des operativen Bandes; Vereinigtes Königreich und Schweden: Satz für Repo-Geschäfte; Australien: Cash Rate; Neuseeland: Cash Rate (vor März 1999: Tagesgeldsatz).

Quellen: © Consensus Economics; Angaben der einzelnen Länder.

Grafik IV.4

Noch keine hohen Produktivitätsgewinne

Inflationsziel die Frage, ob bei ihnen in absehbarer Zeit ähnliche Produktivitätssteigerungen zu erwarten seien, was bedeuten würde, daß die Notenbankzinsen nicht so stark angehoben werden müßten, wie es andernfalls vielleicht gerechtfertigt erschienen wäre. In jeder dieser Volkswirtschaften erreichten die Kurs/Gewinn-Verhältnisse Höchststände, was mit der Erwartung höherer Produktivitätszuwächse im Einklang stand. Allerdings stieg die Arbeitsproduktivität in den einzelnen Ländern mit Inflationsziel zwar in unterschiedlichem Ausmaß, doch verzeichneten sie insgesamt keine anhaltende Phase erhöhter Produktivitätsgewinne. Alles in allem lag die Produktivitätszunahme nur leicht über dem Durchschnitt. Die Investitionen zur Steigerung der Kapitalintensität, die in den USA getätigt wurden und die Erhöhung der gemessenen Produktivität gefördert haben dürften, vollzogen sich dort mit weit größerer Dynamik als andernorts.

Kanada

Die Bank of Canada hob ihren wichtigsten Zinssatz nach einer Reihe geldpolitischer Lockerungen bis zum Mai 1999 im Betrachtungszeitraum dreimal an. Obwohl diese Zinsänderungen im November 1999 und zu Beginn dieses Jahres auf Zinsanhebungen in den USA folgten, blieb der Zinsabstand zwischen Kanada und den USA negativ. Dennoch war der kanadische Dollar stabil. Dies war zum Teil durch höhere Rohstoffpreise bedingt und erlaubte es der Bank of Canada, andere inflationstreibende Kräfte stärker zu beobachten. Insbesondere wurde davon ausgegangen, daß die Wirtschaft ihr Potential erreicht hatte, wie es eine ganze Reihe von Indikatoren, darunter die Inlandsnachfrage und die Arbeitslosenquote, anzeigten. In Übereinstimmung mit dieser Einschätzung stiegen sowohl die unbereinigte Inflationsrate als auch die Kerninflation an, wobei letztere knapp unterhalb von 2%, der Mittellinie des von der Bank vorgegebenen Zielkorridors, lag. Diese leichte Beschleunigung des Preisanstiegs, in Verbindung mit der kräftigen Gesamtnachfrage und möglichen preistreibenden Spillover-Effekten aus den USA, veranlaßte die kanadische Notenbank, die Zinsen anzuheben.

Vereinigtes Königreich

Im Vereinigten Königreich war die reale Wirtschaftsleistung im Jahr 1999 zunächst durch Schwächetendenzen geprägt, und die Kerninflation verblieb unterhalb des Punktziels. Dies veranlaßte die Bank of England, die Lockerung der Geldpolitik bis in den Juni hinein fortzusetzen. Im September 1999 jedoch war ein ausgeprägter wirtschaftlicher Umschwung erkennbar geworden. Das Wirtschaftswachstum überstieg den langfristigen Durchschnitt von rund 2,5%, und eine wichtige Meßziffer der Arbeitslosigkeit erreichte das niedrigste Niveau seit 20 Jahren, was den steigenden Druck auf die gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten veranschaulichte. Aber das Pfund Sterling wertete im Jahresverlauf allmählich auf und sorgte damit über niedrigere Importpreise für eine gewisse Entlastung. Insgesamt blieb die Kerninflation unter dem Zielwert von 2,5%; allerdings prognostizierte die Bank of England im Spätsommer 1999 für die Jahre 2000 und 2001 eine Beschleunigung des Preisanstiegs. Diese Überlegungen führten im September 1999 zu einer Zinsumkehr, und nachfolgend wurde der Satz für Repo-Geschäfte schrittweise auf 6% angehoben. Auf der Basis dieses höheren Satzes wurde dann davon ausgegangen, daß der Preisanstieg bis zum Jahr 2001 allmählich zum Zielwert zurückkehren werde.

