

IV. Geldpolitik in den fortgeschrittenen Industrieländern

Schwerpunkte

Die Geldpolitik war in den Industrieländern im Berichtszeitraum expansiv, zum Teil wegen der schwachen Erholung im Jahr 2002, zum Teil auch wegen der Gefahr eines Konjunkturerinbruchs in einem Umfeld vermehrter Unsicherheit. Besondere Herausforderungen bestanden darin, die Verbraucherausgaben zu stützen, die nachfragedämpfenden Einflüsse aus dem Finanzsektor Ende 2002 zu mildern und inmitten der geopolitischen Risiken Anfang 2003 das Vertrauen zu fördern.

In den USA trübten die Nachwirkungen vergangener Ungleichgewichte weiterhin in hohem Maße die Aussichten auf eine kräftige Erholung. Vor diesem Hintergrund hielt die Federal Reserve ihr Ziel für den Tagesgeldsatz fast die ganze Zeit konstant und senkte es nur ein einziges Mal gegen Ende 2002. Da die Inflation weiterhin Anlass zur Sorge gab, hielt die EZB die Zinssätze zunächst auf unverändert höherem Niveau, dann aber nahm sie sie zurück, als das Wachstum unerwartet schwächer wurde. In Japan war das geldpolitische Umfeld einzigartig. Die Wirtschaft wies zwar Anzeichen einer Stabilisierung auf, aber die Wachstumsaussichten blieben höchst unsicher. Die Bank of Japan hielt daher an ihrer Politik der quantitativen Lockerung fest und intensivierte sie noch. In den übrigen Industrieländern waren die Bedingungen weniger einheitlich; einige Zentralbanken erhöhten die Zinssätze, als Bedenken wegen steigenden Inflationsdrucks wach wurden.

Zwar wird allgemein angenommen, dass sich das Wirtschaftswachstum in einem Umfeld niedriger Inflation erholen wird, doch sind die Volkswirtschaften offenbar immer noch anfällig gegenüber verschiedenen Ungleichgewichten. Damit besteht die Möglichkeit einer längeren Schwächeperiode, und dann könnte sich auch die Deflation über die Grenzen Asiens hinaus ausbreiten. Ein gesonderter Abschnitt am Ende dieses Kapitels widmet sich dem Deflationsrisiko und seiner Bedeutung für die Zentralbanken in den fortgeschrittenen Industrieländern.

Entwicklungen im Einzelnen

USA

Die Federal Reserve behielt im Berichtszeitraum ihren sehr akkommodierenden geldpolitischen Kurs bei und kam damit einer Wirtschaft entgegen, die mit einer Konjunkturflaute, wirtschaftlichen und geopolitischen Risiken sowie einer möglichen Abschwächung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus kämpfte. Als sich jedoch das wirtschaftspolitische Umfeld veränderte,

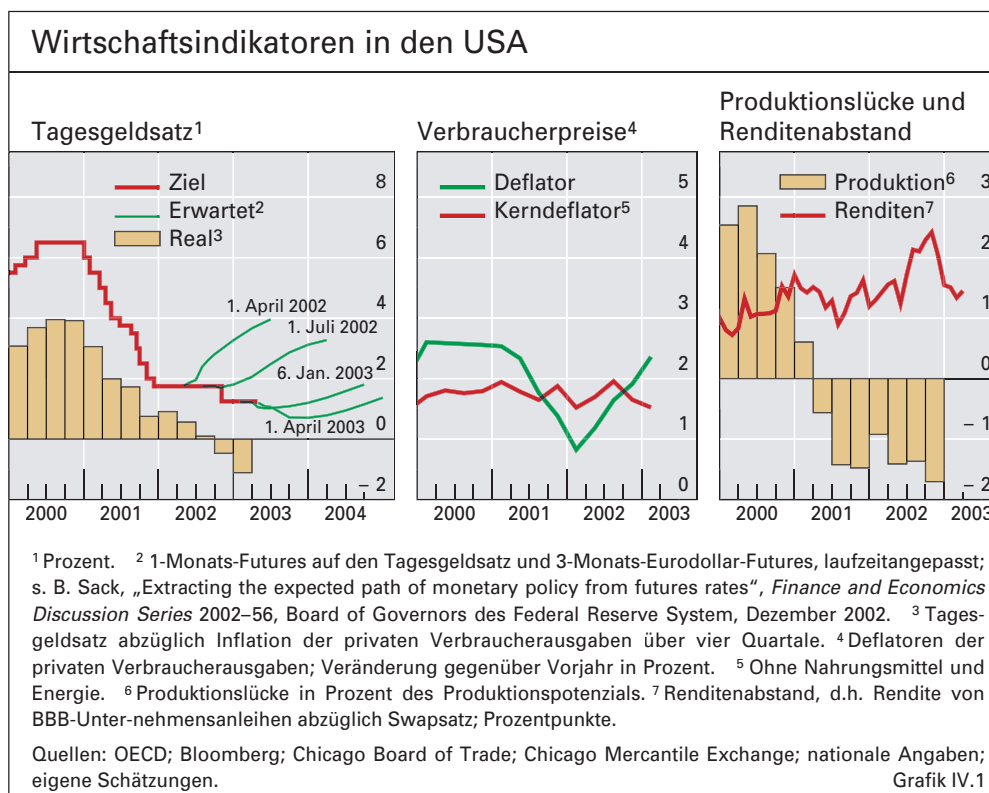
US-Geldpolitik weiterhin sehr akkommodierend

sah sich die Federal Reserve veranlasst, ihren akkommodierenden Kurs auf verschiedene Weise anzupassen.

Anfang 2002 revidierte der Offenmarktausschuss der Federal Reserve (FOMC) seine Einschätzung der Risiken; Schwerpunkt war nicht mehr die Konjunkturschwäche, sondern eine ausgewogene Bewertung der Aussichten für Wirtschaftswachstum und Inflation. Die Verbraucherausgaben waren robuster als zuvor erwartet, und der Lagerhaltungszyklus entwickelte sich günstiger. Angesichts dieser optimistischeren Perspektive und eines Leitzinssatzes von nur 1,75% rechneten die Märkte mit einer baldigen deutlichen Erhöhung des Tagesgeldzielsatzes (Grafik IV.1). Im August hatte der FOMC jedoch seine Erwartungen hinsichtlich der Konjunkturerholung wie auch des Inflationsdrucks nach unten revidiert, womit sich der Risikoschwerpunkt wieder zu unterdurchschnittlichem Wachstum verschob. Im November hatte sich das Umfeld derart verschlechtert, dass eine etwas deutlichere Leitzinssenkung als erwartet – nämlich um 50 Basispunkte – gerechtfertigt schien. Bei einer Inflationsrate von nahe 2% im Vorjahresvergleich sank der inflationsbereinigte Tagesgeldsatz zum ersten Mal seit Mitte der siebziger Jahre auf rund –1%.

Wachsende Unsicherheit wurde in dem Beschluss vom November als wichtiger Entscheidungsfaktor genannt, da sie dämpfend auf Ausgaben, Produktion und Beschäftigung wirke. Die Besorgnis der Märkte über Unternehmensskandale und Bilanzunregelmäßigkeiten stellte ebenfalls einen ungewöhnlichen Bremsfaktor dar, der sich in schwächeren Aktienmärkten und erhöhten Renditenaufschlägen äußerte (Kapitel VI). Etwas überraschend verband der FOMC die Zinssenkung mit einer ausgewogenen Risikobeurteilung. Diese Kombination löste offenbar am Markt einige Verwirrung darüber

US-Tagesgeldsatz
auf 40-Jahres-Tief



aus, wie der FOMC die unmittelbare Entwicklung des Leitzinssatzes tatsächlich einschätzte.

Anfang 2003 wurde der Leitzinssatz stabil gehalten, obwohl die Unsicherheit über die kurzfristigen wirtschaftlichen Aussichten zunahm. Der FOMC setzte jedoch vorübergehend seine Praxis aus, seine Risikobeurteilung am Ende der regulären Sitzungen zu veröffentlichen. Laut einer Pressemitteilung konnten keine aussagekräftigen Informationen gegeben werden, da die Entwicklung nicht mehr fassbar sei. Im Mai jedoch hatte der FOMC diese Praxis wieder aufgenommen und nannte als Hauptrisiko eine wirtschaftliche Schwächung. Während die Risiken für ein nachhaltiges Wachstum auf kurze Sicht als einigermaßen ausgeglichen gesehen wurden, beurteilte der FOMC die – wenn auch geringe – Wahrscheinlichkeit eines unerwünschten beträchtlichen Inflationsrückgangs als größer als die eines Wiederanstiegs der Teuerungsrate.

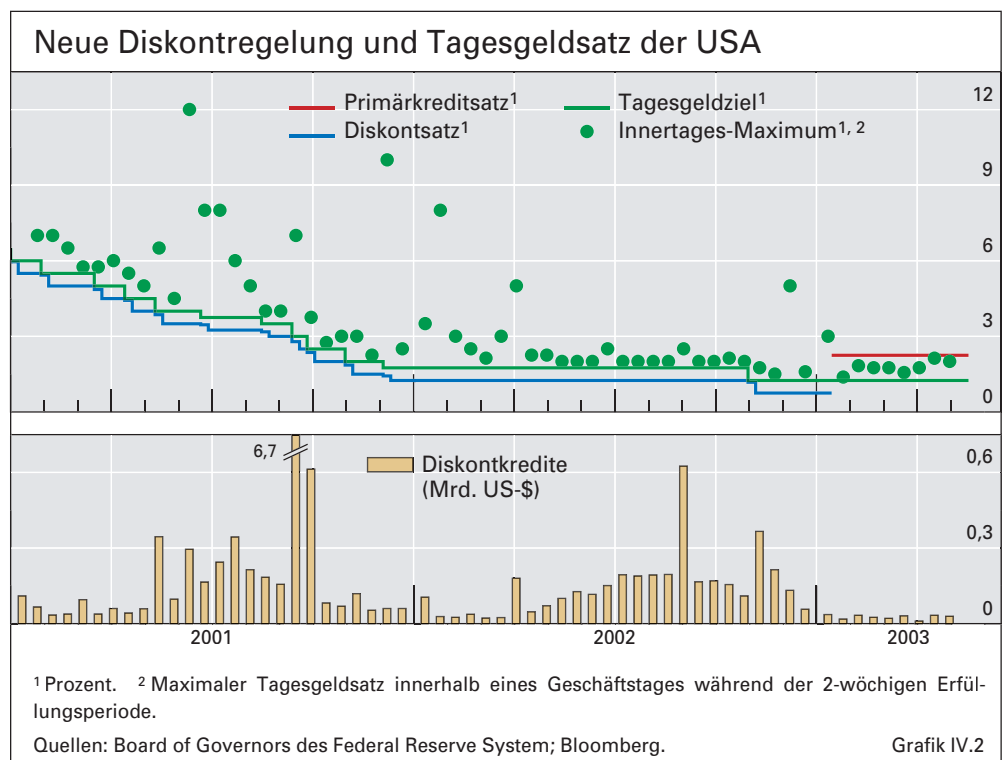
Vermehrte Unsicherheit, vor allem geopolitischer Art

Zwei weitere wichtige geldpolitische Themen fanden im Berichtszeitraum besondere Aufmerksamkeit: die Deflation und die Wirksamkeit der Geldpolitik. Angesichts niedriger Inflation, anhaltender Kapazitätsunterauslastung, potenziell folgenschwerer Ungleichgewichte im Finanzsektor und einer Erholung, die nach wie vor anfällig gegenüber negativen Entwicklungen war, konnte die Möglichkeit einer zukünftigen deflationären Entwicklung im vergangenen Jahr nicht mehr völlig ausgeschlossen werden. Von der Federal Reserve verlautete im Berichtszeitraum, selbst in dem unwahrscheinlichen Fall, dass die Nominalzinssätze gegen null sinken sollten, werde das übrige geldpolitische Instrumentarium als ausreichend zur Bekämpfung der Deflation eingeschätzt (s. weiter unten).

