

## IV. Geldpolitik in den fortgeschrittenen Industrieländern

### Schwerpunkte

Der geldpolitische Kurs der wichtigsten Industrieländer blieb im Berichtszeitraum auch bei anziehender Konjunktur und sich aufhellenden Perspektiven insgesamt akkommodierend. Da sich jedoch höhere Inflationsrisiken abzuzeichnen begannen, unternahmen die Zentralbanken gleichwohl Schritte zur Verringerung der geldpolitischen Impulse. Die Federal Reserve hob ihren Leitzins im Berichtszeitraum in maßvollen Schritten weiter auf ein Niveau an, das als weitgehend vereinbar mit langfristig tragfähigem Wachstum und Preisstabilität gilt. Die EZB begann Ende 2005, ihren Leitzins ausgehend von seinem historischen Tiefstand anzuheben. Dabei stellte sich für diese Zentralbanken die Frage, ob das Tempo der geldpolitischen Straffung angesichts der hohen Energiepreise, der steigenden Kapazitätsauslastung und der boomenden Wohnimmobilienmärkte angemessen war. Die Bank of Japan gab im März 2006 bekannt, dass sie ihre jahrelange Politik der quantitativen Lockerung aufgrund der vermehrten Anzeichen eines Endes der Deflation aufgeben werde und eine Rückkehr zu konventionelleren monetären Instrumenten anvisiere. Die einsetzende wirtschaftliche Erholung wurde jedoch weiter von der Geldpolitik gestützt, da der Leitzins bei null gehalten wurde und der reale Zinssatz in den negativen Bereich fiel.

In den kleineren fortgeschrittenen Industrieländern waren die Herausforderungen für die Geldpolitik aufgrund der komplexeren Konstellation binnenwirtschaftlicher und externer Einflussfaktoren vielfältiger. Die Zentralbanken Kanadas, Norwegens, Schwedens und der Schweiz steuerten einen weniger akkommodierenden geldpolitischen Kurs und hoben ihre Leitzinsen gegenüber den zuvor recht niedrigen Niveaus an. In anderen Ländern, die sich in einer fortgeschritteneren Phase des Konjunkturzyklus befanden, kam es nur zu geringen geldpolitischen Anpassungen. In Australien und Neuseeland wurden die Zinsen leicht angehoben, während die Bank of England ihren Leitzins etwas senkte.

Selbst als die Risiken eines Inflationsanstiegs zunahmen, profitierte die Geldpolitik in vielen Ländern von der anhaltend niedrigen Kerninflation und den fest verankerten Inflationserwartungen. Die Zentralbanken führten diese Entwicklungen u.a. auf den verstärkten globalen Wettbewerb und seinen dämpfenden Einfluss auf Löhne und Preise zurück. Der letzte Abschnitt dieses Kapitels befasst sich mit einigen geldpolitischen Herausforderungen, die sich mit der stärkeren weltweiten Verflechtung der Wirtschaft und der Finanzsysteme („Globalisierung“) stellen.

## Entwicklungen im Einzelnen

### USA

Die Federal Reserve blieb auch im Berichtszeitraum auf ihrem weniger akkommodierenden geldpolitischen Kurs. Der Tagesgeldzielsatz wurde in jeder Sitzung des geldpolitischen Ausschusses um 25 Basispunkte angehoben und lag im Mai 2006 bei 5% (Grafik IV.1). Der jüngste Zinsschritt stellte die sechzehnte Erhöhung in Folge in diesem Straffungszyklus dar, der im Juni 2004 bei einem Leitzins von 1% eingeleitet worden war. Das Besondere an diesem Zyklus war, dass jeder Zinsschritt effektiv im Voraus angekündigt wurde. Ende 2005 deuteten Mitglieder des geldpolitischen Ausschusses jedoch größere Unsicherheit über den geldpolitischen Kurs an.

Ein weiteres Merkmal dieser Straffungsphase war die gemäßigte Kerninflation in den USA. Der Deflator der privaten Konsumausgaben erhöhte sich weiter auf eine Jahresrate von 4%, da die höheren Energie- und Rohstoffpreise nach wie vor auf die Verbraucherpreise durchschlugen. Die Kerninflation blieb jedoch mit rund 2% niedrig und stabil. Gegen Ende des Berichtszeitraums verstärkte der geldpolitische Ausschuss allerdings seine Wachsamkeit in Bezug auf die Inflationsrisiken, da es Anzeichen für einen robusten Wachstumstrend, eine leichte Erhöhung der langfristigen Inflationserwartungen und eine höhere Kapazitätsauslastung insbesondere an den Arbeitsmärkten gab.

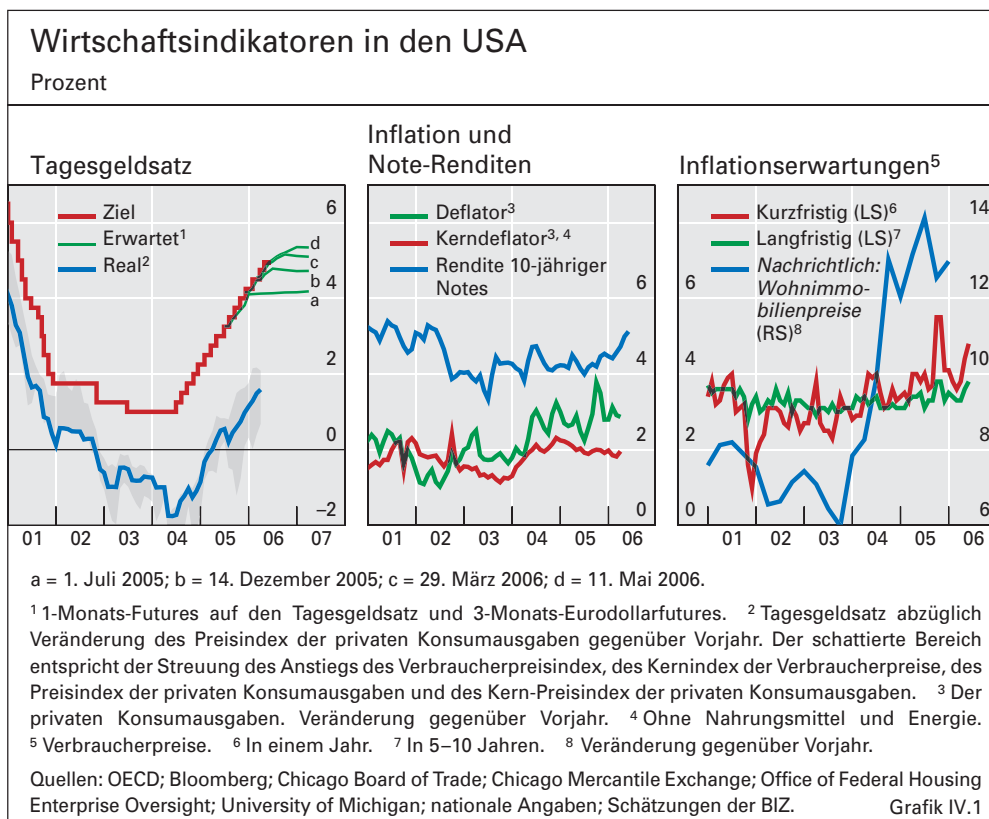
Die Kommunikationsstrategie der Federal Reserve hat erheblich dazu beigetragen, die Märkte durch diese Straffungsphase zu leiten. Als der geldpolitische Ausschuss ein mögliches Ende der Zinsstraffung in Betracht zu ziehen begann, passte er seine vorausschauenden Erklärungen über die wahr-

Federal Reserve erhöht Leitzinsen ...

... bei weiterhin verhaltener Inflationsentwicklung ...

... und robustem Wachstum

Ende des Straffungszyklus in Sicht ...



scheinliche Entwicklung der Leitzinsen und die Möglichkeit einer Zinspause entsprechend an. So wurde ab Dezember 2005 der vielbeachtete Begriff „maßvoll“ nicht mehr verwendet, nachdem er seit Mitte 2004 zur Beschreibung des voraussichtlichen Tempos der bevorstehenden Zinsschritte herangezogen worden war. Der Ausschuss erklärte, dass der künftige geldpolitische Kurs nun, da die geldpolitische Lockerung zu einem erheblichen Teil zurückgenommen worden sei, neue gesamtwirtschaftliche Daten verstärkt berücksichtigen müsse. Außerdem wurde bekannt gegeben, dass die künftigen Zinsschritte insgesamt vermutlich nicht groß ausfallen würden. Die Märkte reagierten nur leicht auf diese sprachliche Anpassung.

... daher Risiken einer übermäßigen geldpolitischen Reaktion abzuwägen ...

Der geldpolitische Ausschuss zeigte sich mit der Durchsetzung des Straffungszyklus zufrieden, befasste sich aber dennoch mit der Möglichkeit, dass die Geldpolitik den Entwicklungen vorausseilt bzw. hinterherhinkt. Als der Ausschuss seinen Kurs Ende 2005 nicht mehr als „akkommodierend“ bezeichnete, waren einige Mitglieder der Auffassung, dass unter Berücksichtigung der üblichen Verzögerungen im geldpolitischen Transmissionsmechanismus die Leitzinsen bereits ein Niveau erreicht haben könnten, das mit einem Produktionswachstum entsprechend dem Potenzial im Einklang stünde. Die nachfolgenden Zinsschritte verdeutlichten jedoch, dass die Mehrheit der Ausschussmitglieder weiterhin Bedenken hinsichtlich der Inflationsrisiken hegte.

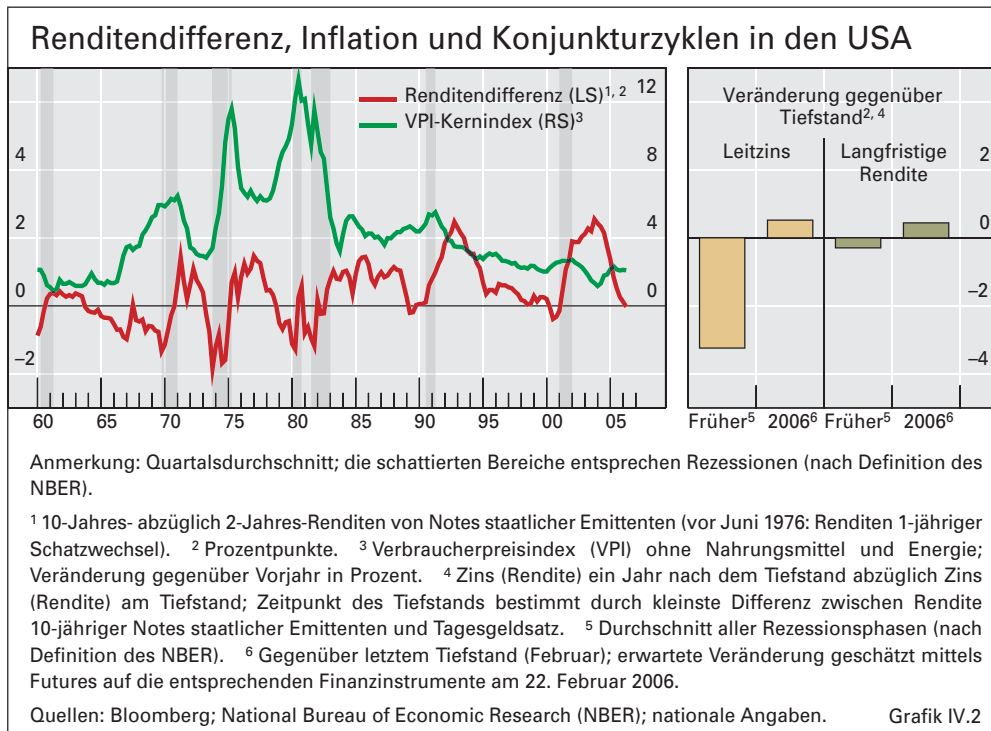
... gegen Risiken für Preisstabilität

Herausforderungen durch Preise für Wohneigentum, Verschuldung ...

