

## IV. Geldpolitik in den entwickelten Industrieländern

### Schwerpunkte

Da sich die Preissteigerungsraten in einigen Ländern in Richtung null bewegten und die Preise in anderen Ländern sogar rückläufig waren, gewannen in den wichtigsten Industrieländern im vergangenen Jahr Fragen nach der angemessenen Ausrichtung der Geldpolitik in einem Umfeld annähernder Preisstabilität neu an Bedeutung. Zu klären ist beispielsweise, wie Zentralbanken verhindern können, daß ein Preisrückgang zu sich verfestigenden Erwartungen künftiger Preisrückgänge führt. Die durchschnittlichen Inflationsraten über einen längeren Zeitraum nahe bei null zu halten wirft auch die Frage nach den Vor- und Nachteilen eines Preisniveauezels gegenüber einer Zielvorgabe für die Preissteigerungsrate auf. Ein weiteres Thema ist, ob die Geldpolitik in Zeiten stabiler oder sinkender Preise weniger wirksam ist. Die Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten im Gefolge der Rußland-Krise im vergangenen August ließen außerdem die Frage aufkommen, inwieweit die Geldpolitik auf Entwicklungen an den Märkten für Vermögenswerte reagieren sollte, wenn keine Hinweise vorliegen, daß die Preise von Gütern und Dienstleistungen von diesen Entwicklungen bereits beeinflußt werden.

In den USA wurde die Geldpolitik trotz eines starken Wachstums des realen BIP und eines knapperen Arbeitsangebots gelockert, da die Aussichten für die Preisstabilität günstig waren und eine Konjunkturabschwächung erwartet wurde. Die Schwierigkeiten der Geldpolitik bei sehr niedriger Inflation und volatilen Finanzmärkten wurden am deutlichsten in Japan sichtbar, wo sich sowohl die Wirtschaftsentwicklung im Inland als auch die Lage an den Finanzmärkten drastisch verschlechterten. Zwar wurden die kurzfristigen Zinssätze praktisch auf null reduziert, jedoch haben gravierende Schwächen im Finanzsystem offenbar die Reaktionsbereitschaft der Banken und der privaten Haushalte auf geldpolitische Anreize verringert.

Ein Ereignis von herausragender Bedeutung war die Einführung des Euro im Januar 1999. In diesem Zusammenhang galt das Interesse der Geldpolitik im vergangenen Jahr insbesondere der Festlegung des Niveaus, auf dem die Zinssätze im Übergang zur Währungsunion konvergieren sollten. Obwohl die Wirtschaft in einigen kleineren Ländern des Euro-Gebiets relativ stark wuchs, führten die schwache Konjunktur in Deutschland und Italien, auf die zusammen rund 50% des BIP im Euro-Raum entfallen, sowie die Unsicherheit über die Aussichten einer weltweiten konjunkturellen Erholung zu einer Konvergenz bei 3%. Dies bedeutete Zinssenkungen selbst in den Ländern mit den zuvor niedrigsten Zinssätzen. Die Europäische Zentralbank stand vor der wichtigen Frage, wie die Geldpolitik in dem durch die Einführung der einheitlichen Währung gänzlich neuen Umfeld ausgestaltet werden sollte. Vor diesem Hintergrund entschied sich die EZB für eine geldpolitische Strategie mit drei wesentlichen Elementen: einer quantitativen

Definition von Preisstabilität als dem primären Ziel der Geldpolitik, einem Referenzwert für das Wachstum von M3, das als besonders wichtiger geldpolitischer Indikator dient, und schließlich einer breit abgestützten Beurteilung der künftigen Preisentwicklung. Dieser geldpolitische Rahmen verbindet somit Elemente einer Geldmengenstrategie und einer Strategie mit Inflationsziel.

Auch die Geldpolitik in den Ländern mit Inflationszielen wurde im vergangenen Jahr gelockert, da die Zentralbanken sicherzustellen versuchten, daß die Inflation trotz Verlangsamung der Konjunktur und des damit einhergehenden geringeren Preisauftriebs innerhalb des Zielkorridors blieb bzw. in ihn zurückkehrte. Diese Lockerung erfolgte ungeachtet der durch fallende Rohstoffpreise bedingten Währungsabwertung in der Mehrzahl der Länder. Der Druck auf den Wechselkurs wurde allgemein als realwirtschaftlich verursachte Störung interpretiert, auf die von seiten der Geldpolitik nicht reagiert werden sollte. In Kanada vollzog sich der Wertverlust der Währung sehr rasch, wodurch die Gefahr entstand, daß sich Abwertungserwartungen verfestigen würden. Dies veranlaßte die Bank of Canada, die Zinssätze vorübergehend anzuheben.

## USA

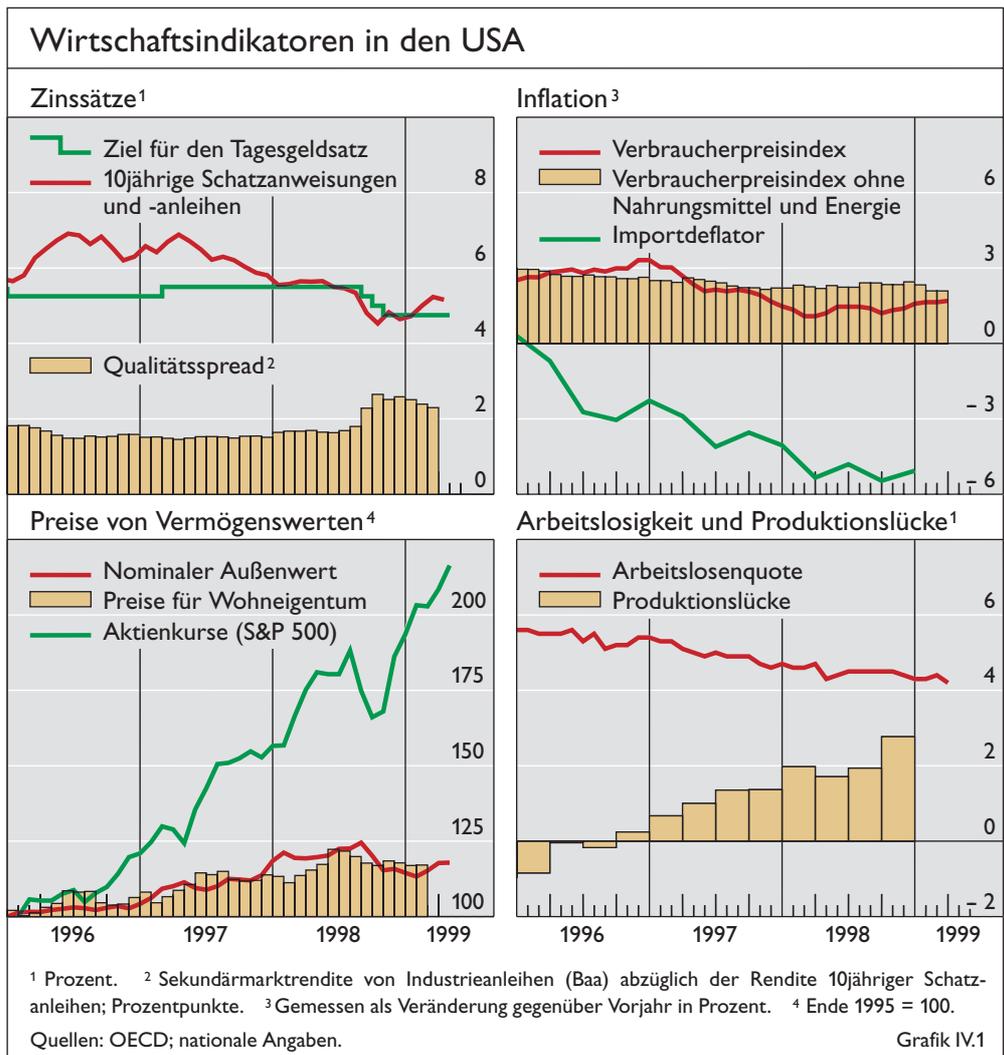
Bei der Beurteilung der künftigen Preisentwicklung mußte sich die Federal Reserve in letzter Zeit nicht nur auf traditionelle Indikatoren für die wirtschaftliche Entwicklung, sondern in verstärktem Maße auch auf die Lage an den Finanzmärkten stützen. Mit einem realen BIP-Wachstum von 3,9% im Jahr 1998, einer Produktion, die mehr und mehr über frühere Schätzungen des Produktionspotentials hinausging, und einer Arbeitslosenquote, die ihren niedrigsten Wert seit fast 30 Jahren erreichte, mußte die Geldpolitik der Möglichkeit eines zunehmenden Inflationsdrucks Rechnung tragen. Darüber hinaus ließen steigende Preise von Vermögenswerten die Befürchtung aufkommen, daß sich eine Finanzblase entwickeln könnte; dies rechtfertigte ebenfalls eine tendenziell restriktivere Geldpolitik. Da sich bei Energieträgern und primären Rohstoffen angesichts der weltweiten konjunkturellen Abschwächung deutliche Preisrückgänge ergaben und der Dollar bis August aufwertete, blieb der Inflationsdruck jedoch gedämpft, und der geldpolitische Kurs wurde daher bis zum Spätsommer nicht geändert.

Die Finanzkrise in Rußland Mitte August führte an den Finanzmärkten der USA und anderer Länder zu einer beträchtlichen Verunsicherung, die für die inländischen Nachfragebedingungen und die Preisaussichten potentiell von großer Bedeutung war. Durch eine Verringerung des Vermögens der privaten Haushalte und eine Erhöhung der Kapitalkosten hätten die rasant fallenden Aktienkurse die Konsum- und Investitionsausgaben beeinträchtigen können. Darüber hinaus ließen große Risikoaufschläge, ein hohes Volatilitätsniveau und eine in vielen Marktsegmenten abnehmende Liquidität die Wahrscheinlichkeit deutlicher Verluste bei Finanzinstituten und damit die Gefahr einer Verschärfung der Kreditbedingungen größer werden. Um die Wirtschaft vor diesen Effekten zu schützen und gegen einen plötzlichen Konjunktureenbruch abzusichern, senkte die Federal Reserve die Zinssätze im September, Oktober und November um insgesamt 75 Basispunkte auf 4,75%. Nach der Lockerung der Geldpolitik verbesserte sich die Lage an den Finanzmärkten. Die Aktienkurse, die zwischen Mitte Juli und Ende August um 19%

Geldpolitik bis zum Spätsommer unverändert ...

... dann Volatilität an den Finanzmärkten infolge der Krise in Rußland

Lockerung der Geldpolitik im Herbst



gefallen waren, legten bis Ende März 1999 wieder um 34% zu. In der Folge wurde der Kurs der Geldpolitik nicht weiter geändert, weil es – trotz des anhaltend kräftigen Wirtschaftswachstums und des knappen Arbeitsangebots – keine Anzeichen für einen steigenden Inflationsdruck gab.

