

## IV. Geldpolitik in den fortgeschrittenen Industrieländern

### Schwerpunkte

Der geldpolitische Kurs der G3 blieb im Berichtszeitraum sehr akkommodierend. Da das Wirtschaftswachstum in den USA anhielt und sich die Risiken von einer unerwünschten Disinflation und Wirtschaftsschwäche in Richtung eines möglichen Inflationsdrucks verschoben, begann die Federal Reserve allerdings, die geldpolitische Lockerung durch eine Reihe maßvoller Steigerungen des Tagesgeldzielsatzes zurückzunehmen. Die EZB hielt ihren Leitzins unverändert, weil das unterdurchschnittliche Wirtschaftswachstum und die Aufwertung des Euro den Inflationsdruck weiterhin dämpften. Die Bank of Japan behielt ihre Nullzinspolitik bei, denn die hemmenden Einflüsse in der Wirtschaft und im Finanzsektor waren so stark, dass kein Ende der Deflation in Sicht war. Mit den günstiger werdenden Finanzmarktbedingungen schien die Abkehr der japanischen Zentralbank von ihrer unkonventionellen quantitativen Lockerung aber trotzdem näher zu rücken. Vor dem Hintergrund der anhaltenden Erholung der G3-Volkswirtschaften bei niedrigen Leitzinsen waren sich die Währungsbehörden der Notwendigkeit einer klaren Kommunikation ihrer Kursänderungsstrategien bewusst.

In den kleineren Industrieländern waren die Herausforderungen für die Geldpolitik vielfältiger. Einige Zentralbanken verfolgten einen sehr akkommodierenden Kurs, während sich andere für eine neutralere Ausrichtung entschieden. Viele Zentralbanken hoben ihre Leitzinsen leicht an, als sich die Wachstumserwartungen im Inland wie auch im Ausland bestätigten; in einigen Fällen wurden aufgrund einer zunehmenden Ressourcenverknappung Bedenken hinsichtlich der Preisstabilität wach. Die geldpolitischen Beschlüsse wurden nach wie vor von Schuldenständen, überhitzten Märkten für Wohneigentum und Wechselkursüberlegungen beeinflusst.

Externe Einflüsse, insbesondere die Entwicklung der Öl- und sonstigen Rohstoffpreise, prägten den Berichtszeitraum in allen Volkswirtschaften. Ein Vergleich dieser und anderer neuerer Entwicklungen mit ähnlichen Tendenzen Ende der 1960er und Anfang der 1970er Jahre scheint erstaunliche Parallelen aufzuzeigen. Der letzte Teil dieses Kapitels widmet sich einem historischen Rückblick und vergleicht die damalige mit der aktuellen Lage, um die Wahrscheinlichkeit zu beurteilen, dass sich die Geschichte wiederholt. Allgemeiner betrachtet trägt der Vergleich außerdem dazu bei, die Risiken zu verdeutlichen, denen sich die Geldpolitik gegenübersehen könnte.

### Entwicklungen im Einzelnen

#### USA

Die Federal Reserve steuerte im Berichtszeitraum einen immer weniger akkommodierenden geldpolitischen Kurs. Allerdings lag der Tagesgeldzielsatz

Federal Reserve  
erhöht Leitzinsen  
auf maßvolle ...

zum Ende des Berichtszeitraums trotz acht maßvoller Erhöhungen um jeweils 25 Basispunkte mit 3% immer noch unter den konventionellen Schätzungen des neutralen bzw. natürlichen Zinssatzes für die USA. Gegen Ende des Frühjahrs 2005 gingen die Finanzmärkte von weiteren Zinserhöhungen aus.

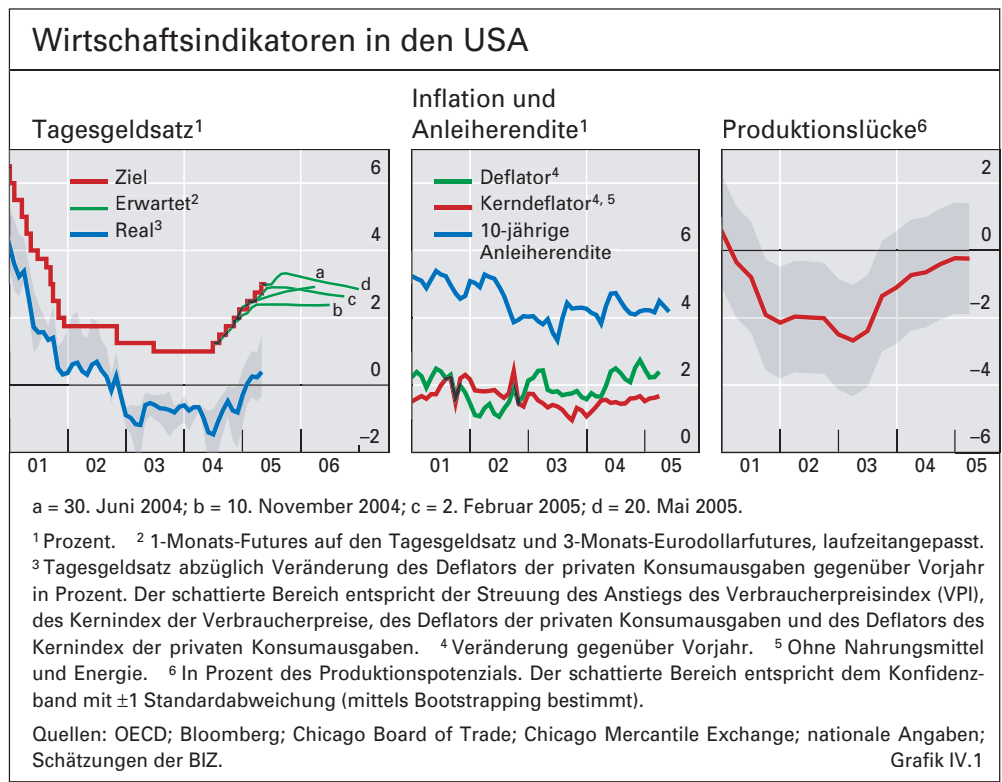
Ein wichtiger Aspekt der geldpolitischen Straffung durch die Federal Reserve war ihre Transparenz. Die Zentralbank bereitete die Märkte umfassend auf ihre Zinserhöhungen vor, nicht zuletzt, um potenzielle Belastungen für das Finanzsystem möglichst gering zu halten. Sie signalisierte ihre Absichten auf verschiedene Weise, u.a. über Pressemitteilungen und Sitzungsprotokolle ihres Offenmarktausschusses (Federal Open Market Committee, FOMC) sowie durch Erklärungen von Ausschussmitgliedern. Die Äußerungen des FOMC wurden von den Finanzmärkten im Großen und Ganzen gut aufgenommen, und es gab kaum Überraschungen hinsichtlich der Richtung und des Umfangs der Zinsschritte.

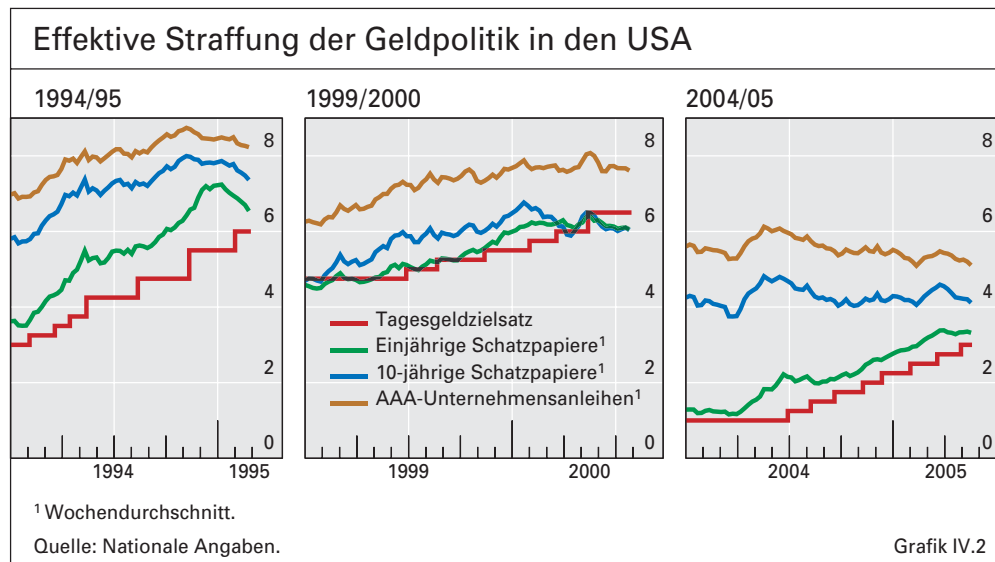
... und transparente Weise

Dieser maßvolle Ansatz sollte einen Ausgleich schaffen zwischen den Risiken für ein nachhaltiges Wachstum und dem Ziel, die Preisstabilität zu wahren, da das inzwischen vier Jahre anhaltende Wirtschaftswachstum zu einem weiteren Rückgang der Kapazitätsreserven führte (Grafik IV.1). Dennoch kam die Frage auf, ob die Erhöhungen des Tagesgeldsatzes ausreichend waren, um die vom FOMC angestrebte weniger akkommodierende Ausrichtung der Geldpolitik herbeizuführen. Besorgnis erregte u.a. die Tatsache, dass die steigende Verbraucherpreisinflation im Berichtszeitraum einen sehr niedrigen realen Ex-post-Tagesgeldsatz zur Folge hatte (2004 war er negativ, Anfang 2005 überschritt er knapp die Nullgrenze).

Reale Leitzinsen jedoch weiterhin nahe null ...

Auch die ungewöhnliche Reaktion der längerfristigen Marktzinsen auf die maßvolle Straffung der Geldpolitik warf eine Reihe von Fragen auf. In der





... und Entwicklung der Langfristzinsen untypisch für Straffungsphase

Vergangenheit waren bedeutende Phasen monetärer Straffung in der Regel mit deutlich steigenden Marktzinsen einhergegangen, und zwar sowohl im Kurz- als auch im Langfristbereich (Grafik IV.2). Diesmal bewegten sich die kurzfristigen Marktzinsen zwar im Gleichschritt mit dem Leitzins, aber die längerfristigen Zinsen für festverzinsliche Wertpapiere zeigten keinerlei Anzeichen eines anhaltenden Aufwärtstrends; eher noch war eine leichte Abwärtstendenz festzustellen (Kapitel VI). Dieses Muster schürte bei einigen Beobachtern Zweifel, ob die geldpolitischen Maßnahmen die gewünschte restriktive Wirkung auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage hatten. Die Federal Reserve wies jedoch darauf hin, dass die verhaltene Reaktion der Langfristzinsen nicht zuletzt darauf zurückzuführen sei, dass die längerfristigen Inflationserwartungen anscheinend niedriger und fester verankert seien als in früheren Fällen. Dies bedeute, dass die Nachfrage weniger stark eingeschränkt werden müsse.

Dadurch Bedenken wegen Überschussliquidität

Die untypische Entwicklung der längerfristigen Zinssätze verstärkte außerdem andere aufkeimende Bedenken mit weiteren, widersprüchlichen geldpolitischen Implikationen. Die relativ flache Zinsstrukturkurve könnte darauf hinweisen, dass die Märkte von einem Rückgang der langfristigen Wachstumsaussichten ausgingen, was möglicherweise einen lockeren geldpolitischen Kurs erfordern würde. Allerdings könnten die niedrigen Langfristzinsen im Zusammenspiel mit rückläufigen Renditenabständen und steigenden Preisen von Vermögenswerten auch als Zeichen dafür interpretiert werden, dass die Anleger während der langanhaltenden akkommodierenden Ausrichtung der Geldpolitik weiterhin übermäßige Risiken eingingen. Der rasche Preisanstieg beim Wohneigentum war ebenfalls ein Indiz für das Wirken solcher Kräfte. Eine derartige Interpretation legte nahe, dass die Leitzinsen möglicherweise stärker angehoben werden müssten als vom Finanzmarkt angenommen, um Überschussliquidität zu absorbieren.

Bedenken auch wegen hochschnellender Energiepreise ...

Die geldpolitischen Entscheidungen in den USA wurden im Berichtszeitraum zusätzlich dadurch erschwert, dass die Geldpolitik auch auf andere unvorhergesehene und potenziell inflationäre Entwicklungen eingehen musste.