Besorgnis über Deflation ...

Die verhaltene Erholung warf ferner Fragen zur Wirksamkeit der Geldpolitik unter den derzeitigen Umständen auf. Zweifellos war die Wirtschafts-

... und Fragen zur Wirksamkeit der Geldpolitik



aktivität in einigen Bereichen, wie den Investitionsausgaben und dem gewerblichen Immobiliensektor, besonders enttäuschend. Auch das Vertrauen der Unternehmer und Verbraucher wurde durch niedrigere Zinssätze offenbar kaum beeinflusst. Neben der erhöhten Unsicherheit wirkten sich allerdings auch die niedrigeren Aktienkurse und die Notwendigkeit, die Unternehmensbilanzen zu konsolidieren, dämpfend aus. Diese Entwicklungen, wie auch der sinkende Dollarkurs, schienen eine gewisse Flucht in die Qualität auszulösen, die aber nicht außer Kontrolle geriet (Kapitel VI). Alles in allem erforderten diese anhaltenden konjunkturhemmenden Einflüsse tiefere Leitzinssätze als gewöhnlich, um die gewünschten Impulse zu geben. Doch auf mehrere andere zinsreagible Sektoren wirkte sich die Geldpolitik positiv aus, wie z.B. den Markt für Wohneigentum, die damit verbundene Nachfrage sowie langlebige Konsumgüter, insbesondere Pkws (Kapitel II). Gesamtwirtschaftlich scheint somit bisher kaum das Risiko einer Unwirksamkeit der Geldpolitik zu bestehen.

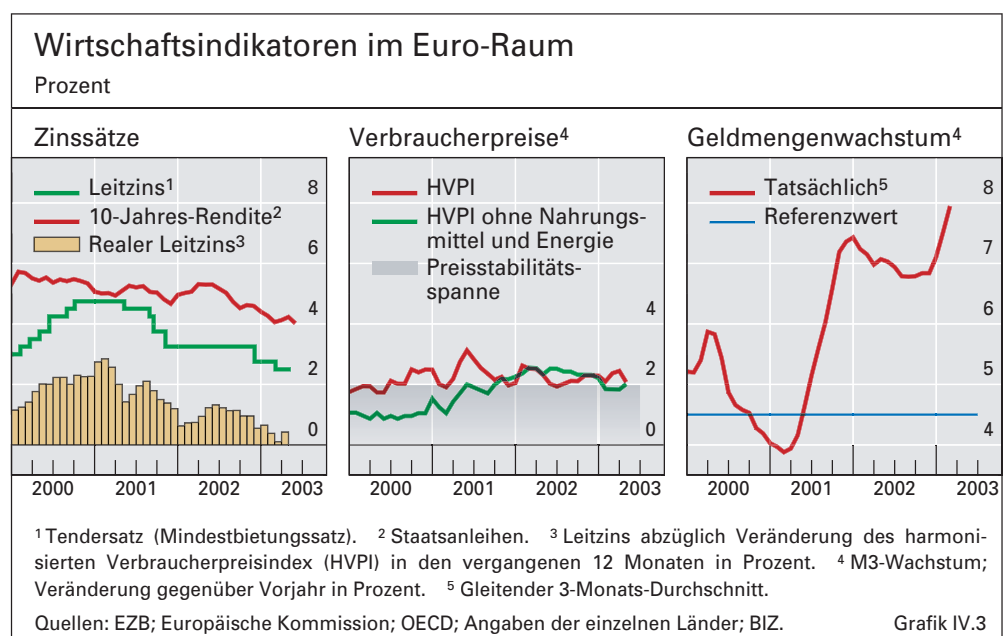
Im Januar 2003 führte die Federal Reserve eine neue institutionelle Struktur für ihr Diskontfenster ein. Sie ersetzte die Anpassungs- und erweiterten Ausleiheprogramme durch eine neue Fazilität, die dem Lombardkredit anderer bedeutender Zentralbanken ähnelt. Das Primärkreditprogramm – jetzt ihr Hauptprogramm – gewährt soliden Einlagen nehmenden Instituten ohne Begründungsanforderungen Kredit zu einem Zinssatz über dem Tagesgeldzielsatz (Grafik IV.2). Damit fällt ein großer Teil des administrativen Aufwands des vorherigen Programms weg. Der Kreditzinssatz dürfte auch als Obergrenze für die Innertagesvolatilität des Tagesgeldsatzes dienen. Diese strukturellen Neuerungen beim Diskontfenster sollten keine Änderung des geldpolitischen Kurses widerspiegeln; dieser wird weiterhin hauptsächlich durch den Tagesgeldzielsatz bestimmt.

Neue lombard-ähnliche Fazilität der Federal Reserve

Euro-Raum

Im Euro-Raum blieben die Leitzinssätze fast das ganze Jahr 2002 unverändert (Grafik IV.3). Das Umfeld der Geldpolitik war geprägt von überraschend schwachem Wachstum sowie einer hartnäckig hohen Inflationsrate, die über

Geldpolitik im Euro-Raum vorsichtig expansiv



der Obergrenze des Preisstabilitätsbands der EZB verharnte. Eine Zeit lang zeigte sich die EZB vor allem besorgt, dass sich die Inflationserwartungen über dieser Obergrenze verfestigen könnten.

Die Einschätzung der EZB hinsichtlich der größten Risiken für die Preisstabilität änderte sich jedoch im Jahresverlauf. Im Sommer 2002 stieg demnach die Inflationsgefahr angesichts des anhaltend kräftigen Geldmengenwachstums, der Lohnentwicklung und des Eindrucks der Öffentlichkeit, dass sich der Übergang zum Euro-Bargeld preissteigernd ausgewirkt habe. Im Frühherbst ging die EZB trotz immer noch ungünstiger Geldmengen- und Lohnrends sowie steigender Ölpreise zu einem neutraleren Standpunkt über. Anfang November wurden die Risiken klar als Abwärtsrisiken eingestuft; es dominierte die große Unsicherheit über die Wachstumsentwicklung.

Im Dezember senkte die EZB den Hauptrefinanzierungssatz um 50 Basispunkte, da die Inflationsgefahr angesichts des verhaltenen Wachstums als geringer eingeschätzt wurde und die Abwärtsrisiken immer mehr zuzunehmen schienen. Gleichzeitig verharnte das M3-Wachstum deutlich über dem EZB-Referenzwert von 4,5%. Die EZB begründete das hohe Geldmengenwachstum weitgehend mit Portfolioumschichtungen aufgrund der erhöhten Unsicherheit in der gegenwärtigen wirtschaftlichen Lage, den Anspannungen an den Finanzmärkten und den niedrigeren Zinssätzen. Dennoch warf die anhaltende Abweichung des M3-Wachstums vom Referenzwert die Frage auf, wann die Nachfrage nach Geld in weiter Abgrenzung wieder stabil genug sein würde, um als verlässlicher Indikator der Geldpolitik zu dienen.

Anfang März wurden die Leitzinssätze erneut gesenkt, da erwartet wurde, der Inflationsdruck werde angesichts des anhaltend unterdurchschnittlichen Wachstums und der Aufwertung des Euro noch weiter nachlassen. Wie die Federal Reserve vermerkte auch die EZB, dass es wegen der erheblichen Unsicherheit infolge der geopolitischen Spannungen schwierig sei, die verschiedenen Risiken auf kurze Sicht zu bewerten. Darüber hinaus seien Richtung und potenzielle Wirksamkeit der Geldpolitik auf mittlere Sicht von anderen Maßnahmen im Euro-Raum abhängig, insbesondere von der weiteren Haushaltskonsolidierung und den Fortschritten bei den Reformen an den Arbeits- und Gütermärkten.

Fast den ganzen Berichtszeitraum über wurde der geldpolitische Kurs der EZB als zu straff kritisiert, vor allem im Vergleich zur Federal Reserve. Möglicherweise wirkten sich hier Unterschiede im geldpolitischen Transmissionsmechanismus und in den Strategien aus, insbesondere die explizitere Ausrichtung der EZB auf Preisstabilität und die stärkere Gewichtung der Geldmengenaggregate. Gleichzeitig dürften die Unterschiede im wirtschaftlichen Umfeld zwischen dem Euro-Raum und den USA die Beibehaltung vergleichsweise höherer Zinssätze in Europa gerechtfertigt haben.

Es gibt denn auch Hinweise darauf, dass – unter Berücksichtigung der Umstände im jeweiligen Wirtschaftsraum – die Geldpolitik der EZB und die der Federal Reserve mehr oder weniger übereinstimmten. Grafik IV.4 zeigt eine Möglichkeit, den geldpolitischen Kurs im Euro-Raum darzustellen. Sie vergleicht den tatsächlichen Leitzinssatz mit Bandbreiten, die sich aus verschiedenen Varianten der Taylor-Regel ergeben. Danach lag nicht nur der

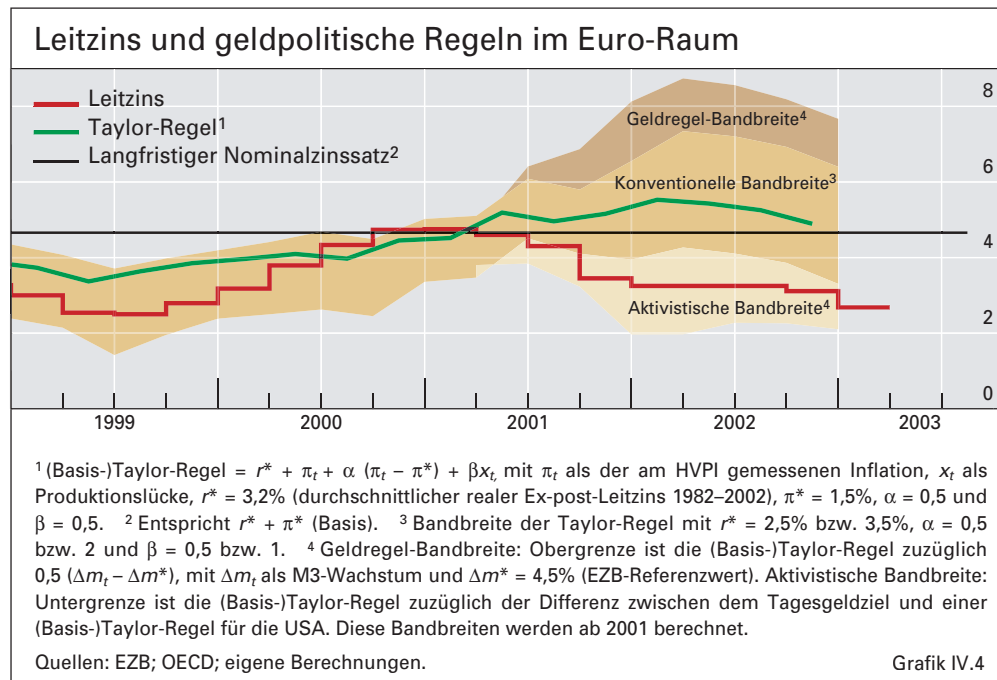
Inflationsdruck im ersten Halbjahr 2002 Anlass zur Besorgnis ...