Phasen starker Ausschläge bei den Preisen von Finanzaktiva, wie sie im vergangenen Herbst zu beobachten waren, sind eine Herausforderung für die Geldpolitik. Die Auswirkungen von Störungen an den Finanzmärkten zeigen sich unmittelbar am abrupten Anstieg des Handelsvolumens und der Marktvolatilität sowie an der Flucht in sichere und liquide Finanzanlagen. Allerdings sind die weiterreichenden makroökonomischen Auswirkungen aufgrund der Wirkungsverzögerungen zwischen Stimmungsänderungen an den Finanzmärkten, realer Wirtschaftsaktivität und Inflationsdruck möglicherweise zunächst nicht klar zu erkennen. Die Geldpolitik kann daher unbeabsichtigterweise zu restriktiv oder zu lax gefaßt sein. Dies war beispielsweise in einigen Ländern nach dem Einbruch der Aktienkurse im Oktober 1987 der Fall. Damals entschied sich eine Reihe von Zentralbanken für eine Lockerung der Geldpolitik, da befürchtet wurde, der deutliche Verfall der Aktienkurse würde zu einer konjunkturellen Abschwächung führen. Im nachhinein betrachtet wurden die Effekte des Aktienkursrückgangs auf die Gesamtnachfrage jedoch überschätzt, und die geldpolitische Lockerung dürfte

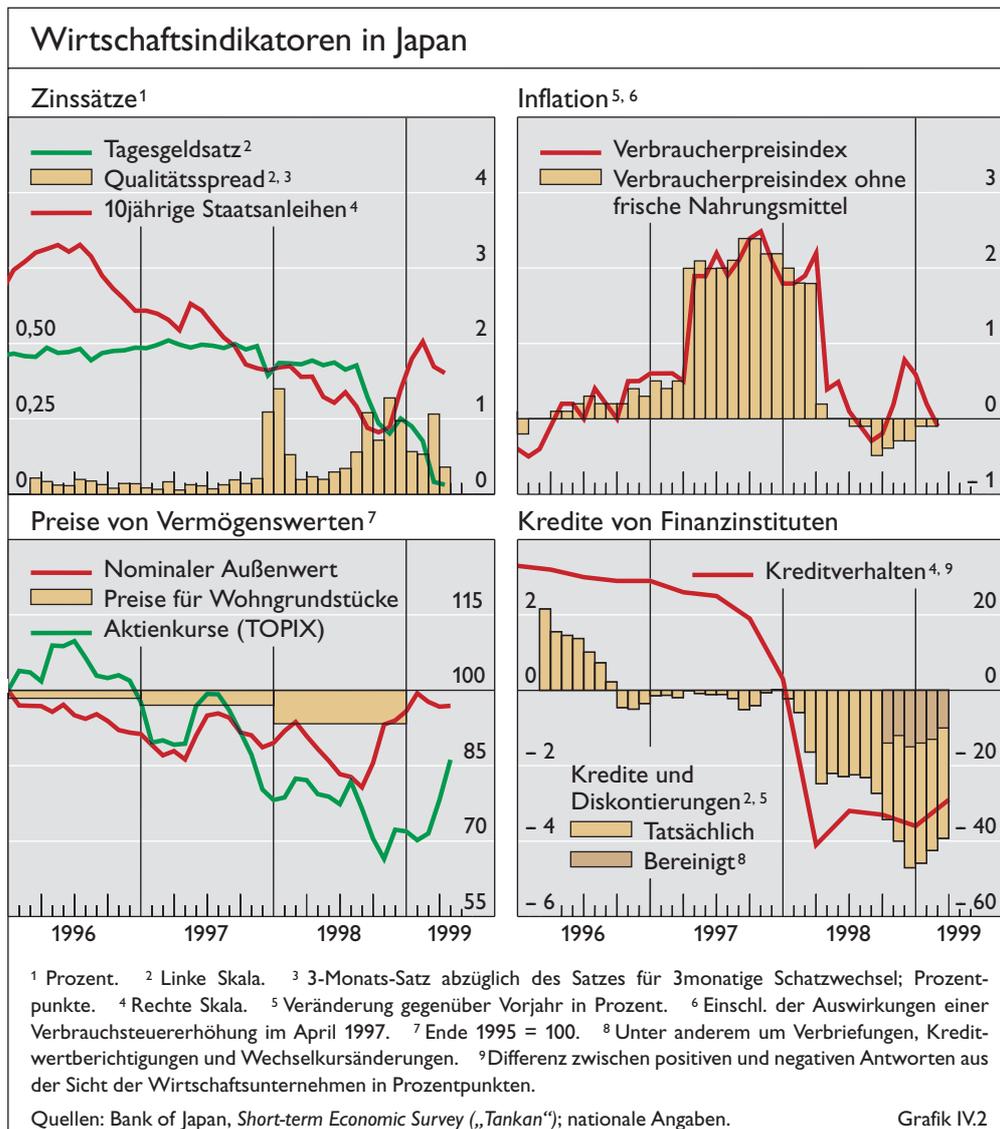
Nach Beruhigung der Lage an den Finanzmärkten Konzentration auf Preisstabilität im Inland wichtig

sowohl zu der nachfolgenden Belebung der Wirtschaftstätigkeit als auch zur Beschleunigung des Preisauftriebs beigetragen haben. Dieses Beispiel führt vor Augen, daß, so wünschenswert geldpolitische Reaktionen auf Finanzmarkt-turbulenzen sein können, die Geldpolitik wieder in erster Linie auf die Preis-stabilität im Inland ausgerichtet werden muß, sobald sich die Lage an den Finanzmärkten ausreichend beruhigt hat.

## Japan

Weitere Verschlechterung der Lage ...

Die Bank of Japan sah sich im vergangenen Jahr der Schwierigkeit gegenüber, daß sich aufgrund hoher Überschußkapazitäten und Unternehmensschulden sowie der anhaltend ernsten Probleme im Bankensektor eine Deflationsspirale entwickeln könnte. Die allgemeine Wirtschaftslage verschlechterte sich weiter. Das reale BIP sank 1998 um 3%, und die Preise waren einem hartnäckigen Druck nach unten ausgesetzt. Da die Importpreise und die Ölpreise infolge der Entwicklungen in der Weltwirtschaft sanken und im Oktober eine Aufwertung des Yen einsetzte, wurden erstmals seit 1995/96 Rückgänge bei den Verbraucherpreisen registriert.



Die inländischen Großhandelspreise, die seit 1991 rückläufig sind, setzten ihren abwärtsgerichteten Trend fort.

Die Verschlechterung der Wirtschaftsaussichten fiel in eine Zeit, in der die monetäre Transmission über den traditionellen Zinskanal nur begrenzt wirksam zu sein schien. Zwar wurde der Diskontsatz bei 0,5% belassen, doch senkte die Bank of Japan im September den Tagesgeldsatz, der zuvor stets geringfügig unter dem Diskontsatz gehalten worden war, auf 0,25%. Diese Lockerung der Geldpolitik sollte eine weitere Zunahme des Deflationsdrucks verhindern und wurde zugleich als angemessenes Mittel betrachtet, um die Stabilität der Finanzmärkte aufrechtzuerhalten. Zu weiteren Lockerungen der Geldpolitik kam es im Februar 1999, als der Tagesgeldsatz auf 0,15% und teilweise noch darunter reduziert wurde, sowie Anfang März, als eine massive Liquiditätszufuhr durch die Bank of Japan den Tagesgeldsatz praktisch auf null drückte.

... und Senkung des Tagesgeldsatzes praktisch auf null

Im Zusammenhang mit den Finanzmarkturbulenzen, die im vergangenen Herbst in Japan und anderen Ländern auftraten, ließen Befürchtungen hinsichtlich Ausfallrisiken den Zinsabstand zwischen 3-Monats-Interbanksätzen und Zinssätzen für Schatzwechsel deutlich wachsen. Daraufhin versorgte die Bank of Japan die Finanzmärkte reichlich mit Liquidität. Hierdurch verringerte sich der Abstand zwischen Interbanksätzen und den Zinssätzen für Schatzwechsel zwar, blieb aber dennoch beträchtlich. Trotz der beschleunigten Ausweitung der Geldbasis in den letzten Jahren blieb die Wachstumsrate des Aggregats M2+CD, das in Japan als Schlüsselgröße der Geldpolitik dient, gedämpft. Die Banken waren immer weniger bereit, in einem Umfeld Kredit zu gewähren, in dem die Zahlungsfähigkeit sowohl der Kunden als auch einiger Banken selbst in Frage gestellt war. Zur Verbesserung der Kreditallokation weitete die Bank of Japan ihre Pensionsgeschäfte mit Commercial Paper (CP) aus, um den Unternehmen die Finanzierung zu erleichtern. Dies wiederum ermöglichte es den Banken, ihre Aktivitäten auf dem CP-Primärmarkt zu verstärken. Darüber hinaus richtete die Zentralbank eine Kreditfazilität ein, um einen Teil der von den Finanzinstituten im vierten Quartal vergebenen Neukredite zu refinanzieren.

Geldpolitische Maßnahmen zur Erleichterung der Unternehmensfinanzierung

Der zunehmend stimulierenden Ausrichtung der Geldpolitik wirkten in einem gewissen Ausmaß die deutliche Aufwertung des Yen im Oktober und der schnelle Anstieg der Renditen langfristiger Staatsanleihen ab November entgegen. Der Renditenanstieg wurde auf die für das Fiskaljahr 1999 geplante beträchtliche Ausweitung der Emissionstätigkeit zurückgeführt sowie auf die Ankündigung, daß das Trust Fund Bureau seine Direktkäufe einstellen würde. Er bewirkte auch eine Erhöhung der Renditen von Unternehmensanleihen und der langfristigen Kreditzinsen für erste Adressen. Setzt sich diese Entwicklung fort, könnte sich die Wirtschaftslage weiter verschlechtern. Auf die Bank of Japan wurde politischer Druck ausgeübt, ihre Käufe von Staatsanleihen zu erhöhen, um die Aufwärtsbewegung der langfristigen Zinssätze zu begrenzen. Ein solcher Druck kann kontraproduktiv sein, wenn der Eindruck entsteht, daß die Geldpolitik Teil des allgemeinen politischen Prozesses ist. Hierdurch kann die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken geschwächt werden, und höhere statt niedrigere Zinssätze können die Folge sein.

Politischer Druck manchmal kontraproduktiv

Im Jahresverlauf ergriff die Regierung verschiedene Maßnahmen, um die Solidität des Finanzsystems wiederherzustellen. So wurden etwa die Long-Term

Credit Bank und die Nippon Credit Bank vorübergehend verstaatlicht, Fusionen einer Reihe anderer Finanzinstitute wurden gefördert, und weitere, selbständig bleibende Banken wurden über den Anreiz öffentlicher Mittel zur Sanierung bewegt. Der Markt reagierte positiv auf diese Schritte, was darin zum Ausdruck kam, daß sich die „Japan-Prämie“ völlig zurückbildete und sich die Aktienkurse von Banken rasch erholten. Allerdings ist derzeit noch offen, ob die Banken mit den Umstrukturierungsmaßnahmen, zu denen sie sich verpflichtet haben, Erfolg haben werden. Insbesondere könnte ein Konflikt zwischen der zugesagten Erhöhung der inländischen Kreditvergabe und der gleichzeitig angestrebten Senkung der Kosten entstehen. Eine deutliche Einschränkung der internationalen Aktivitäten der japanischen Banken könnte dazu beitragen, dieses Problem zu lösen, birgt jedoch andere Risiken.

## Euro-Raum

Die Geldpolitik in den an der Währungsunion teilnehmenden Ländern war 1998 von der Notwendigkeit bestimmt, bis zum Ende des Jahres die Konvergenz der Zinsen auf einem gemeinsamen Niveau zu erreichen. Dies wurde dadurch erschwert, daß trotz erheblicher nominaler Konvergenz, die während der vorangegangenen Jahre erzielt worden war, noch immer deutliche Unterschiede in der Wirtschaftslage der verschiedenen Länder bestanden. Letztlich konvergierten die Zinssätze der Notenbanken bei 3%. Dies bedeutete geringfügige Zinssenkungen in den Ländern mit den niedrigsten Zinssätzen, jedoch recht große in den anderen Ländern.

Konvergenz der  
Zinssätze bei 3%

In den Monaten vor der Einführung des Euro im Januar 1999 gab die EZB ihre geldpolitische Strategie bekannt, die eine quantitative Definition der Preisstabilität als dem primären Ziel der Geldpolitik, einen Referenzwert für das Geldmengenwachstum und eine breit abgestützte Beurteilung der künftigen Preisentwicklung umfaßt.

### *Konjunkturelle und geldpolitische Entwicklungen*

Die Wirtschaftslage in den Ländern des Euro-Währungsraums blieb während der Berichtsperiode uneinheitlich: In einer Reihe kleinerer Länder war das Wirtschaftswachstum anhaltend stark, während die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in einigen größeren Ländern wiederum sehr schwach war. Im Vorfeld des 1. Januar 1999 mußten die einzelnen Notenbanken Überlegungen bezüglich der inländischen Inflationsentwicklung einerseits und die Notwendigkeit einer Konvergenz der Zinssätze andererseits gegeneinander abwägen.