Der kräftige Anstieg der Energie- und insbesondere der Ölpreise ließ Befürchtungen hinsichtlich der Preisstabilität und der Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum aufkommen. Da die Kerninflation deutlich unter der 2%-Marke blieb, wurde das Inflationsrisiko jedoch als relativ begrenzt, wenngleich verstärkt überwachungsbedürftig eingeschätzt. Eine weitere potenzielle geldpolitische Herausforderung war die starke Abwertung des Dollars. Die anhaltend niedrigen Importpreise und die offenbar schwächere Überwälzung von Wechselkursbewegungen in den vergangenen Jahren dagegen schienen die Notwendigkeit eines energischeren geldpolitischen Handelns zu verringern. Gegen Ende des Berichtszeitraums gab es jedoch einzelne Hinweise auf eine größere Preissetzungsautonomie der Unternehmen. Sollte dies einen neuen Trend signalisieren, könnte eine etwas raschere Abkehr vom akkommodierenden geldpolitischen Kurs erforderlich sein.

... der Abwertung  
des Dollars ...

Der FOMC sah sich außerdem einer möglichen Verlangsamung des strukturellen Produktivitätswachstums gegenüber, da sich die Produktion je Arbeitsstunde im letzten Jahr abschwächte, während sich der Anstieg der Lohnstückkosten beschleunigte. Obwohl ein Trendbruch nicht mit Sicherheit ausgemacht werden konnte, mussten die eventuellen Implikationen in der Geldpolitik Berücksichtigung finden. Auf kurze Sicht waren die Gewinnmargen groß genug, um die Inflationsauswirkungen zu dämpfen und Leitzinserhöhungen weniger dringlich erscheinen zu lassen, solange keine eindeutigeren Hinweise vorliegen. Auf mittlere Sicht könnte eine rückläufige Trendproduktivität ein Indiz für einen niedrigeren natürlichen Zinssatz und damit für ein niedrigeres Niveau des Tagesgeldsatzes am Ende der Phase geldpolitischer Straffung darstellen.

... und der  
Entwicklung der  
Produktivität

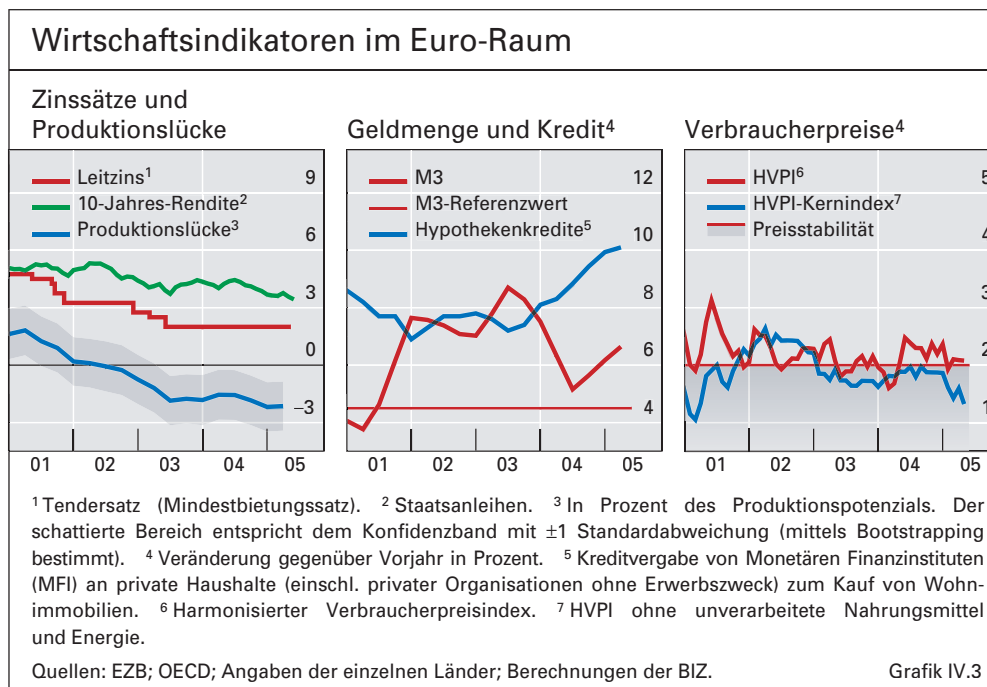
Anfang 2005 beschäftigte sich die Federal Reserve eingehend mit der Frage, ob ein explizites Inflationsziel die Wirtschaftsleistung in den USA noch weiter verbessern könnte. Die Diskussion des FOMC über die Vor- und Nachteile eines expliziten Ziels für die Preisstabilität ist als Teil der – viel umfassenderen – laufenden Überarbeitung seines institutionellen Rahmens zur Verbesserung der Transparenz zu sehen. Dazu gehört auch der kürzlich gefasste Beschluss des Ausschusses, seine Sitzungsprotokolle rascher zu veröffentlichen und seinen Prognosezeitraum zu verlängern. Der FOMC wies darauf hin, dass ein explizites Inflationsziel zwar einerseits die Inflationserwartungen der Volkswirtschaft fester verankern und die Transparenz interner Überlegungen sowie die Kommunikation mit der Öffentlichkeit verbessern könne. Andererseits könnte ein explizites Ziel jedoch die traditionelle Ausrichtung der Federal Reserve nicht nur auf die Inflation, sondern auch auf das Wirtschaftswachstum gefährden und außerdem ihre Flexibilität bei Veränderungen der Wirtschafts- und Finanzlage einschränken.

Explizites Inflations-  
ziel erwogen

### *Euro-Raum*

Da die Inflation im Euro-Raum allgemein verhalten blieb und die Konjunktur stockte, behielt die EZB ihre expansive Geldpolitik bei. Gegen Ende des Frühjahrs lag der Leitzins bereits seit zwei Jahren bei 2%; dabei wurden das Unbehagen, dass die Inflationsrate über die Obergrenze der Preisstabilitäts-

EZB-Zinsen  
unverändert ...

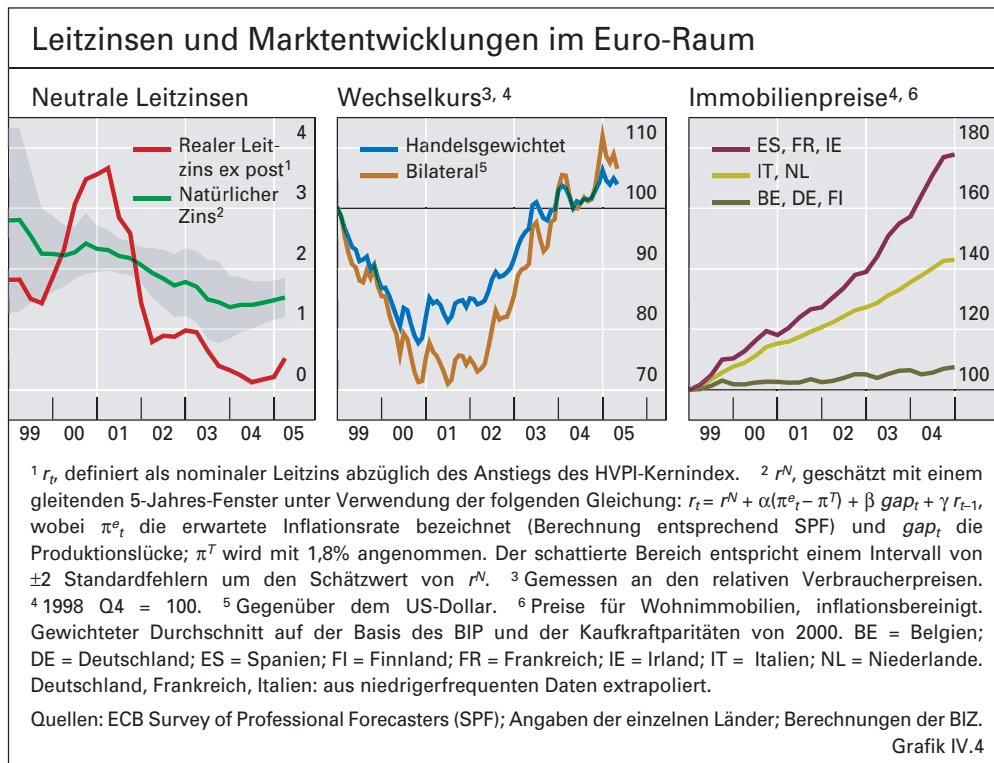


... aufgrund der verhaltenen Konjunktur und der über der Preisstabilitätsdefinition liegenden Inflationsrate

definition der EZB zu liegen kommt, und die Befürchtungen im Zusammenhang mit der unterdurchschnittlichen Wirtschaftsentwicklung gegeneinander abgewogen. Der Höhenflug der Ölpreise weckte Bedenken hinsichtlich einer möglichen Verschlechterung der kurzfristigen Inflationsaussichten oder sogar einer wiederkehrenden Stagflation. Es gab jedoch kaum Anzeichen dafür, dass die höheren Energie- und anderen Rohstoffpreise auf die Kerninflation, die Lohnentwicklung oder die mittelfristigen Inflationserwartungen durchschlugen. Deshalb kam die EZB zu dem Ergebnis, dass die Risiken eines allgemeinen Preisauftriebs nicht groß genug waren, um eine Zinserhöhung zu rechtfertigen. Dies lag zum Teil daran, dass aufgrund des schleppenden Wirtschaftswachstums offenbar weiterhin Kapazitätsreserven vorhanden waren (Grafik IV.3). Da sich die Inflation in der Nähe der Obergrenze der von der EZB formulierten Definition von Preisstabilität von knapp unter 2% bewegte, blieb der reale Leitzins nahe null. Wie in den USA lag er damit deutlich unter den Schätzungen des natürlichen Zinssatzes. Dies deutete darauf hin, dass die EZB bei wirtschaftlicher Erholung ihre Geldpolitik anziehen müsste, um den Inflationsdruck zu begrenzen (Grafik IV.4).

Bedenken auf mittlere Sicht verstärkt durch kräftiges M3-Wachstum ...

Ebenfalls wie in den USA stellte sich somit eine entscheidende Frage in Bezug auf die Auswirkungen einer langen Phase akkommodierender Geldpolitik. Einerseits wiesen die obenerwähnten realwirtschaftlichen Messgrößen auf eine geringe imminente Inflationsgefahr hin. Andererseits lag das Wachstum der breit abgegrenzten Geldmenge M3 immer noch über dem Referenzwert der EZB von 4½%. Ein kräftiges M3-Wachstum ist häufig ein Anzeichen für eine lockere Geldpolitik, die zu einer höheren Inflation führen könnte. Während das starke Wachstum von M3 in den letzten Jahren der gestiegenen vorsorglichen Haltung liquider Mittel zugeschrieben worden war, waren die Gründe für die weitere Zunahme im vergangenen Jahr schwerer auszumachen. Entsprechend betonte die EZB die traditionellen



mittelfristigen Inflationsrisiken, die mit einer solchen monetären Expansion einhergehen.

Der 2-Säulen-Ansatz der EZB bei ihrer mittelfristigen Beurteilung ließ außerdem eine weniger konventionelle Auslegung der geldpolitischen Risiken zu. Die Beschleunigung des M3-Wachstums ab der zweiten Jahreshälfte 2004 ging mit einem rascheren Kreditwachstum im Euro-Raum einher, insbesondere bei den Hypothekenkrediten. So gesehen bestand die Möglichkeit, dass eine Fortsetzung der Niedrigzinspolitik – samt ihren Konsequenzen für die Langfristrenditen – zum einen zu einem stärkeren Preisauftrieb nicht nur bei Waren und Dienstleistungen, sondern auch bei den Preisen für Wohneigentum und zum anderen zu einem Anstieg der Schuldenstände auf bislang unerreichte Niveaus führen würde. Im Normalfall wären dann höhere Leitzinsen erforderlich, um eine konjunkturelle Überhitzung und Inflationssteigerungen zu verhindern. In einem weniger konventionellen Fall wären Zinserhöhungen notwendig, um die finanziellen Ungleichgewichte im Rahmen zu halten, bevor starke Preisanstiege bei Vermögenswerten und deren anschließende Umkehr die Preisstabilität gefährden.