Eine weitere Erklärung für die Anhebungen des Repo-Satzes könnten Bedenken des Monetary Policy Committee hinsichtlich der Preisentwicklung

von Vermögenswerten sein. Das Kurs/Dividenden-Verhältnis erreichte einen historischen Höchststand, und die Immobilienpreise stiegen während des gesamten Jahres 1999 stark an. Beispielsweise zeigte die Halifax-Statistik an, daß der Preisanstieg im Wohnbau bis zum Spätsommer bereits eine Jahresrate von nahezu 10% erreicht hatte. Anders als in den USA ließen sich die geldpolitischen Entscheidungsträger im Vereinigten Königreich nicht durch die sich mehrenden Anzeichen beruhigen, daß ein unerwartetes Produktivitätswachstum künftigen Inflationsdruck mindern würde.

Zwei wesentliche Unsicherheitsquellen für die Inflationsprognosen im Vereinigten Königreich bildeten die wahrscheinliche zukünftige Wechselkursentwicklung und die mögliche Zunahme des inländischen Wettbewerbs. In Prognosen, die eine Wechselkursentwicklung entsprechend dem Zinsgefälle unterstellten, fiel die Vorausschätzung für die Inflationsrate in zwei Jahren um mehr als einen halben Prozentpunkt höher aus als in Prognosen, die von einem gleichbleibenden Wechselkurs ausgingen (Random-Walk-Modell). Obgleich beide Prognosemodelle ihre Berechtigung haben, ist keines von beiden ausgesprochen verlässlich. Eine weitere Unsicherheitsquelle bestand in der Frage, ob sich der Wettbewerbsdruck, dem die Unternehmen am Inlandsmarkt ausgesetzt sind, in jüngster Zeit deutlich verschärft hat. Wenn ja, dann hat die britische Wirtschaft möglicherweise von einem einmaligen Nachlassen des Preisaufliebes profitiert.

Auch in Schweden zog der Preisanstieg im späteren Verlauf des Jahres 1999 an, was eine Anhebung des Satzes für Repo-Geschäfte zur Folge hatte. Dies war die erste geldpolitische Änderung seit dem Ende der Lockerungsserie im März 1999. Die Vorausschätzungen für 2001 zeigten tatsächlich einen Anstieg der Inflation über den Zielwert von 2% hinaus, bedingt durch eine lebhaftere Inlandsnachfrage und steigende Importpreise. Trotz der Erhöhungen des Repo-Satzes und der stabilen Krone wurden die Einschätzungen des binnenwirtschaftlichen Wachstums angesichts der beschleunigten Expansion der Weltwirtschaft nach oben revidiert, und es wurde erwartet, daß die Produktion im nächsten Jahr oberhalb des Potentials liegen würde.