Irland

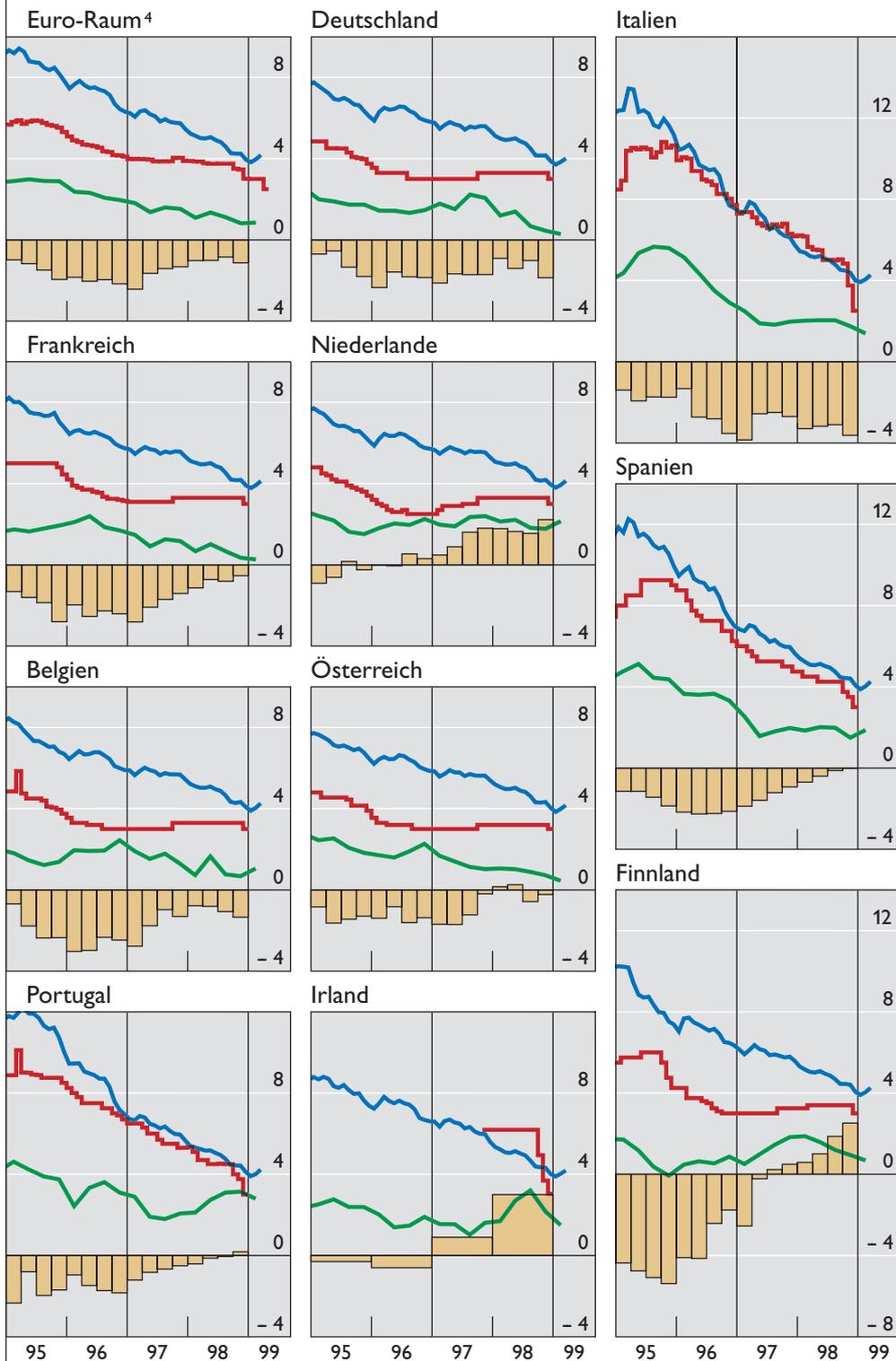
In Irland ließ das im fünften Jahr in Folge ausgesprochen kräftige Wirtschaftswachstum die bereits über dem Potentialpfad liegende Produktion weiter ansteigen und rief einen zunehmenden Inflationsdruck hervor. Im Herbst begann sich die Konjunktur jedoch abzuschwächen, und der Preisdruck ließ nach. Da die Inflationsrate von ihrem mit 3,2% höchsten Wert im August auf 1,7% im Dezember zurückging und die Zinssätze aus Gründen der Konvergenz gesenkt werden mußten, wurde die Geldpolitik ab Oktober gelockert. Auch in Finnland und den Niederlanden war das Wirtschaftswachstum sehr stark, so daß die Produktion nunmehr das geschätzte Potential übertraf. In Finnland begann der Inflationsdruck,

Finnland und  
Niederlande

# Produktionslücken, Inflation und Zinssätze im Euro-Raum

Prozent

Produktionslücke
  Inflation<sup>1</sup>
 Notenbanksatz<sup>2</sup>
 Anleiherendite<sup>3</sup>



<sup>1</sup> Veränderung der Verbraucherpreise über vier Quartale. Euro-Raum: ab 1996 harmonisierte Definition. Einzelne Länder: nach der Definition der einzelnen Länder. <sup>2</sup> Belgien: zentraler Satz; Niederlande: Satz auf spezielle Ausleihungen; Portugal: Interventionssatz; übrige Länder: Tendersatz. <sup>3</sup> Rendite repräsentativer Staatsanleihen (üblicherweise mit einer Laufzeit von 10 Jahren). <sup>4</sup> Ohne Luxemburg.

Quellen: EZB; OECD; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

Grafik IV.3

der sich im Jahr 1997 und Anfang 1998 allmählich aufgebaut hatte, während der Frühjahrsmonate als Folge einer Abschwächung der Importpreise nachzulassen; gegen Ende des Jahres fiel die Inflationsrate auf unter 1%. Auch in den Niederlanden sank die Preissteigerungsrate und verzeichnete im Jahresdurchschnitt einen Wert von 2%.

Portugal

In Portugal schloß sich die Produktionslücke ebenfalls, und die gemessene Inflationsrate stieg von 2,3% Ende 1997 auf 3,2% Ende 1998. Das anhaltend starke Produktionswachstum und der damit verbundene Preisdruck waren teilweise auf die Zinskonvergenz zurückzuführen. Da die Notenbankzinssätze zwischen Mitte 1997 und Ende 1998 von 6% auf 3% gesenkt wurden und sich der Preisauftrieb im gleichen Zeitraum beschleunigte, haben die Realzinsen um mehr als 4 Prozentpunkte nachgegeben. Ein ähnlicher Prozeß, wenn auch weniger ausgeprägt, vollzog sich in Spanien. Hier wurden die Notenbankzinssätze – bei einer nur geringfügig niedrigeren gemessenen Inflationsrate – zwischen Mitte 1997 und Ende 1998 von 5,25% auf 3% zurückgeführt, und die realen kurzfristigen Zinssätze fielen im selben Zeitraum um etwa 2,5 Prozentpunkte.

Spanien

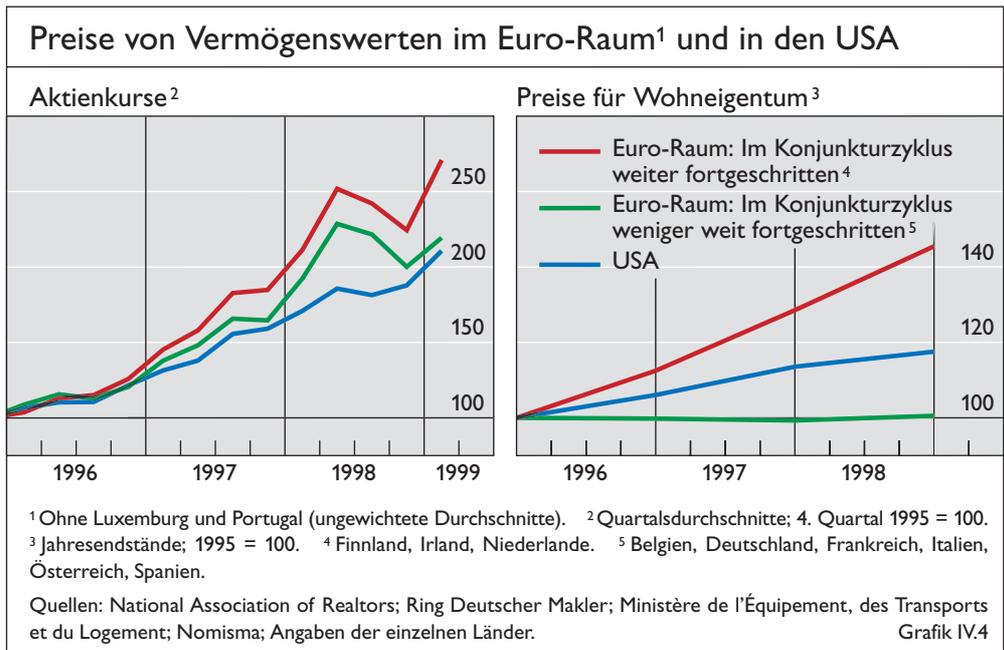
Die drei größten Volkswirtschaften: Frankreich, Deutschland, Italien

Unter den drei größten Volkswirtschaften hatte Frankreich die weitaus günstigste Konjunktur. Bei einem durchschnittlichen Wirtschaftswachstum von 3,2% im Jahr 1998 verringerte sich die Produktionslücke deutlich. Trotzdem sank die Preissteigerungsrate auf 0,3% im Jahresverlauf. Demgegenüber blieb die Wirtschaftslage in Deutschland und Italien im Durchschnitt schwach und verschlechterte sich im Laufe des Jahres. Nachdem das BIP-Wachstum in Deutschland, Österreich und Belgien im ersten Quartal sehr hoch gewesen war, ließ es in der Folge nach und belief sich im Gesamtjahr durchschnittlich auf rund 3%. In Italien war das Wirtschaftswachstum mit nur 1,4% gering. Die beträchtlichen Produktionslücken in diesen Ländern waren im wesentlichen unverändert, so daß sich der Preisauftrieb generell verminderte; die Preissteigerungsrate reichte von 0,4% in Deutschland bis 0,7% in Österreich. In Italien sank die Inflationsrate auf 1,7%.

Im Lichte dieser Entwicklungen und da die geldpolitische Strategie der EZB von den Finanzmärkten als glaubwürdig angesehen wurde, war eine Konvergenz der Zinssätze im Euro-Gebiet bei 3% möglich, nachdem im Dezember 1998 eine koordinierte Zinssenkung vorgenommen worden war. Im April 1999 senkte die EZB ihren Zinssatz vor dem Hintergrund eines verhaltenen Preisdrucks weiter auf 2,5%.

Stärkster Zinsrückgang in Ländern mit relativ hoher Inflationsrate

Angesichts der Ausrichtung der Geldpolitik an der Entwicklung im Euro-Raum insgesamt hat der Konvergenzprozeß dazu geführt, daß die Zinssätze in Irland, Italien, Spanien und Portugal – Ländern, in denen die Inflationsrate weiterhin relativ hoch ist – am stärksten gefallen sind. Die Bedeutung der beobachteten regionalen Inflationsunterschiede im Euro-Raum sollte jedoch nicht überschätzt werden. Zwar können unterschiedliche Preissteigerungsraten in einem System fester, aber anpassungsfähiger Wechselkurse die dauerhafte Tragfähigkeit der Wechselkursverpflichtung gefährden, in einem Regime mit einer einheitlichen Währung haben sie aber keine vergleichbaren Konsequenzen. Darüber hinaus wird die Bedeutung von Abweichungen in den regionalen Inflationsraten in dem Maße weiter relativiert, wie Inflationsdifferenziale die unterschiedliche Nachfrage – und damit einhergehend unterschiedliche Preissteigerungsraten – von



nicht handelbaren Gütern widerspiegeln. Da jedoch Änderungen der nominalen Wechselkurse nicht mehr möglich sind, wird die Anpassung an etwaige Änderungen der relativen Preise in der Vergangenheit vollständig den Arbeits- und Gütermärkten überantwortet. Die Förderung der Lohn- und Preisflexibilität als Reaktion auf eine gesunkene Wettbewerbsfähigkeit innerhalb des Euro-Gebiets ist daher um so wichtiger geworden.