Die Trends der Preise für Wohneigentum verdeutlichten auch die potenziellen geldpolitischen Komplikationen infolge der regionalen Vielfalt im Euro-Raum, wenn z.B. die schleppende Marktentwicklung in Deutschland und Österreich den zweistelligen Preissteigerungsraten in Frankreich und Spanien gegenübergestellt wird (Kapitel II). Die EZB äußerte ihre Bedenken hinsichtlich der Preisanstiege in mehreren Ländern, betonte jedoch gleichzeitig, dass ihr direktes Mandat sie nur zum Handeln verpflichtete, wenn solche Entwicklungen die gesamtwirtschaftlichen Bedingungen im Euro-Raum beeinträchtigten. Außerdem hielt sie fest, dass Fragen der Finanzstabilität in den einzelnen

... sowie hohes Kreditwachstum und steigende Preise für Wohneigentum

Geldpolitik erschwert durch regionale Unterschiede bei Entwicklung der Preise für Wohneigentum

Ländern natürlich in den Zuständigkeitsbereich der nationalen Finanzaufsicht und der nationalen Zentralbanken des Euro-Raums fielen.

Herausforderungen durch kräftige Aufwertung des Euro

Die starke Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar im Jahr 2004 stellte die EZB vor eine Herausforderung. Die Aufwertung trug zwar dazu bei, den kurzfristigen Inflationsdruck einzudämmen, die Anpassung ging jedoch in erster Linie zulasten des exportorientierten Sektors. Zudem konnte eine weitere Dollarabwertung nicht ausgeschlossen werden, denn das US-Leistungsbilanzdefizit stieg weiter auf neue Rekordstände (Kapitel V).

### Japan

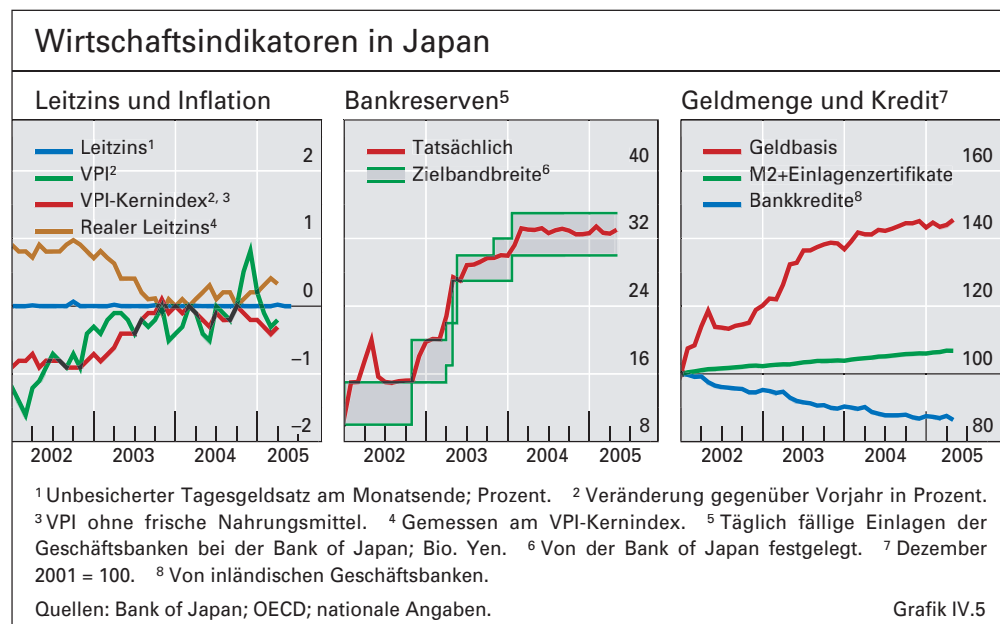
Nullzins in Japan bei anhaltender Deflation beibehalten

Die Bank of Japan behielt ihre quantitative Lockerung bei, und die kurzfristigen Leitzinsen blieben praktisch bei null (Grafik IV.5). Die unkonventionelle, sehr akkommodierende Geldpolitik wurde u.a. deshalb fortgesetzt, weil sich die deflationären Kräfte nur schwer überwinden ließen, da die Wirtschaft stagnierte und weiterhin eine hohe, wenn auch rückläufige Kapazitätsunterauslastung aufwies. Erhebliche Fortschritte im Finanzsektor, der immer noch mit den Folgen des Platzens der Preisblase bei den Vermögenswerten in den 1990er Jahren zu kämpfen hatte, schmälerten die Befürchtungen, dass die japanische Wirtschaft in eine Deflationsspirale geraten könnte (Kapitel VII). Trotzdem bewirkte die expansiv ausgerichtete Geldpolitik nur einen leichten Anstieg der weiter gefassten Geldmengenaggregate, denn bei der Bankkreditvergabe waren erst schwache Anzeichen einer Kehrtwende erkennbar.

Zielbandbreiten für quantitative Lockerung unverändert

Die Bank of Japan ließ ihre Zielbandbreite für den Umfang der täglich fälligen Einlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank mit ¥ 30–35 Bio. unverändert. Allerdings zeigten sich manche Mitglieder ihres Policy Board zunehmend skeptisch über die Vereinbarkeit dieser Vorgabe mit dem geldpolitischen Ziel der Bank, eine niedrige und stabile Inflation zu gewährleisten. Tatsächlich wurde erstmals seit Einführung der Politik der quantitativen Lockerung im Jahr 2001 erwogen, die Zielbandbreite für die täglich fälligen Einlagen herabzusetzen. Zugleich äußerten einige Mitglieder des Policy Board

Ansatz allerdings grundsätzlich in Frage gestellt ...



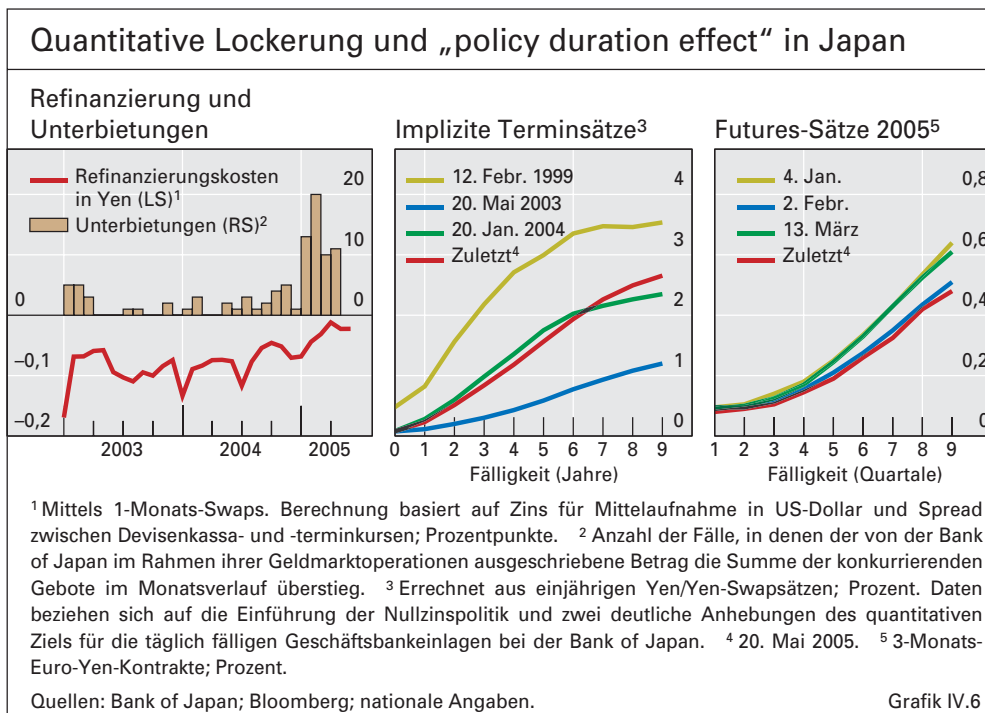
wachsende Bedenken wegen der potenziellen negativen Begleiterscheinungen der quantitativen Lockerung. Hierzu gehören das Moral-Hazard-Risiko bei den Kreditnehmern, ein schlechtes Funktionieren der Geldmärkte, eine nachlassende Flexibilität der Geldpolitik und eine verschlechterte Haushaltsdisziplin.

Die Unsicherheit hinsichtlich der angemessenen Zielbandbreiten für die täglich fälligen Einlagen wurde durch technische Probleme bei der Durchführung der Liquiditätszuführenden Marktgeschäfte der Zentralbank noch verschärft. Die Häufigkeit der Unterbietungen bei den Schatzwechselankäufen der Bank (wenn also das Ausschreibungsvolumen das Bietungsvolumen übertraf) stieg im März 2005 deutlich an (Grafik IV.6). Dies wurde überwiegend als Anzeichen dafür interpretiert, dass die Liquiditätsnachfrage am Markt aufgrund der fortschreitenden Genesung des Bankensektors rückläufig war. Da die Banken ihre Bilanzen stärkten, hatten sie insbesondere nicht mehr so hohe Kosten für den Erwerb von US-Dollar-Mitteln über Yen-Swaps. Über Jahre hinweg hatten – vor allem ausländische – Banken, die Dollareinlagen besaßen, zu negativen Yen-Refinanzierungskosten Währungsswaps gegen Yen getätigt. So war es für die Banken rentabel, Yen-Guthaben in verschiedenen niedrig rentierenden liquiden Vermögenswerten zu halten, sogar auf Nullzinskonto bei der Bank of Japan. Mit dem Wegfall des Swapsreads Anfang 2005 gab es auch diese Nachfrage nach täglich fälligen Guthaben, die durch die Auslandsbanken zustande gekommen war, nicht mehr.

... außerdem technische Schwierigkeiten

Obwohl es sich um ein technisches Problem handelte, das nicht mit der geldpolitischen Ausrichtung zusammenhing, führte die Tatsache, dass die Bank of Japan nicht genügend Nachfrage für ihre immer noch überwiegend auf den kurzen Laufzeitenbereich beschränkten Marktgeschäfte generieren konnte, anfänglich zu Marktspekulationen über einen möglichen Wendepunkt ihrer Geldpolitik. Die Terminzinsstrukturkurve wurde steiler und volatiler. Mit

Marktreaktionen unterstreichen Bedeutung der Kommunikationsstrategie der Zentralbank ...





Blick auf diese Marktreaktionen bekräftigte die Bank of Japan ihre Einschätzung, dass das Problem der Unterbietungen rein technischer Natur sei und keine geldpolitische Neuausrichtung signalisiere. Vielmehr bestätigte sie, dass sie ihre Nullzinspolitik beibehalten werde. Dies zeigte, dass der erklärte Wille zur Nullzinspolitik und nicht die Aufstellung von Zielvorgaben für die täglich fälligen Einlagen als solche entscheidend war für einen geldpolitischen Transmissionsprozess, der auf ein niedriges Marktzinsniveau abzielte. Auf jeden Fall wird die Kommunikationsstrategie der Bank of Japan eine wichtige Rolle bei der Gestaltung des geldpolitischen Umfelds spielen, wenn die Bank ihren unkonventionellen Kurs schließlich verlässt.