Trotz erster Anzeichen einer Abkühlung am Markt für Wohnimmobilien in den USA wurden die hohen Preise für Wohneigentum und die erhebliche Verschuldung der privaten Haushalte als bedeutende Gefahren für die künftigen Wachstumsaussichten ausgemacht. Die Federal Reserve hatte abzuwägen, ob diese Entwicklung eine restriktivere geldpolitische Reaktion als bislang erforderte, da Wohnimmobilien inzwischen möglicherweise erheblich überbewertet waren. Der geldpolitische Ausschuss kam in diesem Zusammenhang überein, dass die Preisentwicklung beim Wohneigentum grundsätzlich zu berücksichtigen sei, wenn sie die Kernziele der Preisstabilität und des nachhaltigen Wirtschaftswachstums bedrohe. Er erklärte jedoch auch, dass eine Reaktion auf mögliche Fehlbewertungen zum gegenwärtigen Zeitpunkt insgesamt wohl nicht zur Erreichung dieser Kernziele beitragen würde. Die Unsicherheit bei der Beurteilung der angemessenen Höhe und der voraussichtlichen Entwicklung dieser Vermögenspreise wurde allgemein als zu groß eingeschätzt, als dass die Federal Reserve sich darauf stützen könne.

... und Abflachung der Zinsstrukturkurve

Auch die Abflachung der Zinsstrukturkurve rückte in den Blickpunkt der Geldpolitik, da die Renditenabstände in den USA auf Niveaus zurückgingen, wie sie zuletzt während der Rezession im Jahr 2001 erreicht worden waren. Bislang war eine solche Zinsstruktur stets ein recht zuverlässiges Indiz für eine bevorstehende Rezession gewesen (Grafik IV.2 links). Diesmal jedoch schien sich die Dynamik, die der Zinsstruktur zugrunde lag, in mindestens zwei wichtigen Punkten vom früheren Muster abzuheben. Erstens hielt die Federal Reserve den Inflationsdruck offenbar im Zaum und dämpfte dadurch die Erwartungen eines übermäßigen Leitzinsanstiegs (Grafik IV.2 rechts). Zweitens blieben die langfristigen Nominalzinsen verglichen mit vergangenen geldpolitischen Straffungsphasen bemerkenswert stabil, auch wenn sie gegen



Ende des Berichtszeitraums merklich anstiegen. Dies deutet darauf hin, dass die monetäre Straffung im Zusammenhang mit der Inversion der Zinsstrukturkurve ungewöhnlich gering ausfiel. Insgesamt stellen diese Entwicklungen die Verlässlichkeit des Indikators für die Zukunft infrage (75. Jahresbericht, Kapitel IV). Die geldpolitischen Implikationen der flacheren Zinsstrukturkurve dürften davon abhängen, auf welche Faktoren die sich verändernde Dynamik zurückgeführt wird. Hier herrscht jedoch nach wie vor Unklarheit (Kapitel VI).

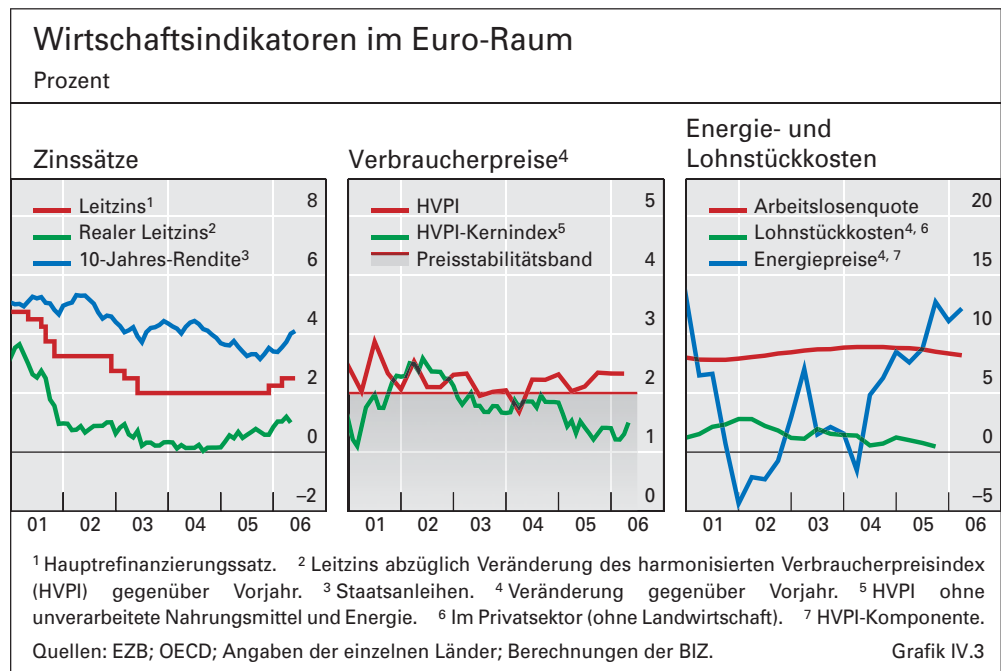
#### Euro-Raum

Im Euro-Raum blieb die Geldpolitik im Berichtszeitraum trotz zweier Zinserhöhungen sehr akkommodierend. Die erste Zinsanhebung um 25 Basispunkte erfolgte im Dezember 2005, nachdem die Leitzinsen zweieinhalb Jahre auf dem historischen Tiefstand von 2% verharrt hatten. Im März 2006 hob die EZB ihren Leitzins – in erster Linie als Reaktion auf Anzeichen zunehmender Risiken für die Preisstabilität – erneut um 25 Basispunkte an. Damit lag er am Ende des Berichtszeitraums bei 2,5% (Grafik IV.3). Die geldpolitischen Beschlüsse der EZB spiegelten ihre Einschätzungen auf der Grundlage des 2-Säulen-Ansatzes wider. Dabei bezieht sich die erste Säule auf die kurzfristige Preisstabilität, die zweite Säule – über die monetäre Analyse – auf längerfristige Preistrends.

Die Einschätzung anhand der ersten Säule ergab, dass sich das Wirtschaftswachstum im Euro-Raum in der Berichtsperiode trotz einer gewissen Volatilität im Quartalsvergleich stetig beschleunigte. Da gleichzeitig die am HVPI gemessene Inflation auf über 2% anstieg und damit die Obergrenze der von der EZB anvisierten Bandbreite überschritt, legte dies nahe, dass das Ausmaß der geldpolitischen Akkommodierung mit der Gewährleistung der Preisstabilität zunehmend unvereinbar geworden war. Außerdem äußerte die

EZB beginnt mit Leitzinserhöhung ...

... aufgrund kurzfristiger Bedenken wegen hoher Inflation ...



EZB Bedenken, dass die hohen und möglicherweise weiter steigenden Ölpreise doch noch auf die Verbraucherpreisentwicklung durchschlagen könnten. Dies wiederum erhöhte die Wahrscheinlichkeit, dass solche Veränderungen der relativen Preise auf die Tarifvereinbarungen durchwirken und somit zu Zweit-rundeneffekten führen. Die Bedenken der EZB spiegelten teilweise ihre Betonung der Rolle der Verbraucherpreis-inflation wider, denn die am bereinigten HVPI gemessene Kerninflation war niedrig und rückläufig, und die Inflationserwartungen waren offenbar fest verankert.

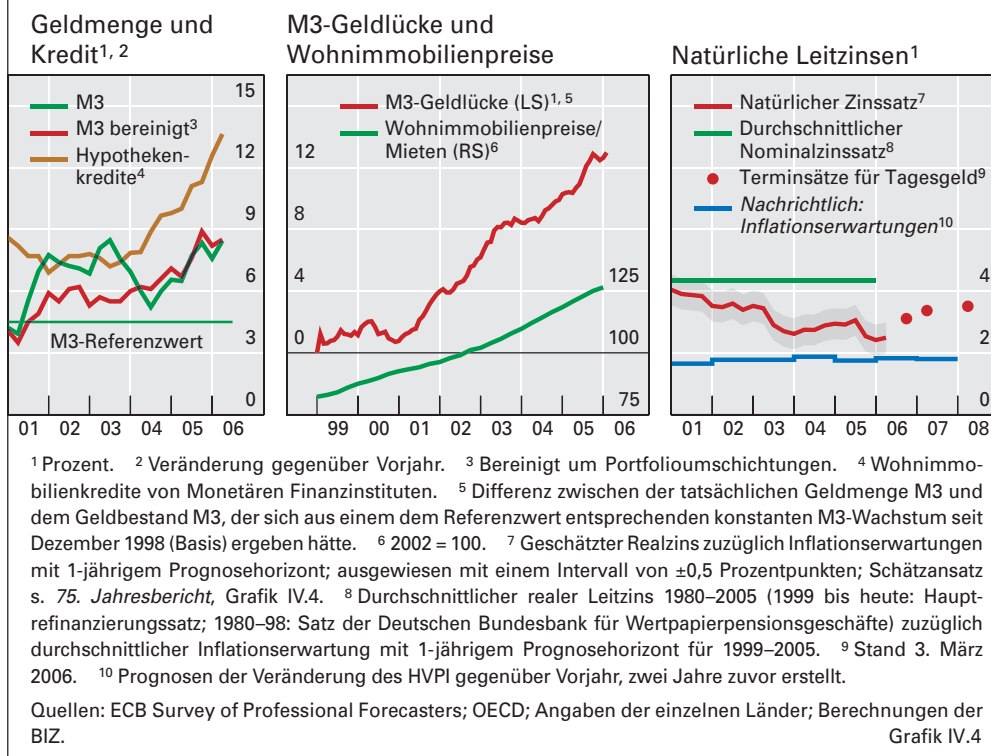
... und länger-  
fristiger Bedenken  
wegen Geldmenge ...

Die Bedenken der EZB wurden durch die monetären Entwicklungen be-stätigt. Das Wachstum der Geldmenge M3 lag weiterhin deutlich über dem Referenzwert, der als mit mittel- und langfristiger Preisstabilität vereinbar gilt (Grafik IV.4). Zu Beginn dieses Jahrzehnts war ebenfalls ein kräftiges M3-Wachstum zu verzeichnen gewesen, das jedoch überwiegend auf technische Faktoren zurückgeführt worden war. Damals war es insbesondere zu Portfolioumschichtungen von Aktien in M3-Komponenten gekommen, die die Präferenz der Anleger im Euro-Raum für sichere und liquidere Vermögens-formen widerspiegelten. Doch selbst als diese technischen Faktoren nach-ließen, blieb das M3-Wachstum ausgesprochen robust. Im vergangenen Jahr stieg die um Portfolioumschichtungen bereinigte Wachstumsrate von M3 auf neue Spitzenwerte, die rund doppelt so hoch waren wie der Referenzwert.

... Kreditwachstum  
und Vermögens-  
preisen ...

Zu der beunruhigenden Entwicklung der Geldmenge M3 kam hinzu, dass auch die Kreditvergabe an den privaten Sektor und insbesondere die Hypo- thekenkredite an private Haushalte immer noch deutlich zunahmen. Das anhaltend niedrige Zinsniveau dürfte die Dynamik am Markt für Wohneigen- tum angekurbelt und damit zu einigen ungewöhnlich starken Preisanstiegen beigesteuert haben (Kapitel VII). In Frankreich, Irland, Italien und Spanien wurden weiterhin zweistellige jährliche Steigerungsraten verzeichnet. Den Berechnungen der EZB zufolge war Wohneigentum im Euro-Raum so stark überbewertet wie seit zwanzig Jahren nicht mehr. Da der geldpolitische

## Monetäre Analyse und Geldpolitik im Euro-Raum



Handlungsrahmen der EZB das Zusammenwirken von Vermögenspreisen, Kreditwachstum und Geldwertstabilität betont, wurden diese Entwicklungen als Anzeichen längerfristiger Risiken für Preisstabilität und Konjunktur-entwicklung gewertet.

Auch die außenwirtschaftliche Entwicklung stellte für die EZB einen potenziellen Anlass zur Sorge dar. Insbesondere der Abbau globaler Ungleichgewichte wurde als wenig wahrscheinliches, aber möglicherweise folgenschweres Abwärtsrisiko für die konjunkturelle Entwicklung im Euro-Raum gewertet. Deshalb mussten zusammen mit den Inflationsrisiken, die sich aus der monetären Analyse ergaben, auch die möglichen Folgewirkungen geringerer globaler Ungleichgewichte für die Preisstabilität berücksichtigt werden.