... aber später Abwärtsrisiken im Vordergrund

Zinssenkung Anfang 2003

Kurs der EZB als zu straff kritisiert ...

... doch nicht nach konventionellen Benchmarks



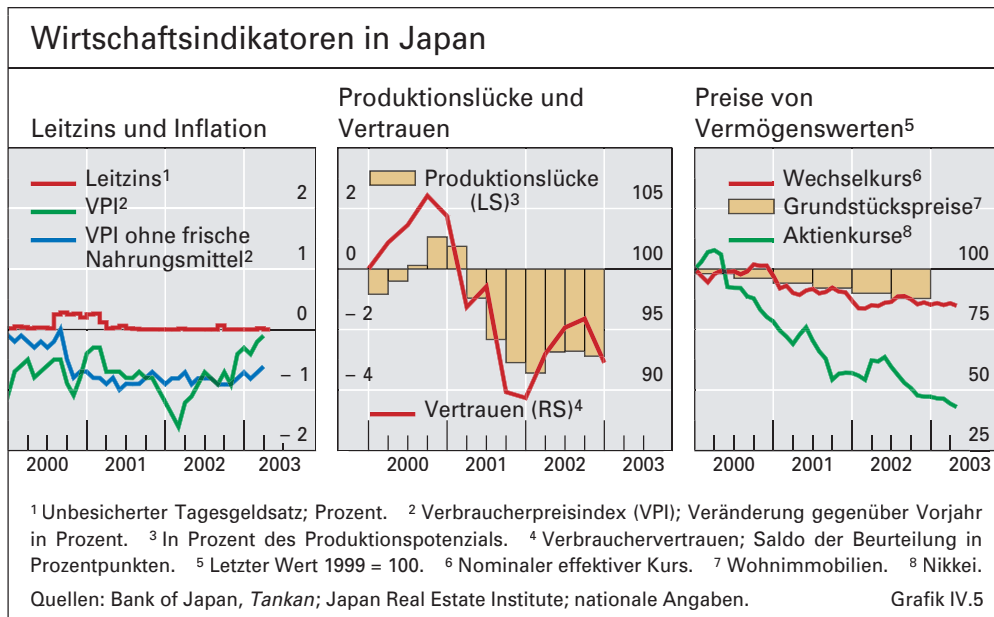
Leitzinssatz unter seinem langfristigen neutralen Niveau, sondern die Geldpolitik der EZB war auch expansiver, als es der Bandbreite der konventionellen Taylor-Regel entsprochen hätte. Noch deutlicher wäre dies, wenn es für angemessen gehalten würde, dass die Geldpolitik nicht nur auf die Inflation und die Produktionslücke, sondern auch direkt auf das M3-Wachstum reagiert. Allerdings könnte der – gemessen an diesen einfachen Referenzregeln – ausgesprochen expansive Kurs der EZB angesichts einer Reihe ungewöhnlicher Umstände als gerechtfertigt bezeichnet werden, ebenso wie in den USA, wo der Tagesgeldsatz ebenfalls tiefer gehalten wurde, als es die Taylor-Regel nahe gelegt hätte. Zu nennen sind u.a. der vorangegangene tiefe Fall der Aktienkurse, die geopolitische Lage und sogar die Möglichkeit, dass die Nullzinsgrenze erreicht werden könnte – alles ungewöhnliche Umstände, die nicht ohne weiteres in konventionelle geldpolitische Regeln zu integrieren sind.

Im Mai 2003 gab die EZB das Ergebnis der Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie bekannt. Der EZB-Rat erklärte, die Definition der Preisstabilität werde beibehalten, wobei er es sich zum Ziel gesetzt habe, die Inflationsrate mittelfristig nahe 2% zu halten, und er betonte seine Entschlossenheit zur Abwehr der Deflation. Darüber hinaus bestätigte die EZB ihren Zwei-Säulen-Ansatz, unterstrich aber, dass die beiden Säulen zwei unterschiedlichen geldpolitischen Horizonten zuzuordnen sind. Die Risiken für die Preisstabilität auf kurze bis mittlere Sicht werden auf der Basis einer breiten ökonomischen Analyse beurteilt; besonderes Augenmerk gilt dabei Schocks, die den Euro-Raum betreffen, sowie Prognosen für Schlüsselvariablen. Die monetäre Analyse dient der Überprüfung der mittel- bis langfristigen Inflationstrends.

Japan

Erneute quantitative Lockerung durch die Bank of Japan

In Japan hielt die Deflation im Berichtszeitraum an, wenn auch in moderatem Ausmaß; der Kernindex der Verbraucherpreise ging um knapp 1% zurück



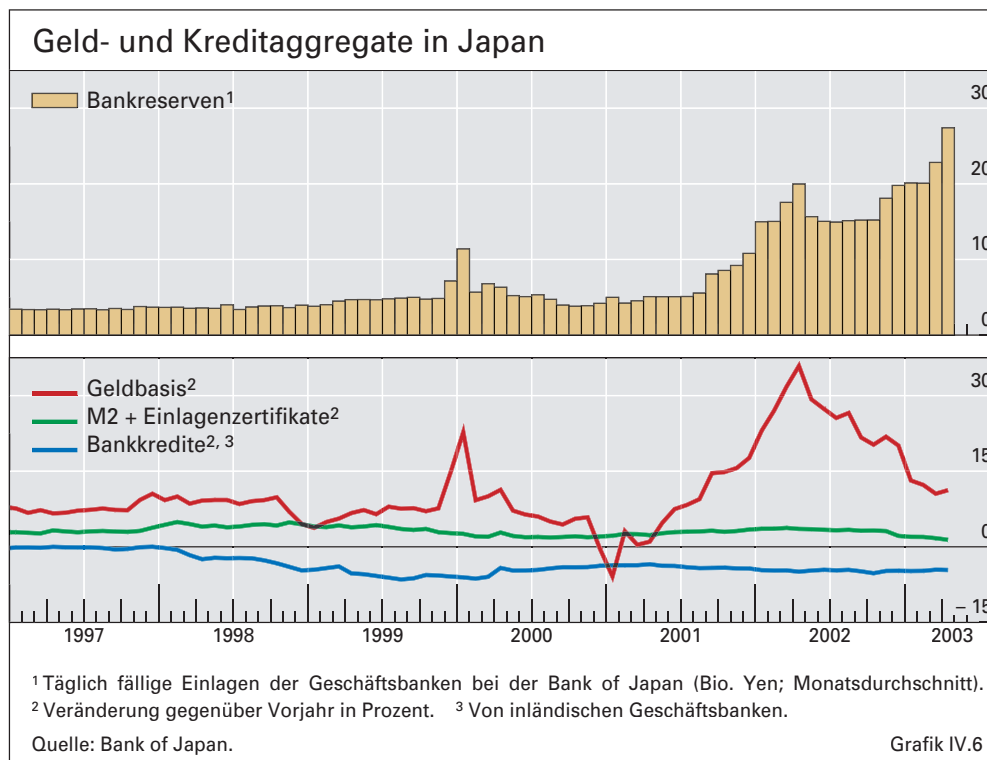
(Grafik IV.5). Gleichzeitig wies die japanische Wirtschaft 2002 dank der Auslandsnachfrage Anzeichen einer Stabilisierung auf. Inmitten dieser Entwicklungen behielt die Bank of Japan ihre Politik der quantitativen Lockerung bei, die dazu beitrug, dass die kurzfristigen Zinssätze praktisch bei null verankert blieben. Die Zielgröße für den Umfang der täglich fälligen Einlagen der Geschäftsbanken wurde zunächst auf ¥ 10–15 Bio. gehalten, dann aber im Oktober auf ¥ 15–20 Bio. erhöht (Grafik IV.6). Darüber hinaus steigerte die Bank of Japan ihre Ankäufe langfristiger Staatsanleihen um rund 20%. Die monetäre Basis wuchs im zweiten Halbjahr 2002 langsamer; gleichwohl verharrte die Wachstumsrate der weit abgegrenzten Geldmenge (M2 + Einlagezertifikate) bei rund 3%. Das kommerzielle Kreditgeschäft war weiter rückläufig, was auf die nach wie vor sinkende Tendenz der Anlageinvestitionen, die Bemühungen der Unternehmen um Bilanzkonsolidierung sowie die restriktivere Kreditvergabe der Finanzinstitute zurückzuführen war.

Als Antwort auf die zusätzliche Gefährdung der wirtschaftlichen Erholung durch den Kursanstieg des Yen gegenüber dem Dollar und geopolitische Spannungen wurde die Geldpolitik Anfang 2003 weiter gelockert. Darüber hinaus sanken die Aktienkurse und die Preise für Wohn- und Gewerbeimmobilien weiter. In einer außerordentlichen Verwaltungsratssitzung vom März bekräftigte die Bank of Japan erneut ihre Absicht, der Wirtschaft reichlich Liquidität zur Verfügung zu stellen, selbst über die Zielvorgabe für die täglich fälligen Einlagen hinaus. Außerdem gab sie eine Erhöhung des Limits für den Ankauf von Aktienbeständen der privaten Banken von ¥ 2 Bio. auf ¥ 3 Bio. bekannt und setzte einen Ausschuss ein, der sich mit den möglichen negativen Marktreaktionen auf die Entwicklungen im Irak-Krieg befassen sollte. Die Notenbank setzte die Zielgröße für die täglich fälligen Einlagen dann im April weiter auf ¥ 22–27 Bio. und im Mai auf ¥ 27–30 Bio. herauf.

Da die Deflation anhielt und die japanische Wirtschaft keinerlei unmittelbare Anzeichen einer kräftigen Erholung zeigte, wurde die Wirksamkeit der quantitativen Lockerung infrage gestellt. Neben anderen Maßnahmen, wie

Weitere außerordentliche Maßnahmen

Zweifel an der quantitativen Lockerung ...



einer Herabsetzung der Standards für Sicherheiten, sollte der Ankauf von Aktienbeständen von Banken das Programm der quantitativen Lockerung ergänzen. Damit sollte u.a. den Banken geholfen werden, ihre Bilanzen gegen ein weiteres Sinken der Aktienkurse abzusichern. Darüber hinaus erhoffte man sich davon einen generellen Beitrag zur Wiederherstellung des Vertrauens in den Aktienmarkt. Bisher haben diese Aktienankäufe nur einen relativ kleinen Umfang erreicht. Vor allem verfolgte die Bank of Japan mit ihrem Beschluss, Aktien zu kaufen, wohl die Absicht, die Tragweite der Finanzprobleme Japans zu unterstreichen.