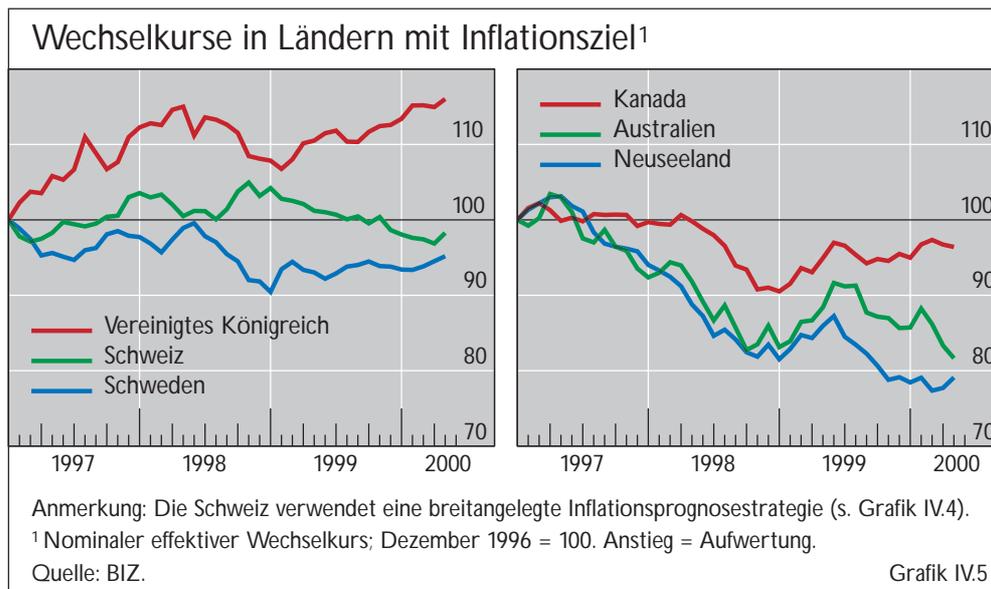
Schweden

Die Währungen Australiens und Neuseelands waren 1999 verhältnismäßig stabil, nachdem im Jahr zuvor ein Rückgang der Rohstoffpreise zu deutlichen Abwertungen geführt hatte. Die geldpolitischen Entscheidungsträger in beiden Ländern konzentrierten sich daher in erster Linie auf andere Einflußfaktoren der Preisentwicklung, und diese wurden für den Großteil der Beobachtungsperiode als günstig beurteilt. Dennoch sah die Reserve Bank of Australia im November 1999 ebenso wie Anfang dieses Jahres die Notwendigkeit zu Zinsanhebungen. Die Gründe für die Zinserhöhungen waren ähnlich wie in Kanada, dem Vereinigten Königreich und Schweden: eine unerwartet lebhaftere Inlandsnachfrage und das überraschende Wachstum der Weltwirtschaft. Die sprunghafte Zunahme der inländischen Nachfrage wurde teilweise von Vermögenseffekten gestützt, die insbesondere durch den starken Anstieg der Preise von Wohneigentum in Australien bedingt waren. Entsprechend wurde erwartet, daß die Inflation der Verbraucherpreise bis Mitte des Jahres 2000 in der oberen Hälfte des Zielkorridors liegen würde.

Australien

In Neuseeland beließ die Reserve Bank den Notenbanksatz, die Cash Rate, nahezu während des gesamten Jahres 1999 unverändert. Die Geldpolitik galt

Neuseeland



als vereinbar mit den Inflationsprognosen, die eine Entwicklung innerhalb des Zielpfads auswiesen, wobei immer noch ein Wachstum der Inlandsnachfrage von rund 3% zugelassen wurde, so daß sich die Produktion dem Potential annähern konnte. Im November erhöhte die Reserve Bank die Zinsen um einen halben Prozentpunkt als Reaktion auf ein robustes Wirtschaftswachstum im zweiten Halbjahr und eine Abwertung des Neuseeland-Dollars, die etwas zur Entspannung des geldpolitischen Umfelds beigetragen hatte. Zu Beginn des Jahres 2000 gab es erneut Anzeichen für eine beginnende Überhitzung der Wirtschaft, so daß weitere Zinsanhebungen vorgenommen wurden.

Während in einem geldpolitischen Regime mit Inflationsziel eine niedrige und stabile Inflation die vorrangige Zielsetzung darstellt, schließt dies die kurzfristige Stabilisierung anderer Faktoren nicht aus. So unterzeichneten das neuseeländische Schatzamt und die Reserve Bank im Dezember 1999 ein neues Abkommen über geldpolitische Ziele. Darin wurden formell Nebenziele zur Vermeidung unnötiger kurzfristiger Schwankungen der Produktion, der Zinsen und des Wechselkurses vereinbart; diese Ziele wurden aber so formuliert, daß kein Konflikt mit der bewährten längerfristigen Strategie zur Erreichung des Inflationsziels entsteht. Faktisch dient das neue Abkommen dazu, das Gewicht der kurzfristigen Stabilisierungsziele teilweise von der Inflation zu diesen Variablen zu verlagern. Allerdings ist schwer zu beurteilen, welche direkte Auswirkung diese Veränderungen auf die Durchführung der Geldpolitik in der Praxis haben werden, da Grund zu der Annahme besteht, daß die Reserve Bank bereits in der Vergangenheit bemüht war, „unnötig“ starke Schwankungen dieser Variablen zu vermeiden.

Die Schweizerische Nationalbank gab in der Berichtsperiode die Einführung einer neuen, auf ihre Inflationsprognosen ausgerichteten geldpolitischen Strategie bekannt. Im Rahmen des neuen Konzepts werden am Ende jeden Jahres Inflationsprognosen für die folgenden drei Jahre veröffentlicht, und die Geldpolitik wird entsprechend angepaßt. Während die Nationalbank die Geldpolitik in der Vergangenheit an Zwischenzielen für die Geldmenge ausgerichtet hatte,

In der Schweiz
neue geldpolitische
Strategie

werden die geldpolitischen Entscheidungen unter dem neuen Regime unter formeller Berücksichtigung einer ganzen Palette von Inflationsindikatoren gefällt. Ein Element, das unklar bleibt, betrifft die Reaktion der Geldpolitik auf die Kursentwicklung des Frankens gegenüber dem Euro. Es fiel auf, daß sich die Schwankungen im Jahr 1999 in einer engen Bandbreite hielten, nachdem der Franken im früheren Verlauf der neunziger Jahre ausgeprägte Ab- und Aufwertungen erfahren hatte (s. Kapitel V).