Die EZB setzte ihre Kommunikationsstrategie regelmäßig ein, um ihre Beschlussfassung zu erläutern, vor allem als sich die Erwartungen eines unmittelbar bevorstehenden Wendepunkts im geldpolitischen Zyklus verstärkten. Allerdings war sie sehr zurückhaltend, was explizite vorwärtsgerichtete Aussagen zur künftigen Zinsentwicklung betraf. Auf mehreren Pressekonferenzen wurde betont, dass der EZB-Rat nicht ex ante über künftige Zinsschritte entscheide und daher nicht in der Lage sei, eine Reihe von Zinsanhebungen im Voraus anzukündigen. Diese Haltung stand in deutlichem Kontrast zu den jüngsten Bemühungen der Federal Reserve und der Bank of Japan, den Märkten – wenn auch nur durch qualitative Hinweise – vermehrt Aufschluss darüber zu geben, in welche Richtung sich die Leitzinsen bei den künftigen Sitzungen ihrer geldpolitischen Ausschüsse voraussichtlich bewegen würden. Die EZB befürchtete, dass entsprechende Aussagen

... sowie globaler Ungleichgewichte

Bedenken wegen Kommunikationsstrategie

möglicherweise als Verpflichtung zu einem bestimmten geldpolitischen Kurs ausgelegt werden könnten. Hinzu kam, dass an den Finanzmärkten im Euro-Raum weniger Übersteigerungen zu erkennen waren als in den USA und Japan und dass solche expliziten Aussagen deshalb wohl auch weniger potenzielle Vorteile geboten hätten. Aufgrund der Ausrichtung der EZB auf die Risiken für die Preisstabilität gingen die Marktteilnehmer für das laufende und das kommende Jahr dennoch von weiteren Zinserhöhungen aus.

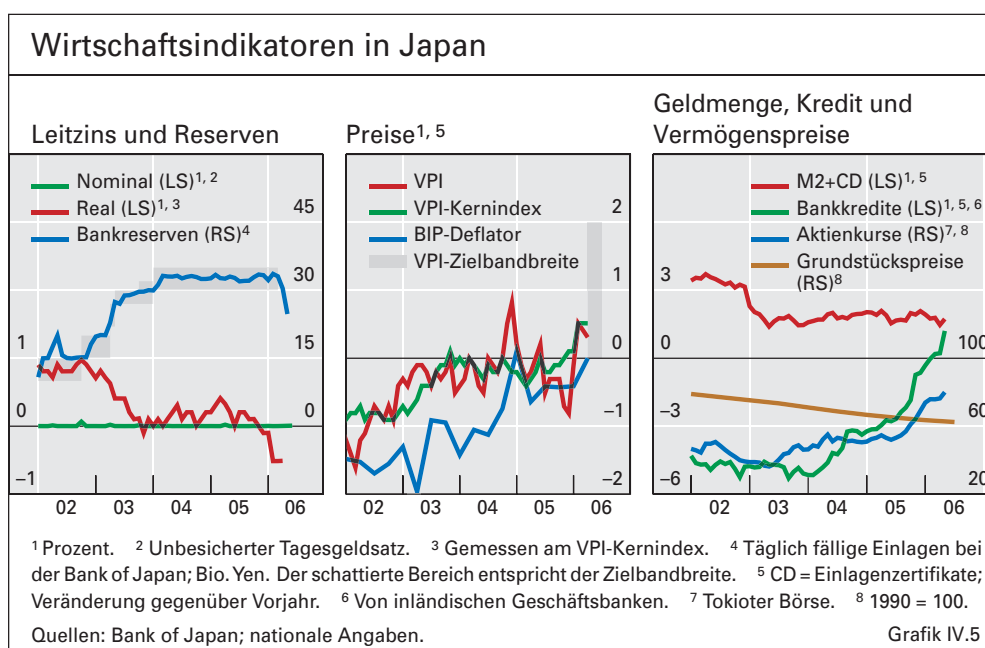
### Japan

Weiterhin lockerer geldpolitischer Kurs bei nachlassendem Deflationsdruck

Die Bank of Japan behielt ihren ausgesprochen lockeren geldpolitischen Kurs bei und wartete zunächst ab, ob der Deflationsdruck tatsächlich nachließ. Über weite Strecken des Berichtszeitraums hielt sie an der Politik der quantitativen Lockerung fest, die sie im Jahr 2001 unter außergewöhnlichen Umständen eingeführt hatte. Diese Politik sieht die Festsetzung eines Ziels für den Umfang der täglich fälligen Einlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank vor. Das Ziel wurde 2005 und Anfang 2006 unverändert bei ¥ 30–35 Bio. belassen und lag deutlich über dem Betrag, der erforderlich gewesen wäre, um einen Tagesgeldsatz von nahe null zu gewährleisten (Grafik IV.5). Die quantitative Lockerung war ursprünglich vor allem eingeführt worden, um eine deflationäre Spirale im Zusammenhang mit der Fragilität des japanischen Finanzsektors zu verhindern. Anfang 2006 erklärte die Bank of Japan, dass ihre Politik diesen Zweck erfüllt hätte.

Ende der quantitativen Lockerung, aber Leitzinsen weiter auf historischem Tiefstand

Im März 2006 gab die Zentralbank ihre Politik der quantitativen Lockerung auf und kehrte zu einem üblicheren Handlungsrahmen zurück, der auf den (unbesicherten) Tagesgeldsatz abstellt. Dabei betonte sie ihre Absicht, den neuen Zielwert einige Zeit bei 0% zu belassen, obgleich auf eine Rückführung der Überschussreserven des Bankensystems hingearbeitet werde. Seitdem ist tatsächlich ein rascher Rückgang dieser Überschussreserven zu verzeichnen. Dennoch war der resultierende reale Leitzins aufgrund der nachlassenden



Deflation und eines allmählichen Inflationsanstiegs im Berichtszeitraum so niedrig wie seit vielen Jahren nicht mehr. Die Zentralbank wertete dies als zusätzlichen monetären Impuls für den Konjunkturaufschwung.

Die Änderung des geldpolitischen Handlungsrahmens erfolgte vor dem Hintergrund eines verstärkten Optimismus über Verbesserungen des monetären Transmissionskanals. Zwar hatten sich einige Zweifel nicht ausräumen lassen, da das Ziel der Bank of Japan für die täglich fälligen Einlagen nur geringe Verbesserungen beim Wachstum der Geldmenge M2 und bei der Kreditvergabe an den privaten Sektor bewirkte. Die vermehrten Anzeichen einer Normalisierung des wirtschaftlichen und finanziellen Umfelds gaben dann aber den Ausschlag zugunsten der Einführung des konventionelleren geldpolitischen Rahmenwerks.

Die Bank of Japan gab auch zwei andere Schlüsselemente ihres neuen geldpolitischen Handlungsrahmens bekannt. Zunächst erläuterte sie mit Blick auf die Preisstabilität, dass diese qualitativ als Situation umschrieben werde, in der private Haushalte und Unternehmen ohne Sorge über Fluktuationen des allgemeinen Preisniveaus wirtschaftliche Entscheidungen treffen können. Für die Praxis legte der Policy Board diese Vorgabe als Inflationsbandbreite von ungefähr 0–2% aus. Eine erhöhte Transparenz der Inflationsziele sollte dazu beitragen, die Preis- und Lohnfestsetzung stärker mit den geldpolitischen Zielen in Einklang zu bringen. Angesichts der Deflationserfahrungen des Landes kamen natürlich Fragen zur Untergrenze der Inflationsspanne auf. Die Bank of Japan erklärte, sie werde die Bandbreite regelmäßig überprüfen und dabei berücksichtigen, dass in Zukunft möglicherweise eine größere Sicherheitsmarge erforderlich werden könnte, um das Risiko sinkender Preise gering zu halten.

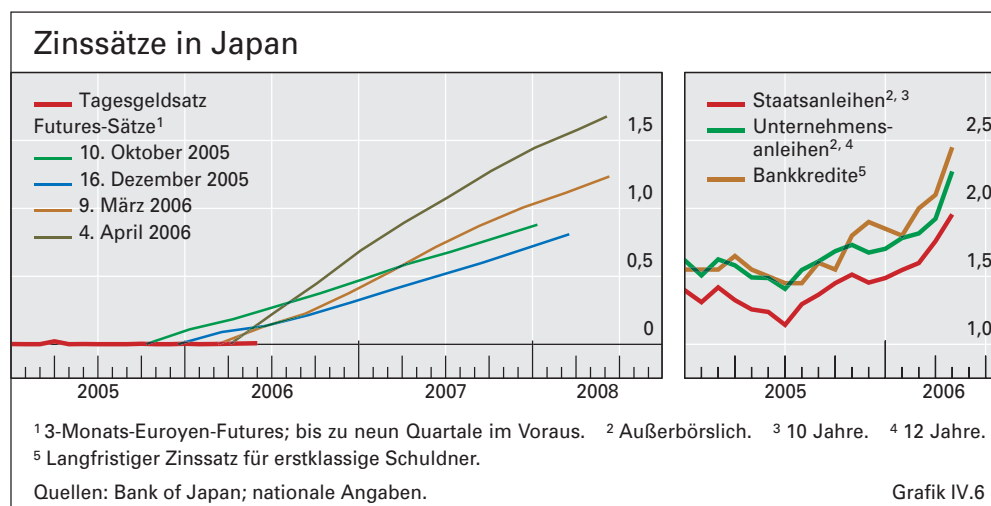
Außerdem erläuterte sie ihren „Ansatz der zwei Perspektiven“ zur Durchführung der Geldpolitik. Die erste Perspektive betone die Beurteilung der geldpolitischen Ausrichtung mit Blick auf die erwartete Konjunktur- und Inflationsentwicklung über einen Zeithorizont von ein bis zwei Jahren. Die zweite Perspektive stelle längerfristige Risiken in den Vordergrund, die größere geldpolitische Flexibilität erfordern könnten. Die Erfahrung habe gezeigt, dass eine kurzfristige Inflationskontrolle allein nicht ausreiche, um starke Vermögens-

Verbesserung des geldpolitischen Transmissionskanals

Konventionellere Geldpolitik mit Schwergewicht auf ...

... anvisiertem Inflationsband ...

... und zwei Perspektiven





preisschwankungen und erhebliche Veränderungen des finanziellen Umfelds zu verhindern, die nachhaltiges Wachstum und Preisstabilität auf längere Sicht gefährden könnten.

Märkte erwarten  
künftigen Leitzins-  
anstieg

Während die Bank of Japan erklärte, dass der neue Handlungsrahmen wohl nicht zu abrupten Änderungen der kurzfristigen Zinsen führen werde, reagierten die Märkte mit steigenden langfristigen Zinssätzen sowohl für Staats- als auch für Unternehmensanleihen (Grafik IV.6). Diese Entwicklung hing teilweise mit Äußerungen vonseiten der Zentralbank zusammen, dass die Leitzinsen vorerst effektiv bei null bleiben und dann allmählich angepasst würden, spiegelte aber auch eine Neueinschätzung der sich aufhellenden Konjunkturaussichten durch die Marktteilnehmer wider.

#### *Länder mit Inflationsziel*

Viele Zentralbanken  
erhöhen Zinsen

In vielen fortgeschrittenen Industrieländern mit explizitem numerischem Inflationsziel hoben die Zentralbanken die Leitzinsen im Berichtszeitraum an. In einigen Fällen hingen die Zinserhöhungen offenbar mit dem Inflationsanstieg zusammen, der überwiegend auf die Energiepreise zurückzuführen war. Die Kerninflation hingegen blieb allgemein niedrig (Grafik IV.7) und lag in manchen Ländern sogar deutlich unter dem Inflationsziel.

Bedeutende Risiken  
u.a. durch hohe  
Energiepreise ...

... globale  
Ungleichgewichte ...