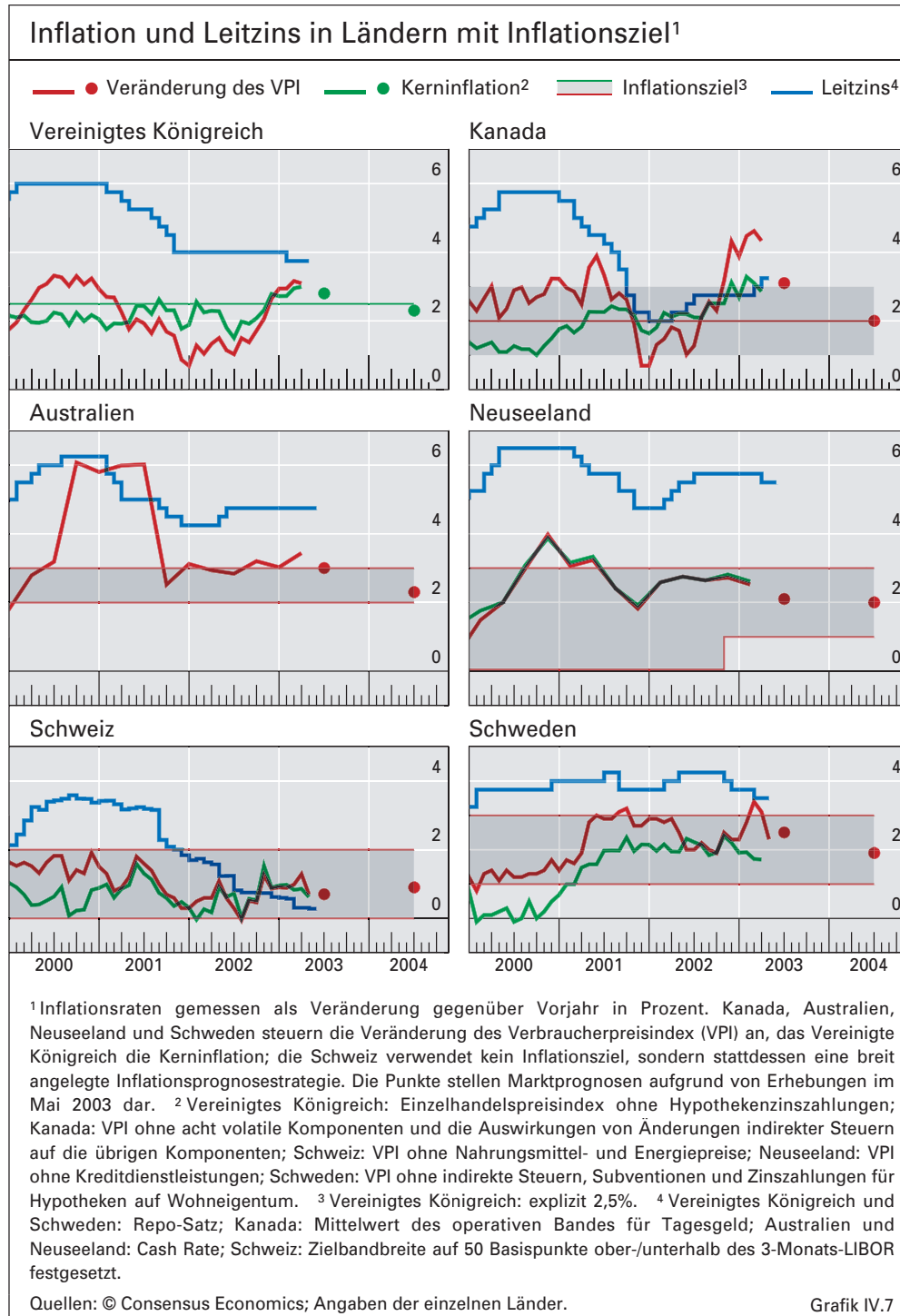
Die Bank of Japan stand außerdem nach wie vor unter dem Druck, weitere, noch radikalere Maßnahmen zur Deflationsbekämpfung zu ergreifen. Breite Unterstützung erhielt beispielsweise der Beschluss, den Ankauf risikobehafteter Aktiva durch die Zentralbank auf forderungsunterlegte Wertpapiere, Immobilientrusts und börsengehandelte Investmentfonds auszuweiten. Im April 2003 gab die Bank of Japan in der Tat ihre Absicht bekannt, mit Krediten und anderen Forderungen unterlegte Wertpapiere zu erwerben, um damit kleinen und mittleren Unternehmen direkt Mittel zuzuführen. Denkbar gewesen wäre auch die Einführung eines Inflationsziels; die Bank of Japan hat allerdings bereits zugesichert, ihre Nullzinspolitik und die quantitative Lockerung beizubehalten, bis der Preisrückgang aufhört. Ein weiterer Vorschlag betraf geldpolitische Maßnahmen, die zu einer Abwertung des Yen führen und die Wechselkurspolitik des Finanzministeriums ergänzen würden. Tatsächlich intervenierten die Währungsbehörden mehrmals an den Devisenmärkten, vor allem Anfang 2003, wobei allerdings die Aufwertung des Yen gegenüber dem Dollar gebremst und nicht eine Abwertung ausgelöst werden sollte.

... und weiterhin
Ruf nach radikaleren
Maßnahmen

Länder mit Inflationsziel

Die Zentralbanken der Länder mit explizitem Inflationsziel behielten im Berichtszeitraum im Allgemeinen einen akkommodierenden Kurs bei. Hinter dieser generellen Stoßrichtung der Geldpolitik lagen mehrere gemeinsame Faktoren, u.a. die weltweit schwächere Nachfrage, geopolitische Unsicherheiten und die Nachwirkungen des vorangegangenen Aktienkursverfalls. Es wurde eine expansive Politik verfolgt, obgleich der kurzfristige Inflationsdruck im Berichtszeitraum generell hoch bzw. steigend war (Grafik IV.7). Bis zu einem gewissen Grad wurde dieser auf höhere Energiepreise und andere negative

Expansive
Geldpolitik die
Regel



Entwicklungen auf der Angebotsseite zurückgeführt. Falls der Inflationsdruck nur vorübergehend ist und seine Auswirkungen über den Prognosehorizont nachlassen, werden die Inflationsraten sinken, vor allem wenn von einer Währungsaufwertung und der Konjunkturschwäche ein Gegengewicht ausgeht.

Leitzinsen im zweiten Halbjahr 2002 meist stabil

Die Entwicklung in den einzelnen Ländern lässt andere zentrale Probleme der Geldpolitik deutlich werden, mit denen die Entscheidungsträger im vergangenen Jahr konfrontiert waren, nicht zuletzt die Frage, wie das Inflationsziel unter Berücksichtigung wesentlicher Unsicherheiten zu formulieren sei, in einigen Fällen z.B. unter Berücksichtigung der Risiken eines rasanten Anstiegs der Preise für Wohneigentum. Die Bank of England ließ ihren Leitzinssatz fast den ganzen Berichtszeitraum über unverändert, da das Produktionspotenzial nicht ausgeschöpft war und die Inflation um die Zielrate von 2½% schwankte. Aufgrund des Drucks der Inlandsnachfrage und möglicher wachsender Ungleichgewichte im Sektor der privaten Haushalte, insbesondere im Zusammenhang mit dem boomenden Markt für Wohnimmobilien, äußerte die Bank Bedenken, die Zinssätze zu senken. Die Bank of Canada, die Reserve Bank of Australia und die Reserve Bank of New Zealand hatten die Geldpolitik Anfang 2002 gestrafft. Danach ließen sie – trotz kräftigen Wachstums der Binnenwirtschaft und besserer Kapazitätsauslastung – die Zinssätze als Vorsichtsmaßnahme angesichts erheblicher Abwärtsrisiken eine Zeit lang unverändert. Währungsaufwertungen und eine gewisse Eintrübung der Wachstumsaussichten für die Weltwirtschaft trugen dazu bei, dass die Inflation nahe dem oberen Rand der jeweiligen Zielbandbreite blieb. Die Reserve Bank of Australia und – in geringerem Maße – die Reserve Bank of New Zealand widmeten zudem möglichen Problemen infolge rasch steigender Wohneigentumspreise vermehrte Aufmerksamkeit. Die Sveriges Riksbank hielt den schwedischen Leitzinssatz 2002 nahe bei 4%. Besorgnis herrschte während des Jahres insbesondere darüber, ob die Inflation, die am oberen Rand der Zielbandbreite verharrte, sich in höheren Inflationserwartungen festsetzen könnte.

Geopolitische Unsicherheit ein Auslöser für Zinssenkungen

Mehrere Zentralbanken sahen sich 2003 veranlasst, die Geldpolitik zu lockern. Gründe waren zum Teil die sich verschlechternden internationalen Wirtschaftsaussichten und die trübere Stimmung infolge der extremen Unsicherheit unmittelbar vor dem Irak-Krieg. Die Bank of England senkte ihren Leitzinssatz im Februar um 25 Basispunkte auf 3,75%, den tiefsten Stand seit 1955. Als Schutzmaßnahme gegen Abwärtsrisiken nahm die Sveriges Riksbank ihren Repo-Satz Mitte März um 25 Basispunkte zurück. Die Schweizerische Nationalbank reagierte auf die schwächere internationale Konjunktur, indem sie die Unter- und Obergrenze ihrer Zielbandbreite für den 3-Monats-LIBOR auf 0% bzw. 0,75% herabsetzte; der effektive Tagessatz sank bis auf 0,29%. Angesichts eines nur geringen kurzfristigen Handlungsspielraums gaben die geldpolitischen Entscheidungsträger in der Schweiz ferner ihre Absicht bekannt, zur Stützung der Nachfrage nötigenfalls am Devisenmarkt zu intervenieren. Die Reserve Bank of New Zealand senkte ihren Leitzinssatz um 25 Basispunkte, als sie zuversichtlicher mit einem Nachlassen des Inflationsdrucks rechnete. Dagegen sah sich die Bank of Canada wegen anhaltend steigender Inflation veranlasst, ihren Leitzinssatz Anfang 2003 um 50 Basispunkte anzuheben.

Schweiz jetzt nahe Nullzinsgrenze

Selbst wenn die Erholung weltweit Tritt fasst, werden die Währungsbehörden in den Ländern mit Inflationsziel immer noch mit mehreren Herausforderungen konfrontiert sein. Eine Frage ist, ob vorübergehende negative Angebotsentwicklungen im vergangenen Jahr, wie die Preishochs beim Erdöl und – in einigen Ländern – bei den Dienstleistungen, sich in höheren Inflationsraten niederschlagen könnten. In der Praxis dürften diese Entwicklungen, selbst wenn sie andauern, wohl kaum eine so markante Verschlechterung der Inflationslage bewirken wie in den siebziger Jahren. Seit damals haben sich die Inflationserwartungen auf einem niedrigen Niveau gefestigt, was zum Teil der hart errungenen Glaubwürdigkeit bei der Inflationsbekämpfung zu verdanken ist. Geldpolitische Strategien mit Inflationsziel haben das Vertrauen der Öffentlichkeit gestärkt, dass ein ungebremster Anstieg der Inflation nicht mehr zugelassen wird.