Die neue Strategie wird durch eine explizite Definition von Preisstabilität als einem Anstieg des Verbraucherpreisindex um weniger als 2% ergänzt. Diese Definition ist vergleichbar mit der Interpretation von Preisstabilität durch das Eurosystem, und das Niveau ist ähnlich hoch wie in Ländern mit explizitem Inflationsziel. Überdies hat die Schweizerische Nationalbank die Art und Weise, wie die Geldpolitik umgesetzt wird, geändert, um ihre Arbeitsweise transparenter zu gestalten. Statt der Wachstumsrate der Geldbasis ist ein Zielkorridor für den 3-Monats-LIBOR in Schweizer Franken ihr wichtigstes Instrument.

Definition von
Preisstabilität

Geldpolitik und Unsicherheit

Unsicherheit ist ein natürliches Merkmal des wirtschaftlichen Umfelds, und die Zentralbanken haben in zunehmendem Maße betont, auf welche Weise sie den Spielraum für die Ausgestaltung und Durchführung der Geldpolitik einschränkt. Dabei haben sie stets berücksichtigt, daß es wichtig ist, zwischen unterschiedlichen Quellen der Unsicherheit zu differenzieren.

Unsicherheit
stärker im
Vordergrund

Quellen der Unsicherheit

Unsicherheit hat eine Vielzahl von Ursachen. Am offensichtlichsten ist die Unsicherheit über die strukturellen Zusammenhänge in der Wirtschaft. Beispielsweise bestand im vergangenen Jahr erhebliche Ungewißheit darüber, ob die Bank of Japan in der Lage sein würde, die Zinsen über den kurzfristigen Bereich der Renditenstrukturkurve hinaus zu beeinflussen. Aber selbst dann, wenn die strukturellen Zusammenhänge innerhalb der Wirtschaft als weitgehend bekannt gelten, dürfte ein beträchtliches Maß an Unsicherheit über die genaue quantitative Ausprägung der jeweiligen Beziehungen verbleiben. So ist etwa in relativ geschlossenen Volkswirtschaften wie den USA oder dem Euro-Raum die Analyse des Kapazitätsauslastungsgrads und seiner Rolle im Inflationsprozeß für die Formulierung der Geldpolitik von entscheidender Bedeutung. Allerdings sind Schätzungen dieser Beziehungen, die allgemein als Phillips-Kurve bekannt sind, in der Regel ungenau und neigen dazu, sich im Laufe der Zeit zu verändern.

Unsicherheit in
bezug auf Wirt-
schaftsstruktur ...