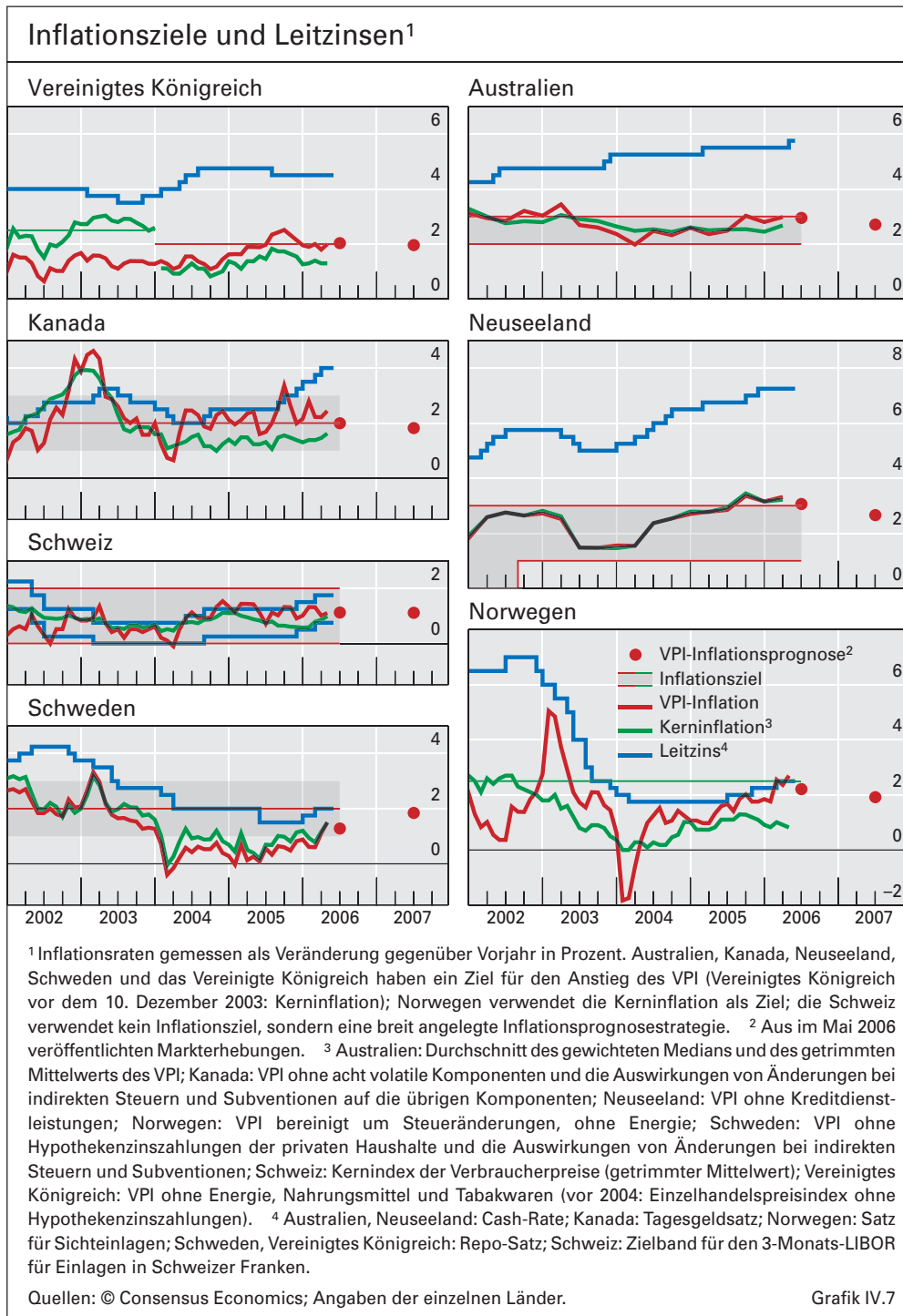
Diese Zentralbanken mussten sich mit einer Reihe gemeinsamer Risiken für die Geldpolitik auseinandersetzen. Erstens erhöhte die Unsicherheit über Entwicklung und Auswirkungen der Energiepreise die Risiken für die Preisstabilität, insbesondere im Falle einsetzender Zweitrundeneffekte. Zweitens stieg die Besorgnis der Zentralbanken über die Abwärtsrisiken aufgrund der möglichen Folgen einer unerwarteten Konjunkturflaute in China und den USA, den beiden wichtigsten Antriebskräften der Weltwirtschaft. Diese Risiken wogen umso schwerer angesichts der potenziellen negativen Implikationen der großen und weiter zunehmenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte (Kapitel V). Drittens stiegen die bereits hohen Bewertungen von Wohneigentum weiter und erreichten zunehmend untragbar erscheinende Niveaus, was die Wahrscheinlichkeit eines Boom-Bust-Szenarios erhöhte. Der gemäßigte Preisanstieg in Australien und im Vereinigten Königreich war sehr willkommen. Besorgnis erregte jedoch nach wie vor die stetig ansteigende Verschuldung der privaten Haushalte im Verhältnis zum Einkommen, zumal in einigen Ländern mit einer weiteren geldpolitischen Straffung zu rechnen war.

... und erhöhte  
Preise für  
Wohneigentum

Natürlich gab es zwischen den einzelnen Ländern auch Unterschiede. Dort, wo die Leitzinsen zu Beginn des Berichtszeitraums nahe bei ihren historischen Tiefständen gelegen hatten, fielen die Zinserhöhungen vergleichsweise umfangreicher aus. Die Bank of Canada hob ihren Tagesgeldsatz am stärksten an, und zwar in sechs aufeinanderfolgenden Zinsschritten von 2,5% im September 2005 auf 4% im April 2006. Aufgrund der fast vollständigen Kapazitätsauslastung und einer Inflationsrate im oberen Bereich der Zielbandbreite hielt die Zentralbank trotz der deutlichen Aufwertung des kanadischen Dollars gegenüber dem US-Dollar und der niedrigen Kerninflation eine Normalisierung der Leitzinsen für erforderlich.

Kanada: mehrere  
Zinsanhebungen

Die Zentralbanken Norwegens und Schwedens hoben ihre Zinsen ebenfalls an, wenngleich in geringerem Umfang. In Norwegen wurde der Zinssatz



für Sichteinlagen dreimal um je 25 Basispunkte angehoben und lag im März 2006 bei 2,5%. Diese Erhöhungen spiegelten den Konjunkturaufschwung in Norwegen wider, der einen etwas weniger expansiven Kurs angemessen erscheinen ließ. Die Kerninflation blieb zwar deutlich unter ihrem Zielwert, doch die Verbraucherpreisinflation zog an. Im November 2005 begann die norwegische Zentralbank zudem, einen offiziellen Pfad für die künftige Leitzinsentwicklung bekannt zu geben. Sie folgte damit dem Beispiel der Reserve Bank of New Zealand, die seit 1998 quantitative vorwärtsgerichtete Informationen zum wahrscheinlichen Kurs der Geldpolitik veröffentlicht. Die norwegische

Norwegen, Schweden, Schweiz: moderate Zinserhöhungen ausgehend von niedrigem Niveau

Zentralbank versprach sich von ihrer neuen Praxis eine bessere Vorhersehbarkeit der Geldpolitik und eine wirksamere Verankerung der Inflationserwartungen, äußerte jedoch gleichzeitig einige Vorbehalte. Insbesondere könnte die Durchführung der Geldpolitik erschwert werden, wenn die Projektionen als implizite Verpflichtungen missverstanden würden. Die schwedische Zentralbank hob ihren Leitzins in zwei Zinsschritten von je 25 Basispunkten auf 2% an, da sich ein robustes Wachstum der privaten Konsumausgaben, der Unternehmensinvestitionen und der Auslandsnachfrage abzeichnete. Gleichzeitig blieb die Kern- wie auch die Verbraucherpreisinflation im Berichtszeitraum meist knapp unter der Untergrenze der Zielbandbreite, und auch der Kostendruck schien nach wie vor gemäßigt.

In der Schweiz war das Ausgangsniveau der Zinsen unter diesen Ländern zunächst am niedrigsten. Dann hob die Schweizerische Nationalbank die Bandbreite für ihren Leitzins um 50 Basispunkte auf 0,75–1,75% an, da sich der wirtschaftliche Aufschwung im Land zu festigen schien, angekurbelt durch eine robuste globale Nachfrage, eine verbesserte Beschäftigungslage, höhere Unternehmensinvestitionen und lebhaftere private Konsumausgaben. Die Inflation hingegen blieb niedrig und stabil.

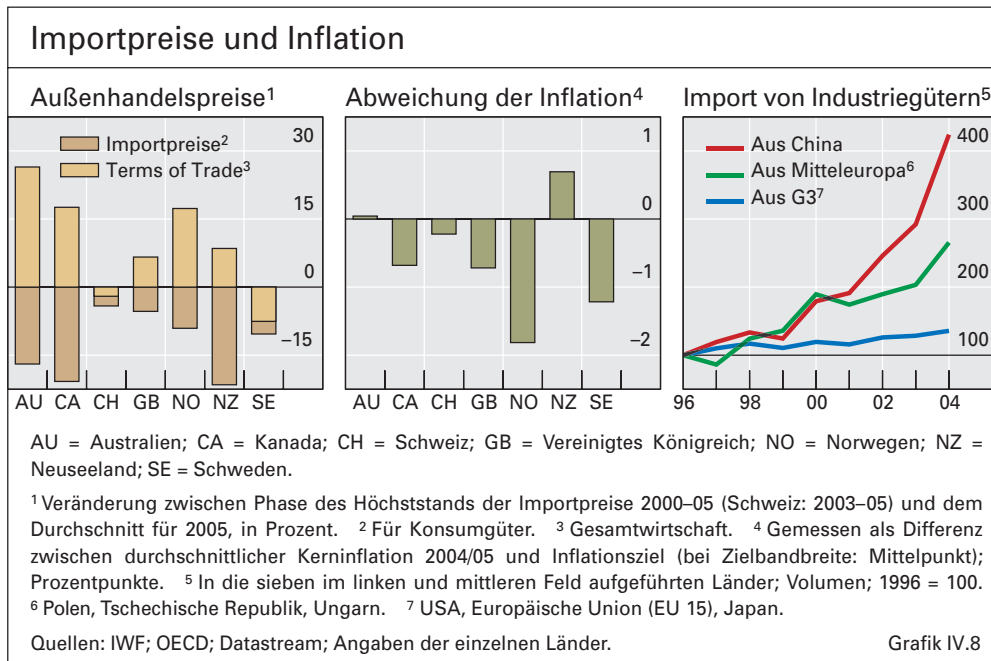
In den Ländern, die sich in einem fortgeschritteneren Stadium des Konjunkturzyklus befanden und bereits eine deutliche geldpolitische Straffung hinter sich hatten, wurden die Leitzinsen nur geringfügig angepasst. Die Bank of England nahm als einzige Zentralbank eine Zinssenkung vor und setzte ihren Leitzins im August 2005 um 25 Basispunkte auf 4,5% herab. Anschließend beließ sie ihn unverändert auf diesem Niveau. Grund für die Verringerung des Leitzinses waren Befürchtungen im Zusammenhang mit dem BIP-Wachstum, das hinter dem Trendwachstum zurückblieb, sowie mit einer Eintrübung der Arbeitsmarktlage, die die Inflation möglicherweise unter die Zielvorgabe hätte drücken können.

Ähnlich wie in einer Reihe anderer Länder mit Inflationsziel hob die Reserve Bank of Australia ihren Leitzins im Mai 2006 um 25 Basispunkte auf 5,75% an. Bei weiterhin hoher Kapazitätsauslastung wurde eine leichte Wachstumsabschwächung erwartet. Die Kerninflation blieb gemäßigt, was überwiegend mit den disinflationären Impulsen stärkerer wirtschaftlicher Verbindungen zu China zusammenhing, während sich der Verbraucherpreisanstieg im Berichtszeitraum meist nahe der Obergrenze der Zielbandbreite bewegte. In Neuseeland schwächte sich das kräftige Wirtschaftswachstum etwas ab, da sich der Unternehmenssektor mäßiger entwickelte und sich auch am Wohnimmobilienmarkt eine Abkühlung abzeichnete. Die Inflation überschritt aufgrund des anhaltenden Preisanstiegs und Kostendrucks dennoch die Zielvorgaben. Die neuseeländische Zentralbank erhöhte den Leitzins im Oktober und Dezember 2005 um jeweils 25 Basispunkte auf 7,25%, den höchsten Stand unter diesen fortgeschrittenen Industrieländern.