Als bedenklich könnte sich auch die unterschiedliche Preisentwicklung von Vermögenswerten erweisen. Wie Grafik IV.4 zeigt, sind die Preise von Vermögenswerten in Finnland, Irland und den Niederlanden, wo eine kräftige Konjunktur zu verzeichnen war, im allgemeinen stärker angestiegen als im übrigen Euro-Raum. Zwar herrscht unter den Notenbanken weitgehende Einigkeit darüber, daß die Geldpolitik nicht direkt auf die Entwicklung der Preise von Vermögenswerten reagieren sollte, die Möglichkeit unterschiedlicher Preisentwicklungen bei Vermögenswerten deutet jedoch darauf hin, daß eine einheitliche Geldpolitik auch zu regionalen Immobilienzyklen führen könnte, wie sie in den USA und in Kanada beobachtet wurden.

Unterschiedliche Preisentwicklung von Vermögenswerten

**Geldpolitische Strategie der EZB**

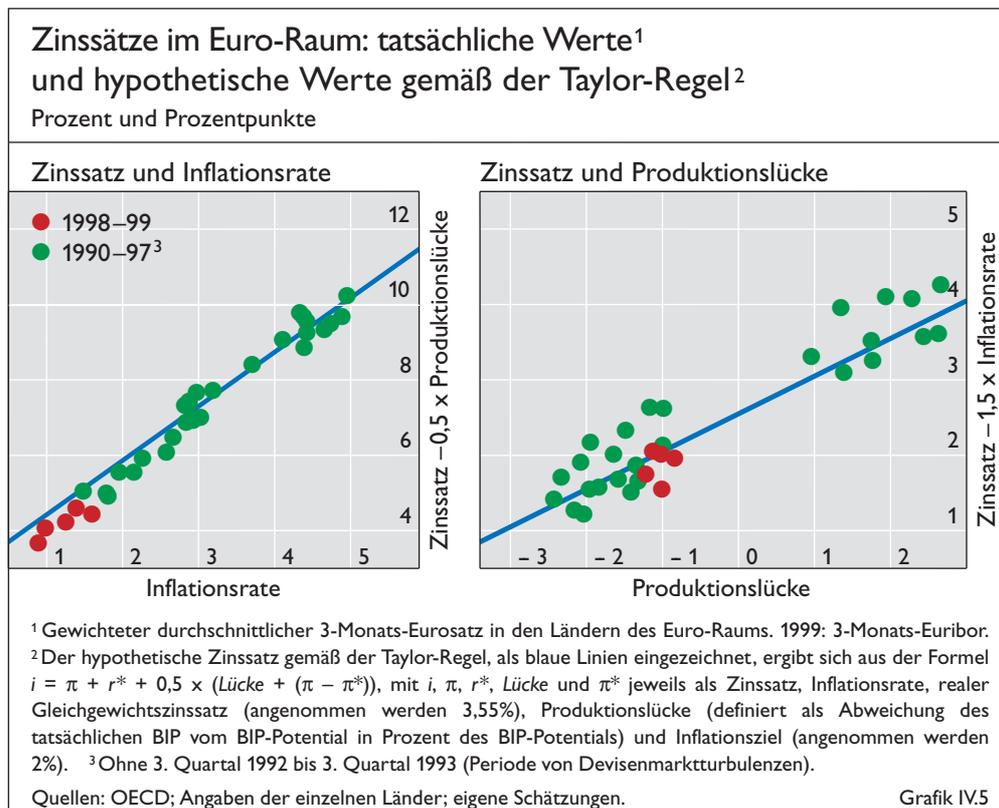
Wie im letztjährigen Jahresbericht ausgeführt, wiesen die Zinsen in den Ländern des Euro-Gebiets – gemessen am gewichteten Durchschnitt der 3-Monats-Zinssätze – in der Vergangenheit eine enge Beziehung mit ähnlich gewichteten Durchschnitten von Produktionslücken und Inflationsraten auf. Insbesondere bewegten sich die kurzfristigen Zinssätze offenbar so, wie es die sogenannte Taylor-Regel vermuten läßt, d.h., sie stiegen um 1,5 Prozentpunkte je zusätzlichem Prozentpunkt der gemessenen Inflationsrate und um 0,5 Prozentpunkte je zusätzlichem Prozentpunkt, um den die Produktion ihr Potential überstieg. Grafik IV.5 zeigt, daß diese empirisch zu beobachtende Beziehung auch im vergangenen Jahr eng blieb, und läßt den Schluß zu, daß die Lockerung der Geldpolitik während der

Trotz Entwicklung der Zinssätze gemäß Taylor-Regel ...

Berichtsperiode durch die Entwicklung der Produktionslücken und der Inflationsrate im Euro-Gebiet insgesamt gestützt wurde.

Trotz einer ähnlichen Entwicklung der durchschnittlichen Zinssätze und der Zinssätze im Euro-Raum gemäß der Taylor-Regel stützt sich die EZB bei ihrer Geldpolitik nicht auf diese Beziehung. Verschiedene Überlegungen deuten sogar darauf hin, daß dies für sie riskant wäre. Erstens besteht beträchtliche Unsicherheit hinsichtlich des „Gleichgewichtsniveaus“ der Realzinsen. Dieses kann zudem im Zeitablauf Änderungen unterliegen, die durch eine Reihe von Einflußfaktoren, einschließlich eines geldpolitischen Regimewechsels, ausgelöst werden können. Wenn z.B. niedrigere Inflationsraten auch geringere Risikoprämien bedeuten, dann dürften die realen Gleichgewichtszinssätze in jüngerer Zeit gesunken sein. Geldpolitik auf der Basis vergangener Beziehungen zwischen Zinssätzen, Inflation und Produktionslücken zu betreiben birgt daher das Risiko, ein unangemessenes geldpolitisches Umfeld zu schaffen. Zweitens dürfte die Errichtung der Währungsunion zu Strukturänderungen führen, die bedeuten könnten, daß frühere Korrelationen zwischen Produktionslücken und Inflationsraten keinen Bestand mehr haben. Angesichts der einheitlichen Währung reagieren die Löhne möglicherweise stärker auf die Wettbewerbsbedingungen innerhalb des Euro-Gebiets und weniger ausgeprägt auf Produktionslücken. Wenn sich der Inflationsdruck, der sich bei einer gegebenen Produktionslücke einstellt, verringert, dann wäre es für die EZB angemessen, in geringerem Maße auf Produktionslücken zu reagieren, als es vormals gültige Korrelationen zwischen Zinssätzen und Produktionslücken nahelegen würden. Drittens können zwar aktuelle Preissteigerungsraten und Produktionslücken Informationen über den Preisdruck in naher Zukunft enthalten, aber im Inflationsprozeß spielen auch eine Reihe anderer Faktoren, wie die Wirtschaftslage

... kein Ersatz für eine Beurteilung durch die geldpolitisch Verantwortlichen vorhanden



im Ausland, Änderungen der Fiskalpolitik und Bewegungen der Importpreise, eine entscheidende Rolle. Da einfache geldpolitische Regeln die Komplexität dieser Zusammenhänge nicht vollständig erfassen können, sind sie kein Ersatz für eine Beurteilung durch die geldpolitisch Verantwortlichen.

Im Herbst 1998 kündigte die EZB die Strategie an, die sie ihrer Geldpolitik in dem mit der Einführung des Euro entstehenden neuen und sich weiter ändernden Umfeld zugrunde legen werde. Kern der Strategie ist das primäre Ziel der Preisstabilität. Eindeutig bekanntzugeben, was unter Preisstabilität verstanden wird, ist sinnvoll, da der Öffentlichkeit damit ein klares Kriterium für die Beurteilung der Geldpolitik geliefert wird. Gleichzeitig wird dadurch die Transparenz der Geldpolitik erhöht, und es wird leichter, die EZB für etwaige Abweichungen der Preissteigerungsrate von diesem Ziel verantwortlich zu machen.

Das Ziel wurde als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Gebiet in Höhe von 0–2% gegenüber dem Vorjahr quantifiziert und ist mittelfristig einzuhalten. Die Wahl dieses Index verdient aus mehreren Gründen Beachtung. Sie bedeutet, daß die EZB die Praxis vieler Zentralbanken übernommen hat, bei der Inflationsmessung auf Verbraucherpreisindizes abzustellen; diese sind binnen kurzer Frist verfügbar, werden von der Öffentlichkeit gut verstanden und werden im Zeitablauf nicht revidiert. Die Verwendung eines für den gesamten Euro-Raum geltenden Maßstabs für die Preisentwicklung zeigt auch, daß sich die EZB bei ihrer Geldpolitik auf die Konjunkturerwicklung im Euro-Gebiet und nicht in den einzelnen Ländern konzentriert. Indem sie den mittelfristigen Horizont der Geldpolitik hervorhebt, erkennt die EZB an, daß sie Preisbewegungen, die durch vorübergehende Faktoren wie z.B. Schocks bei den Rohstoffpreisen und steuerliche Anpassungen hervorgerufen werden, bestenfalls in begrenztem Maße steuern kann. Schließlich impliziert diese Definition, daß Perioden lang anhaltender Rückgänge des HVPI-Niveaus nicht als mit Preisstabilität vereinbar angesehen würden.

Zur Einhaltung der Preisstabilität will sich die EZB auf eine Strategie mit zwei „Säulen“ stützen. Eine Säule dieser Strategie ist der Referenzwert für das Wachstum von M3, der für 1999 mit 4,5% festgelegt wurde. Diese Wahl spiegelt die Tatsache wider, daß das Geldmengenwachstum langfristig eine strukturelle Bestimmungsgröße für den Preisauftrieb darstellt. Die EZB hat deutlich gemacht, daß dieser Referenzwert nicht als Zielgröße zu verstehen ist, denn hierzu müßte das Geldmengenwachstum kurzfristig steuerbar sein. Dies ist jedoch wohl nicht gegeben. Deshalb werden Abweichungen des Geldmengenwachstums vom Referenzwert nicht unbedingt automatisch einen Einsatz der geldpolitischen Instrumente durch die EZB bewirken. Vielmehr werden solche Entwicklungen eine tiefgehende Analyse der Ursachen für die Abweichungen auslösen, um festzustellen, ob wirklich Risiken für die Preisstabilität bestehen.