Möglicherweise weitere sektorale Verschiebungen notwendig

Eine weitere Frage ist, ob sich die hohen Preise für Wohneigentum in einigen Ländern halten werden. Wenn sich der Anstieg dieser Preise – wie im Vereinigten Königreich, in Australien und Neuseeland – als dauerhaft erweist, müssen die Zentralbanken ihm keine besondere Beachtung schenken. Erweist er sich hingegen als unhaltbar und die spätere Korrektur als beträchtlich, kommt es womöglich zu einer Anpassungsphase mit potenziell destabilisierenden Auswirkungen. Vor dem Hintergrund anderer Ungleichgewichte im Finanzsektor könnte ein ausreichend starker Ausgabenrückgang sogar eine Deflation auslösen, wenn das Ausgangsniveau des Verbraucherpreisanstiegs tief genug ist.

Besorgnis über Preise für Wohneigentum

Das Deflationsrisiko und seine Auswirkungen

Deflation – ein Rückgang des allgemeinen Preisniveaus – ist ein Begriff, der in der Nachkriegszeit, die vorwiegend von hoher Inflation geprägt war, kaum mehr zu hören war. In letzter Zeit taucht er jedoch wieder häufiger auf. Wegen der erfolgreichen Eindämmung der Inflation ist es jetzt eher denkbar, dass in den meisten fortgeschrittenen Industrieländern eine einzige tiefe Rezession genügen könnte, um eine Deflation auszulösen. Unter Berücksichtigung von Verzerrungen in den Standardmessgrößen für das aggregierte Preisniveau hat

Allgemeine Besorgnis über Deflation

Häufigkeit der effektiven Deflation, 1960 Q1–2002 Q4 ¹						
	1960–69	1970–79	1980–89	1990–99	2000/01	2002
Unbereinigte Inflation	13,7	3,0	7,5	11,8	22,1	28,9
BIP-Deflator ²	8,7	2,0	5,3	15,4	32,2	34,7
Kerninflation ³	3,5	1,6	3,4	14,7	31,3	17,9
Dienstleistungen ohne Wohnbau ⁴	4,0	1,3	2,2	12,2	28,6	16,1
Gesamtinflation ⁵	27,6	7,6	23,1	35,2	25,0	57,3

¹ Die Häufigkeit der effektiven Deflation wird definiert als der prozentuale Anteil der Quartale mit einer jährlichen Inflationsrate von weniger als 1% für den jeweiligen Preisindex in Argentinien, Belgien, Brasilien, Chile, China, Deutschland, Frankreich, Hongkong SVR, Indonesien, Italien, Japan, Kanada, Kolumbien, Korea, Malaysia, Mexiko, den Niederlanden, Peru, Singapur, Schweden, der Schweiz, Taiwan (China), Thailand, den USA, Venezuela und dem Vereinigten Königreich. ² Ohne Argentinien, Chile, China, Kolumbien, Peru, Singapur, Venezuela. ³ Ohne die Länder in Fußnote 2 und ohne Brasilien, Hongkong SVR, Indonesien, Malaysia, Taiwan (China). ⁴ Ohne die Länder in Fußnote 2 und ohne Hongkong SVR, Malaysia, Taiwan (China), Thailand. ⁵ Ohne China und Hongkong SVR.

Tabelle IV.1

sich die Häufigkeit einer „effektiven Deflation“ je Quartal tatsächlich sprunghaft erhöht (Tabelle IV.1; s. auch Kapitel III). Die jüngsten Erfahrungen Japans sowie die Weltwirtschaftskrise der dreißiger Jahre zeigen deutlich, dass sich ein scheinbar günstiges, von niedriger Inflation geprägtes Umfeld zu einer folgenschweren Deflation wandeln kann.

Eine besonders große Herausforderung, die sich der Zentralbank in einem deflationären Umfeld stellt, ist das Problem der Nullzinsgrenze. Wie gravierend es ist, hängt letztlich vom Ausmaß der Deflation sowie von der Höhe des natürlichen Realzinses ab. Letzterer korreliert positiv mit der Potenzialwachstumsrate und ist von Land zu Land unterschiedlich. Das Hauptproblem der Zentralbanken ist, dass sie unkonventionelle Mittel zur weiteren Lockerung der Geldpolitik einsetzen müssten, wenn die kurzfristigen nominalen Zinssätze auf null fallen sollten.

Um auf eine Situation vorbereitet zu sein, die hoffentlich nicht eintritt, werden in diesem Abschnitt einige Lehren aus der Geschichte untersucht, wobei die Rolle der Geldpolitik und die Nullzinsgrenze besondere Berücksichtigung finden.

Probleme der Deflation

Deflation
unvereinbar mit
Zielsetzungen der
Zentralbank

Für eine Zentralbank ist eine Deflation unerwünscht, da sie ihrem Ziel widerspricht, die allgemeine Wohlfahrt durch Preisstabilität zu fördern. In der Praxis setzen die meisten Zentralbanken Preisstabilität mit einer niedrigen, aber positiven Inflationsrate gleich. Das Ziel der Preisstabilität trägt den bekannten gesamtwirtschaftlichen Kosten einer Inflation bzw. einer Deflation Rechnung, wie Verzerrungen der relativen Preise und willkürlichen Vermögensumverteilungen. Eine Deflation ist zudem mit weiteren Kosten verbunden, die stark von den wirtschaftlichen Gegebenheiten in der jeweiligen Deflationsphase abhängen.

Deflationskosten
von Umständen
abhängig

Einerseits kann eine Deflation je nach den Umständen vergleichsweise harmlos sein. In einer Volkswirtschaft mit flexiblen Arbeits- und Gütermärkten dürfte eine mäßige Deflation nicht kostspieliger oder gefährlicher sein als eine vergleichbare Preissteigerung über die von der Zentralbank anvisierte Inflationsrate hinaus. Bei einer solchen Deflation drängen sich daher nicht unbedingt außerordentliche geldpolitische Gegenmaßnahmen auf. Beispielsweise dürften die normalen konjunkturellen Schwankungen aufgrund von nachfrage- oder angebotsseitigen Schocks es mit sich bringen, dass eine Volkswirtschaft mit niedriger durchschnittlicher Inflation von Zeit zu Zeit eine kurze Deflationsphase verzeichnet. Eine unerwartete Nachfrageschwäche kann zu einer Kapazitätsunterauslastung führen, was wiederum die Inflation nach unten drückt, möglicherweise so weit, dass sie in Deflation umschlägt. Ebenso können günstige Entwicklungen auf der Angebotsseite, wie ein rasches Produktivitätswachstum oder ein Rückgang der Preise importierter Zwischenprodukte, einen Deflationsdruck auslösen, da die Güterpreise sinken und die Lohnstückkosten gedämpft bleiben. Eine solche von der Angebotsseite ausgelöste Deflation dürfte am harmlosesten sein, da sie tendenziell von einem raschen Anstieg der Produktion sowie der Preise für Sach- und Finanzanlagen begleitet ist.

Andererseits kann eine Deflation folgenschwerer sein als eine Inflation; der Grund dafür sind verschiedene wirtschaftliche Asymmetrien. Erstens können Arbeitsmarktanpassungen während einer Deflation behindert werden, falls die Nominallohne nach unten besonders rigide sind und nicht sinken können. Die Reallöhne würden sich erhöhen, womit eine Erholung verlangsamt würde oder die kontraktiven Kräfte durch steigende Arbeitslosenquoten und geringeres Einkommenswachstum verstärkt würden. Zweitens kann eine Schuldendeflation – wegen der Deflation erhöht sich der reale Schuldendienstaufwand bei nominalen Kreditverträgen – eine dämpfende Wirkung auf die Nachfrage haben. Dieser Effekt selbst wäre allerdings dem einer unerwarteten Disinflation nicht unähnlich. Die resultierende Verschlechterung ihrer Finanzlage könnte die Schuldner veranlassen, ihre Ausgaben einzuschränken, um ihre Vermögensposition zu verbessern; sie könnte die Außenfinanzierung erschweren und im Extremfall zu vermehrten Konkursen und einer erheblichen Beeinträchtigung der Qualität des Forderungsbestands der Finanzinstitute führen. Drittens kann die Deflation die Fähigkeit der Geldpolitik einschränken, die Wirtschaft anzukurbeln, wenn die Nullzinsgrenze erreicht ist, da die realen Zinssätze steigen, wenn eine zunehmende Deflation erwartet wird. Ohne eine expansive Geldpolitik wären die Gefahren einer Wachstumsschwäche größer, und eine Erholung wäre langsamer.

Deflation kann folgenschwerer sein ...

Eine Deflation hätte besonders gravierende Folgen, wenn ihr der Aufbau einer hohen Verschuldung voranginge und sie von einem starken Rückgang der Preise von Vermögenswerten begleitet wäre. Der Abbau finanzieller Ungleichgewichte könnte sogar zu einer Deflationsspirale führen. In einem solchen Extremfall können aufeinander folgende Runden von Schuldendeflation, großen Werteinbußen bei Sicherheiten und Eigenkapitalquoten sowie verfestigten Deflationserwartungen schwerwiegende Auswirkungen auf das Finanzsystem, etwa Konkurse von Finanzinstituten oder Funktionsstörungen an den Finanzmärkten, nach sich ziehen. Das Ergebnis – z.B. ein Rückgang der Produktion und steigende Arbeitslosigkeit – könnte äußerst gravierend sein. Ein sehr gutes Beispiel eines solchen Prozesses ist die Situation in den USA während der Weltwirtschaftskrise, bei der noch wirtschaftspolitische Fehlentscheidungen hinzukamen.

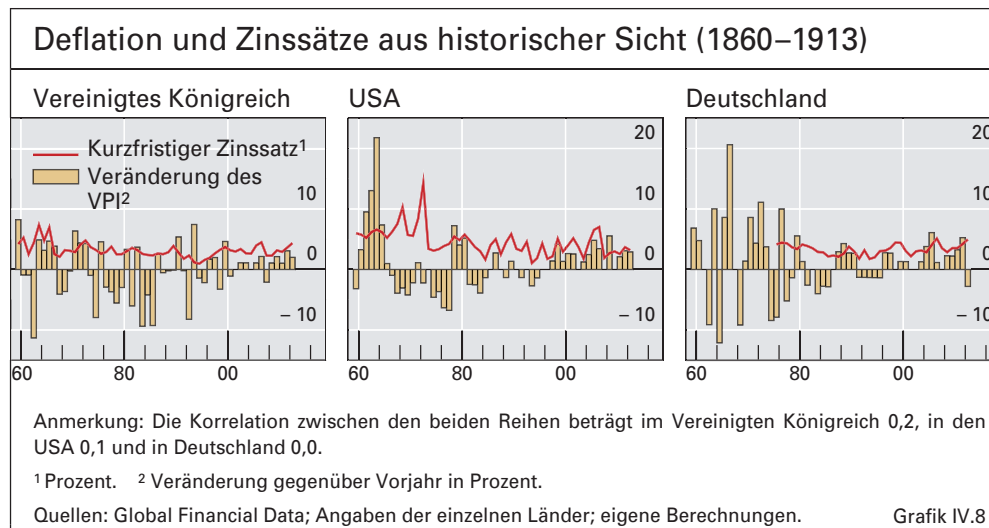
... insbesondere bei Rückgang der Preise von Vermögenswerten

Frühere Erfahrungen

Frühere Erfahrungen mit einer Deflation, vor allem im 19. und frühen 20. Jahrhundert, geben Aufschluss über ihre Eigenheiten und über die Herausforderungen, vor die sie die geldpolitischen Entscheidungsträger stellt. Es zeigen sich mehrere stilisierte Fakten.