... und potenzielle Vorteile eines expliziten Inflationsziels

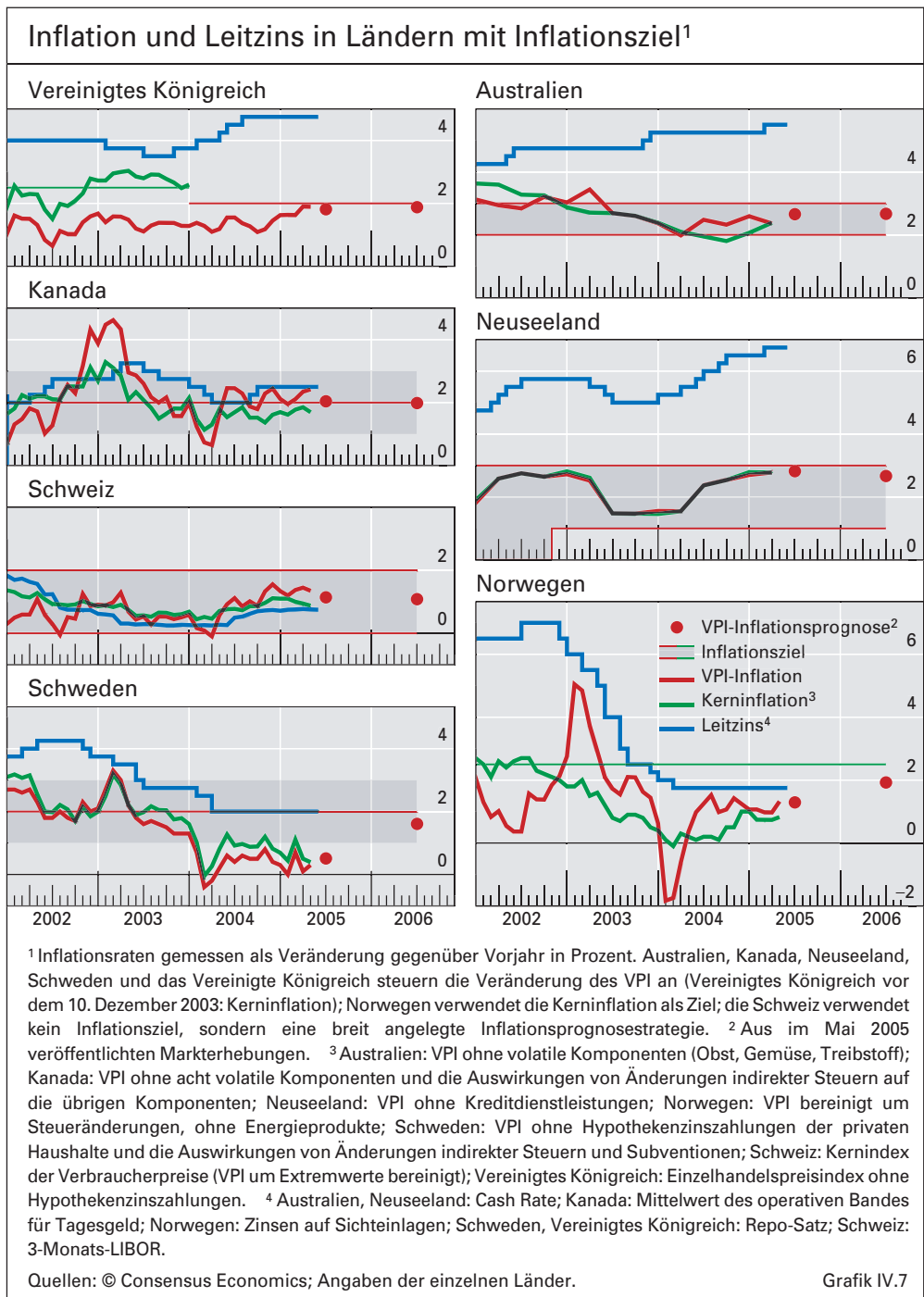
Im laufenden Jahr wurde u.a. diskutiert, ob die Zentralbank ein explizites Inflationsziel formulieren und bekannt geben sollte, das dazu beitragen könnte, die Inflationserwartungen in Richtung einer niedrigen und stabilen Teuerung zu verschieben. Diese Frage war zwar bereits häufig aufgeworfen worden, schien aber im Berichtszeitraum auf vermehrtes Interesse zu stoßen, weil ein Inflationsszenario wahrscheinlicher wurde und die Verpflichtung auf ein solches Ziel an Glaubwürdigkeit gewann. Anderen Ländern ist es nicht zuletzt dank eines expliziten Inflationsziels gelungen, die Inflationserwartungen nach unten zu lenken und auf einem niedrigen Niveau zu halten. Der Bank of Japan würde sich allerdings eine etwas anders geartete Aufgabe stellen. Sie müsste in einer expandierenden Wirtschaft nach einem Jahrzehnt der Deflation und unterdurchschnittlichen Wirtschaftsleistung für niedrige Inflationserwartungen sorgen und diese auch nachhaltig sichern. Wichtiger wäre vielleicht, dass sich bei einem expliziten Inflationsziel die Wahrscheinlichkeit verringern würde, dass die Inflationserwartungen aufgrund der beträchtlichen vorhandenen Liquiditätsreserven geradezu in die Höhe schießen, sobald das Wirtschafts- und Finanzsystem wieder eine solidere Basis aufweist. Ein übermäßiger Anstieg der Inflationserwartungen könnte zu einer Verteuerung der Kreditaufnahme führen und verbleibende Schwachstellen in der Wirtschaft verschärfen, darunter nicht zuletzt die Probleme im Zusammenhang mit angeschlagenen, noch immer ums Überleben kämpfenden Unternehmen.

#### *Länder mit Inflationsziel*

In Ländern mit Inflationsziel vielfach geldpolitische Straffung

Die Zentralbanken vieler Länder mit explizitem numerischem Inflationsziel hoben ihre Leitzinsen im Berichtszeitraum leicht an. Insgesamt trug die robustere Weltwirtschaft zu einer Belebung der inländischen Wirtschaft bei. Außerdem schürte der damit zusammenhängende Anstieg der Rohstoff- und insbesondere der Ölpreise unmittelbar Bedenken wegen eines möglichen Inflationsdrucks. Einige Zentralbanken äußerten die Ansicht, dass höhere Zinsen auch hilfreich sein könnten, um einem weiteren Schuldenaufbau und einem Preisanstieg von Vermögenswerten entgegenzuwirken, die unter Umständen die potenziellen Kosten einer späteren Anpassung erhöhen könnten.

Die Reserve Bank of Australia und die Reserve Bank of New Zealand setzten mit den Zinserhöhungen im letzten Jahr ihre vorangegangenen Straffungen fort (Grafik IV.7). Die Bank of Canada und die Schweizerische Nationalbank hoben ihre Zinsen erstmals wieder an, nachdem die betreffenden Länder zyklische Tiefs in ihrer Zinspolitik erreicht hatten. In der Schweiz waren



die Zinsen zuvor fast auf null zurückgegangen. Im Gegensatz dazu hielten die Zentralbanken Schwedens und Norwegens ihre Sätze unverändert auf dem Niveau, auf dem sie bereits zum Zeitpunkt ihrer jeweiligen Tiefstände Anfang 2004 gelegen hatten. Die Bank of England beließ ihren Leitzinssatz trotz einer zunächst ausgesprochen niedrigen Inflation auf dem Niveau von August 2004.

Die Leitzinsen in Australien, Neuseeland und dem Vereinigten Königreich befinden sich nun nahe den Niveaus, die mit einem auf lange Sicht nicht inflationären nachhaltigen Wachstum im Einklang gesehen werden. Die Reserve Bank of Australia hatte Bedenken geäußert, dass die Kapazitätsauslastung nach 13 Jahren des Wirtschaftswachstums nun allmählich an ihre Grenzen stoße und sich ein Inflationsdruck aufbaue. Ohne eine Leitzinsanpassung

Fast neutraler geldpolitischer Kurs in Australien, Neuseeland und dem Vereinigten Königreich

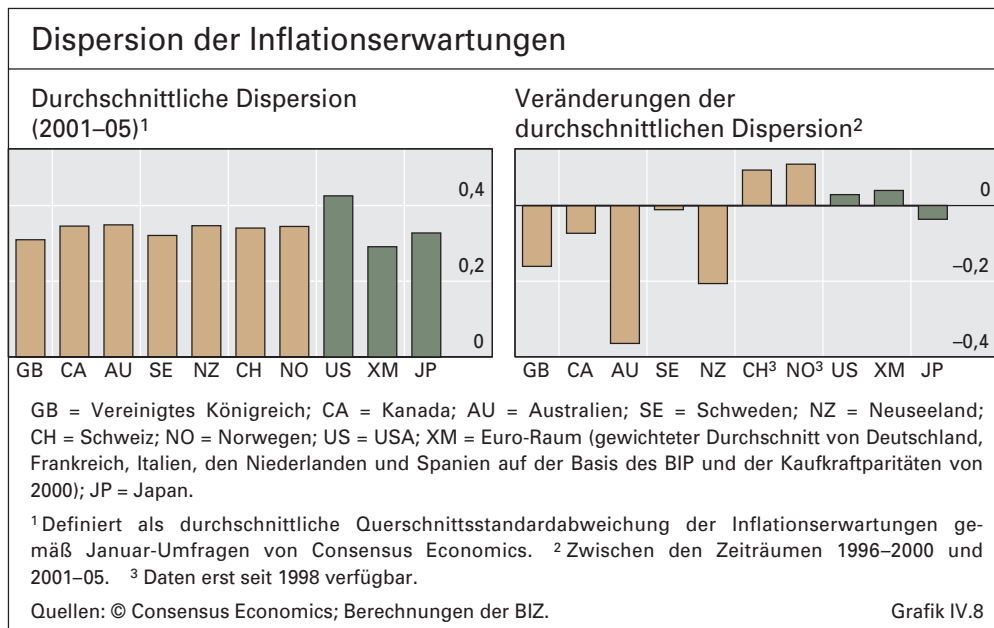
nach oben sei davon auszugehen, dass sich die Inflation der Obergrenze ihrer Zielbandbreite nähern werde. In Neuseeland war das obere Ende des Inflationsbands fast erreicht, und die Wirtschaft wies Anzeichen einer Überhitzung auf; hier war der Leitzins mit 6,75% von allen Industrieländern am höchsten. Die Zentralbank ließ die Möglichkeit weiterer Anhebungen jedoch explizit offen. Die Bank of England erhöhte ihre Leitzinsen in der gesamten ersten Jahreshälfte 2004, bis sie im August bei 4,75% lagen. Zu diesem Zeitpunkt erklärte ihr geldpolitischer Ausschuss (Monetary Policy Committee, MPC), dass er die rasant zunehmende Verschuldung der privaten Haushalte und die hohen Preise für Wohneigentum mit Blick auf die potenziellen Gefahren für die privaten Haushalte sorgfältig beobachte. Die Bank of England betonte sogar, dass die Zinserhöhungen zum Teil durch das Bestreben motiviert waren, solche möglichen Übersteigerungen einzudämmen. Dies galt auch für die Zentralbanken Australiens und Neuseelands.

Andere Zentralbanken mit deutlich akkommodierendem Kurs

Der geldpolitische Kurs der Bank of Canada und der Schweizerischen Nationalbank wurde zum Ende des Berichtszeitraums weiterhin als akkommodierend beurteilt. In Kanada wurde die Geldpolitik Mitte 2004 deutlich gestrafft, um das Wirtschaftswachstum zu dämpfen, bevor die Konjunktur überhitzte. Im Spätherbst beschloss die Bank of Canada jedoch, vorerst auf weitere Zinserhöhungen zu verzichten, da die kurzfristigen Inflationsaussichten im Zusammenhang mit den rückläufigen Ölpreisen und der Aufwertung des kanadischen Dollars gegenüber dem US-Dollar etwas gemäßiger waren. Die Schweizerische Nationalbank sah nach der Anhebung ihres Leitzinses vom historischen Tiefstand von 0,25% auf 0,75% zunächst ebenfalls von weiteren Zinsschritten ab, da die unerwartet schwachen Wachstumsperspektiven in Europa den Aufschwung in der Schweiz bremsen. Auch die schwedische und die norwegische Zentralbank hielten ihre jeweiligen Leitzinsen weiter auf sehr niedrigem Niveau. Die nordischen Länder profitierten von einer überraschend günstigen Entwicklung auf der Angebotsseite, die das Wirtschaftswachstum ankurbelte und gleichzeitig den Inflationsdruck sowie die Beschäftigungsquote in Grenzen hielt. In Schweden ergab sich aufgrund der niedrigeren Importpreise und der steigenden Inlandsproduktivität sogar das Risiko eines Preisrückgangs. In Norwegen herrschten trotz der bestehenden Kapazitätsunterauslastung weiterhin gewisse Aufwärtsrisiken für die Inflation, was zum Teil mit den günstigeren Investitionsaussichten im Energiesektor zusammenhing.