Dem Wachstum eines breit abgegrenzten Geldmengenaggregats kommt dann Indikatorqualität zu, wenn monetäre Ungleichgewichte die künftigen Inflationsraten beeinflussen. Nach einer Schätzung ist dies der Fall. Das linke Feld in Grafik IV.6 zeigt dynamische Out-of-sample-Prognosen für das Preisniveau des Euro-Gebiets auf der Basis eines einfachen Prognosemodells. Das Modell betont den monetären Ursprung der Inflation, läßt aber Variablen wie Energie- und Importpreise, die auf kürzere Sicht oft eine wichtige Rolle bei der Bestimmung des

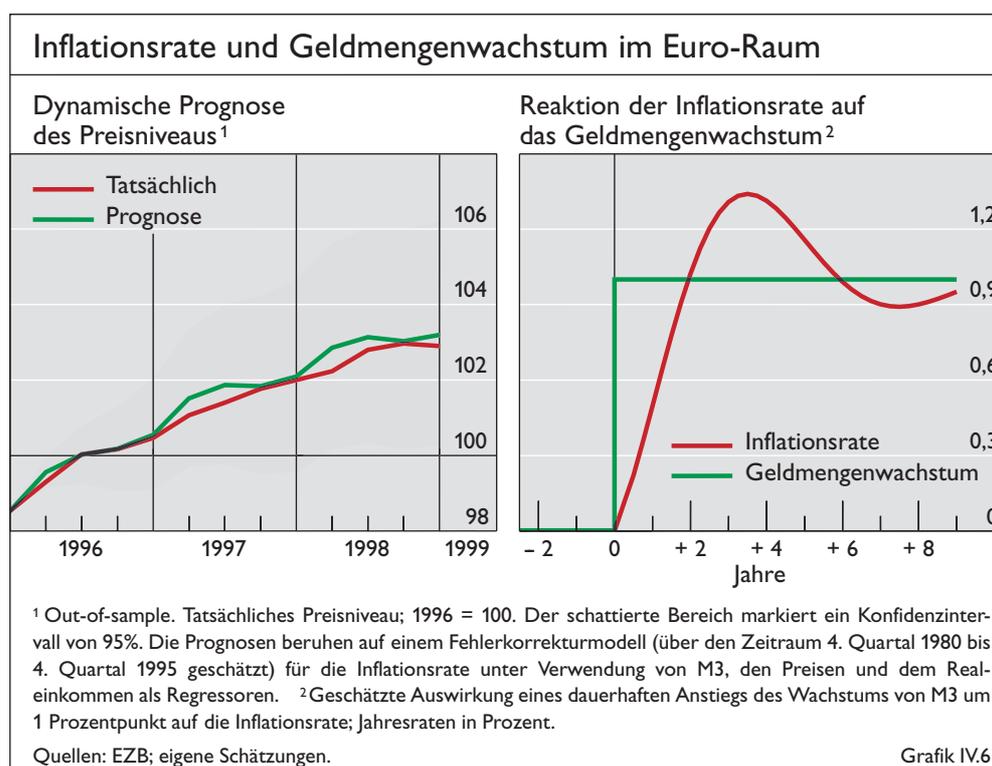
Bekanntgabe einer geldpolitischen Strategie mit Preisstabilität als primärem Ziel ...

... einem Referenzwert für das M3-Wachstum ...

Preisniveaus spielen, außer acht. Trotz seiner Einfachheit prognostiziert das Modell das Preisniveau im Euro-Gebiet über den Schätzzeitraum hinaus jedoch recht gut. Das rechte Feld führt vor Augen, wie die Inflationsrate nach dem Modell auf eine dauerhafte Erhöhung der Wachstumsrate von M3 im Euro-Raum um 1 Prozentpunkt reagiert. Die dynamischen Verlaufsmuster zeigen, daß das Geldmengenwachstum kurzfristig nur geringe Auswirkungen auf die Preissteigerungsrate hat, der Zusammenhang mittelfristig jedoch bedeutend ist. Aus diesen Ergebnissen kann natürlich nicht abgeleitet werden, daß eine Geldmengensteuerung wünschenswert oder gar durchführbar wäre, da insbesondere die Stabilität der Schätzung nicht mit Sicherheit gegeben ist. Auch schließen die Ergebnisse die Möglichkeit nicht aus, daß andere Prognosemodelle, in die das Geldmengenwachstum nicht aufgenommen wird, die künftige Preisentwicklung sogar noch besser vorhersagen könnten. Sie stellen jedoch sehr wohl eine empirische Stütze für die Überlegung dar, die Wachstumsrate von M3 im Euro-Gebiet als Informationsvariable für die in zwei oder drei Jahren auftretende Preissteigerungsrate zu verwenden.

... und breit abgestützter Beurteilung der künftigen Preisentwicklung

Die zweite Säule der geldpolitischen Strategie ist die auf eine breite Basis gestützte Beurteilung der künftigen Preisentwicklung. Dabei wird eine ganze Reihe wirtschaftlicher Indikatoren herangezogen, darunter auch Inflationsprognosen der EZB, internationaler Organisationen, nationaler Behörden und von Marktteilnehmern. Allerdings hat die EZB – im Gegensatz zu einigen, aber sicherlich nicht allen Zentralbanken mit expliziten Inflationszielen – nicht die Absicht, ihre Inflationsprognosen zu veröffentlichen. Eine solche Veröffentlichung wird wegen der mit dem Prognoseprozeß verbundenen Unsicherheit nicht als nützlicher Beitrag zur Erhöhung der Transparenz und Klarheit der geldpolitischen Strategie gesehen.



Die Verwendung eines Referenzwerts für das M3-Wachstum gemeinsam mit einer Beurteilung der künftigen Preisentwicklung deutet darauf hin, daß die EZB die Geldpolitik in der Praxis weitgehend auf ebenso pragmatische Weise betreiben wird wie die Deutsche Bundesbank. Historisch gesehen hat die Bundesbank vor dem Hintergrund des von ihr anvisierten Ziels der Preisstabilität deutlich auf Änderungen der Inflationsrate reagiert und die Abweichungen des Geldmengenwachstums von der Zielvorgabe relativiert, wenn die monetären Beziehungen von nur vorübergehend auftretenden Faktoren gestört wurden, die kaum eine Gefahr für die künftige Preisentwicklung darstellten. Festzuhalten ist außerdem, daß viele Zentralbanken mit expliziten Inflationszielen auch Geldmengenaggregaten als Konjunkturindikatoren beträchtliche Aufmerksamkeit schenken. Die von der EZB angekündigte geldpolitische Strategie ist somit einem Regime mit Inflationsziel in mancher Hinsicht nicht unähnlich, wenngleich die Inflationsprognosen hier nicht veröffentlicht werden und das M3-Wachstum als besonders wichtige Informationsvariable dient.

### Länder mit expliziten Inflationszielen

Auch in Ländern, in denen ein explizites Inflationsziel verfolgt wird, wurde die Geldpolitik von der Abschwächung in der Weltwirtschaft, den sinkenden Rohstoff- und Energiepreisen sowie der höheren Volatilität an den weltweiten Finanzmärkten beeinflusst. Insgesamt entspannten sich die monetären Rahmenbedingungen im Verlauf des betrachteten Jahres. Sowohl die gemessene als auch die Kerninflationsrate bewegten sich nahe dem unteren Wert des Zielkorridors für die Inflation. In dieser Situation hielten es die Notenbanken für wichtig, ihre Entschlossenheit zu demonstrieren, auf Überschreitungen wie auf Unterschreitungen des vorgegebenen Ziels gleichermaßen konsequent zu reagieren. Ein in dieser Weise symmetrisches Vorgehen trägt dazu bei, die Akzeptanz der Geldpolitik in der Öffentlichkeit zu fördern und zu sichern, auf der die Unabhängigkeit der Zentralbanken letztlich fußt.

Einfluß der weltweiten Konjunkturabschwächung, sinkender Rohstoff- und Energiepreise sowie der Volatilität an den Finanzmärkten

Im Vereinigten Königreich setzte im Oktober 1998 ein Prozeß der monetären Lockerung ein, nachdem der Kurs der Geldpolitik angesichts des kräftigen Wachstums und erster Befürchtungen, die Inflationsraten könnten wieder steigen, zuvor wiederholt gestrafft worden war. Vor dem Hintergrund sich eintrübender Aussichten für die Weltproduktion und für die britischen Exporte, deutlicher Veränderungen in der Risikobewertung an den Finanzmärkten sowie einem schwächer werdenden Vertrauen von Unternehmen und Verbrauchern in den Fortgang der Konjunktur wurden die Zinsen von 7,5% auf 7,25% gesenkt. Da sich die Anzeichen mehrten, daß die wirtschaftliche Abschwächung stärker ausfallen würde als zunächst angenommen, wurden die Zinsen bis April 1999 insgesamt um weitere 2 Prozentpunkte auf 5,25% reduziert.

Vereinigtes Königreich

In Kanada lag die Inflation im vergangenen Jahr nahe beim unteren Referenzwert des Zielkorridors. Einerseits bewirkte die Abwertung des kanadischen Dollars einen deutlichen Anstieg der Importpreise für viele Verbrauchsgüter des Nichtenergiesektors sowie für Dienstleistungen, andererseits wirkten inländische Angebotsüberschüsse und der anhaltende Rückgang der Energie- und Rohstoffpreise dem Anstieg des Preisniveaus entgegen. Da die Rohstoffproduktion für die

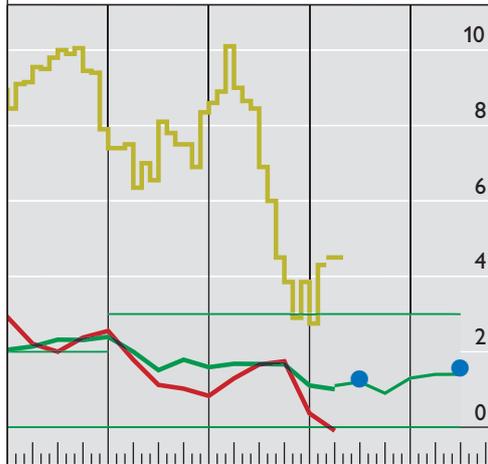
Kanada

## Inflation und Notenbanksätze in Ländern mit expliziten Inflationszielen

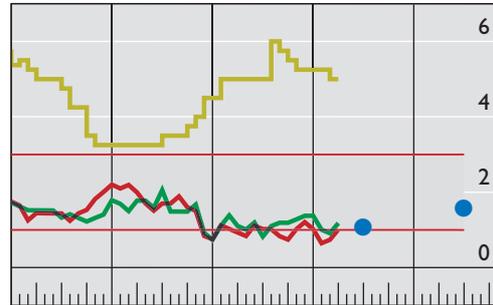
Prozent

- Gemessene Inflationsrate
- Kerninflationsrate
- Inflationsprognose der Zentralbank
- Inflationsprognose des Marktes
- Notenbanksatz
- Inflationsziel

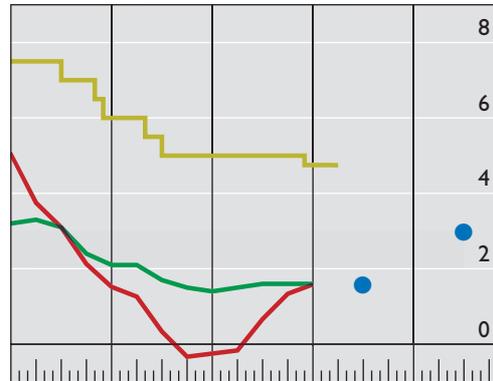
Neuseeland



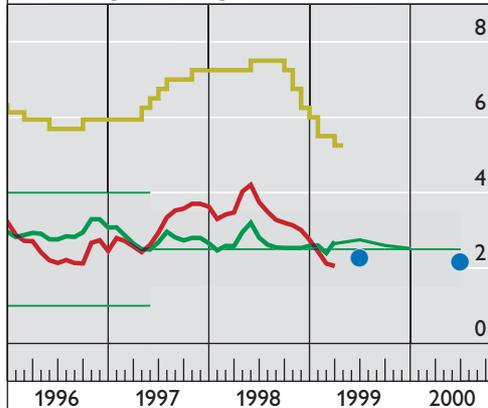
Kanada



Australien



Vereinigtes Königreich



Schweden



Anmerkung: Inflationsraten gemessen als Veränderung des Verbraucherpreisindex gegenüber dem Vorjahr in Prozent. Für Neuseeland basiert die Kerninflationsrate auf dem Verbraucherpreisindex abzüglich Kreditdienstleistungen, und der Notenbanksatz entspricht der offiziellen Cash Rate (vor März 1999: Tagesgeld). Erläuterung der Kerninflationsrate (bereinigte Inflationsrate) und des Notenbanksatzes in den anderen Ländern s. letztjähriger Jahresbericht, Grafik IV.7 und Tabelle IV.1. Die Inflationsprognose des Marktes bezieht sich auf die jährliche gemessene Inflationsrate (Neuseeland und Vereinigtes Königreich: Kerninflationsrate); die Erhebungen wurden im März 1999 durchgeführt.

Quellen: © Consensus Economics, London; Angaben der einzelnen Länder.