Bei der Betrachtung der damaligen Zeit fällt zunächst am meisten auf, dass die Deflation viel häufiger auftrat als in der jüngsten Vergangenheit. Im Zeitraum 1860–1900 beispielsweise war sie im Vereinigten Königreich, in den USA und in Deutschland ebenso häufig wie die Inflation (Grafik IV.8). Das ist zum Teil auf die festen Regeln des damaligen Währungssystems zurückzuführen – den Goldstandard. Unter dem Goldstandard wurde der Goldpreis von der Regierung des jeweiligen Landes in einer festen Parität gehalten, was den Inflationsprozess wirksam in Grenzen hielt. Infolgedessen konnte das Preis-

Deflation nichts Ungewöhnliches



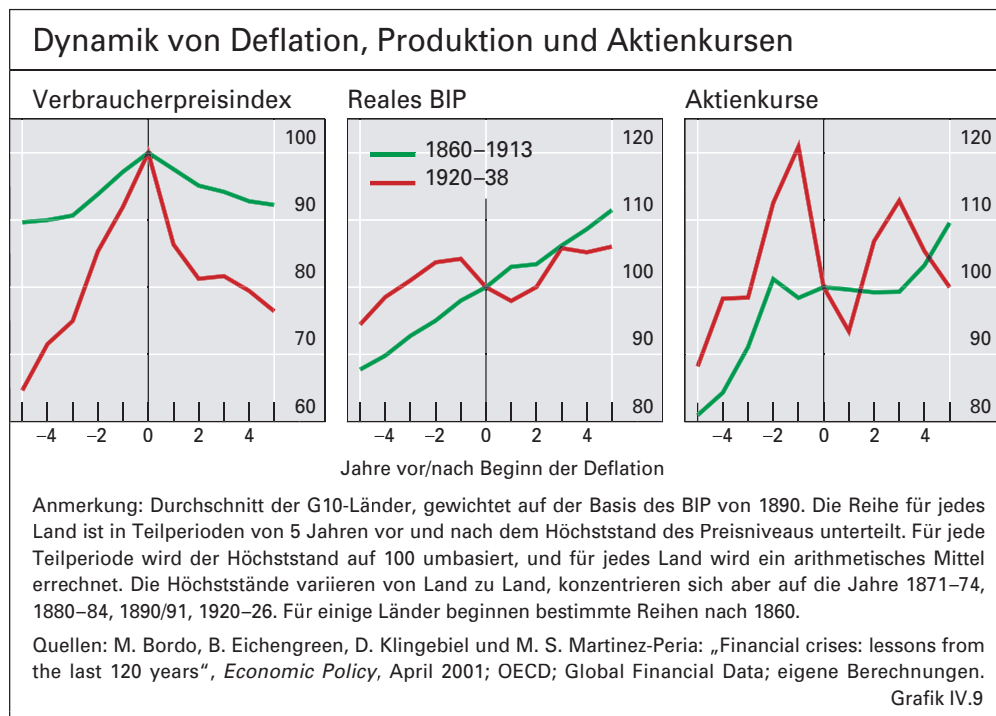
niveau nicht kontinuierlich ansteigen, wie dies in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts der Fall war, sofern nicht die Goldreserven nachhaltig erhöht wurden. Im Laufe der Zeit wechselten sich daher Inflation und Deflation ab, und langfristig gesehen waren die Preise vergleichsweise stabil.

Historisch interessant ist zweitens auch, dass die Deflation in etlichen Ländern nur selten von einem offensichtlichen Rückgang des realen BIP begleitet war. Sofern die historischen Jahresdaten korrekt sind, stieg die Produktion in der Regel auch dann noch an, wenn das Preisniveau seinen Höhepunkt überschritten hatte (Grafik IV.9). Zu erklären sein könnte dies u.a. mit den recht flexiblen Nominallöhnen, der Beschaffenheit des Währungsregimes und der Entstehung von Preiserwartungen (s. weiter unten) sowie dem im langfristigen Vergleich geringfügigen Schuldenstand. Die Weltwirtschaftskrise bildete eine bemerkenswerte Ausnahme, denn sie war mit einem massiven Produktionseinbruch, einem Kollaps der Preise für Vermögenswerte und erheblichen Anspannungen im Finanzsektor verbunden. Im breiteren historischen Zusammenhang ist die Weltwirtschaftskrise vielleicht am ehesten als einmaliger Sonderfall zu sehen, bei dem viele besonders ungünstige wirtschaftliche und politische Entwicklungen zusammentrafen und den gravierendsten Abschwung der letzten 100 Jahre bewirkten.

Die historischen Daten scheinen drittens darauf hinzudeuten, dass eine – selbst starke – Deflation im 19. Jahrhundert meist weitgehend unerwartet kam. Allgemein schienen sich die Preiserwartungen nur langsam an die wirtschaftliche Entwicklung anzupassen. Zwar sind für die damalige Zeit keine Daten aus Erhebungen verfügbar, doch indirekte, aus den nominalen Zinssätzen abgeleitete Hinweise stützen diese Ansicht. Die kurzfristigen Nominalzinssätze waren bemerkenswert stabil, obwohl die Preise ganz unterschiedlich stark schwankten (Grafik IV.8); die langfristigen Nominalsätze waren sogar noch stabiler. Eine mögliche Erklärung dafür ist, dass frühere Inflationsentwicklungen nur geringe Wirkung auf die Inflationserwartungen hatten, weil im Allgemeinen keine aktuellen Preisinformationen verfügbar waren, die den aggregierten Preisindizes zugrunde liegende Theorie noch in den Kinderschuhen steckte und Theorien über die Bestimmungsfaktoren der nominalen

Geringe Deflation vereinbar mit positiver wirtschaftlicher Entwicklung

Deflation meist unerwartet



Zinssätze entweder noch nicht entwickelt oder wenig bekannt waren. Ergänzend kommt vielleicht noch hinzu, dass die Erwartungen einfach die Beschaffenheit des Währungsregimes widerspiegeln. Da die Inflations- und Deflationsphasen unter dem Goldstandard – wie schon erwähnt – kürzer waren, wurden Erwartungen, die auf kurze Sicht falsch waren, wahrscheinlich im Laufe der Zeit korrigiert, sodass im Durchschnitt nur geringe Kosten entstanden.

Ein viertes und eher überraschendes Merkmal der Deflation im 19. und frühen 20. Jahrhundert ist, dass die Nullzinsgrenze kaum je erreicht wurde. Außer in der Zeit zwischen dem Ersten und dem Zweiten Weltkrieg lagen die kurzfristigen Zinssätze nur selten nahe bei null. Zum Teil war dies wohl der Trägheit der Erwartungen zuzuschreiben, aber auch die Beschaffenheit des Währungsregimes spielte eine Rolle. Insbesondere wurde der Leitzinssatz (Diskontsatz) unter dem Goldstandard nahe dem historischen Durchschnitt weitgehend stabil gehalten und nur dann nach oben angepasst, wenn die Goldparität unter Druck geriet.

Nullzinsgrenze irrelevant

Lehren aus der Vergangenheit

Bei richtiger Betrachtung kann die Vergangenheit für die heutigen Entscheidungsträger lehrreich sein. So ist bemerkenswert, dass in den heutigen, auf Papiergeld beruhenden Währungssystemen geldpolitische Maßnahmen mit dem Ziel niedriger und stabiler Inflation trotz der offensichtlichen Unterschiede zwischen den beiden Systemen ganz ähnlich funktionieren wie die impliziten Regeln des Goldstandards. In beiden Fällen führen Abweichungen von der Preisstabilität zu einer Rückkopplungsreaktion, die das Preisverhalten wirksam beeinflusst. Unter dem Goldstandard flossen die internationalen Reserven und Gold automatisch aus Ländern mit relativ hoher Inflation ab; im jetzigen System ergreifen die Zentralbanken Maßnahmen, um die geldpoli-

Währungsregime von Bedeutung

Deflationsphasen 2002					
	Inflation			Wirtschaftswachstum	
	Tatsächlich ¹	Prognose ^{1,2}	Prognosefehler ^{2,3}	Tatsächlich ¹	Prognosefehler ^{2,3}
Volkswirtschaften mit Deflation ⁴	-0,8	1,6	-2,3	4,8	-0,8
China	-0,7	2,5	-3,2	8,0	-0,1
Hongkong SVR	-3,0	2,5	-5,5	2,3	-2,5
Japan	-0,9	0,0	-0,9	0,3	-1,6 ⁵
Singapur	-0,4	2,0	-2,4	2,2	-4,3
Taiwan, China	-0,1	1,8	-1,9	4,0	-1,7

¹ Durchschnittliche Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. ² Im Januar 2001 veröffentlichter Prognosemittelwert aus Expertenbefragungen. ³ Prozentpunkte. ⁴ Gewichtet auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. ⁵ Wahrscheinlich ist der Prognosefehler teilweise auf Änderungen der Methodik der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung zurückzuführen.

Quellen: © Consensus Economics; Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen.

Tabelle IV.2

tischen Rahmenbedingungen im Inland zu korrigieren. Ein wichtiger Unterschied: Die heutigen geldpolitischen Strategien lassen im Allgemeinen ein stetiges Höherdriften des Preisniveaus zu, während die Goldreserven über einen langen Zeithorizont einen groben Anker für das Preisniveau darstellten.

Die Geschichte erlaubt aber auch Aussagen darüber, mit welcher Wahrscheinlichkeit es zu einer Deflation kommen und die Nullzinsgrenze erreicht werden wird, sowie darüber, ob die mit einer Deflation verbundenen ökonomischen Probleme heute wohl größer oder kleiner sind als in der Vergangenheit.

Unerwartete Deflation nach wie vor Anlass zu berechtigter Sorge

Erstens zeigen die jüngsten Erfahrungen, dass trotz präziserer Wirtschaftsanalysen und -prognosen das Risiko, den Beginn einer Deflationsphase nicht vorauszusehen, nicht unterschätzt werden sollte. Die Deflation in Asien beispielsweise kam weitgehend überraschend, als wegen eines unerwartet schwachen Wachstums die positiven Preiserhöhungen ausblieben, mit denen gerechnet worden war (Tabelle IV.2).

Nullzinsgrenze heute vielleicht wichtiger

Zweitens wäre es problematisch, aus der historischen Erfahrung zu schließen, dass die Nullzinsgrenze kaum relevant sein dürfte (Grafik IV.8). Die Geldpolitik ist heutzutage viel aktiver als früher. Dadurch verringert sich einerseits vielleicht die Gefahr, dass es überhaupt zu einer Deflation kommt, denn die Währungsbehörden reagieren heute eher präventiv auf sich abzeichnende wirtschaftliche Entwicklungen. Andererseits ist die Wahrscheinlichkeit höher, dass die Zentralbank den Leitzinssatz in Zeiten konjunktureller Schwäche gegen null sinken lässt, wenn die Inflation unter die gewünschte Rate zu sinken droht. Beispielsweise hat die Bank of Japan die kurzfristigen Zinssätze bereits praktisch bis zur Nullzinsgrenze gedrückt, und vor kurzem senkte auch die Schweizerische Nationalbank ihren Leitzins fast auf null.