Die Erfahrungen Australiens und Neuseelands verdeutlichen einen Zielkonflikt rohstoffreicher Länder, die sich mit einer Kombination aus boomenden Vermögens- und hohen Rohstoffpreisen auseinandersetzen müssen. Einerseits könnten höhere Leitzinsen dazu beitragen, die inländischen Ursachen der Überhitzung zu bekämpfen. Dies würde aber verstärkt ausländisches Kapital

Vereinigtes Königreich, Australien, Neuseeland: Zinsen weiterhin relativ hoch

Geldpolitische Zielkonflikte durch globale Kapitalströme ...



anziehen, nicht zuletzt in Form von Carry-Trades (Kapitel V), eine Währungsaufwertung bewirken und Probleme im Zusammenhang mit der Leistungsbilanz möglicherweise verschärfen. Die Wahrscheinlichkeit, dass Mittelzuflüsse destabilisierend wirken, wäre umso größer. Die jüngste Erfahrung Neuseelands zeigt, welche schwerwiegenden Folgen eine anschließende Umkehr solcher Kapitalströme haben kann. Andererseits könnte eine Beibehaltung niedriger Leitzinsen den Höhenflug der Vermögenspreise verstärken und dadurch die Wahrscheinlichkeit erhöhen, dass es im Inland zu einer Boom-Bust-Entwicklung kommt.

In einigen Ländern beeinflussten noch weitere globale Faktoren die geldpolitischen Beschlüsse. So stand z.B. zu befürchten, dass der unerwartet lang anhaltende Abwärtsdruck, den der globale Wettbewerb im Konsumgüter- und Dienstleistungsbereich trotz der hohen Energie- und Rohstoffpreise auf die Inflation ausübte, zu einem tendenziellen Unterschreiten der Inflationsziele führen könnte (Grafik IV.8). Grund für diese positive angebotsseitige Entwicklung war in erster Linie eine merkbare strukturelle Verschiebung bei den Einfuhren, da die verarbeitende Industrie in China und einigen jüngeren industrialisierten Ländern in Mittel- und Osteuropa ein rapide zunehmendes Volumen an Billigimporten liefert.

Solche globalen Faktoren haben zwar bewirkt, dass die Leitzinsen niedriger blieben, als es sonst zu erwarten gewesen wäre, haben aber wohl gleichzeitig die Befürchtungen im Inland über steigende Vermögenspreise und wachsende Verschuldung geschürt. Dies lässt vermuten, dass die Zentralbanken nicht umhin kommen werden, ihre Zinsen weiter anzuheben. Dadurch stiege jedoch möglicherweise auch die Wahrscheinlichkeit, dass die Inflationsziele unterschritten werden. Tatsächlich sehen sich die Zentralbanken in Norwegen und Schweden, wo sich die Inflation am unteren Ende der Zielbandbreite bewegt, diesem Zielkonflikt bereits seit einiger Zeit gegenüber.

... und externen  
Disinflationsdruck

## Globalisierung und Geldpolitik

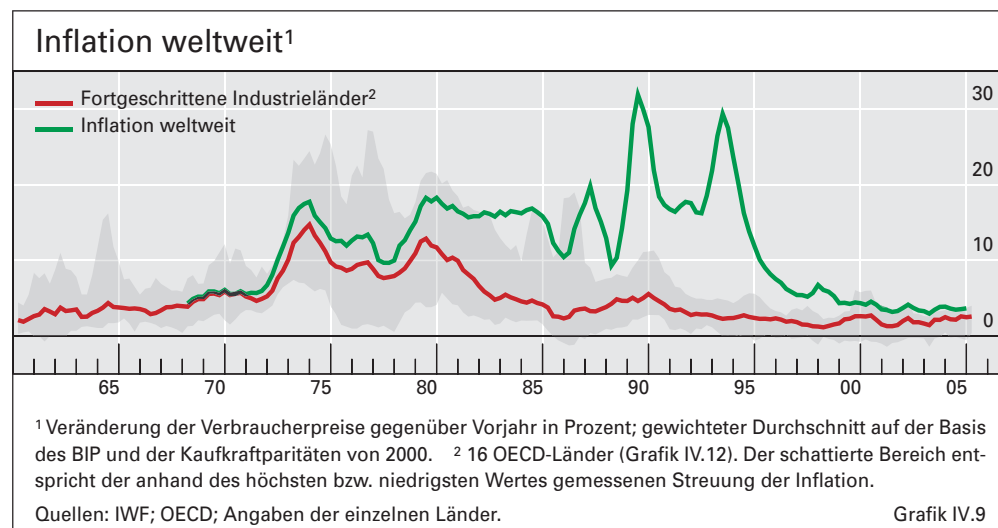
Globalisierung  
erschwert  
Durchführung der  
Geldpolitik

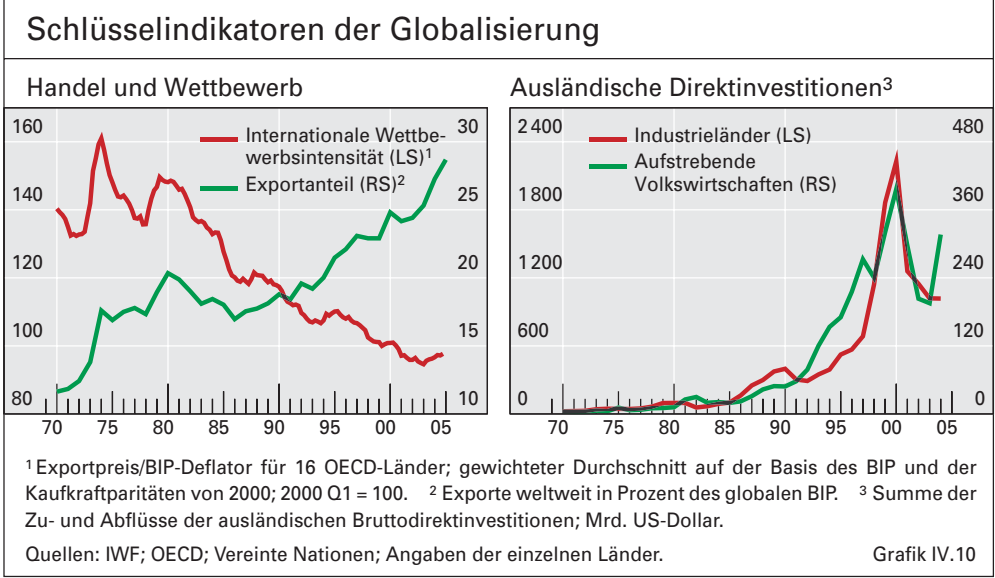
Die Zentralbanken achteten im Berichtszeitraum verstärkt auf im Inland sichtbare Anzeichen von Risiken für die Preisstabilität. Gleichzeitig werteten sie die globale Entwicklung als mögliches Gegengewicht, das dazu beitragen könnte, die Inflation niedrig und stabil zu halten. Spätestens seit der zweiten Hälfte der 1990er Jahre sind sich die Zentralbanken zunehmend der potenziellen Wirkung bewusst, die die stärkere realwirtschaftliche und finanzielle Integration der Weltwirtschaft – die Globalisierung – auf die makroökonomische Entwicklung im Inland und insbesondere auf die Inflation ausübt. Anfang der 1990er Jahre hatte die eigentliche Integration Chinas, Indiens und des ehemaligen Sowjetblocks in die Weltwirtschaft eingesetzt und den latent vorhandenen Globalisierungskräften einen deutlichen Schub gegeben. Trägt dieser Prozess möglicherweise dazu bei, die Inflationsdynamik zu dämpfen und den Preisauftrieb besser im Zaum zu halten? Und welche neuen Herausforderungen könnte er der Geldpolitik dennoch bescheren?

Im Folgenden sollen diese Fragestellungen näher beleuchtet werden. Dabei wird zunächst untersucht, wie die Globalisierung die Motivation und die Fähigkeit der Zentralbanken zur Erreichung des Ziels der Preisstabilität gestärkt haben könnte. Anschließend wird erörtert, wie sie den Informationsgehalt traditioneller Orientierungsgrößen der Geldpolitik verändert und den geldpolitischen Transmissionsmechanismus sowie den Handlungsspielraum der Zentralbanken beeinflusst haben könnte. Abschließend wird auf potenzielle künftige Herausforderungen und Risiken sowie auf mögliche geldpolitische Reaktionen eingegangen.

### *Globalisierung, Motivation der Zentralbanken und Preisstabilität*

Die globale Disinflation der vergangenen Jahrzehnte zeichnet sich nicht zuletzt durch ihre beachtliche Breite aus (Grafik IV.9). Dieser Trend ist zweifelsohne in erster Linie auf die Entschlossenheit der Zentralbanken zur Inflationsbekämpfung nach den Lehren aus der Phase hoher Inflation zurückzuführen (75. Jahresbericht). Die auffallend ähnliche Entwicklung in den einzelnen





Ländern trotz der unterschiedlichen geldpolitischen Handlungsrahmen, Wechselkursregime und sonstigen volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen legt jedoch nahe, dass noch weitere gemeinsame Faktoren eine wichtige Rolle gespielt haben könnten – womit natürlich die Globalisierung im Mittelpunkt steht.

Die Globalisierung könnte es den Zentralbanken über mehrere Wege erleichtert haben, die Inflation zu senken und niedrig zu halten. Bei einigen dieser Kanäle erfolgt die Wirkung ganz direkt. So haben z.B. der verstärkte globale Wettbewerb an den Güter-, Dienstleistungs- und Faktormärkten sowie die zunehmenden grenzüberschreitenden Investitionen (Grafik IV.10) eindeutig den Lohn- und Preisbildungsprozess und damit auch die Inflationsdynamik in den Industrieländern beeinflusst (Kapitel II). Bei anderen Kanälen ist die Wirkung indirekter und subtiler, wohl aber auch dauerhafter. Sie beruht weitgehend darauf, dass sie die Motivation der Zentralbanken zur Erreichung und Wahrung der Preisstabilität erhöht. Es lassen sich mindestens fünf Wirkungskanäle ausmachen.

Erstens dürfte die Globalisierung die Kosten der Disinflation deutlich gesenkt und dadurch den Disinflationsprozess beschleunigt haben. An Billigproduktionsstandorten weltweit hat sie eine Reihe positiver angebotsseitiger Entwicklungen mit sich gebracht, die sowohl einen Rückgang des Preisdrucks als auch eine Ausweitung der Produktion bewirkten. Indem die Zentralbanken diese Effekte nutzten und gleichzeitig ungünstigen Entwicklungen entgegentraten, waren sie in der Lage, die mit der Bekämpfung der Inflation verbundenen Kosten für Produktion und Beschäftigung zu senken.

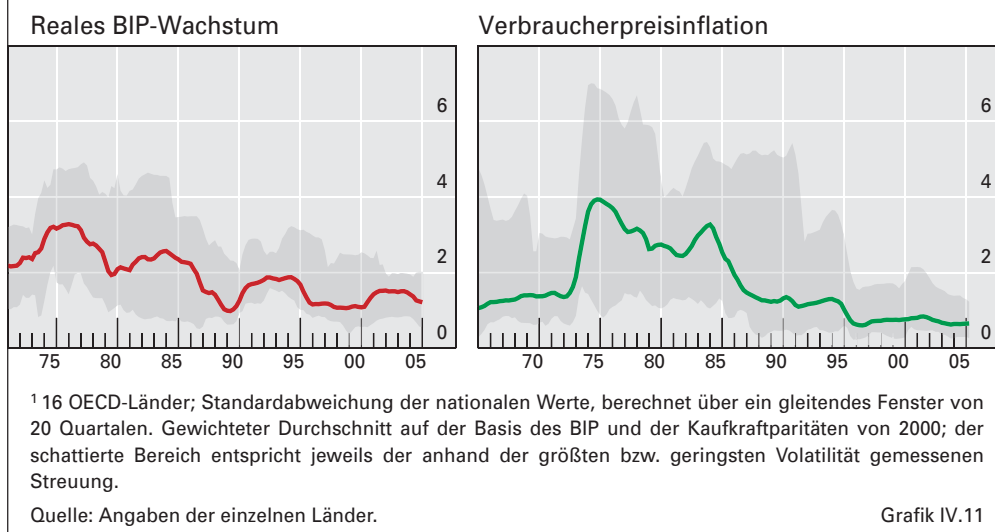
Zweitens wurden die geringeren Schwankungen der Wirtschaftsleistung vieler Länder (Grafik IV.11) zwar sicherlich von einer besseren geldpolitischen Steuerung begünstigt, doch die Globalisierung dürfte auch hier eine Rolle gespielt haben, indem sie Unternehmen und Anlegern neue Möglichkeiten zur Diversifizierung ihrer Länderrisiken bot. Zudem haben globale Lieferketten dazu beigetragen, das Problem länderspezifischer Kapazitätsengpässe zu

Globalisierung beeinflusst Inflationsprozess durch:

– Senkung der Disinflationskosten

– Abschwächung der nationalen Konjunkturzyklen

## Volatilität von Wachstum und Inflation in fortgeschrittenen Industrieländern<sup>1</sup>



mildern. In dem Maße, wie die Globalisierung konjunkturglättend gewirkt hat, hat sie natürlich auch die Fokussierung der Zentralbanken auf die Wahrung der Preisstabilität gefördert.