Grafik IV.7

kanadische Wirtschaft von großer Bedeutung ist, übte der Verfall der Rohstoffpreise im Jahresverlauf einen beträchtlichen Abwertungsdruck auf die Währung aus. Dieser Druck verschärfte sich nach der Krise in Rußland im August noch erheblich, als die Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten auch auf die

kanadische Wirtschaft übergriffen. Angesichts des sprunghaften Anstiegs der Risikoprämien an den Anleihemärkten sowie der Abwertung der Währung wurde der Notenbanksatz Ende August um 1 Prozentpunkt auf 6% angehoben, obgleich es Anzeichen für eine konjunkturelle Abschwächung als Folge der Entwicklungen in Asien gab. Auf diese Weise gelang es, die Lage an den Märkten zu stabilisieren. Danach wurden die Zinsen im September, Oktober und November 1998 (als Reaktion auf die Zinssenkungen in den USA) sowie im März 1999 jeweils um 0,25 Prozentpunkte zurückgenommen. Obgleich die Zinsen damit im Jahr 1998 per saldo gestiegen sind, haben sich die monetären Bedingungen unter dem Einfluß des schwächeren kanadischen Dollars insgesamt deutlich entspannt.

In Australien, wo die Geldpolitik darauf zielte, über den Konjunkturzyklus eine durchschnittliche Inflationsrate von 2–3% einzuhalten, zog die Inflation wieder etwas an, blieb aber unter 2%. Obgleich die Abwertung des australischen Dollars einen Anstieg der Großhandelspreise bei den Importgütern ausgelöst hat, haben sich die Verbraucherpreise nicht so stark erhöht, wie es vor dem Hintergrund der in der Vergangenheit zu beobachtenden Beziehung hätte erwartet werden können. Angesichts der günstigen Aussichten für die Preisentwicklung sowie der Erwartung, daß die Eintrübung des weltwirtschaftlichen Umfelds und die Asien-Krise das robuste Wirtschaftswachstum in Australien dämpfen könnten, wurden die Zinsen im Dezember um 0,25 Prozentpunkte auf 4,75% gesenkt, um die Konjunktur zu unterstützen.

Australien

In Neuseeland wurde der Ende 1996 eingeschlagene Kurs einer allgemeinen Lockerung der monetären Bedingungen – gemessen an einem Durchschnitt aus Zinssatz und Wechselkurs – im vergangenen Jahr fortgesetzt. Damit wurde den günstigen Aussichten für die Preisentwicklung Rechnung getragen, die zu einem guten Teil auf die während der vorangegangenen Abschwächungsphase entstandenen Überkapazitäten zurückzuführen sind. Ungewöhnlich war aber, daß die Lockerung vor allem durch sinkende Zinsen und nicht durch eine Abwertung der Währung zustande kam. Als Folge der jüngsten Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten und der damit verbundenen Zunahme der Risikoscheu stellten die Anleger in mehreren Währungen tendenziell Short-Positionen glatt. Zusammen mit der Einschätzung an den Märkten, daß die Phase der geldpolitischen Lockerung in Neuseeland vorüber sein könnte, führte dies zu einer Stärkung der neuseeländischen Währung.

Neuseeland

In Schweden wurde die Geldpolitik im Betrachtungszeitraum vor dem Hintergrund einer sich abschwächenden Konjunktur und einer gemessenen Inflationsrate, die infolge rückläufiger Hypothekarzinsen unter null gesunken war, gleichfalls gelockert. Da die Inflationsprognose einen Wert unter dem als Referenzgröße verwendeten Band von 1–3% für den von der Sveriges Riksbank zugrunde gelegten Zeithorizont von 1–2 Jahren ergab, wurde der Satz für Pensionsgeschäfte schrittweise von 4,35% im Juni 1998 auf 2,9% im März 1999 gesenkt. Da die schwedische Währung im zweiten Halbjahr 1998 ebenfalls nachgab, entspannten sich die monetären Rahmenbedingungen noch weiter.

Schweden

#### *Wechselkurse und Geldpolitik*

Die jüngste Erfahrung von Ländern mit expliziten Inflationszielen veranschaulicht, daß dem Wechselkurs im geldpolitischen Transmissionsmechanismus eine

Wechselkurs ist von Bedeutung für den Transmissionsprozeß ...

... und hat Einfluß auf die Inflation über zwei Kanäle

Problematik des Ausgleichs binnenwirtschaftlich bedingter Preisstörungen durch wechselkurspolitische Maßnahmen

Schlüsselrolle zukommt. Angesichts der engen Beziehung zwischen dem Wechselkurs und den Inlandspreisen beeinflussen zinspolitische Schritte die Inflation um so schneller und durchschlagender, je offener eine Volkswirtschaft ist. Wechselkursveränderungen wirken über zwei verschiedene Kanäle auf die Inflation, nämlich direkt über die Kosten importierter Endprodukte, die im Verbraucherpreisindex enthalten sind, und indirekt über den Effekt einer Veränderung des realen Wechselkurses auf die Gesamtnachfrage. Dies stellt die Geldpolitik vor wichtige Herausforderungen. Da die direkte Übertragung von Wechselkursänderungen vergleichsweise schnell wirkt, könnten die Zentralbanken in offeneren Volkswirtschaften im Prinzip engere Zielkorridore für die Inflationsrate ansteuern und eine kürzere Referenzperiode wählen. Allerdings kann die Strategie, binnenwirtschaftlich bedingte Ausschläge des Preisniveaus durch wechselkurspolitische Maßnahmen ausgleichen zu wollen, starke Schwankungen des nominalen und realen Wechselkurses erforderlich machen, die ausgeprägte Effekte auf die Wirtschaftstätigkeit haben könnten. Darüber hinaus besteht die Gefahr sich häufig ändernder Notenbankzinssätze. Um diese Risiken zu begrenzen, verfolgen die Zentralbanken, die sich an einem Inflationsziel orientieren, in der Regel einen eher gradualistischen Ansatz, bei dem Abweichungen der Inflation vom angestrebten Zielpfad erst im Zeitverlauf ausgeglichen werden. In einigen Fällen hat die Erfahrung mit dem Einfluß von Wechselkursänderungen es ratsam erscheinen lassen, den zugrundegelegten Zeithorizont weiter zu fassen. So stellt die Reserve Bank of New Zealand mittlerweile auf einen Zeitraum von 18–24 Monaten ab, nachdem bei der Einführung der Inflationssteuerung zunächst eine Periode von 6–18 Monaten gewählt worden war. Ein eher gradualistischer Ansatz ist auch dann angezeigt, wenn Unsicherheit hinsichtlich der Wirkungsintensität der Transmissionswege oder der gesamtwirtschaftlichen Lage besteht. Darüber hinaus kann ein derartiger Ansatz häufige Anpassungen der geldpolitischen Strategie vermeiden helfen. Dies erscheint deswegen wünschenswert, weil es zumeist schwierig ist, der Öffentlichkeit zu erläutern, daß Modifikationen in der Ausrichtung der Geldpolitik lediglich eine Reaktion auf neue Informationen und nicht ein Eingeständnis früherer Fehler darstellen.

Verwendung von MCI

Das Vorliegen eines Wechselkurskanals im monetären Transmissionsmechanismus ist zudem für die grundsätzliche Beurteilung und Bestimmung der geldpolitischen Ausrichtung von Bedeutung, denn sowohl der Wechselkurs als auch die Zinsen beeinflussen die Gesamtnachfrage, die Produktionslücke und den Preisauftrieb. Einige Zentralbanken verwenden einen sogenannten Monetary Conditions Index (MCI), der als gewichteter Durchschnitt eines kurzfristigen Zinssatzes und des Wechselkurses ermittelt wird. Er dient sowohl als geldpolitisches Instrument wie auch zur Erfassung von Änderungen in der Ausrichtung der Geldpolitik. Bei einem solchen Ansatz wird Schwankungen des Wechselkurses meist eher mit entsprechenden Anpassungen der kurzfristigen Zinsen begegnet, um den MCI auf einem bestimmten Niveau zu halten.

Allerdings ist es unter den Zentralbanken weithin unstrittig, daß es keine automatische Reaktion der Geldpolitik auf Wechselkursbewegungen geben sollte. Vielmehr hängt das angemessene Vorgehen davon ab, ob im Wechselkurs reale ökonomische Veränderungen ihren Niederschlag finden, auf die die Geldpolitik nicht reagieren sollte, oder ob Störungen der Preisentwicklung vorliegen, denen

die Geldpolitik angemessen Rechnung tragen sollte. Die explizite Verwendung eines MCI hat den Nachteil, daß sie Marktteilnehmer zu der Annahme verleiten könnte, die Zentralbank werde automatisch auf Änderungen des Wechselkurses antworten. Kommt es dann nicht zu dem erwarteten geldpolitischen Schritt, könnte dies an den Finanzmärkten den Eindruck schüren, daß die Zentralbank das Geschehen nicht mehr unter Kontrolle hat. Bei einer deutlichen Abwärtsbewegung des Wechselkurses könnten die Marktteilnehmer diese Entwicklung dann in ihrer Erwartungsbildung einfach fortschreiben. In einem solchen Umfeld muß es zentrales Anliegen der Geldpolitik werden, Spannungen an den Devisenmärkten zu vermeiden. In Kanada entstand eine solche Situation als Folge des Zahlungsausfalls Rußlands: Als die kanadische Währung unter starken Druck geriet, mußte die Bank of Canada die Zinsen abrupt anheben, um das Vertrauen an den Märkten wiederherzustellen. Da die Marktteilnehmer dazu neigen, Veränderungen des MCI bisweilen falsch zu deuten, kündigten vor kurzem sowohl die kanadische als auch die neuseeländische Zentralbank an, in Zukunft größere Schwankungen des MCI innerhalb einer weitgefaßten Bandbreite zuzulassen, bevor von seiten der Geldpolitik reagiert wird.

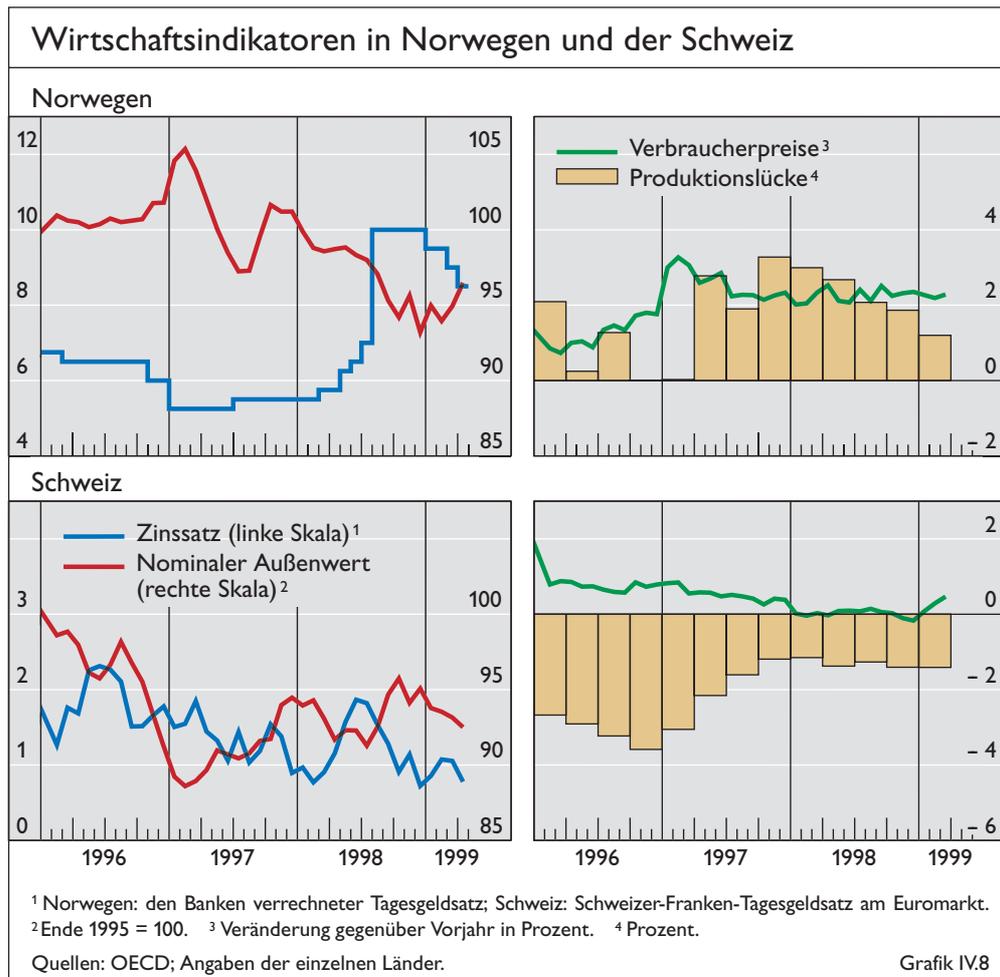
Auch in der Schweiz beeinflussten Wechselkursüberlegungen die Umsetzung der Geldpolitik im Berichtszeitraum. Seit dem Zusammenbruch des Systems fester Wechselkurse in den frühen siebziger Jahren haben Portfolioumschichtungen an den internationalen Finanzmärkten wiederholt zu Phasen der Aufwertung des Schweizer Frankens geführt, die die Konjunktur in der Schweiz tendenziell dämpften. Die Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten im Herbst 1998 lösten erneut eine solche Phase aus. Da die Inflationsrate praktisch bei null lag und eine beträchtliche Produktionslücke bestand, wurde die Verhinderung einer Aufwertung als besonders wichtig erachtet, um in einem Umfeld, das durch unzureichendes Wirtschaftswachstum gekennzeichnet war, einem Abwärtstrend der Preise entgegenzuwirken. Die Schweizerische Nationalbank begegnete diesen Herausforderungen mit einer reichlichen Liquiditätsversorgung und drückte den Tagesgeldsatz auf unter 1%, womit der in den letzten Jahren verfolgte Kurs einer stärker expansiv ausgerichteten Geldpolitik fortgesetzt wurde.