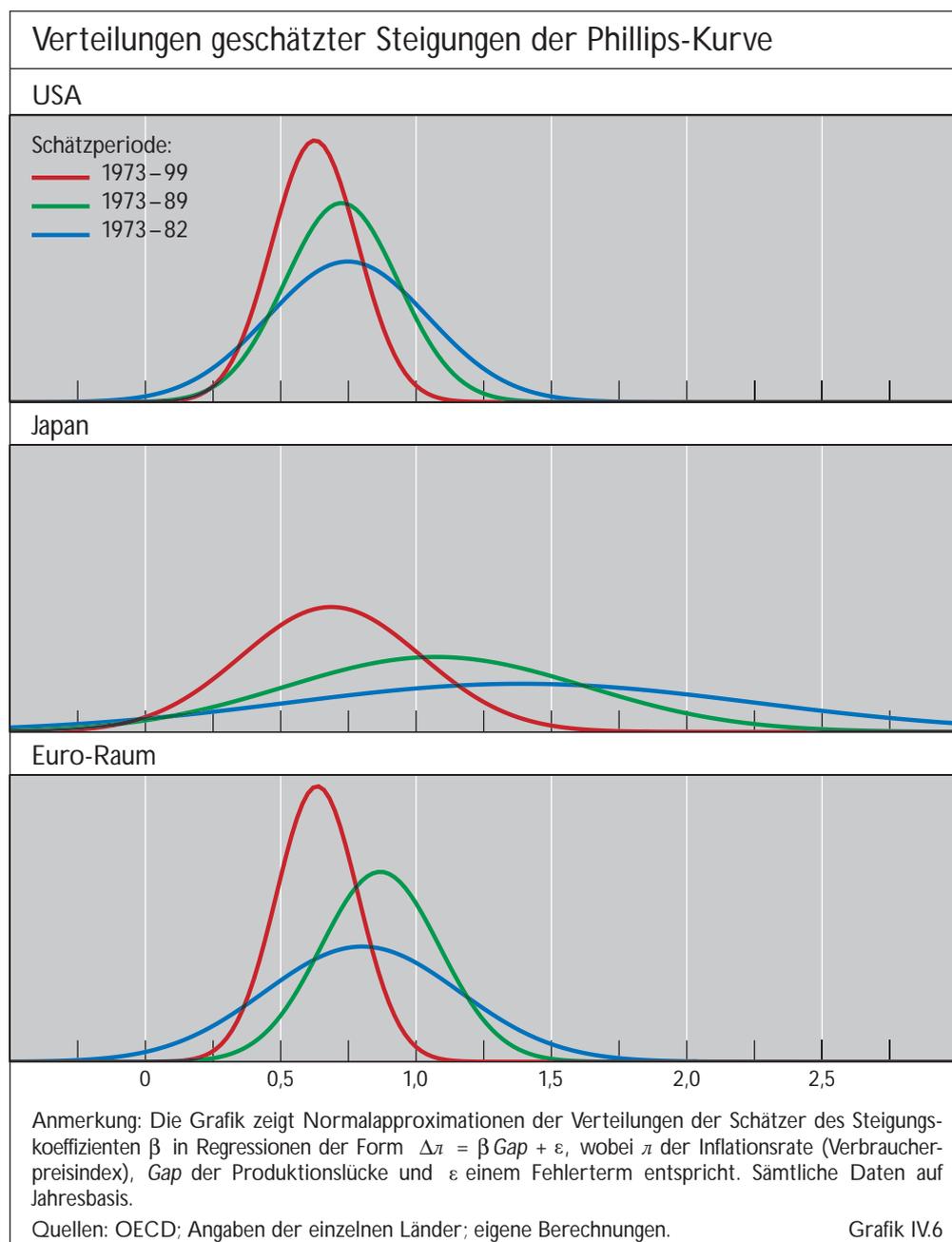
... Parameter-
schätzungen ...

Grafik IV.6 zeigt geschätzte Wahrscheinlichkeitsverteilungen des Einflusses von Produktionslücken auf die Inflation unter Verwendung von Daten für die USA und Japan sowie synthetischer Daten für den Euro-Raum. Obwohl die Grafik den wichtigen Aspekt, wie Produktionslücken geschätzt werden, vernachlässigt und nur zur Veranschaulichung dient, vermag sie doch einen Eindruck der bestehenden Probleme zu vermitteln. Insbesondere liefert die Breite der Verteilung einen Hinweis darauf, daß der Einfluß der Produktionslücke auf die Inflation unsicher ist. Während z.B. in allen drei Fällen ein BIP von 1% über dem Potential mit einem Anstieg der Inflation um rund 0,6 Prozentpunkte einhergeht (s. auch

Kapitel II), deuten die Schätzungen für die USA und den Euro-Raum darauf hin, daß der Effekt zwischen 0,25 Prozentpunkten und 1 Prozentpunkt liegen kann. In Japan ist die Wirkung noch unsicherer; sie könnte entweder unerheblich sein oder aber beträchtlich ausgeprägter als in den beiden anderen Wirtschafts-räumen. Daß sich der höchste Punkt der Dichteverteilung verschiebt, je länger der Referenzzeitraum gewählt wird, läßt außerdem vermuten, daß sich dieser Zusammenhang im Zeitablauf auf möglicherweise unvorhersehbare Weise verändert.

... nicht beobachtbare Variablen ...