– Belohnung solider Wirtschaftspolitik

Drittens dürfte die Globalisierung der Geldpolitik eine stärkere Disziplin abfordern. Durch die wirtschaftliche und finanzielle Integration sind automatisch die Kosten eines langsameren Fortschritts bei der Verbesserung der gesamtwirtschaftlichen Leistung im Allgemeinen und bei der Erreichung der Preisstabilität im Besonderen tendenziell gestiegen. Eine hohe gesamtwirtschaftliche Leistung bewirkt, dass mehr globale Ressourcen ins Land fließen und das Wachstum stützen, während eine schwache wirtschaftliche Leistung einen – zuweilen raschen und destabilisierenden – Ressourcenabfluss nach sich ziehen kann. Vergangene Wirtschafts- und Finanzkrisen haben gezeigt, dass die globalen Märkte sehr wohl in der Lage sind, Ländern, deren wirtschaftspolitischer Rahmen als unzureichend beurteilt wird, empfindlich hohe Kosten aufzuerlegen.

– Verringerung der abwärtsgerichteten nominalen Rigiditäten

Viertens hat die Globalisierung möglicherweise die Bereitschaft der Zentralbanken erhöht, sehr niedrige Inflationsraten zu tolerieren, denn sie hat auch die Kosten einer Deflation gesenkt. Der zunehmende internationale Wettbewerb hat zur Effizienzsteigerung an den Faktor- und Fertiggütermärkten beigetragen. Außerdem hat er zusätzliche Anreize für institutionelle Reformen zur Erhöhung der Marktflexibilität geschaffen, insbesondere für Reformen, die die Rigidität der Löhne und Preise nach unten verringern. So ist eine geringfügige Deflation weniger besorgniserregend geworden, vor allem da es unter solchen Umständen möglich ist, weitere Gewinne zu erzielen. Die Bank of Japan hat jüngst betont, dass der Grad der Marktflexibilität ein wichtiges Kriterium für die Bestimmung der Inflationsbandbreiten ist, die mit der Preisstabilität vereinbar sind.

– Stärkung der Glaubwürdigkeit der Zentralbanken

Fünftens dürfte die Globalisierung dazu beigetragen haben, die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken zu erhöhen. Sie hat die Disinflation beschleunigt

und über die obengenannten Mechanismen auch anderen inflationären Kräften entgegengewirkt. Damit dürfte sie das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Fähigkeit der Zentralbanken zur erfolgreichen Inflationsbekämpfung gefestigt haben. Dieses Vertrauen wiederum dürfte die Kontrolle der Zentralbanken über den Inflationsprozess vergrößert haben, indem es dafür gesorgt hat, dass sich die Erwartungen der Verbraucher, Arbeitnehmer und Anleger zunehmend an denen der Zentralbanken ausrichten. Dieser sich selbst verstärkende Prozess dürfte dazu beigetragen haben, die Inflationserwartungen fester zu verankern.

Natürlich könnte dieser Kanal, wie auch die anderen Mechanismen, ebenso in die entgegengesetzte Richtung wirken, wenn der Widerstand gegen die Globalisierung wesentlich zunehmen würde. Eine solche Entwicklung ist zwar nach wie vor denkbar, aber gegenwärtig bleibt der Trend in Richtung einer stärkeren globalen Integration ungebrochen.

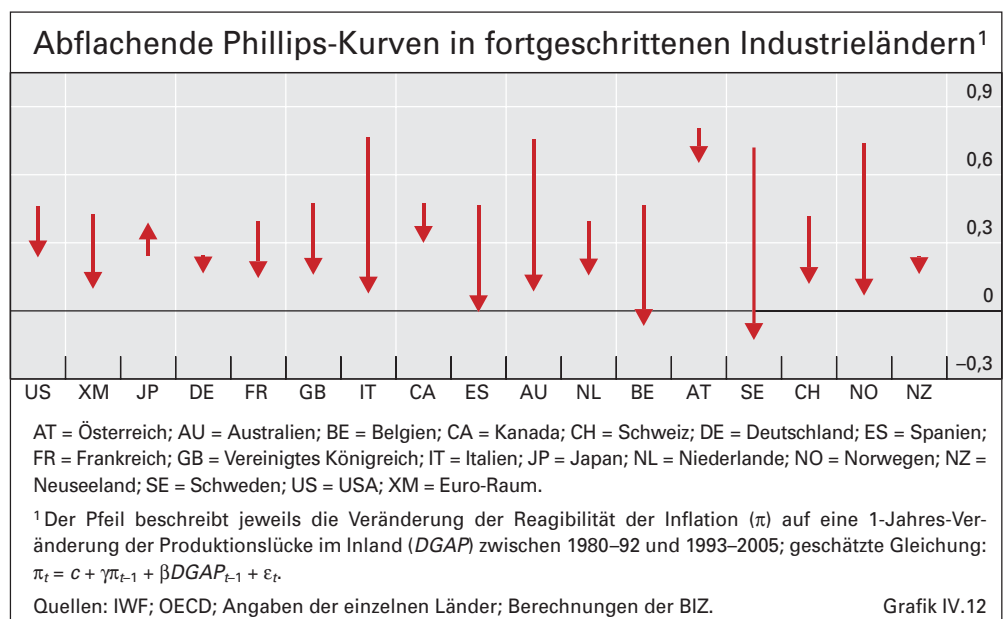
### Globalisierung und traditionelle geldpolitische Orientierungsgrößen

Der nachhaltige und vielfältige Einfluss der Globalisierung auf die nationalen Volkswirtschaften dürfte sich auch auf die traditionellen Orientierungsgrößen der Geldpolitik ausgewirkt haben. Diese Indikatoren werden von den Zentralbanken zur Beurteilung des Inflationsdrucks und zur Festlegung ihres geldpolitischen Kurses herangezogen. Sie umfassen insbesondere Messgrößen der inländischen Kapazitätsreserven, z.B. die Produktions- und die Beschäftigungslücke, sowie den natürlichen Zins.

Globalisierung verändert auch traditionelle Orientierungsgrößen der Geldpolitik

Was die freien Kapazitäten betrifft, so scheint die Inflation mittlerweile weniger stark auf traditionelle Messgrößen der inländischen Kapazitätsauslastung zu reagieren. Anders ausgedrückt scheinen sich die empirischen Phillips-Kurven, die verbreitet als wesentliches Analyseelement der Geldpolitik gelten, in den meisten Volkswirtschaften abgeflacht zu haben (Grafik IV.12). Dies wird häufig auf grundlegende Veränderungen des allgemeinen geldpolitischen Handlungsrahmens zurückgeführt, der nun viel stärker auf die

Inländische Kapazitätsreserven weniger verlässlich



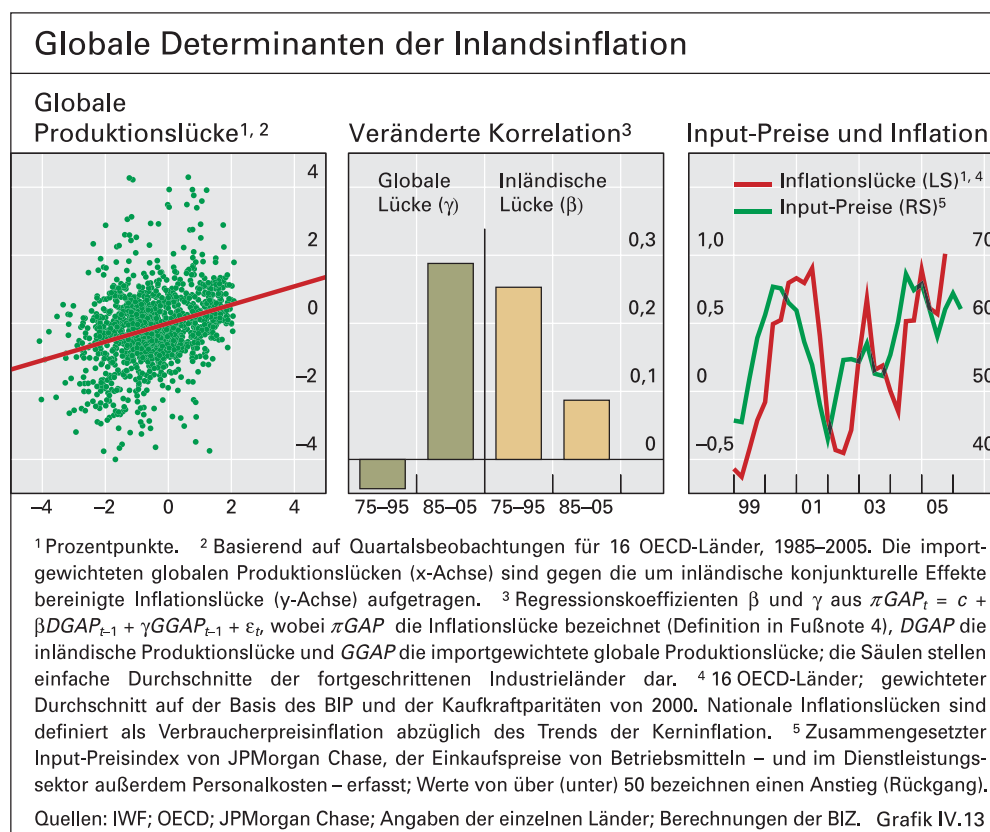


Preisstabilität und eine feste Verankerung der Inflationserwartungen ausgerichtet ist.

Eine komplementäre Sichtweise ist, dass globale Maße der Kapazitätsreserven für die Bestimmung der Inflation in einer globalisierten Welt gegenüber rein inländischen Messgrößen an Bedeutung gewonnen haben könnten. Dies heißt nicht, dass die Auswirkungen der inländischen Kapazitätsauslastung auf die Inflation keine Rolle mehr spielen, sondern vielmehr, dass sie sich nur durch eine globalere Betrachtung richtig beurteilen lassen. Der Wandel der Zusammenhänge ist zwar noch längst nicht abgeschlossen, doch eine globale Perspektive könnte mit Sicherheit erklären helfen, weshalb in einer Reihe von Industrieländern in letzter Zeit nur gemäßigter Lohn- und Preisdruck zu verzeichnen war. Auch die hohen Preise bestimmter Faktorinputs, die in großem Umfang an den internationalen Märkten gehandelt werden, z.B. Öl und andere Rohstoffe, könnten zum Teil auf den Einfluss der Globalisierung zurückzuführen sein (Kapitel III).