Wenn die kürzliche Einführung des Euro auch keine unmittelbaren Wirkungen auf den Wechselkurs des Schweizer Frankens hatte, so könnten doch etwaige längerfristige Veränderungen des realen Wechselkurses gegenüber dem Euro die wirtschaftliche Lage in der Schweiz angesichts der engen Handelsverflechtung mit den Ländern des Euro-Raums in erheblichem Maße beeinflussen. Die Schweizerische Nationalbank hat daher signalisiert, daß solche Entwicklungen – je nach ihrer Ursache und ihrem Ausmaß – die Geldpolitik möglicherweise zu entsprechenden Gegenmaßnahmen veranlassen würden. Eine dauerhafte Anbindung des Wechselkurses steht hingegen nicht zur Debatte. Da die Finanzmärkte offensichtlich mit einer nachhaltigen Aufwertung des Schweizer Frankens rechnen, würde eine Wechselkursbindung einen Anstieg des Zinsniveaus in der Schweiz mit sich bringen, der insbesondere die stark zinsabhängigen Wirtschaftsbereiche belasten würde.

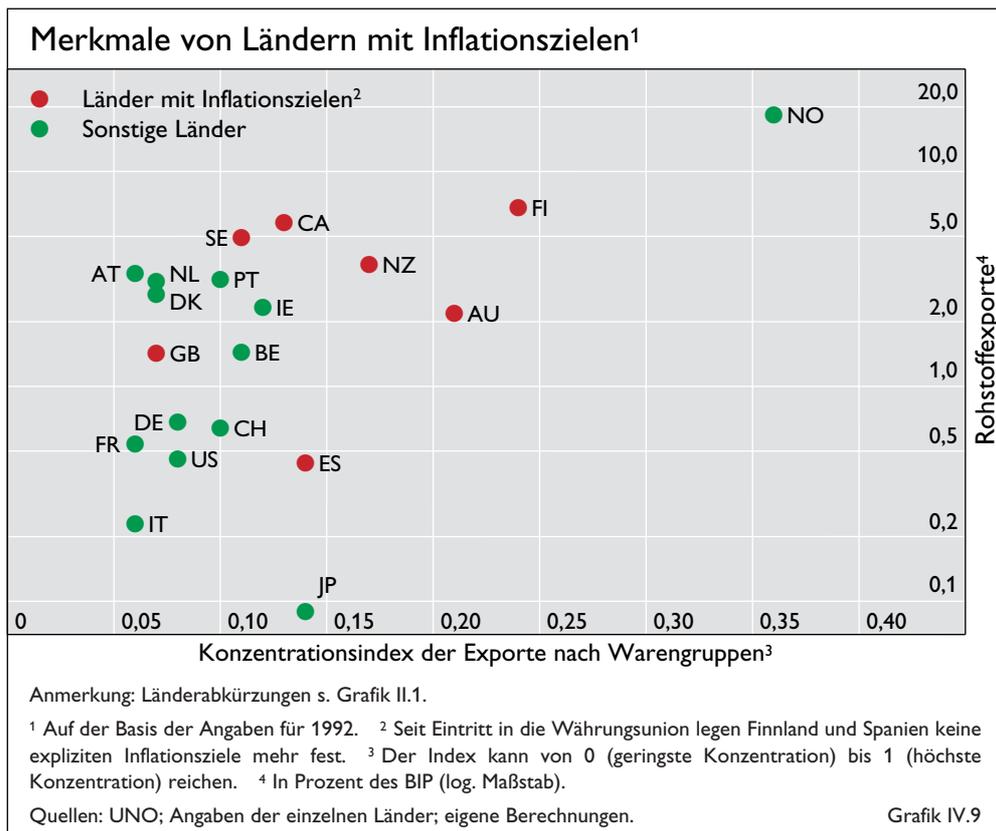
Auch in Norwegen spielten Wechselkursbewegungen für die zinspolitischen Entscheidungen im vergangenen Jahr eine bedeutende Rolle. Die Geldpolitik ist hier darauf ausgerichtet, den Wechselkurs gegenüber der ECU bzw. dem Euro in

Bedeutung des Wechselkurses für die Schweiz

Wechselkurs und Zinssätze in Norwegen



einem impliziten Band zu halten, jedoch ohne den Anspruch, diese Schwankungsmarge unter allen Umständen verteidigen zu wollen. Gemäß den Vorgaben der Regierung für die norwegische Zentralbank sollte die Geldpolitik bei ausgeprägten Wechselkursänderungen eingesetzt werden, um den Wechselkurs behutsam in die Bandbreite zurückzuführen. Als die norwegische Krone – ebenso wie die Währungen einer Reihe weiterer Länder, deren Exporte einen hohen Rohstoffanteil aufweisen – im August 1998 unter Abwertungsdruck geriet, wurden die Zinsen schrittweise um insgesamt 3 Prozentpunkte angehoben. Zusammengekommen wurden die Zinsen im Jahr 1998 um 4,5 Prozentpunkte heraufgesetzt, um dem Abwertungstrend der Krone entgegenzusteuern. Zwar dürfte die geldpolitische Straffung in diesem speziellen Fall durchaus geeignet gewesen sein, um einer Überhitzung der Konjunktur vorzubeugen, doch führt das skizzierte Beispiel auch vor Augen, welche Schwierigkeiten ein Wechselkursziel für Länder mit sich bringen kann, die potentiell großen Veränderungen der Terms of Trade ausgesetzt sind. Wie aus Grafik IV.9 hervorgeht, tendieren Länder, deren Exportstruktur stark durch die Ausfuhr von Rohstoffen und eine wenig differenzierte Produktpalette geprägt ist, denn auch eher dazu, die Geldpolitik an einem expliziten Inflationsziel auszurichten. Im Rahmen eines solchen Regimes ist die Zentralbank nur dann gehalten, auf Wechselkursbewegungen zu reagieren, wenn diese einen Einfluß auf die künftige Preisentwicklung haben.



## Geldpolitik bei Preisstabilität

Das Erreichen der Preisstabilität und die Wahrscheinlichkeit, zeitweise sogar bei fallenden Preisen Geldpolitik betreiben zu müssen, stellen die Zentralbanken vor eine Reihe von Fragen, z.B. ob mittels eines expliziten Ziels für die Geldwertstabilität verhindert werden kann, daß ein beobachteter Preisrückgang bei der Erwartungsbildung einfach als Trend in die Zukunft fortgeschrieben wird, und – falls dies zutrifft – welche Vor- und Nachteile dann mit einem Preisniveauziel bzw. einer Zielvorgabe für die Preissteigerungsrate verbunden sind. Darüber hinaus ist auch die Frage wichtig, ob die Geldpolitik in Phasen sinkender Preise möglicherweise grundsätzlich weniger wirksam ist. (Zur Erörterung der geldpolitischen Implikationen der stärkeren nominalen Preisrigiditäten, die durch die jüngste Phase sinkender Inflationsraten hervorgerufen wurden, s. Kapitel II.)

Eine Situation einmal erreichter Preisstabilität weckt die Befürchtung, daß sich ein Preisrückgang selbst verstärken und auf diese Weise zu einer Deflationsspirale führen könnte. Im Augenblick ist die Gefahr eines derartigen Szenarios allerdings wohl eher gering. Erstens sind in jüngerer Zeit nur in Australien, Japan, Schweden und der Schweiz die Verbraucherpreise gesunken, und dies zumeist auch nur über ein oder zwei Quartale hinweg. Darüber hinaus wiesen die ermittelten Kerninflationsraten in der Regel keine negativen Werte auf. Zweitens schlug sich in den niedrigen Inflationsraten vor allem der starke Rückgang der Öl- und anderer Rohstoffpreise nieder, der auch sinkende Importpreise zur Folge hatte. Da diese Preisrückgänge zum Teil den Effekt der weltweiten Abschwächung

Gefahr einer  
Deflationsspirale ...

... vermindert durch zunehmende Bedeutung der Preisstabilität für die geldpolitische Strategie

der Wirtschaftsentwicklung auf die Rohstoffnachfrage widerspiegeln, ist davon auszugehen, daß sie nur vorübergehender Natur sind. Tatsächlich deutet die Wende bei den Rohstoffpreisen seit Anfang 1999 darauf hin, daß sich der Preistrend an den internationalen Rohstoffmärkten umkehren könnte. Drittens haben die Zentralbanken in den letzten Jahren immer mehr darauf geachtet, die Inflationsrate nahe den expliziten oder impliziten Zielvorgaben zu halten, und sie haben hervorgehoben, daß es wichtig ist, bei Über- und Unterschreitungen dieses Ziels gleichermaßen zu reagieren. Im 20. Jahrhundert waren Phasen starker Preisrückgänge stets unmittelbar besonderen währungspolitischen Initiativen zuzuschreiben. Hierzu gehören beispielsweise die Rückkehr vieler Länder zum Goldstandard unter Verwendung der Vorkriegskurse in den zwanziger Jahren sowie die verfehlte Geldpolitik während der Weltwirtschaftskrise der dreißiger Jahre. Aus diesen Ereignissen dürften die Notenbanken wichtige Lehren gezogen haben. Heutzutage messen die Zentralbanken weltweit dem Ziel niedriger, aber noch positiver Inflationsraten größere Bedeutung bei, was die Wahrscheinlichkeit deflationärer Phasen verringern dürfte.

#### *Historischer Hintergrund*

Bei der Untersuchung der Wirkung rückläufiger Preise und der Frage nach den Anforderungen, die eine solche Situation für die Geldpolitik mit sich bringt, stellt sich u.a. das Problem, daß es seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs praktisch keine derartigen Entwicklungen gegeben hat. Es müssen daher ältere Daten herangezogen werden. Tabelle IV.1 zeigt die durchschnittlichen Inflationsraten sowie die Veränderungsrate der Produktion für zehn Länder zurück bis in die achtziger Jahre des letzten Jahrhunderts; unterschieden wird dabei nach Deflations- und Nichtdeflationsphasen. Weil kürzere vorübergehende Störungen einen deutlichen Einfluß auf das Preisniveau haben können, wird Deflation hier als eine Phase definiert, in der der Verbraucherpreisindex über mindestens zwei Jahre hinweg sinkt. Darüber hinaus werden jeweils die Zeiträume 1882–1913 und 1923–39 separat betrachtet, da sich die Deflationsphasen zwischen den beiden Weltkriegen möglicherweise von jenen vor dem Ersten Weltkrieg unterscheiden. Bei der Interpretation der Tabelle muß natürlich berücksichtigt werden, daß historische Daten oftmals eine geringere Qualität besitzen als jüngere Daten und daß sich die Struktur der Wirtschaft seit Ende des 19. Jahrhunderts grundlegend verändert hat, wobei die Produktion von Dienstleistungen, die wohl weniger konjunkturragibel ist, stark an Bedeutung gewonnen hat.