Unsicherheit entsteht auch daraus, daß viele der relevanten makro-ökonomischen Variablen nicht beobachtbar sind. Dies gilt insbesondere für Erwartungen, die aber dennoch eine entscheidende Rolle bei der Bestimmung von Preisen von Vermögenswerten, einschließlich Wechselkursen und

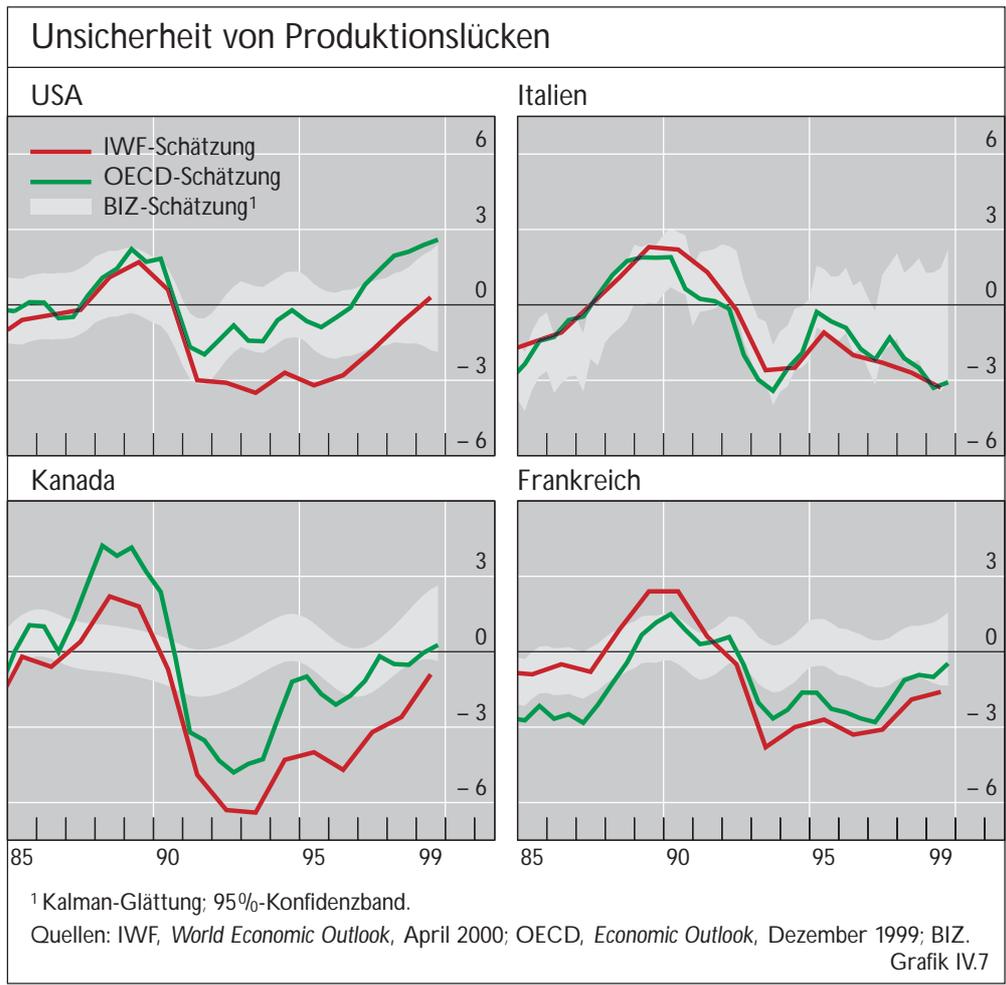


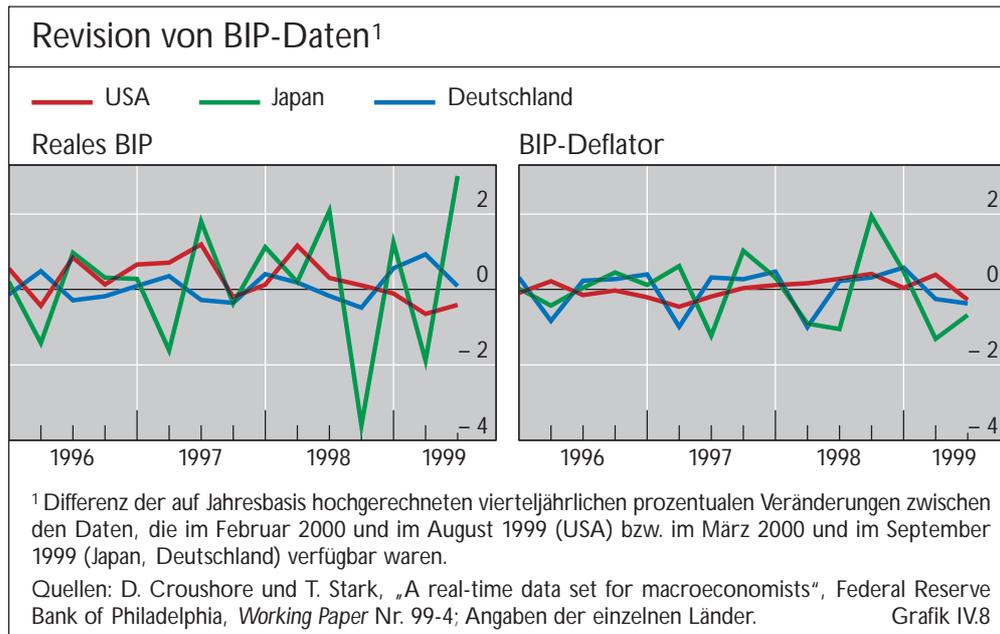
Anleiherenditen, sowie der Festlegung der Preise von Gütern und Dienstleistungen spielen. Diese fehlende Beobachtbarkeit erschwert es, die Ursprünge von Änderungen bei den Preisen von Vermögenswerten sowie ganz allgemein die Auswirkungen geldpolitischer Schritte auf die relevanten ökonomischen Variablen zu bestimmen.

Ein weiteres Beispiel der Schwierigkeiten, denen sich die geldpolitischen Entscheidungsträger im Zusammenhang mit nichtbeobachtbaren Wirtschaftsdaten gegenübersehen, ist der Vergleich unterschiedlich ermittelter Maße für die Produktionslücke. Diese Größe ist nicht beobachtbar, jedoch wird ihr allgemein eine wichtige Rolle bei der Einschätzung des Preisdrucks zugeschrieben. Grafik IV.7 zeigt drei Schätzungen der Produktionslücken für vier Länder, die bisweilen stark voneinander abweichen. Die Tatsache, daß ein Konfidenzintervall von 95% alternative Punktschätzungen oftmals nicht umfaßt, verdeutlicht das Ausmaß der Unsicherheit zusätzlich.