Schlüsselrolle der Erwartungsbildung

Drittens reagieren die Erwartungen heutzutage offenbar stärker auf wirtschaftliche Entwicklungen, was sich in den weit zurückreichenden Daten in der im Zeitverlauf steigenden Korrelation zwischen Inflation und nominalen Zinssätzen niederschlägt. Soweit dies mit der breiteren Verfügbarkeit von

Informationen zusammenhängt, ist die Gefahr größer, dass sich die Erwartungen weiterer Preissenkungen bei Beginn einer Deflation schneller verfestigen. Es ist somit sehr wichtig, dass die heutigen geldpolitischen Strategien in ihrem Streben nach niedriger und stabiler Inflation glaubwürdig sind, sodass die Erwartungen weniger stark auf unerwünschte kurzfristige Preisbewegungen reagieren. Der Goldstandard spielte vor allem in seiner Blütezeit von 1880 bis 1913 die Rolle eines soliden Ankers der Geldpolitik. Heute stellt sich die zentrale Frage, ob die Glaubwürdigkeit formeller oder informeller Strategien mit Inflationsziel sich als ebenso stabilisierend erweist.

Viertens sind die Nominallöhne heute in stärkerem Maße nach unten starr als früher, da sich die Arbeitsmärkte im Lauf der Jahrhunderte erheblich gewandelt haben. Hierzu gehören ein höherer gewerkschaftlicher Organisationsgrad, eine großzügigere Arbeitslosenunterstützung und ein besserer Schutz der Arbeitnehmerrechte. Diese Faktoren dürften die Rigidität der Nominallöhne tendenziell vergrößern. Darüber hinaus dürften sich die Arbeitnehmer in Erinnerung an die hohe Inflation der siebziger und achtziger Jahre Nominallohnsenkungen eher widersetzen. Die Kombination von Erwartungen, die stärker auf Entwicklungen reagieren, und weniger flexiblen Nominallöhnen legt den Schluss nahe, dass eine mit Nachfrageschwäche verbundene Deflation in mancher Hinsicht zu größeren Störungen führen würde als vor 100 Jahren. Die jüngste Entwicklung in Hongkong hat beispielsweise gezeigt, dass die Nominallöhne bei hartnäckiger Deflation und steigender Arbeitslosigkeit offenbar weniger flexibel sind, als ansonsten zu erwarten wäre.

Fünftens haben sich die Finanzsysteme seit dem späten 19. Jahrhundert natürlich erheblich gewandelt. Dadurch hat sich möglicherweise ihre Widerstandsfähigkeit gegenüber deflationärem Druck erhöht. Beispielsweise sind die Risikomanagement-Methoden sehr viel ausgereifter, und die Aufsicht hat sich erheblich verbessert (Kapitel VII). Allerdings dürfte der heute im Vergleich zur älteren Vergangenheit höhere Anteil der Fremdfinanzierung die Anfälligkeit gegenüber einer Schuldendeflation erhöht haben.

Umgang mit Deflation

Vor allem wegen der Existenz der Nullzinsgrenze stellt eine Deflation die Geldpolitik vor spezielle Herausforderungen. Wird die Nullzinsgrenze erreicht, muss die Zentralbank andere Instrumente finden, um die Nachfrage zu beleben. Dabei stellen sich drei Fragen. Erstens: Welches ist bei einem Deflationsrisiko das beste geldpolitische Konzept? Zweitens: Wie soll die Zentralbank reagieren, wenn die Deflation eingetreten ist? Drittens, allgemeiner gefragt: Weisen die jüngsten Erfahrungen mit der Deflation, insbesondere in Japan, auf einen Anpassungsbedarf bei den gegenwärtigen geldpolitischen Zielen oder Strategien hin? Diese Fragen werden im Folgenden der Reihe nach behandelt.

Konzepte zur Vermeidung einer Deflation

Da die Nullzinsgrenze zwingend zu einer Asymmetrie bei Zinssatzänderungen führt, wurde vorgeschlagen, die Geldpolitik selbst solle asymmetrisch durchgeführt werden, wenn sich die Inflationsrate auf null zu bewegt. Die Zinssätze würden dabei um einiges stärker und schneller gesenkt werden, als es bei

Deflation heute vielleicht folgenreicher wegen rigiderer Nominallöhne

Finanzsysteme heute möglicherweise widerstandsfähiger

Nullzinsgrenze erfordert energische Lockerung

einem Konjunkturabschwung mit bereits niedriger Inflationsrate normalerweise der Fall wäre. Dadurch würde das Deflationsrisiko von vornherein begrenzt. Außerdem könnten die Leitzinssätze sehr tief gehalten werden, bis klare Anzeichen einer Erholung der Nachfrage und einer wieder steigenden Inflation sichtbar wären. Dies entspricht gewissermaßen dem Verhalten der Federal Reserve, als sie das Ziel für den Tagesgeldsatz 2001 rasch zurücknahm und es bis ins Jahr 2003 hinein tief hielt. Auch andere Länder verfolgten damals eine sehr expansive Geldpolitik.

Bei kräftigen Leitzinssenkungen könnte jedoch die Gefahr bestehen, dass unter bestimmten Umständen das Vertrauen der Öffentlichkeit untergraben wird, beispielsweise wenn die Zinssenkungen als Hinweis auf negative Informationen über die Zukunftsperspektiven interpretiert werden oder Besorgnis auslösen, dass die Zentralbank allmählich keinen Handlungsspielraum mehr hat. In beiden Fällen würden die Aussagen der geldpolitischen Entscheidungsträger die Erwartungen der Öffentlichkeit hinsichtlich ihrer geldpolitischen Absichten und ihrer Einschätzung der wirtschaftlichen Lage erheblich beeinflussen. Die Bekanntgabe dieses Standpunkts könnte Auswirkungen auf die Wirtschaft haben, die über die unmittelbare Wirkung der Zinsänderung selbst hinausgehen.

Je nach dem Umfeld der deflationären Entwicklungen könnte eine zweite Komplikation auftreten. Die historische Erfahrung zeigt insbesondere, dass – ausgehend von einem niedrigen Inflationsniveau – die Behebung von Ungleichgewichten im Finanzsektor eine heimtückische Quelle deflationären Drucks sein kann. Solche Ungleichgewichte konzentrieren sich möglicherweise überwiegend auf bestimmte Sektoren oder Vermögenswerte und könnten in unterschiedlichem Tempo und Ausmaß auf geldpolitische Maßnahmen reagieren. Dann könnte eine Leitzinssenkung zwar einem Sektor helfen, aber zu Ungleichgewichten in einem anderen beitragen. Dies verlangt von der Zentralbank bei ihrem Zinsbeschluss unter Umständen einen subtilen Trade-off auf längere Sicht.

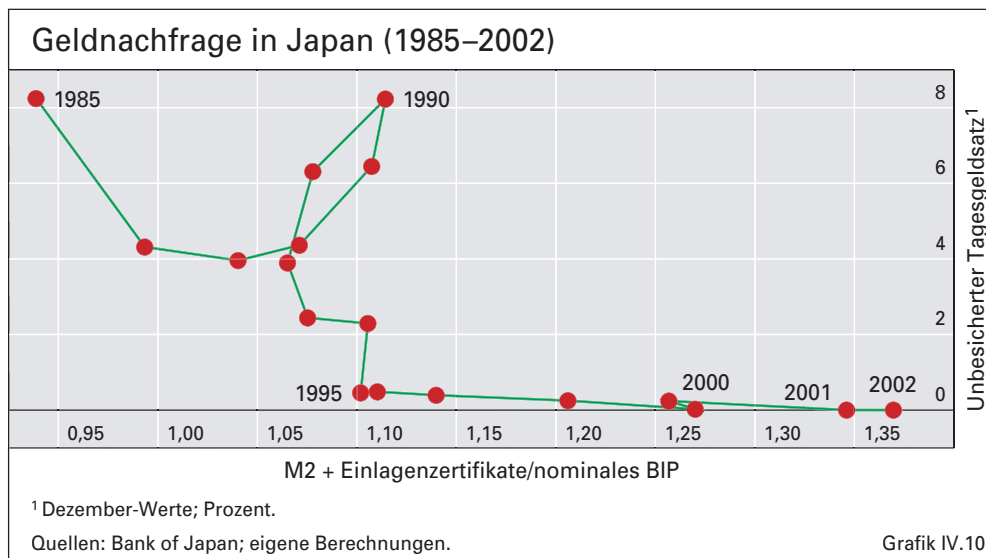
Konzepte zur Bekämpfung der Deflation

Beendigung der Deflation dürfte unkonventionelle Maßnahmen erfordern:

Die Beendigung einer Deflation dürfte andere geldpolitische Ansätze erfordern als ihre Vermeidung. Solange die Nullzinsgrenze nicht erreicht ist, kann die Zentralbank mit herkömmlichen Mitteln die Nachfrage über die üblichen Transmissionskanäle beeinflussen. Sobald die Geldpolitik jedoch an die Nullzinsgrenze stößt, müssen Alternativen gefunden werden, z.B. Bereitstellung reichlicher Liquidität, direktere Einflussnahme auf die relativen Preise bestimmter Vermögenswerte, Beeinflussung der Inflationserwartungen auf andere Weise, Beseitigung von Hemmnissen im geldpolitischen Transmissionsmechanismus sowie andere makroökonomische Maßnahmen, die die Wirkung der Geldpolitik erhöhen.

– z.B. massive Liquiditätszufuhr

Die Zufuhr von Liquidität ist eine traditionelle monetaristische Antwort. Ist die Nullzinsgrenze erreicht, bedeutet dies, dem Bankensystem weit über das übliche Maß hinaus Reserven zuzuführen, wie es die Bank of Japan mit ihrer quantitativen Lockerung tut. Aber die Bereitschaft der Banken und der Öffentlichkeit, unverzinsten Barreserven zu halten, kann die stimulierende



Wirkung der Liquiditätsausweitung zunichte machen, wie dies offenbar in jüngster Zeit in Japan der Fall war (Grafik IV.10). Die Wirksamkeit dieses Vorgehens kann ferner durch die Zusammensetzung der Schuldinstrumente beeinträchtigt werden, die die Zentralbank erwirbt, um die Liquidität zu erhöhen. Wenn hochliquide Schuldinstrumente ein gutes Geldsubstitut wären, was besonders an der Nullzinsgrenze zutreffen dürfte, würde bei einem Ankauf solcher Instrumente durch die Zentralbank lediglich eine Form von Geld durch eine andere ausgetauscht, mit nur geringer Wirkung auf die Liquidität insgesamt.