Beträchtliches Risiko durch hohe Vermögenspreise und Verschuldung

Für eine Reihe von Zentralbanken blieben Schwachstellen infolge des Zusammenspiels aus hohen Preisen von Vermögenswerten und hohem Verschuldungsgrad im Berichtszeitraum ein bedeutendes Risiko. So kühlten sich die Märkte für Wohneigentum in Australien, Neuseeland und dem Vereinigten Königreich deutlich ab; in dieser Entwicklung kamen teilweise auch die geldpolitischen Straffungen der vergangenen Jahre zum Tragen. Bisher hat sich die Abschwächung des Preisanstiegs beim Wohneigentum eher günstig ausgewirkt. Allerdings ist nicht auszuschließen, dass diese Preise in Zukunft stärker einbrechen. (Auf die Preisentwicklung beim Wohneigentum und ihre Implikationen wird in Kapitel II und VII näher eingegangen.) Für die Sveriges Riksbank stellte sich die Lage anders dar. Obwohl die Prognosen der Teuerungsrate in Schweden für den größten Teil der nächsten zwei Jahre



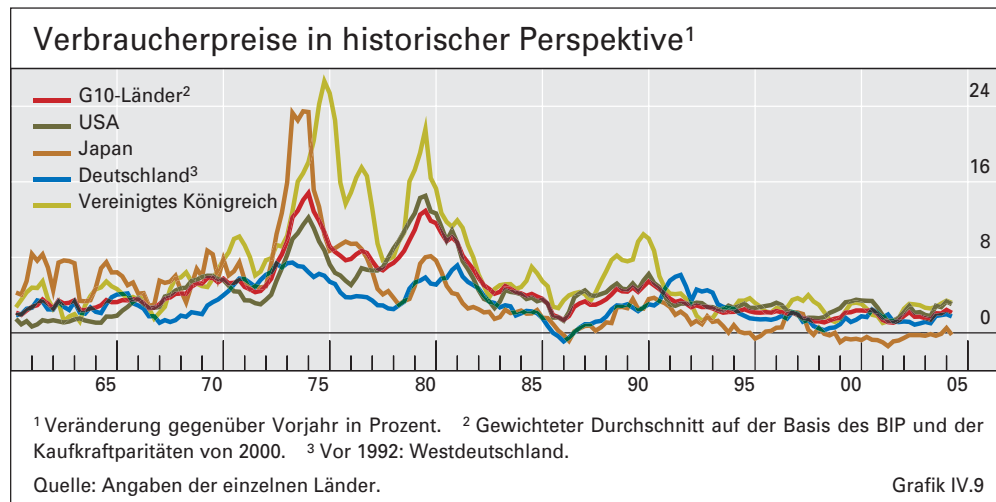
unter dem Inflationsziel lagen, sprachen der rasche Schuldenanstieg bei den privaten Haushalten und der Preisanstieg beim Wohneigentum gegen eine geldpolitische Lockerung. Die schwedische Zentralbank erklärte, dass Zinssenkungen, die in der Folge plötzlich zurückgenommen werden müssten, aufgrund der hohen Verschuldung das Konsumwachstum beeinträchtigen könnten. Sie betonte, dass sich aus ihrer Sicht eine von der Angebotsseite ausgelöste Deflation qualitativ von Deflationen unterscheide, die durch eine Nachfrageschwäche oder einen Preisverfall bei den Vermögenswerten verursacht werden (*73. Jahresbericht*, Kapitel IV).

Ungeachtet der verschiedenen unvorhergesehenen Entwicklungen, denen sich diese Zentralbanken gegenübersehen, war die Inflationssituation der letzten Jahre in den betreffenden Ländern beeindruckend (Grafik IV.8). Die Inflationserwartungen des Privatsektors standen weitgehend mit den Zielen der Zentralbanken im Einklang. Außerdem ist die durchschnittliche Dispersion der Inflationserwartungen in den Ländern mit Inflationsziel niedrig und entspricht nun, trotz der eher negativen Erfolgsbilanz in den vergangenen Jahrzehnten, im Großen und Ganzen jener in den größeren Volkswirtschaften. Dies kann als Beleg für die Transparenz und Glaubwürdigkeit geldpolitischer Systeme mit expliziten Inflationszielvorgaben gewertet werden. Dennoch sind weitere Verbesserungen des Handlungsrahmens für die Inflationssteuerung möglich. So überdenkt derzeit die Bank of Canada ihren Zeithorizont von 18–24 Monaten, innerhalb dessen sie versucht, die Inflation auf ihren Zielwert hinzuführen. Obwohl ein solcher Horizont die Transparenz deutlich erhöht, können gewisse Arten von Wirtschaftsschocks möglicherweise besser mithilfe eines flexibleren und eventuell auch längeren Zeithorizonts angegangen werden.

Inflationsunsicherheit nun ähnlich wie in den G3

## Déjà-vu?

Einige der Entwicklungen, die im Berichtszeitraum herausragen, legen den Vergleich zwischen dem aktuellen geldpolitischen Umfeld und der Situation Ende



Parallelen zwischen heute und vor dreißig Jahren

der 1960er und Anfang der 1970er Jahre nahe. Auf den ersten Blick scheint es u.a. in folgenden Punkten Übereinstimmungen zu geben: Damals wie heute war die Lage geprägt von einer anhaltenden Phase akkommodierender Geldpolitik seitens der G3, Unsicherheit über das Ausmaß der Kapazitätsauslastung der Wirtschaft, Bedenken wegen der außenwirtschaftlichen Position der USA und ihrer Implikationen für die Wechselkursentwicklung, einem kräftigen Anstieg der Öl- und sonstigen Rohstoffpreise und einer nachlassenden Haushaltsdisziplin. Diese Parallelen haben verständlicherweise die Befürchtung geweckt, dass es – wie damals – bald zu einem Inflationsschub kommen und die Geldpolitik wieder zu langsam reagieren könnte.

Hintergrund für diese Befürchtungen sind die damaligen leidvollen Inflationserfahrungen (Grafik IV.9). Die Inflationsspirale setzte Ende der 1960er Jahre ein, gewann Anfang der 1970er Jahre an Schwung und beschleunigte sich mit Eintreten der ersten Ölkrise abrupt. Bezeichnend war, dass die Inflationsraten auch dann noch hoch blieben, als der Ölpreisanstieg nachließ und sich die Konjunktur abschwächte. Angesichts dieser Parallelen bietet es sich an, die damaligen Erfahrungen genauer zu beleuchten und dabei sowohl auf die Ähnlichkeiten als auch auf die Unterschiede einzugehen, um Implikationen für die Geldpolitik im derzeitigen Umfeld herauszuarbeiten.

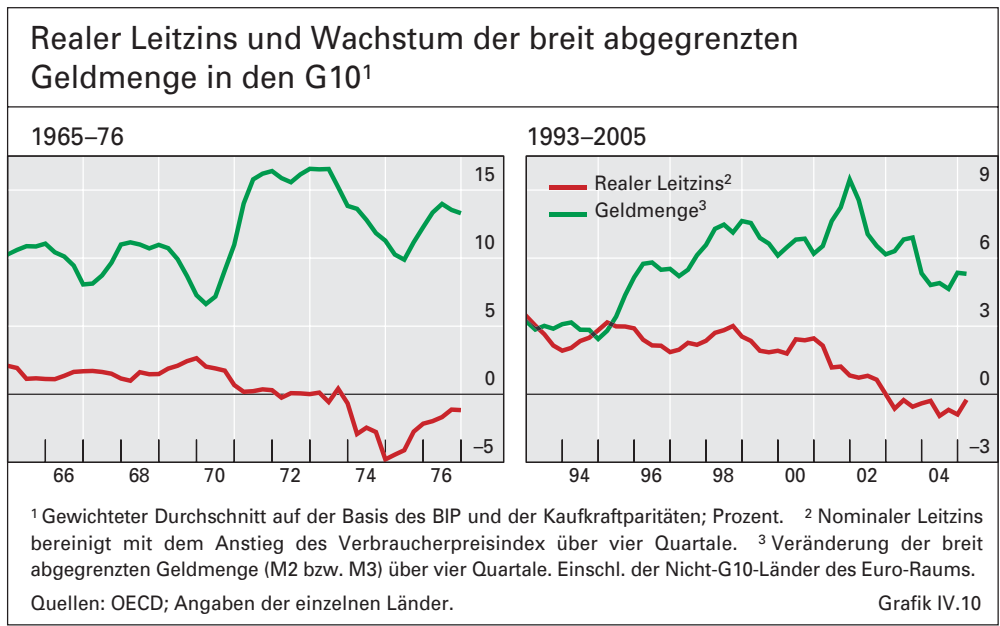
#### *Wiederholt sich die Geschichte?*

Ähnlichkeiten mit den 1960er und 1970er Jahren:

Betrachtet man das geldpolitische Umfeld Ende der 1960er und zu Beginn der 1970er Jahre, dann lassen sich sechs Faktoren ausmachen, die damals zum Entstehen des Inflationsdrucks beitrugen und zu denen die heutige Situation Parallelen aufweist.

– lange Phase akkommodierender Geldpolitik

Erstens waren die realen Leitzinsen niedrig und das Wachstum der Geldmengenaggregate hoch (Grafik IV.10). Diese akkommodierende Ausrichtung der Geldpolitik war nicht auf einige wenige Länder begrenzt, sondern in den großen Industrienationen allgemein anzutreffen. Die tiefen langfristigen Realzinsen waren ebenfalls ein prägender Faktor, zumal die Nominalzinsen relativ niedrig blieben und sich im Allgemeinen nur langsam an die steigende Inflation anpassten. Zunächst gelang es, mithilfe dieser akkommodierenden Geldpolitik der Wirtschaftsschwäche 1970/71 entgegenzuwirken. Dann aber



führte sie dazu, dass die Nachfrage während des Wirtschaftsbooms 1972/73 übermäßig angeregt wurde.

In den vergangenen Jahren ist die Geldpolitik in den G3, wie bereits erwähnt, ebenfalls recht akkommodierend gewesen. Die nominalen und realen Leitzinsen waren niedrig, und die Geldmengen- und Kreditaggregate haben sich rasch ausgeweitet. In der Tat ist es in den letzten 40 Jahren nur zweimal vorgekommen, dass die realen Leitzinsen hartnäckig nahe oder unter null verweilten, und zwar in der derzeitigen Periode und in den 1970er Jahren. In beiden Fällen nahm die weltweite Liquidität deutlich zu. Auch die langfristigen Realzinsen sind recht niedrig geblieben.

Zweitens begünstigten die „Spielregeln“ des internationalen Währungssystems die Transmission der akkommodierenden Geldpolitik der großen Volkswirtschaften, insbesondere der USA, auf die übrige Welt. Anfangs erfolgte die Inflationsübertragung über das feste Wechselkursregime von Bretton Woods. Während die USA im Inland eine expansive Geld- und Fiskalpolitik verfolgten, um die Probleme der heimischen Wirtschaft in den Griff zu bekommen, exportierten sie aufgrund ihrer Wirtschaftsmacht und der Bedeutung des Dollars als internationale Währung ihre Inflation in die übrige Welt. Nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems mussten andere Länder die US-Inflation nicht mehr akzeptieren; sie hatten nunmehr die Möglichkeit, die Aufwertung ihrer eigenen Währung zuzulassen. In der Praxis stellten sie sich jedoch häufig gegen eine Aufwertung, besonders wenn diese mit spekulativen Kapitalzuflüssen zusammenzuhängen schien. Dadurch war die Geldpolitik weltweit expansiver ausgerichtet, als dies sonst der Fall gewesen wäre.

– Wechselkursregime begünstigen Inflation

Das derzeitige internationale Währungsgefüge weist einige Ähnlichkeiten mit den früheren Regimen auf. Es handelt sich weder um ein festes noch um ein vollkommen flexibles Wechselkurssystem, sondern um eine Hybridform. Auch heute ist ein zentrales Merkmal des Systems der in verschiedenen Ländern unterschiedlich stark ausgeprägte Unwille, eine Aufwertung gegen-

über dem Dollar zuzulassen. Ein noch nie da gewesenes Ausmaß an Devisenmarktinterventionen hat eine sehr hohe Akkumulation von US-Dollar-Reserven zur Folge gehabt und in einigen Fällen zu niedrigeren Leitzinsen geführt, als dies sonst der Fall gewesen wäre. Der Widerstand gegen eine Dollarabwertung hat wohl zu einer raschen Ausweitung der weltweiten Liquidität beigetragen. (Nähere Einzelheiten hierzu finden sich im 74. Jahresbericht.)