Eine weitere Quelle der Unsicherheit ist das Datenmaterial selbst. Nach einer Veröffentlichung von vorläufigen Daten werden viele Zeitreihen im Lichte von zusätzlichen Informationsquellen, Veränderungen der Saisonfaktoren oder Neudefinitionen von Variablen revidiert, in manchen Fällen sogar oft. In vielen Ländern wurden vor kurzem neue Berechnungsmethoden für die volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen eingeführt, was in einigen

... und Datenmaterial





Fällen zu grundlegenden Änderungen des realen BIP und seiner Bestandteile geführt hat.

Zur Veranschaulichung der Größenordnung von Datenrevisionen, mit denen sich die geldpolitischen Entscheidungsträger konfrontiert sehen, zeigt Grafik IV.8 für einen gegebenen Zeitraum die Unterschiede zwischen BIP-Daten, die vor kurzem zur Verfügung standen, und den Daten, die sechs Monate zuvor verfügbar waren. Es ist zu erkennen, daß sich die gemeldeten Werte für das vierteljährliche Wachstum des realen BIP in dieser kurzen Zeit um bis zu 3,6 Prozentpunkte (Jahresrate) veränderten. In diesem Beispiel wurden die Daten für das reale BIP in Japan am stärksten revidiert, aber auch bei den Daten für die USA und Deutschland gab es deutliche Unterschiede. BIP-Revisionen dieser Größenordnung können es erschweren, beispielsweise vor kurzem bekanntgegebene Daten für die Produktionslücke als Grundlage für geldpolitische Entscheidungen zu verwenden.