Globale Kapazitätsreserven wichtiger

Es gibt statistische Hinweise, dass globale Messgrößen der Kapazitätsauslastung als Bestimmungsgröße der Inlandsinflation mit der Zeit an Bedeutung gewonnen haben. So ist in den fortgeschrittenen Industrieländern eine positive und weiter zunehmende Korrelation zwischen der inländischen Güter- und Dienstleistungsinflation und Messgrößen der globalen Produktionslücken zu verzeichnen, während die Reagibilität der Inlandsinflation auf die jeweiligen inländischen Produktionslücken zurückgegangen ist (Grafik IV.13). Der Einfluss globaler Faktoren zeigt sich auch auf den vorgelagerten Ebenen des Produktionsprozesses, nämlich an der starken bivariaten Korrelation zwischen globalen Input-Preisen und der Inflation (ebenfalls Grafik IV.13). Empirische



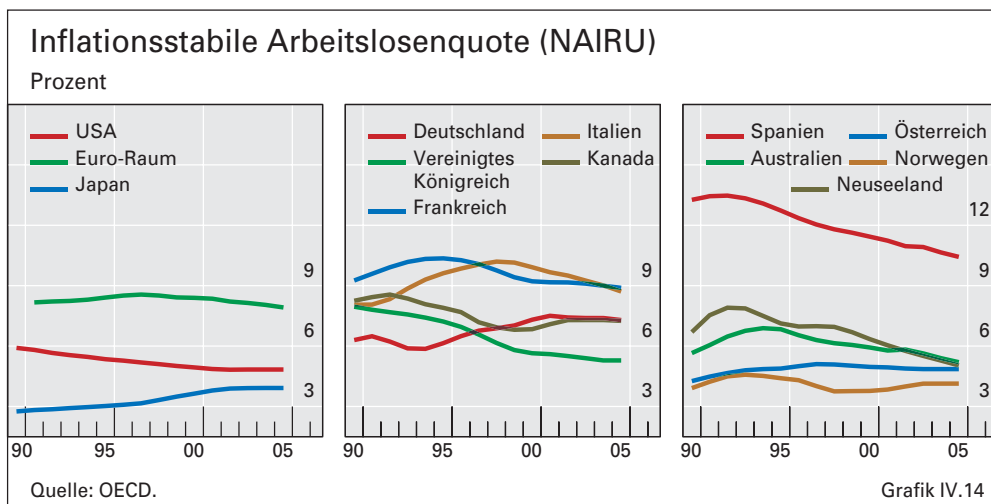
Untersuchungen bestätigen, dass diese beiden Korrelationen in den vergangenen zehn Jahren gleichzeitig mit der Vertiefung der globalen Wirtschaftsintegration sichtbar geworden sind. Wie genau die Globalisierung all diese Zusammenhänge verändert, lässt sich wohl noch nicht mit Sicherheit sagen. Dass sie sich auf die inländische Inflationsdynamik auswirkt, wird aber immer deutlicher. Mit Blick auf die Zukunft wäre durchaus zu vermuten, dass dieser Einfluss weiter zunimmt, solange der Trend in Richtung Globalisierung anhält.

Die Auswirkungen der Globalisierung auf die inflationsstabile Arbeitslosenquote (NAIRU) in den fortgeschrittenen Industrieländern sind weniger eindeutig. Einerseits hat der stärkere Importwettbewerb die Verlagerung von Arbeitskräften in Sektoren begünstigt, die einen komparativen Vorteil bieten. Dieser Reallokationsprozess dürfte die NAIRU tendenziell erhöhen, da die Schaffung und der Abbau von Arbeitsplätzen mehr Bewegung in den Arbeitsmarkt bringen. Andererseits dürften die stärkere Öffnung der Arbeitsmärkte und die Zuwanderung in die entgegengesetzte Richtung gewirkt haben, da die Arbeitskräfte angesichts des verschärften Konkurrenzdrucks ihre Ansprüche zurückgeschraubt haben (Kapitel II). Insgesamt deuten die jüngsten empirischen Daten darauf hin, dass die Öffnung der Arbeitsmärkte und die Zuwanderung in den fortgeschrittenen Industrieländern bislang stärker wiegen und damit zur Senkung der NAIRU beitragen (Grafik IV.14). Gleichwohl dürften in den einzelnen Ländern die Auswirkungen unter dem Strich davon beeinflusst worden sein, inwiefern sich die nationalen Arbeitsmärkte dem Globalisierungsprozess angepasst haben.

Einfluss auf NAIRU-Schätzungen ...

Die Globalisierung könnte auch zu einem Anstieg des langfristigen natürlichen Zinssatzes führen. Dieser kann definiert werden als das Leitzinsniveau, das mit einem nachhaltigen Produktionswachstum entsprechend dem Potenzial und somit auch mit langfristiger Preisstabilität im „steady state“ (d.h. unter Ausklammerung konjunktureller Effekte) im Einklang steht. Im aktuellen geldpolitischen Kontext hat dieses Konzept an Bedeutung gewonnen, da die Zentralbanken allmählich die starken monetären Impulse zurücknehmen, die mit den im historischen Vergleich niedrigen Zinsen einhergegangen waren. Der langfristige natürliche Zinssatz dürfte deshalb ansteigen, weil davon

... und auf natürlichen Zins



Tendenziell  
höherer natürlicher  
Zins aufgrund  
verschiedener  
Faktoren ...

auszugehen ist, dass die stärkere wirtschaftliche und finanzielle Integration einen effizienteren Einsatz von Arbeitskräften und Kapital fördert und auf diese Weise das langfristige Produktivitätswachstum und somit auch das Wachstumspotenzial ankurbelt. Die deutliche Ausweitung der globalen Erwerbsbevölkerung wirkt wohl in dieselbe Richtung, da sie zu einem Anstieg der marginalen Kapitalrendite beitragen dürfte.

... aber sinkende  
Risikoprämien  
führen eher zu  
niedrigeren  
konventionellen  
Schätzungen

Die Verwendung von Schätzungen des langfristigen natürlichen Zinssatzes als Orientierungsgröße für den kurzfristigen geldpolitischen Kurs wird jedoch durch zwei Faktoren erschwert, und zwar einen empirischen und einen konzeptuellen. Erstens ergibt sich aus empirischer Sicht das Problem, dass die Globalisierung der Finanzsysteme Druck auf die Risikoprämien ausüben könnte. Wenn die Globalisierung insgesamt zu einer besseren Risikoallokation geführt hat, dann dürften die Prämien auf Kapitalmarktzinsen insbesondere im längerfristigen Bereich tendenziell fallen. Insofern als die Zentralbanken, wie weithin üblich, die längerfristigen Zinssätze zur Schätzung des natürlichen Zinses heranziehen, würden Veränderungen der Prämien ihrerseits Schlussfolgerungen über den natürlichen Zinssatz erschweren. Die Risikoprämien könnten aber auch durch weitere Faktoren beeinflusst werden, was die Beurteilung noch komplizierter werden ließe. In solchen Fällen würden die Implikationen für den längerfristigen natürlichen Zins davon abhängen, ob die jüngsten Rückgänge als vorübergehend oder als dauerhaft eingestuft werden und ob davon ausgegangen wird, dass sie sich unterschiedlich auf den Leitzins und die längerfristigen Zinssätze auswirken (Kapitel VI).

Spannungen  
zwischen kon-  
junkturbereinigten  
und langfristigen  
natürlichen Zinsen

Zweitens dürfte in qualitativer Betrachtung der langfristige natürliche Zinssatz (die Risikoprämien einmal beiseite gelassen) zwar steigen, die Auswirkungen der Globalisierung auf den konjunkturbereinigten natürlichen Zins sind jedoch weniger klar. Sollte z.B. das Angebotswachstum die Nachfrageentwicklung auf kurze Sicht per saldo übertreffen, wäre ein Rückgang des konjunkturbereinigten natürlichen Zinssatzes zu erwarten. Dies impliziert Spannungen zwischen der unmittelbaren Auswirkung und dem späteren Kurs, auf den der Leitzins mittelfristig einschwenken könnte.

### *Globalisierung, Transmissionsmechanismus und geldpolitischer Handlungsspielraum*

Durch  
Globalisierung der  
Finanzsysteme ...

Für den Transmissionsmechanismus zwischen Leitzinsen und gesamtwirtschaftlicher Nachfrage sowie den Spielraum der Geldpolitik bei der Festsetzung der Leitzinsen spielt die finanzielle Dimension der Globalisierung wohl die entscheidendere Rolle. Die finanzielle Globalisierung macht sich zwar schon länger bemerkbar, doch ihre Auswirkungen waren gerade in den letzten Jahren sehr deutlich zu spüren.

... möglicherweise  
schwächere  
Verbindung  
zwischen Leitzinsen  
und inländischen  
Vermögens-  
preisen ...

Die Globalisierung der Finanzsysteme hat zweifelsohne den Einfluss globaler Faktoren auf die inländischen Vermögenspreise verstärkt und dadurch den Zusammenhang zwischen dem Leitzinsniveau und den Renditen verschiedener Anlagekategorien und damit auch den Ausgaben geschwächt. Zwar könnte sich über die Erwartungen hinsichtlich der künftigen Geldpolitik der Einfluss der Leitzinsen auf die Inflation verstärkt haben, jedenfalls insofern als die Globalisierung die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken erhöht hat. Doch an

integrierten globalen Finanzmärkten spiegeln die Risikoprämien in der Regel eher globale Einflüsse wider, insbesondere bei Vermögenswerten mit längeren Laufzeiten. Im Berichtszeitraum kam es zu erheblichen Veränderungen der Risikobereitschaft der globalen Anleger sowie ihrer Präferenz für bestimmte Anlagekategorien. Diese Veränderungen betrafen Staats- wie auch Unternehmensanleihen und selbst Immobilien (Kapitel VI und VII).

Die Globalisierung der Finanzmärkte könnte auch den Handlungsspielraum der Geldpolitik in den einzelnen Ländern etwas eingeschränkt haben. Bei flexiblen Wechselkursen behalten die Zentralbanken natürlich letztlich die Entscheidungsfreiheit über die Inflationsraten in ihrem Land. Allerdings wird die Kalibrierung der Inlandszinsen durch die größere Reagibilität der Kapitalströme auf vermeintliche Renditedifferenzen erschwert, was zu einer Verschärfung geldpolitischer Zielkonflikte insbesondere zwischen binnenwirtschaftlichem und außenwirtschaftlichem Gleichgewicht führen kann. Dies belegen die jüngsten Erfahrungen von Ländern, in denen das Zinsniveau im internationalen Vergleich relativ hoch war und die aus diesem Grund Ziel von Carry-Trades wurden (Kapitel V). Ceteris paribus steigern Wechselkursüberlegungen die impliziten Kosten der Bemühungen, eine Angleichung der nationalen Zinssätze an die globalen Kapitalmarktsätze zu verhindern. Strategisch betrachtet hat die finanzielle Globalisierung nicht nur die Entwicklung der Kapitalströme verstärkt ins Blickfeld der geldpolitischen Entscheidungsträger gerückt, sie beeinflusst auch die Tragfähigkeit verschiedener Arten von Wechselkursregimen.

... und geringerer Spielraum der Zentralbanken

#### *Herausforderungen, Risiken und mögliche geldpolitische Reaktionen*

Die obige Analyse lässt darauf schließen, dass die Globalisierung den Zentralbanken geholfen hat, die Inflation zurückzuführen und auf einem niedrigen Niveau zu halten, zugleich aber neue Herausforderungen birgt, mit denen es sich auseinander zu setzen gilt. Eine gemäßigte Inflationsentwicklung, als in diesem Stadium des Konjunkturzyklus vielleicht zu erwarten gewesen wäre, sowie das Rätsel niedriger langfristiger Zinsen sind nur einige der jüngsten Symptome, die möglicherweise auf ein grundlegend neues, durch globale Kräfte bestimmtes geldpolitisches Umfeld hinweisen. Für die geldpolitischen Entscheidungsträger stellt sich die zentrale Frage, ob sich die alten Spielregeln so sehr geändert haben, dass sie es ihnen erschweren, die geldpolitischen Ziele zu erreichen. Unmittelbare Herausforderungen ergeben sich aus dem verstärkten Einfluss globaler Faktoren auf die Bestimmung der Inlandsinflation sowie aus dem Risiko potenzieller Deflationsphasen.

Wichtige Herausforderungen sind z.B. ...