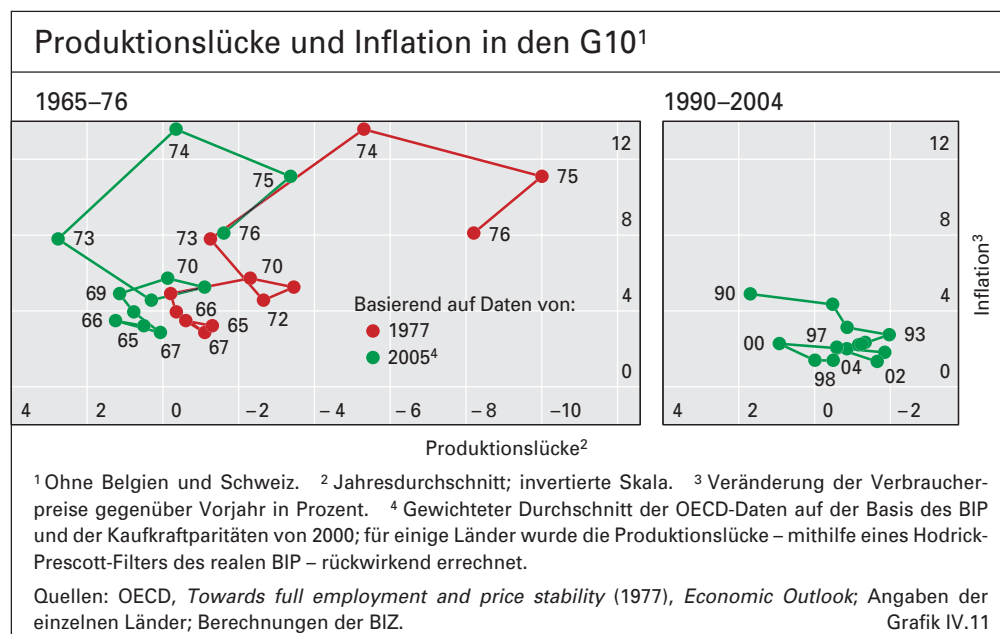
– scheinbar flache kurzfristige Phillips-Kurve

Drittens wiegten sich die Währungsbehörden aufgrund der scheinbaren Abflachung der Phillips-Kurve in den 1960er Jahren in der falschen Sicherheit, dass eine Ankurbelung der Wirtschaft nicht zu einem Inflationsanstieg führen würde (Grafik IV.11). Zur damaligen Zeit hatte die Phillips-Kurve einen wesentlichen Einfluss auf die Auffassung der Geldpolitiker und generell der Ökonomen über die Beziehung zwischen Geldpolitik und Realwirtschaft.

Heute ist der kurzfristige Trade-off zwischen Konjunkturerwicklung und Inflation ebenfalls auffallend flach, sogar etwas flacher und niedriger als in den 1960er Jahren. Grafik IV.11 zeigt, dass sich die wirtschaftliche Entwicklung in jüngerer Zeit anscheinend kaum auf die fest verankerten Inflationserwartungen ausgewirkt hat. Hinzu kommt, dass der Phillips-Kurve seit Kurzem wieder große Aufmerksamkeit geschenkt wird, nachdem sie in den 1980er Jahren in Ungnade gefallen war. Die neokeynesianische Phillips-Kurve bietet einen neuen Ansatz zur Betrachtung des kurzfristigen geldpolitischen Trade-offs zwischen Wirtschaftswachstum und Inflation; langfristig wird jedoch kein solcher Trade-off angenommen.

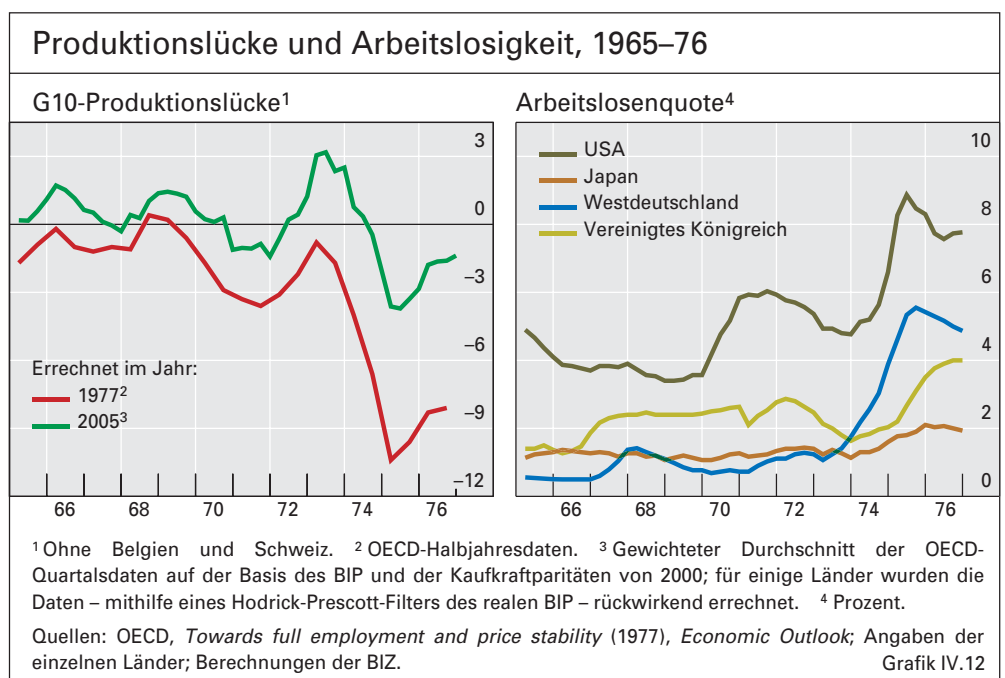
– möglicherweise falsche Signale zur Kapazitätsunterauslastung

Viertens gingen von den konventionellen Messgrößen des Inflationsdrucks Ende der 1960er und Anfang der 1970er Jahre unterschiedliche und teilweise sogar falsche Signale aus. Eine wichtige Fehlerquelle ergab sich daraus, dass zur damaligen Zeit von einer großen negativen Produktionslücke ausgegangen wurde. Hinzu kamen steigende Arbeitslosenzahlen. Der scheinbar fehlende Zusammenhang zwischen der Schätzungen zufolge zunehmenden

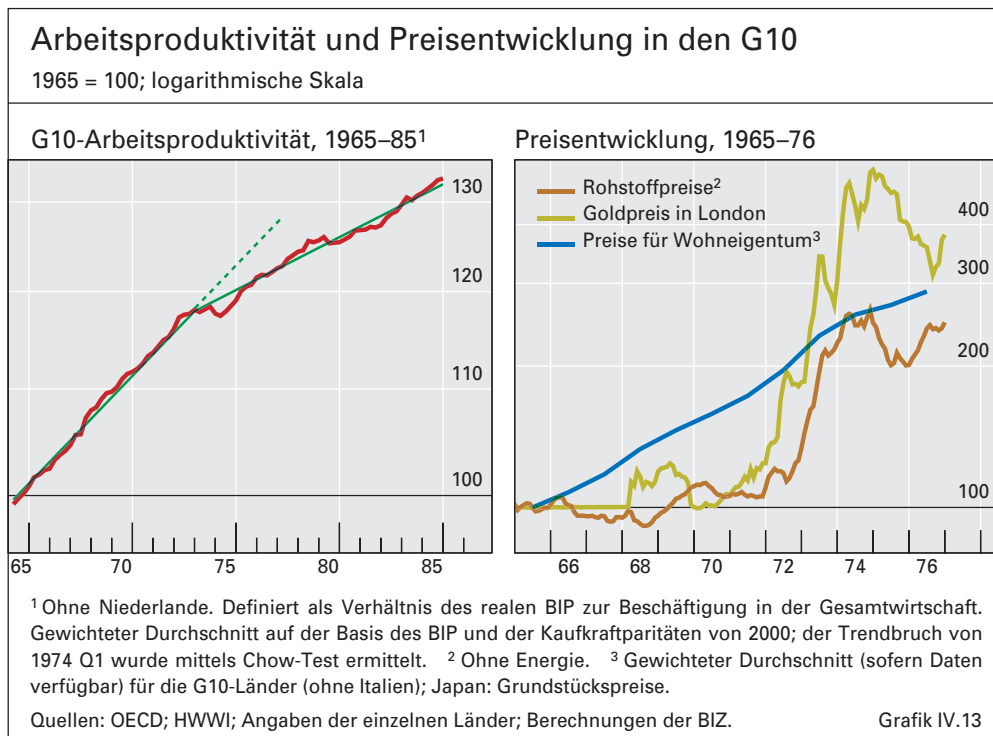


Kapazitätsunterauslastung und der steigenden Inflation führte zu Spekulationen über einen grundlegenden Wandel im Inflationsprozess. Einige Analysten hielten eine Straffung der Geldpolitik unter solchen Umständen nicht für dringlich, da sie davon ausgingen, dass sich die steigende Inflation angesichts der Höhe der Kapazitätsunterauslastung von selbst umkehren würde. Andere wandten sich vom Ansatz der konventionellen Phillips-Kurve ab und hin zu einem Konzept, bei dem der Wirtschaft „Geschwindigkeitsbegrenzungen“ auferlegt sind. Danach wurde der Inflationsanstieg Anfang der 1970er Jahre als Reaktion auf die Veränderung der Kapazitätsauslastung statt auf ihr Niveau gewertet. Erst im Nachhinein wurde deutlich, dass die Situation zumindest teilweise auf eine falsche Einschätzung der Lage zurückzuführen gewesen war (Grafik IV.12): In Wirklichkeit hatte zu dieser Zeit ein Nachfrageüberhang bestanden. Ein grundlegendes Problem lag darin, dass sich das Produktivitätswachstum allmählich verlangsamte und dies zu dem Zeitpunkt nicht erkannt wurde (Grafik IV.13). Außerdem wurde angenommen, dass die höhere Arbeitslosigkeit konjunkturbedingt war, während sie tatsächlich in erster Linie mit demografischen Entwicklungen und der zunehmenden Großzügigkeit der Sozialsysteme zusammenhing. Zugleich waren die erheblichen angebotsseitigen Entwicklungen zu berücksichtigen, vor allem die Ölpreise Mitte der 1970er Jahre, die die Situation noch undurchschaubarer machten.

Auch heute könnte die Unsicherheit in Bezug auf Echtzeitschätzungen der Produktionslücke, die zeitvariable inflationsstabile Arbeitslosenquote (NAIRU) und andere Messgrößen der Kapazitätsunterauslastung so groß sein, dass sich der Inflationsdruck nicht genau beziffern lässt. Das geldpolitische Umfeld wird weiterhin von der Ungewissheit hinsichtlich der nationalen Produktivitäts- und Arbeitsmarkttrends und der Unklarheit über die Implikationen der jüngsten Rohstoffpreisentwicklung für die Angebotsseite eingetrübt. Einige Ökonomen führen den gerade einsetzenden Inflationsanstieg trotz ihrer Einschätzung







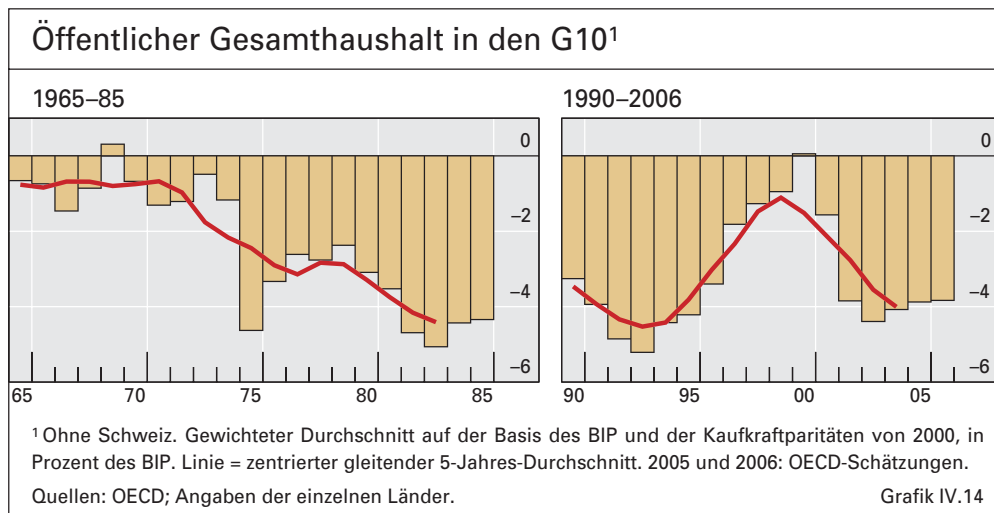
vorhandener globaler Kapazitätsreserven auf die Existenz neuer „Geschwindigkeitsbegrenzungen“ in einigen, insbesondere den rohstoffabhängigen, Sektoren zurück.