Eine weitere Maßnahme wäre, dass die Zentralbank versucht, die Preise von Vermögenswerten direkt zu beeinflussen. Selbst wenn der kurzfristige Leitzinssatz bei null liegt, könnte eine Zielvorgabe für den Ankauf bestimmter Vermögenswerte, wie langfristige risikofreie Anleihen, Unternehmensanleihen, Aktien und Immobilien, einen direkten Nachfrageeffekt auf deren relativen Preis haben. Höhere Preise für Vermögenswerte haben nicht nur einen Vermögenseffekt, sondern steigern auch den Wert von Sicherheiten, was dazu beiträgt, Kreditbeschränkungen aufzuweichen. Im Extremfall könnte es vorteilhaft sein, bestimmte Preise, wie z.B. den Wechselkurs, zu binden. Tatsächlich überwand in der Zeit zwischen dem Ersten und dem Zweiten Weltkrieg zahlreiche Länder die Deflation mittels einer Währungsabwertung. Diese trug zur Milderung der wirtschaftlichen Verwerfungen der Deflation bei, die durch die Wiederherstellung des Goldstandards zu den vor dem Ersten Weltkrieg geltenden Paritäten ausgelöst worden waren. Von einer Wertänderung der Währung sind natürlich auch andere Länder betroffen; ihre Machbarkeit hängt daher nicht zuletzt von den außenwirtschaftlichen Bedingungen ab.

Der Ankauf risikobehafteter Aktiva, ob zum Zweck der Liquiditätszufuhr mit unkonventionellen Mitteln oder zur Anhebung der Preise, stellt staatliche Institutionen vor politökonomische Probleme. Damit solche Ankäufe Wirkung zeigten, müssten sie wohl in großem Umfang erfolgen. Staatliche Institutionen könnten damit Eigentümer eines erheblichen Teils der volkswirtschaftlichen Produktionskapazitäten werden, was unerwünschte Konsequenzen für die Unternehmensführung und -kontrolle und letztlich für die ökonomische Effi-

– Beeinflussung der relativen Preise von Vermögenswerten

zienz haben könnte. Darüber hinaus stellt sich die Frage, ob die Zentralbank überhaupt solche Geschäfte tätigen sollte. Insbesondere könnte ihre Unabhängigkeit gefährdet sein, wenn solche Ankäufe zu hohen Verlusten in der Bilanz führten, die eine Rekapitalisierung durch den Staat erforderten.

– Beeinflussung
der Inflations-
erwartungen

Die Zentralbank kann ferner versuchen, die Preiserwartungen zu beeinflussen, was zu einer Milderung des deflationären Drucks beitragen kann. Dies kann auf zweierlei Weise geschehen. Zum einen kann darauf hingewiesen werden, dass reichlich Liquidität zur Verfügung gestellt wird. Zum anderen kann die Zentralbank ihr Ziel einer positiven Inflation bekräftigen und gegebenenfalls ein explizites Inflationsziel einführen. Beispielsweise ist vorgeschlagen worden, dass die Bank of Japan eine formelle Strategie mit Inflationsziel einführen könnte. Es ist jedoch fraglich, ob dies allein die Deflation stoppen würde. Der Hauptvorteil eines Inflationsziels ist sein Einfluss auf die Erwartungen der Öffentlichkeit; ohne zusätzliche Maßnahmen, die diese Änderung unterstützen, dürfte die Strategie jedoch kaum glaubwürdig sein.

– andere makro-
ökonomische
Maßnahmen

Aus all den erwähnten Gründen dürften zur Bekämpfung der Deflation noch weitere unterstützende Maßnahmen von anderen Stellen als der Zentralbank erforderlich sein. Ein Beispiel ist die Beseitigung von Hemmnissen im geldpolitischen Transmissionsmechanismus. In schwerwiegenden Deflationen der Vergangenheit spielten Faktoren wie überschuldete Unternehmen, Kreditverknappung, höhere Risikoeinschätzungen und verstärkte Risikoscheu ebenfalls eine Rolle. Ihre Bekämpfung ist ein wichtiger Schritt zur Wiederbelebung der Wirtschaft. Ein frühes Beispiel hierfür ist die Beseitigung der Kreditverknappung in den USA während der Weltwirtschaftskrise, die im Wesentlichen durch die Stabilisierung des Bankensektors erreicht wurde. Überdies konnten die Unternehmensbilanzen mittels Aussetzung der Goldindexierungsklauseln in Anleiheverträgen umfassend entlastet werden. In jüngerer Zeit zeigt die relativ rasche Erholung in Korea nach der Asien-Krise von 1997, wie wirksam die Bereinigung von Bankbilanzen um schlechte Aktiva sein kann. Ebenso sind die anhaltend mangelhaften Bank- und Unternehmensbilanzen in Japan ein warnendes Beispiel dafür, wie langwierig unterdurchschnittliches Wachstum und Deflation sein können, wenn solche Probleme nicht gelöst werden. Eine antizyklische Fiskalpolitik kann die Konjunktur ebenfalls wirksam ankurbeln und damit der Deflation entgegenwirken, z.B. durch eine expansive staatliche Ausgaben- und Steuerpolitik (Kapitel II).

Ein koordiniertes Vorgehen staatlicher Stellen dürfte glaubwürdiger wirken und von der Öffentlichkeit stärker beachtet werden. Damit könnte die Währungsbehörde ihren monetären Ressourcen Hebelwirkung verleihen, indem geld- und fiskalpolitische sowie regulatorische Maßnahmen optimal aufeinander abgestimmt werden. Ein solcher Ansatz hätte möglicherweise den Vorteil eines wirkungsvolleren Mix von stimulierenden Maßnahmen und böte die Chance, die weniger attraktiven geldpolitischen Handlungsmöglichkeiten in Reserve zu halten.

Mögliche Verbesserungen der geldpolitischen Strategie

Aus der vorstehenden Analyse ergibt sich, dass eine Deflation mit beträchtlichen gesamtwirtschaftlichen Kosten verbunden sein kann und dass unter Umständen die Wirksamkeit der geldpolitischen Instrumente beeinträchtigt ist.

Ob dies Änderungen an der bestehenden geldpolitischen Strategie rechtfertigen würde, hängt von den jeweiligen Eigenschaften des Währungsregimes und den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen ab. Bei der Bewertung der einschlägigen geldpolitischen Trade-offs spielen ferner auch allgemeinere Faktoren eine Rolle, nicht zuletzt das Mandat der betreffenden Zentralbank. Dennoch können mehrere Möglichkeiten in Betracht gezogen werden.

Eine Möglichkeit wäre die Institutionalisierung einer Politik, die eine etwas schnellere und weiter reichende Lockerung als üblich vorsieht, wenn das Risiko einer Deflation wächst. Beispielsweise könnte eine Zentralbank, die mit einem Inflationsziel arbeitet, ein asymmetrisches Zielband einführen. Die ansonsten unveränderte Inflationszielrate läge dabei näher an der Untergrenze des Bandes als an der Obergrenze. Wenn dann die Inflation unter die Zielrate sinkt, wäre die Reaktion stärker als bei einem ähnlich großen Anstieg über die Zielrate hinaus, um zu verhindern, dass die Untergrenze schneller erreicht wird.

Asymmetrische
Inflationszielbänder

Eine zweite Möglichkeit bestünde darin, die Zielrate der Inflation zu erhöhen. Natürlich müsste die Zentralbank einen Trade-off zwischen den Kosten einer etwas höheren durchschnittlichen Inflation und denen einer häufigeren Deflation bei niedrigerer Zielvorgabe vornehmen. Zudem wären Erstere von Dauer, während Letztere lediglich von Zeit zu Zeit anfielen.

Inflationsziele

Eine tiefer greifende Änderung bestehender geldpolitischer Strategien wäre die Einführung eines Preisniveauziels, möglicherweise mit einem Aufwärtstrend. Fällt dabei das Preisniveau unter die Zielgröße, müsste die Währungsbehörde genau wie bei einer Strategie mit Inflationsziel die Geldpolitik lockern. Der wichtigste Vorzug dieser Variante ist, dass eine umso aktivere Geldpolitik erwartet wird, je mehr sich der Abstand zwischen dem tatsächlichen Preisniveau und der Zielvorgabe vergrößert. Anders als bei einer Inflationszielstrategie wäre die Zentralbank bereit, vorübergehend eine höhere Inflationsrate zu tolerieren, wenn das Preisniveau sich wieder in Richtung der Zielgröße bewegt. Unter solchen Rahmenbedingungen ist die Wahrscheinlichkeit größer, dass – wenigstens auf kurze Sicht – Deflationserwartungen in Inflationserwartungen umschlagen. Dieses System würde zusätzlich einen Preisniveau-Anker mit gewissen Ähnlichkeiten zum Goldstandard enthalten. Ein Preisniveauziel klingt zwar nach einer radikalen Änderung der derzeitigen Praxis, ist aber einfach eine Zielvorgabe für eine durchschnittliche Inflationsrate über einen langen Zeithorizont, die frühere Abweichungen der Inflation von der Zielgröße berücksichtigt. Demgegenüber werden in der derzeitigen Praxis solche früheren Abweichungen weitgehend ignoriert. Es dürfte allerdings nicht leicht sein, der Öffentlichkeit die Unterschiede zwischen diesem System und bestehenden Strategien zu erklären.

Flexibles Ziel für
das Preisniveau

Eine weitere Möglichkeit wäre vielleicht eine Änderung der bestehenden Strategien unter stärkerer Betonung der Stabilität des Finanzsystems. Die Geschichte – sowohl die jüngere als auch die ältere – zeigt, dass eine starke Deflation in der Regel mit großen Anspannungen im Finanzsystem einhergeht. Wachsamkeit gegenüber finanziellen Ungleichgewichten bei ihrer Entstehung in guten Zeiten könnte dazu beitragen, dass es später mit geringerer Wahrscheinlichkeit zu einer einschneidenden Korrektur kommt und diese weniger

Stärkere Betonung
der Finanzstabilität

folgeschwer ausfällt. Dies wiederum könnte die Gefahr von Finanzkrisen und Deflation mindern helfen. In der Praxis muss eine solche Änderung keine Neudefinierung der Ziele der Geldpolitik bedingen; vielmehr wären lediglich einige Feinabstimmungen bei der Umsetzung nötig. Erstens könnte die Zentralbank einen längeren Zeithorizont für die Geldpolitik festlegen (d.h. über die üblichen ein bis zwei Jahre hinaus), da die entsprechenden Prozesse zumeist langwierig sind. Zweitens könnte bei der Risikoabwägung mehr Gewicht auf die Vermeidung des ungünstigsten Falles, wie z.B. einer lang anhaltenden Deflation, gelegt werden.

Grenzen der
Geldpolitik

Zu bedenken ist jedoch immer, dass die Wirksamkeit der Geldpolitik Grenzen hat. Insbesondere die Erfahrung in Japan hat eine möglicherweise erhebliche Wechselwirkung zwischen der Geldpolitik, der Fiskalpolitik und der Aufsicht unterstrichen. Daher dürfte es für eine Zentralbank wünschenswert sein, gemeinsam mit den Fiskal- und Aufsichtsbehörden die bestehenden Handlungsmöglichkeiten, den deflationären Tendenzen schon weit im Vorfeld Rechnung zu tragen, systematisch auszuloten. Eine solche Koordination zwischen verschiedenen Stellen könnte Fragen zur Unabhängigkeit der Zentralbank aufwerfen. Es mag sich jedoch lohnen, dieses Risiko einzugehen, wenn die Erkundung solcher Optionen dazu beitrüge, das Vertrauen zu stärken, dass die Zentralbank – und die politischen Entscheidungsträger insgesamt – die Deflation bekämpfen können.