Eine erste Herausforderung betrifft die Notwendigkeit, globale Faktoren bei der Beurteilung des *kurzfristigen* Inflationsdrucks zu berücksichtigen. Eine ausschließliche Ausrichtung auf Messgrößen der inländischen Kapazitätsauslastung kann die Geldpolitik auf die falsche Fährte führen, je nachdem, wie stark diese Messgrößen globale Einflüsse widerspiegeln. Der kurzfristige Inflationsdruck würde unterschätzt, wenn die globalen Kapazitäten stärker ausgelastet wären als die inländischen, und überschätzt, wenn die globalen Kapazitätsreserven die Engpässe im Inland ausglich. In der gegenwärtigen geldpolitischen Situation könnten solche Überlegungen z.B. eine Erklärung

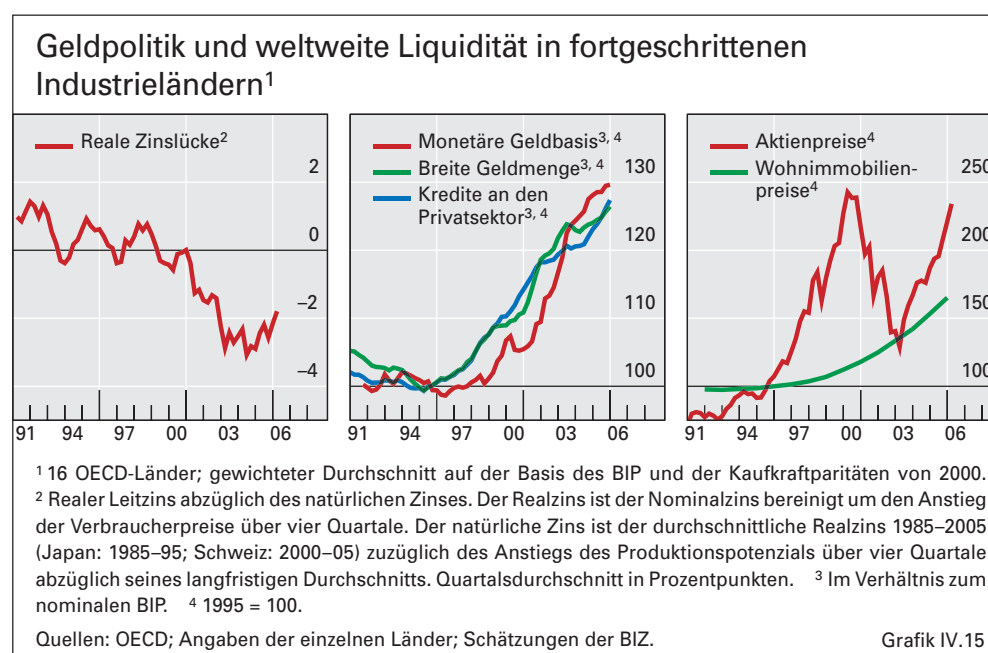
... Kalibrierung der geldpolitischen Reaktion bei geänderten Orientierungsgrößen ...

dafür liefern, warum die steigende inländische Kapazitätsauslastung in einigen fortgeschrittenen Industrieländern dennoch mit einer überraschend gemäßigten Inflationsentwicklung einhergeht. Sollten jedoch keine globalen Kapazitätsreserven mehr verfügbar sein, könnte sich in diesen Ländern plötzlich ein erheblicher Inflationsdruck aufbauen.

... mittelfristige  
Implikationen für  
finanzielle  
Ungleichgewichte ...

Eine zweite Herausforderung bezieht sich eher auf die Notwendigkeit, globale Faktoren bei der Beurteilung der *mittelfristigen* Aussichten, d.h. der kumulierten Auswirkungen der Geldpolitik im Laufe der Zeit, zu berücksichtigen (Grafik IV.15). Gemessen an traditionellen Schätzungen des langfristigen natürlichen Zinssatzes befinden sich die Leitzinsen nun schon ungewöhnlich lange auf ausgesprochen niedrigem Niveau. Noch dazu geschieht dies genau zu einer Zeit, da aufgrund der günstigen Auswirkungen der Globalisierung auf das langfristige Wachstumspotenzial eher ein Anstieg der natürlichen Zinsen zu erwarten wäre. Es stellt sich die Frage, ob solche anhaltenden Abweichungen nicht auf längere Sicht unerwünschte Folgen nach sich ziehen könnten, indem sie zur Entstehung von Ungleichgewichten beitragen, die irgendwann vielleicht Verwerfungen auslösen. So sind die ungewöhnlich niedrigen Leitzinsen in vielen Teilen der Welt mit einer außerordentlich starken Ausweitung der Geldmengen- und Kreditaggregate sowie mit einem längeren Vermögenspreisboom insbesondere bei Wohnimmobilien einhergegangen.

Dazu hat sowohl die Geldpolitik der G10-Länder als auch die der aufstrebenden Volkswirtschaften einen Beitrag geleistet. Im Zusammenhang mit der Globalisierung der Finanzsysteme hat die akkommodierende Geldpolitik in den fortgeschrittenen Industrieländern einen Abwertungsdruck auf deren Währungen und folglich einen Aufwertungsdruck auf die übrigen Währungen bewirkt. Um dem entgegenzutreten, haben die aufstrebenden Volkswirtschaften ihre Zinsen häufig niedrig gehalten, selbst wenn inländische Faktoren ein höheres Zinsniveau gerechtfertigt hätten. Zudem haben die Bemühungen dieser Länder, eine Aufwertung zu verhindern, zu einem raschen Anstieg



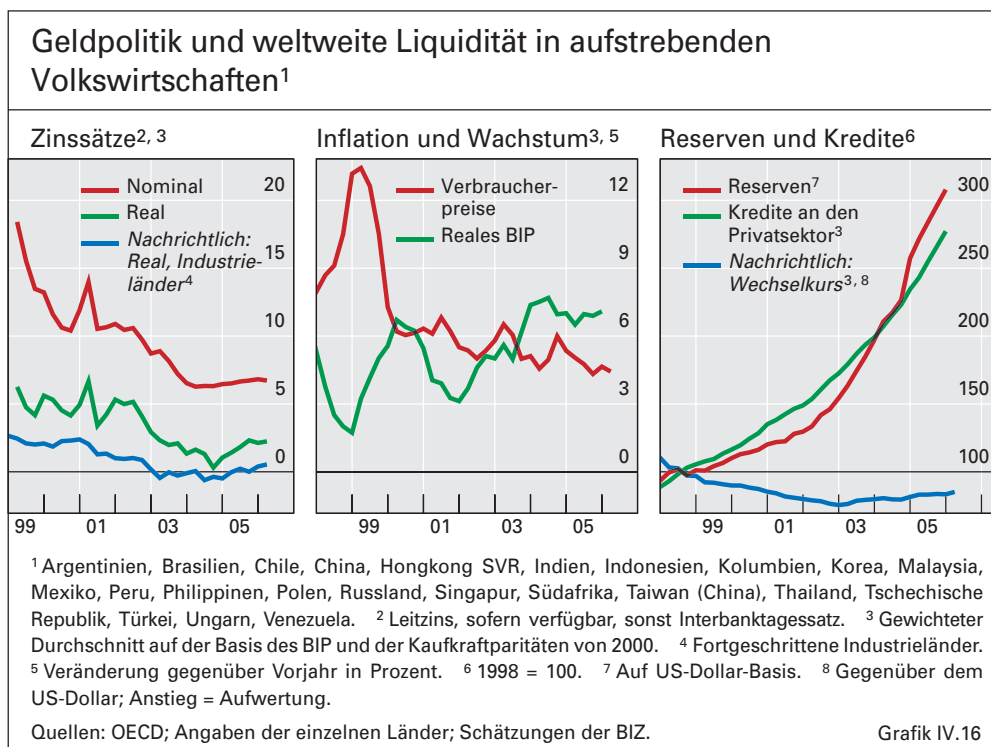
sowohl ihrer Währungsreserven (Kapitel V) als auch ihrer Geldmengen- und Kreditaggregate geführt (Grafik IV.16). Wie in Kapitel III erläutert wurde, ist zu befürchten, dass ein umso stärkerer Inflationsdruck entsteht bzw. dass ein Abbau der finanziellen Ungleichgewichte die Konjunktur beeinträchtigen und zu einer unerwünschten Disinflation beitragen könnte.

All dies führt zu einer dritten Herausforderung, die die Deflationsrisiken betrifft. In einem Umfeld niedriger Inflation macht die Globalisierung es wohl umso wichtiger, die Kräfte zu verstehen, die dem sporadisch entstehenden Deflationsdruck zugrunde liegen können. Ein Abwärtsdruck auf die Preise, der von günstigen globalen Angebotsentwicklungen ausgeht, dürfte die Wahrscheinlichkeit einer Deflation, d.h. eines Rückgangs des allgemeinen Preisniveaus, erhöhen. Allerdings wurde bereits im 73. Jahresbericht betont, dass angebotsinduzierte Deflationen ceteris paribus eher mit anhaltendem Produktionswachstum, realen Lohnzuwächsen, Preisanstiegen bei den Vermögenswerten sowie soliden Unternehmensbilanzen und starken Vermögenspositionen der privaten Haushalte einhergehen. Die Kosten solcher deflationären Phasen wären natürlich weitaus geringer als bei nachfrageinduzierten Deflationen. Vor diesem Hintergrund könnten sich die Zentralbanken ungewollt zu sehr gegen das Risiko solch „guter“ oder zumindest „harmloser“ Deflationen stellen. Dies könnte zur Entstehung der obenerwähnten kumulierten Boom-Bust-Ungleichgewichte beitragen. Paradoxerweise könnte dadurch sogar der Grundstein für „schlechte“ Deflationen gelegt werden, die im weiteren Verlauf mit einem abrupten Abbau finanzieller Ungleichgewichte verbunden sein könnten.

Wie können die Zentralbanken die geldpolitischen Herausforderungen bewältigen, die durch den größeren Einfluss globaler Faktoren auf inländische

... und Untersuchung der Ursachen eines möglichen Deflationsdrucks

Zentralbanken könnten ...



Entwicklungen entstehen? Denkbar wären Maßnahmen im Zusammenhang mit Überwachung, Forschung oder multilateralen Initiativen.

... Überwachung  
externer  
Entwicklungen  
verbessern ...

Die Zentralbanken könnten die Überwachung externer Entwicklungen stärker in ihre regelmäßige Beurteilung des geldpolitischen Umfelds einbeziehen, um potenzielle globale Problemherde bereits früher ausmachen zu können. Dazu könnten sie z.B. der Aufgliederung der Daten nach Sektoren bzw. Marktsegmenten größere Beachtung schenken, als dies bislang der Fall ist. Das würde der zunehmenden Bedeutung der internationalen Verknüpfungen zwischen verschiedenen Produktlinien Rechnung tragen und damit umso mehr auch dem globalen Inflationsdruck, der durch die weltweite Integration der Input-Märkte entstehen könnte. Auch verstärkte Bemühungen um aktuellere und präzisere Echtzeitdaten könnten von großem Nutzen sein, insbesondere mit Blick auf die Überwachung der globalen Kapazitätsreserven.

... Verfügbarkeit  
und Aktualität von  
Daten erhöhen ...

... und Forschung  
zum besseren  
Verständnis der  
facettenreichen  
Globalisierung  
vorantreiben

Die stärkere Berücksichtigung der globalen Perspektive erfordert es außerdem, die Forschung mit dem Ziel voranzutreiben, das Wesen der zunehmend integrierten Weltwirtschaft besser zu verstehen. Dabei sollten vor allem bereits bestehende internationale Modelle des Konjunkturzyklus und der Inflation weiterentwickelt werden. Hier würde es sich anbieten, die Analyseinstrumente dahingehend zu verfeinern, dass sie internationale Spillover-Effekte, die Beschränkungen der bestehenden Wechselkursregime bei der Abschirmung der inländischen Inflationsentwicklung über längere Zeiträume hinweg sowie den jeweiligen Öffnungsgrad an den Arbeits-, Kapital-, Güter- und Dienstleistungsmärkten genauer erfassen. Auch die sicher nicht leichte Erarbeitung von Top-down-Ansätzen, bei denen die Dynamik der Weltwirtschaft nicht einfach über eine Aggregation der Entwicklungen in den einzelnen Ländern untersucht wird, wäre sinnvoll. Außerdem wäre eine bessere Integration und systematischere Interpretation der realwirtschaftlichen und finanziellen Bestimmungsgrößen globaler Konjunkturschwankungen wünschenswert. Solche Bemühungen würden dazu beitragen, die globalen Dimensionen des monetären Transmissionsmechanismus und die damit zusammenhängenden geldpolitischen Herausforderungen näher zu beleuchten.

Globalisierung  
verdeutlicht  
potenziellen Nutzen  
eines multilateralen  
Vorgehens

Schließlich wird durch die zunehmenden Auswirkungen der Globalisierung auf die Inlandsinflation sehr deutlich, dass eine stärkere Nutzung gemeinsamer geldpolitischer Foren und entsprechende multilaterale Initiativen zusätzliche Vorteile bieten können. Insofern als globale Faktoren an Bedeutung gewinnen, könnten sich länderspezifische geldpolitische Reaktionen als nicht mehr ausreichend erweisen. Umso wichtiger ist ein multilateraler Konsens über Diagnosen, potenzielle Lösungen und möglichst auch über Umsetzungsstrategien.