– hohe Öl- und andere Rohstoffpreise

Fünftens schnellten die Öl- und sonstigen Rohstoffpreise Anfang der 1970er Jahre auf Werte hoch, die deutlich über ihren historischen Preisbändern lagen. Die realen Ölpreise stiegen ebenfalls auf bisher unerreichte Höchststände an, bevor sie während der zweiten Ölkrise Ende der 1970er Jahre nochmals übertroffen wurden (Kapitel III). Hinzu kommt, dass gleichzeitig auch viele Inflationshedges wie die Rohstoffpreise (ohne Öl) und die Immobilienpreise auf neue Spitzenwerte kletterten (Grafik IV.13). Allerdings traten die Kehrtwenden bei diesen Indikatoren nicht ganz gleichzeitig ein. Natürlich drängt sich angesichts der jüngsten Entwicklung der Öl- und sonstigen Rohstoffpreise ein Vergleich mit dieser früheren Episode auf. Weniger gut scheint der Ende der 1960er und Anfang der 1970er Jahre beobachtete Anstieg der Immobilienpreise im Gedächtnis geblieben zu sein, der eine weitere interessante Parallele zur gegenwärtigen Preisentwicklung beim Wohneigentum bietet (Kapitel II).

– expansive Fiskalpolitik

Sechstens schlug die Fiskalpolitik Anfang der 1970er Jahre einen recht expansiven Kurs ein, und die Haushaltsdefizite weiteten sich deutlich aus (Grafik IV.14). Wie die Geldpolitik wurde auch die Fiskalpolitik in der Regel mit Blick auf die damals vorherrschenden keynesianischen Stabilitätsziele betrachtet: Sie sollte dazu beitragen, den Konjunkturzyklus zu glätten, obwohl fiskalpolitische Maßnahmen Konjunkturschwankungen aufgrund ihrer verzögerten Wirkung manchmal eher verstärken als abschwächen. Mitte der 1970er Jahre taten sich dann gravierende strukturelle Defizite auf, die groß blieben, obwohl Wirtschaftsrezessionen weniger häufig und volatil waren als in der Vergangenheit. Nachdem Ende der 1990er Jahre erhebliche Fortschritte



bei der Haushaltskonsolidierung erzielt werden konnten, zeichnen sich heute wieder größere strukturelle Defizite ab (Kapitel II).

Diese Parallelen sind zwar beachtlich, bedeuten aber nicht automatisch, dass nun unmittelbar eine Wiederkehr des inflationären Umfelds der 1970er Jahre bevorsteht. Zum besseren Verständnis der geldpolitischen Fragestellungen werden nachfolgend die Lehren aus der Vergangenheit näher beleuchtet und einige bedeutende Unterschiede zwischen damals und heute aufgezeigt.

#### *Lehren aus der Vergangenheit*

Die Lehren aus den Erfahrungen Ende der 1960er und zu Beginn der 1970er Jahre sind vielfältig. Tatsächlich kann die damalige Lage, die durch eine der schlechtesten Wirtschaftsleistungen der vergangenen 50 Jahre gekennzeichnet war, nicht auf eine einzelne negative Entwicklung zurückgeführt werden. Ursächlich war vielmehr das Zusammentreffen verschiedener ungünstiger und unvorhergesehener wirtschaftlicher Entwicklungen und wirtschaftspolitischer Fehler in einem ökonomischen und finanziellen Umfeld, dessen Wandel nicht in vollem Ausmaß erkannt wurde. Für die geldpolitische Praxis verdienen drei wichtige Lehren besondere Aufmerksamkeit.

Die erste Lehre betrifft die Bedeutung der Preisstabilität und die Notwendigkeit, den institutionellen Rahmen zu ihrer Erreichung bereitzustellen. Die beträchtlichen Kosten einer hohen Inflation wurden in den 1970er Jahren nur allzu deutlich. Zu nennen sind hier besonders die Zeit und Mühe, die verschwendet wurden, um die Auswirkungen der Inflation auf das nominale Vermögen zu verhindern, sowie die Verzerrungen der Investitionsaktivität infolge der Tatsache, dass die Steuersätze nicht vollkommen indexgebunden waren. Zusätzliche Kosten entstanden dadurch, dass die starke Teuerung mit einer hohen Inflationsvariabilität einherging; so kam es beispielsweise aufgrund der widersprüchlichen Wirtschaftssignale, die von den Veränderungen der relativen Preise ausgingen, zu einer größeren Produktionsvariabilität und hohen Inflationsrisikoprämien bei Finanzaktiva. In den 1970er Jahren wurde außerdem deutlich, dass das Akzeptieren einer hohen Inflation auch auf lange

Wichtige  
geldpolitische  
Lektionen gelernt:

– Bedeutung der  
Preisstabilität

Sicht keine Vorteile bietet. Die damalige Auffassung, dass es einen positiven langfristigen Trade-off zwischen Inflation und Wirtschaftswachstum gebe, war schlichtweg falsch. Wenn überhaupt, kam es aufgrund der schädlichen Auswirkungen der hohen Inflation auf das Wirtschaftswachstum zu einem negativen Trade-off. Angesichts dieser Erfahrungen ist es nicht verwunderlich, dass sich im Laufe der Zeit ein akademischer, politischer und gesellschaftlicher Konsens zur Inflationsbekämpfung herausgebildet hat. Die gelernten Lektionen trugen auch zur Verstärkung des globalen Trends bei, dass den Zentralbanken größere Unabhängigkeit bei der Ausführung ihrer vermehrt auf die Preisstabilität ausgerichteten Mandate zugestanden wird.

– geldpolitischer  
Vorlauf vor der  
Inflationskurve

Die zweite Lehre aus der vergangenen Entwicklung ist, dass schnell und entschieden gegen Inflationsdruck vorgegangen werden muss. Die Geldpolitik der 1970er Jahre war in der Regel akkommodierend ausgerichtet, um die Wirtschaft anzukurbeln, und zwar auch dann noch, als die Inflation bereits stieg. Dies spiegelte zum Teil die Fehleinschätzungen hinsichtlich der Kosten der Inflation sowie des Verlaufs und der Wahrscheinlichkeit von Verschiebungen der Phillips-Kurve wider. Außerdem wurde deutlich, dass die Kosten der Wiederherstellung der Preisstabilität letztlich umso höher ausfallen, je länger die zunehmenden Inflationserwartungen ignoriert werden. Es ist nicht verwunderlich, dass die Geldpolitik in den vergangenen zehn Jahren viel stärker darauf bedacht war, Straffungen vorzunehmen, sobald klare Anzeichen einer Inflation erkennbar wurden. Dies war ein Schlüssel zum Erfolg der Zentralbanken bei der Erlangung und nachhaltigen Gewährleistung von Preisstabilität.

Diese allgemeine Lektion kommt auch in der Erkenntnis zum Ausdruck, dass entschlossen auf die Zweitrundeneffekte von Ölpreiserhöhungen reagiert werden muss. Die unmittelbare Auswirkung eines Ölpreisanstiegs, d.h. der Erstrundeneffekt, ist ein Inflationsanstieg entsprechend der Gewichtung der Energiekomponente im Preisindex. Ein einmaliger Anstieg des Preisniveaus wirkt sich nicht zwangsläufig dauerhaft inflationär aus und würde daher keine deutlichen geldpolitischen Kursänderungen rechtfertigen. Wenn ein Preisanstieg jedoch zu steigenden Inflationserwartungen führt, d.h. ein Zweitrundeneffekt eintritt, kann dies eine Lohn- und Preisspirale auslösen. Die Erfahrungen der 1970er Jahre lehrten die Währungsbehörden, dass sich solche Zweitrundeneffekte durch entschiedene geldpolitische Reaktionen verhindern lassen. In der Tat entwickelte sich die Inflation während der zweiten Ölkrise, als diese Lektion von Zentralbanken wie der Deutschen Bundesbank, der Bank of Japan und der Schweizerischen Nationalbank beherzigt wurde, wesentlich günstiger als im vorangegangenen Fall.

– sorgfältige  
Beurteilung der  
Kapazitätsunter-  
auslastung

Die dritte Lehre, die aus den Erfahrungen der 1970er Jahre gezogen werden kann, ist, dass bei der Beurteilung der Kapazitätsunterauslastung Vorsicht geboten ist. Die Kapazitätsauslastung ist eine theoretische Größe, die sich nur schwer mit Genauigkeit messen lässt, da auch unbeobachtete Variablen wie das Produktionspotenzial oder die NAIRU herangezogen werden müssen. Diese können sich unvorhergesehen ändern, wobei es nicht ausgeschlossen ist, dass ihre Veränderungen lange weitgehend unentdeckt bleiben. An der Verlangsamung der strukturellen Produktivität in den 1970er Jahren, deren Ursachen immer noch nicht völlig geklärt sind, wird deutlich, wie die

Wirtschaftsentwicklung eine Fehleinschätzung der Kapazitätsreserven zur Folge haben kann, die ihrerseits dazu führt, dass ein stärker akkommodierender geldpolitischer Kurs verfolgt wird, als es sonst der Fall gewesen wäre. Dies unterstreicht die Wichtigkeit verlässlicher Echtzeitdaten und einer Gegenprüfung anhand anderer verfügbarer Daten. Vor allem sollte die inhärente Unsicherheit darüber, wie gut die Geldpolitik tatsächlich über das Umfeld informiert ist, bei den geldpolitischen Überlegungen Berücksichtigung finden.

*Jahrzehnte danach: ein anderes Szenario*

Diese Lehren lassen vermuten, dass die Zentralbanken nicht nochmals dieselben Fehler begehen würden und dass sich die Geschichte nicht wiederholt. Dies schließt natürlich nicht die Möglichkeit eines unerwarteten Aufblommens von Inflationsdruck oder sogar Inflation aus. Es legt jedoch nahe, dass solchen Entwicklungen entschlossener entgegengewirkt und die Situation rascher entschärft würde als in der Vergangenheit.

Drei bedeutende Veränderungen des wirtschaftlichen Umfelds:

Die Schlussfolgerung, dass sich die Geschichte nicht wiederholt, wird durch einige recht deutliche Unterschiede zu den Wirtschaftsbedingungen Ende der 1960er und Anfang der 1970er Jahre untermauert. Dies sind insbesondere die Lohnentwicklung, die Auswirkungen der anhaltenden Globalisierung und die geringere Bedeutung des Öls.

Die Lohnentwicklung Ende der 1960er und in den 1970er Jahren war insgesamt stärker mit der Inflation korreliert als heute (Tabelle IV.1), was vor allem mit zwei Faktoren zusammenhing. Erstens zeichnete sich die damalige Lage durch mächtige Gewerkschaften und harte Tarifverhandlungen aus. Die große Unruhe im Arbeitsumfeld, insbesondere in Kontinentaleuropa, zeigte sich auch in Streiks. Aus geldpolitischer Sicht mag ein Rückgang der Streikaktivitäten zum Preis einer etwas höheren Inflation durchaus eine attraktive Option gewesen sein, zumal die Währungsbehörden seinerzeit weniger unabhängig waren als heute. Zweitens waren einkommenspolitische Regelungen damals viel eher die Regel, wodurch es zu einer engeren Verknüpfung der Lohn- und Preisentwicklung kam. Dies spielte insbesondere in den 1970er Jahren eine Rolle, als die Öl- und anderen Rohstoffpreise anstiegen. Bestimmungen über die automatische Lohnanpassung führten zu nominalen Einkommenssteigerungen, die nicht mit dem höheren Transfer der Realeinkommen hin zu den öl- und rohstoffproduzierenden Ländern im Einklang standen. De jure und de facto trug die automatische Lohnanpassung daher

– gemäßigtere Lohnentwicklung

Inflation und Lohnwachstum, damals und heute <sup>1</sup>						
	USA	Japan	Deutschland	Frankreich	Italien	Vereinigtes Königreich
1965–79	0,76	0,95	0,47	0,75	0,54	0,71
1991–2004	0,28	0,53	0,19	0,11	0,18	0,56

<sup>1</sup> Korrelationen der prozentualen Veränderungen von Verbraucherpreisen und Lohnstückkosten gegenüber Vorjahr.  
 Quellen: OECD; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ. Tabelle IV.1

auch erheblich zur Hartnäckigkeit der Inflation bei den Preisen für Güter und Dienstleistungen bei.