Bedeutung für die Vermittlung geldpolitischer Beschlüsse

Seit einigen Jahren betonen die Zentralbanken die Unsicherheit bei der Gestaltung der Geldpolitik. So berücksichtigen sie beispielsweise bei der Festlegung ihrer Ziele stärker die durch die Unsicherheit gesetzten Grenzen. Mit seiner Definition von Preisstabilität als einem Preisanstieg von weniger als 2% hat etwa das Eurosystem explizit der Unsicherheit Rechnung getragen, die durch Meßfehler im harmonisierten Verbraucherpreisindex entsteht. Außerdem formulieren viele Zentralbanken, die ein explizites Inflationsziel verfolgen, dieses im Rahmen einer Bandbreite und präzisieren es möglicherweise in Form einer Maßzahl der Kerninflation, die in geringerem Maße unvorhersehbaren Schwankungen unterworfen ist. Ebenso sind einige Zentralbanken dazu übergegangen, bei der Darstellung ihrer Einschätzungen hinsichtlich der zukünftigen Wirtschaftsentwicklung geschätzte Wahrscheinlichkeitsverteilungen für die erwartete Inflation und das reale BIP zu veröffentlichen. Indem die Bedeutung von Punktprognosen

Bandbreiten für
Inflationsziele ...

... und Prognosen

relativiert wird oder solche Prognosen erst gar nicht veröffentlicht werden, kann der bestehende Grad an Unsicherheit der Öffentlichkeit vermittelt werden. Zudem haben sich einige Zentralbanken dafür entschieden, trotz der weiter oben angesprochenen Probleme die Protokolle geldpolitischer Diskussionen zu veröffentlichen, und zwar zum Teil deshalb, weil diese dazu dienen können, die Schwierigkeiten der Entscheidungsträger bei der Interpretation der jeweiligen Wirtschaftsbedingungen und der kurzfristigen Perspektiven aufzuzeigen.

Verschiedene Faktoren haben dazu beigetragen, daß bei der Erläuterung der Geldpolitik gegenüber der Öffentlichkeit verstärktes Gewicht auf die Bedeutung der Unsicherheit gelegt wird. Einer dieser Faktoren besteht darin, daß die Transparenz und die Rechenschaftspflicht im Handeln der Zentralbank stärker beachtet werden. Je offener die Umsetzung der Geldpolitik, um so wichtiger ist es, daß die Zentralbanken auch die Grenzen, die ihnen gesetzt sind, anerkennen, da sie sonst ungerechtfertigter Kritik ausgesetzt wären, die ihre Glaubwürdigkeit beeinträchtigen könnte. Durch die zunehmend verbreitete Praxis, eine quantitative Definition von Preisstabilität vorzugeben und diese als vorrangiges geldpolitisches Ziel zu verfolgen, hat es für die Zentralbanken entscheidende Bedeutung angenommen, daß sie Gründe für Zielverfehlungen erklären können. Der zweite Faktor zielt auf die Prognosen ab. Da sich die Zentralbanken von Zwischenzielen wie Geldmengenzielen und Wechselkursen abgewandt haben, hat die Geldpolitik eine umfassendere, vorausschauende Ausrichtung erhalten, bei der Prognosen eine Schlüsselrolle spielen. Da diese ihrer Natur gemäß unpräzise sind, wobei die Prognoserisiken häufig asymmetrisch sind, ist es nur natürlich, daß die Unsicherheit sowohl im Rahmen der geldpolitischen Diskussion selbst als auch in der Vermittlung geldpolitischer Beschlüsse in der Öffentlichkeit in den Vordergrund gerückt ist. Drittens, wie durch die Beispiele weiter oben dargelegt, besteht erhebliche Unsicherheit über viele Elemente von zentralen ökonomischen Wirkungszusammenhängen wie etwa der Phillips-Kurve. In Wirklichkeit ist der eigentliche Grad an Ungewißheit, dem sich die geldpolitischen Entscheidungsträger gegenübersehen, sogar noch höher als in den Beispielen, da dort eine stabile Struktur der Wirtschaft unterstellt wird. Strukturelle Änderungen, etwa infolge der Liberalisierung im Finanzsektor oder produktivitätssteigernder technologischer Innovationen im Hochtechnologiebereich, erhöhen die Unsicherheit zusätzlich. Da viertens schließlich eine beträchtliche Unsicherheit bezüglich der angemessenen Höhe der Preise von Vermögenswerten, ihrer Reaktion auf Zinsänderungen und andere Maßnahmen sowie ihrer potentiellen Wirkung auf die allgemeinen wirtschaftlichen Bedingungen besteht, hat sich das Ausmaß der Unvorhersehbarkeit, mit dem die Zentralbanken konfrontiert sind, in den letzten Jahren wohl noch vergrößert.

Stärkeres Gewicht auf Transparenz ...

... größere Bedeutung von Prognosen ...

... strukturelle Änderungen ...

... und Rolle der Preise von Vermögenswerten