Heute sind die Arbeitsmärkte viel stärker wettbewerbs- und markt-orientiert. Die Macht der Gewerkschaften ist zurückgegangen, und Tarifverhandlungen verlaufen deutlich weniger aggressiv. Dies hängt teilweise damit zusammen, dass die Elastizität des Arbeitsangebots durch die Migration direkt und über den stärkeren Wettbewerb im Handel und den leichteren Zugang zu den Märkten indirekt zugenommen hat. Welche Gründe auch für die Beruhigung an den Arbeitsmärkten verantwortlich sein mögen, sie hat dazu geführt, dass sowohl die Korrelation zwischen Lohnentwicklung und Inflation als auch der Anteil der Arbeitseinkünfte am Gesamteinkommen gegenüber den 1970er Jahren zurückgegangen sind. Diese Arbeitsmarktentwicklungen haben geholfen, die Transmission verschiedener Arten von Inflationsschocks zu verringern, was wiederum dazu beigetragen hat, dass die Inflationserwartungen fest verankert geblieben sind (Kapitel II).

– stärkere  
Globalisierung

Ein weiterer Unterschied, der allerdings mit dem ersten zusammenhängt, besteht in Veränderungen der weltweiten Angebotslage, die die Eindämmung des Inflationsdrucks unterstützt haben. Hier kommen mehrere günstigere Entwicklungen zum Tragen. Zum einen haben hohe arbeitseinsparende Produktivitätszuwächse das Wirtschaftswachstum vorangetrieben und dabei den Kostendruck gedämpft, zum anderen spielte insbesondere die Globalisierung eine entscheidende Rolle. Die Penetration der Exportmärkte durch Japan und Korea in den 1960er und 1970er Jahren war zwar beträchtlich, doch die hohen gegenwärtigen Marktanteile Asiens, insbesondere Chinas, tragen in den meisten Industrieländern derzeit noch stärker zur Eindämmung sowohl der Importpreise als auch der Löhne bei (Kapitel II). Auch die voranschreitende Deregulierung hat – insbesondere in den aufstrebenden Volkswirtschaften – über einen stärkeren Preiswettbewerb für mehr disinflationären Druck gesorgt.

– günstigerer  
Zusammenhang  
zwischen Ölpreisen  
und Makroökonomie

Der dritte Unterschied zwischen dem gegenwärtigen geldpolitischen Umfeld und dem der 1970er Jahre betrifft die Makroökonomie des Öls. Es gibt mehrere Gründe für die Annahme, dass sich höhere Ölpreise im heutigen Umfeld weniger gravierend auf die Inflation auswirken (Kapitel II). Insbesondere die wichtigsten Industrieländer haben ihre Ölabhängigkeit (gemessen in Barrel Öl je Dollar des BIP) aufgrund der vermehrten Nutzung energieeffizienterer Technologien und einer nachhaltigen Verschiebung von der verarbeitenden Industrie hin zu Dienstleistungen verringert. Die aktuellen Schätzungen der Inflations- und Produktionselastizität in Bezug auf den Ölpreis sind derzeit niedriger als die entsprechenden Schätzungen für die industrialisierten Volkswirtschaften in den 1970er Jahren.

### *Verlagerung der Risiken?*

Exakte  
Wiederholung der  
Geschichte  
unwahrscheinlich,  
aber erhebliche  
Risiken durch ...

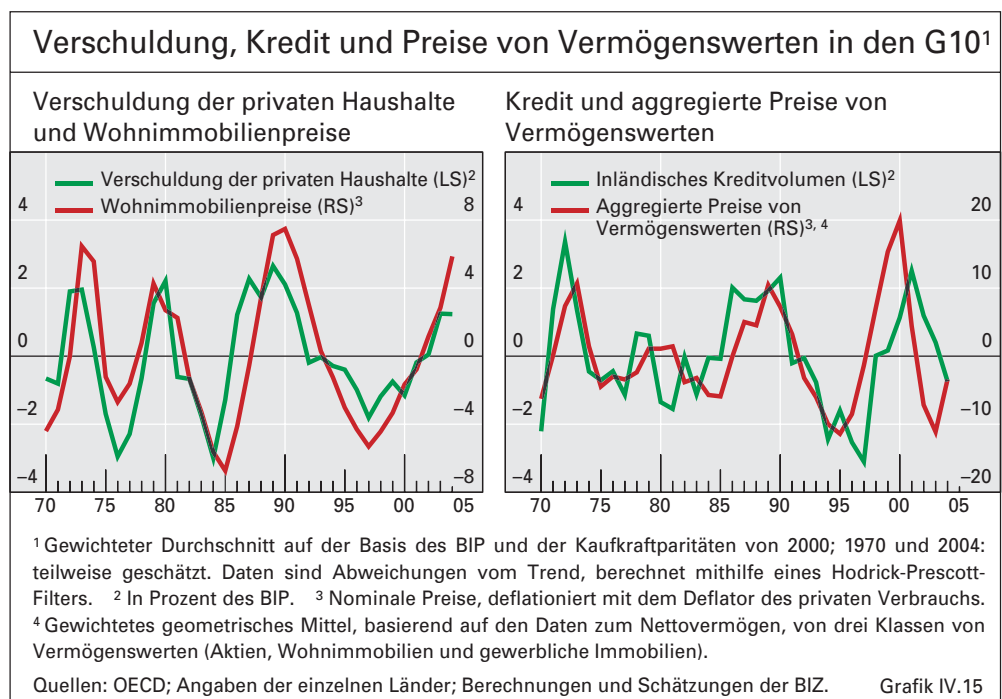
Die Lehren aus der Vergangenheit mögen zwar beruhigend sein, sie schließen aber nicht die Möglichkeit aus, dass andere Fehler begangen werden. Die Hauptrisiken für die Geldpolitik entstehen selten durch die Wiederkehr früherer Umstände, sondern betreffen meist unvorhergesehene Entwicklungen des wirtschaftlichen und des allgemeineren Umfelds. Wie an den Erfahrungen zu

Beginn der 1970er Jahre deutlich wurde, ist es in der Regel das Zusammenspiel von Politik und Umfeld, das zu neuen und unerwarteten Herausforderungen führen kann.

Vor diesem Hintergrund sollten die unvorhergesehenen Entwicklungen, die immer wieder auftreten, als nützliche Erinnerung an unser eingeschränktes Verständnis der Dynamik einer modernen Volkswirtschaft betrachtet werden. Eines von zahlreichen Beispielen für solche Entwicklungen ist, dass die Inflationsprognosen über weite Strecken der Disinflationsphase und in jüngerer Zeit erneut systematisch zu hoch ausfielen. Außerdem scheint die Inflation heute weniger stark auf länderspezifische Indikatoren für übermäßigen Nachfragedruck zu reagieren (Kapitel II). Diese Entwicklung ist das genaue Spiegelbild der systematisch unterzeichneten Inflationsprognosen Ende der 1960er und Anfang der 1970er Jahre. Ein zweites Beispiel für unvorhergesehene Ereignisse ist eine Konstellation von Leit- und Marktzinsen, die deutlich unter den Niveaus zu liegen scheinen, die mit einem langfristigen nicht inflationären Wachstum im Einklang stünden, wobei die tatsächliche Inflation recht gedämpft bleibt. Als drittes Beispiel sind die zahlreichen Höhenflüge und Einbrüche bei den Kredit- und Vermögenspreisen zu nennen, die die Wirtschaft trotz der Erlangung nachhaltiger Preisstabilität schädigten (Grafik IV.15). Damit wurden die Erwartungen zunichte gemacht, dass solche Zyklen zusammen mit der Inflation verschwinden würden.

Es lassen sich durchaus Paradigmen aufstellen, die diese rätselhaften Entwicklungen erklären könnten. So könnte beispielsweise – etwas paradox – argumentiert werden, dass sich die neuen Herausforderungen, denen sich die Zentralbanken heutzutage gegenübersehen, nicht zuletzt aus dem Zusammenspiel dreier eindeutig positiver Entwicklungen ergeben, nämlich der realwirtschaftlichen Globalisierung, der Liberalisierung der Finanzmärkte und der gestiegenen Glaubwürdigkeit der Zentralbanken bei der Inflationsbekämpfung.

... Wandel im Inflationsprozess, sehr niedrige Leitzinsen, steigende Vermögenspreise und Kreditwachstum



Aus dieser Sicht liefert die Globalisierung die zugrundeliegende disinflationäre Strömung, während die Finanzmarktliberalisierung die finanziellen Beschränkungen für sich selbst verstärkende Prozesse bei der Kredit- und Vermögenspreisentwicklung aufweicht und das Vertrauen in die Inflationsbekämpfung der Zentralbanken die Inflationserwartungen verankert, was dazu beitragen kann, die Überwälzung von übermäßigem Nachfragedruck auf die Inflation zu verzögern (Schlussbemerkungen dieses Jahresberichts).

Dennoch ist es nicht leicht, die Konsequenzen jeder größeren strukturellen Veränderung in vollem Umfang zu begreifen, und dies gilt umso mehr für die Wechselwirkungen. Die Wirkungsmechanismen sind eindeutig mit großer Unsicherheit behaftet, und das erschwert natürlich die geldpolitischen Entscheidungen. Strukturelle Veränderungen führen nicht nur zu potenziellen Verschiebungen im Transmissionsmechanismus sowohl exogener Schocks als auch der Geldpolitik, sondern potenziell auch zu Verlagerungen der künftigen Risiken.

Möglicherweise  
neue Herausforderungen für  
Zentralbanken

Einige der praktischen Herausforderungen, die sich den Zentralbanken in letzter Zeit stellen, sind für diese Situation symptomatisch. In einigen Ländern, etwa in Schweden, sinkt die Teuerung deutlich unter das Inflationsziel, während gleichzeitig ein robustes Wirtschaftswachstum verzeichnet wird, was die Frage aufwirft, ob die Zentralbank die Geldpolitik weiter lockern sollte. Dies könnte jedoch die sich vereinzelt andeutenden finanziellen Ungleichgewichte am Markt für Wohneigentum verschärfen und dadurch das Risiko erhöhen, dass es in der Zukunft zu einer unerwünschten Umkehr kommt. Die begrenzte Reagibilität der Inflation auf den einheimischen Nachfragedruck kann die Problematik zusätzlich vergrößern, da sie eine stärkere geldpolitische Lockerung nahe legt, um die Inflation wieder etwas anzuheben. Allgemeiner betrachtet sind auch die relativ hohe Verschuldung der privaten Haushalte und die hohen Preise für Wohneigentum in vielen Ländern ein Grund, weshalb sich eine Abkehr vom gegenwärtigen akkommodierenden Kurs der Geldpolitik nicht so einfach gestalten dürfte. Sie erschweren die Kalibrierung des Tempos und des Zeitpunkts geldpolitischer Straffungen, da sie die Unsicherheit darüber erhöhen, wie sich die Preise von Vermögenswerten und somit das Ausgabeverhalten daraufhin entwickeln würden. In Australien beispielsweise ist ein Leitzinsanstieg um nur 25 Basispunkte mit einer erheblichen Abkühlung des Marktes für Wohneigentum einhergegangen. Noch schwierigere Entscheidungen würden nötig, wenn die Inflation entweder wegen verzögerter Effekte eines Nachfragedrucks oder wegen höherer Energiepreise plötzlich wieder aufflammen würde. Dann ist es nicht unvorstellbar, dass Zinserhöhungen, die grundsätzlich als angemessen erachtet werden, mit der Zeit unversehens eine unerwünschte Disinflation auslösen.

Diese Beispiele verdeutlichen, dass sich die Zentralbanken auch heute ihres begrenzten Wissens bewusst und darauf bedacht sein müssen, dass Konsens nicht mit tatsächlichem Verständnis verwechselt wird. Sie müssen außerdem wachsam bleiben im Hinblick auf die mögliche Entstehung neuer, unerwarteter Risiken. Die sorgfältige Beurteilung der sich entwickelnden Wirtschaftslage und -prozesse ist dabei unerlässlich. Es ist wichtig, aus der Vergangenheit zu lernen. Aber – wie in den Schlussbemerkungen dieses Berichts hervorgehoben – das Lernen hört nie auf.