Preisrückgänge ohne darauffolgende Produktionsrückgänge vor dem Ersten Weltkrieg verbreitet

Aus der Tabelle geht hervor, daß Phasen deflationärer Entwicklung in der Zeit vor dem Ersten Weltkrieg relativ häufig auftraten. Noch bemerkenswerter ist jedoch, daß während dieser Perioden die Produktion weiterhin zunahm, wenn auch in geringerem Maße als in Zeiten steigender Preise. Demgegenüber gingen Deflationsphasen in der Zeit zwischen den beiden Weltkriegen mit Produktionsrückgängen einher. Dies scheint jedoch ausschließlich auf die Weltwirtschaftskrise zurückzuführen zu sein, die wohl durch geldpolitische Fehler hervorgerufen bzw. verstärkt wurde. Klammert man deshalb den Zeitraum zwischen 1930 und 1933 bei der Betrachtung aus, so zeigt sich, daß in anderen Perioden sinkender Preise zwischen den beiden Weltkriegen das Einkommen im Durchschnitt ebenfalls gestiegen ist. Nach der Analyse der historischen Entwicklung ist die Einschätzung,

Ausnahme: Weltwirtschaftskrise

Deflationsphasen im Überblick					
	Deflationsphasen <sup>1</sup>		Nichtdeflationsphasen		Nachrichtlich: Anzahl Deflations- jahre
	Preise	Produktion	Preise	Produktion	
	Durchschnittliches jährliches Wachstum in Prozent				
<b>1882–1913</b>					
USA	-3,7	-1,2	1,4	4,4	5
Japan <sup>2</sup>	-3,7	1,8	4,4	2,7	4
Deutschland	-2,0	4,0	1,8	2,6	8
Frankreich	-1,1	2,1	0,2	1,6	2
Italien	-1,2	1,3	1,4	2,2	14
Vereinigtes Königreich	-3,0	1,4	1,0	1,9	8
Kanada	-4,7	1,1	1,1	4,6	3
Belgien	-4,2	1,6	1,5	2,1	8
Schweden	-2,8	2,0	2,2	3,3	12
Dänemark	-3,5	2,8	1,8	3,0	10
<i>Durchschnitt</i>	-3,0	1,7	1,7	2,8	7
<b>1923–39</b>					
USA	-4,2	-3,8	1,8	7,3	8
Japan	-6,7	0,9	5,7	6,6	8
Deutschland <sup>3</sup>	-6,4	-2,2	1,6	7,1	4
Frankreich	-5,8	-1,9	10,2	3,7	5
Italien	-5,4	1,1	6,1	3,4	8
Vereinigtes Königreich	-3,1	0,6	1,9	4,1	9
Kanada	-6,2	-8,6	0,6	6,6	4
Belgien	-5,6	-1,1	8,7	2,6	5
Schweden	-3,0	2,7	1,5	4,2	8
Dänemark	-5,0	2,3	3,0	3,5	7
<i>Durchschnitt</i>	-5,1	-1,0	4,1	4,9	7
darunter: 1923–39 ohne 1930–33					
USA	-1,6	1,1	1,8	7,3	4
Japan	-4,2	0,5	6,3	7,9	6
Deutschland <sup>4</sup>	-	-	1,6	7,1	0
Frankreich	-6,1	-1,8	11,1	4,4	2
Italien	-5,5	3,1	6,1	3,4	4
Vereinigtes Königreich	-2,3	1,8	1,9	4,1	5
Kanada	-	-	0,6	6,6	0
Belgien	-3,8	1,3	9,6	2,7	2
Schweden	-3,3	5,9	1,5	4,2	4
Dänemark	-5,8	3,0	2,9	3,5	4
<i>Durchschnitt</i>	-4,1	1,9	4,4	5,1	4

<sup>1</sup> Deflation definiert als mindestens zwei aufeinanderfolgende Jahre des Preisrückgangs. <sup>2</sup> 1885–1913.  
<sup>3</sup> 1926–38. <sup>4</sup> 1926–29 und 1934–38.  
Quellen: B.R. Mitchell, *International Historical Statistics: Europe 1750–1993*, Macmillan, 1998; US Department of Commerce, Bureau of the Census, *Historical Statistics of the US*, 1975. Tabelle IV.1

Deflation führe zu sinkender Produktion, offenbar weitgehend durch die Erfahrung der Weltwirtschaftskrise geprägt.

Interessant ist die Überlegung, warum Phasen sinkender Preise – mit Ausnahme der frühen dreißiger Jahre – nicht auch von einer rückläufigen Produktionsentwicklung begleitet wurden. Hierfür bieten sich zwei Erklärungen an. Da

Preisrückgänge entweder durch eine Verringerung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage oder durch eine Ausweitung des gesamtwirtschaftlichen Angebots hervorgerufen werden können, könnte ein erster Erklärungsansatz darin bestehen, daß Phasen rückläufiger Preise in der Geschichte in Zeiten relativ günstiger Veränderungen des gesamtwirtschaftlichen Angebots aufgetreten sind. In diesem Zusammenhang ist an die Verbreitung technischer Neuerungen zu denken, wie etwa Eisenbahn und Elektrizität Ende des 19. Jahrhunderts oder Computer und Telekommunikation in jüngerer Zeit. Ein zweiter Erklärungsansatz besteht darin, daß die Preisrückgänge nicht stark genug waren oder nicht lange genug anhielten, um die Erwartung auch in Zukunft sinkender Preise entstehen zu lassen. Diese Vermutung wird durch die Beobachtung gestützt, daß die langfristigen Zinsen – außer während der Weltwirtschaftskrise – in Zeiten sinkender Preise in der Regel nicht nennenswert zurückgingen. Hierin dürfte zum Ausdruck kommen, daß die Finanzmarktakteure Preisrückgänge als eine vorübergehende Erscheinung bewerteten.

#### *Vorgabe eines Ankers für die Erwartungsbildung*

Die These, die Weltwirtschaftskrise sei dadurch verschärft worden, daß Preisrückgänge tendenziell auch die Erwartung in Zukunft sinkender Preise hervorgerufen, legt die Schlußfolgerung nahe, daß es für die Zentralbanken wichtig ist, nach Möglichkeit eine niedrige Preissteigerungsrate als Anker für die Inflationserwartungen vorzugeben, damit diese weniger stark auf aktuelle wirtschaftliche Entwicklungen reagieren. Da die Preisbildung durch die Einschätzung der künftigen Preisentwicklung mitbestimmt wird, kann eine Stabilisierung der langfristigen Erwartungen außerdem bewirken, daß eine konjunkturelle Abschwächung weniger stark auf die Preise durchschlägt.

Um zu verhindern, daß sich ein Preisrückgang durch entsprechende Erwartungsbildung selbst verstärkt, kann die Zentralbank z.B. eine quantitative Definition von Preisstabilität vornehmen. In jüngerer Zeit sind mehrere Zentralbanken dazu übergegangen, explizite Zielwerte für die Inflationsrate als Kern ihrer geldpolitischen Konzeption zu formulieren. In einem Umfeld, in dem es einem Rückgang des Preisniveaus entgegenzusteuern gilt, stellt sich allerdings die Frage, ob nicht eine explizite Zielvorgabe für das Preisniveau selbst (die möglicherweise im Zeitverlauf steigen könnte) von Vorteil wäre. Ein Unterschied zwischen einer Zielvorgabe für die Preissteigerungsrate und einer Zielvorgabe für das Preisniveau selbst besteht darin, daß die Zentralbank zur Einhaltung von Preisniveauezielen frühere Zielverfehlungen auf jeden Fall rückgängig machen muß, während dies bei Abweichungen von der angestrebten Inflationsrate nicht der Fall ist. Dieser Unterschied kann in einer Situation, in der die Preise unerwartet sinken, entscheidend sein. Wenn die Zentralbank ein Inflationsziel anstrebt, muß sie die Inflationsrate lediglich wieder auf den formulierten Zielpfad bringen. Bei einem Preisniveaueziel muß die Zentralbank dagegen auch das Zurückbleiben hinter dem Zielwert ausgleichen. Im Ergebnis bedeutet dies, daß die auf kurze Sicht erwartete Inflationsrate im Falle eines plötzlich sinkenden Preisniveaus unter einem geldpolitischen Regime mit Preisniveaueziel vergleichsweise höher ausfällt als bei einer an der Inflationsrate ausgerichteten Konzeption. Das heißt wiederum, daß unter einem Preisniveaueziel möglicherweise niedrigere reale Zinsen erwartet werden

Bedeutung der  
Vorgabe eines  
Ankers für die  
Erwartungsbildung

Preisniveaueziele und  
Inflationsziele

und die Geldpolitik stärker stimulierend wirken kann als bei einem Inflationsziel. Diese Überlegungen dürften auch eine Erklärung dafür liefern, weshalb das einzige Beispiel für ein explizites Preisniveaueziel einer Zentralbank – das die Sveriges Riksbank einfuhrte, als sie die Wechselkursparität 1931 für kurze Zeit aufgegeben hatte – aus einer Zeit stammt, in der es die Hauptaufgabe der Geldpolitik war, deflationären Tendenzen entgegenzuwirken.

Für grundsätzlich jedes geldpolitische Ziel gilt aber natürlich, daß es glaubwürdig sein muß, wenn es von Nutzen sein soll. Daher dürfte es besser sein, wenn ein solches Ziel bereits hinreichend lange vor einer Phase sinkender Preise eingeführt wurde. Wird ein expliziter Zielwert erst dann angekündigt, wenn das Preisniveau bereits unter deutlichen Abwärtsdruck geraten ist, so besteht die Gefahr, daß die geldpolitisch Verantwortlichen nicht in der Lage sein werden, die selbstgesetzte Vorgabe einzuhalten.

Bedeutung der Glaubwürdigkeit

#### *Bedeutung niedriger Inflationsraten für die Geldpolitik*

Es besteht weithin Einvernehmen darüber, daß dauerhaft auf sehr niedrigem Niveau gehaltene Inflationsraten ein günstiges Umfeld für wirtschaftliches Wachstum bieten und aus diesem Grunde wünschenswert sind. Da sich die Inflationsraten in einer Reihe von Ländern nahe bei null bewegen, dürften sich die Zentralbanken in Zukunft jedoch häufiger auch mit kurzen Phasen sinkender Preise konfrontiert sehen. Ein mögliches Problem könnte in diesem Zusammenhang sein, daß sich die Nominallöhne als nach unten starr erweisen könnten. Wenn dies der Fall ist, könnte ein Rückgang des Preisniveaus zu einem Anstieg der Reallöhne führen, der sich lähmend auf die Beschäftigung und die gesamtwirtschaftliche Aktivität auswirkt. Ein anderes Problem ergibt sich daraus, daß es nicht möglich ist, die nominalen Zinsen negativ werden zu lassen. Wenn ein kontraktiver Nachfrageschock auftreten sollte und die Preise zu fallen beginnen, hätte dies einen Anstieg der Realzinsen zur Folge, der die Nachfrage zusätzlich dämpfen könnte.

Mögliche Nominallohnrigidität nach unten ...

Empirisch ist die These nach unten starrer Nominallöhne keineswegs eindeutig zu belegen. Darüber hinaus gibt es zwei weitere Gründe, die Rolle starrer Löhne nicht überzubewerten. Da Phasen des Preisrückgangs in der jüngeren Vergangenheit selten waren, ist es nicht verwunderlich, daß auch Senkungen der Nominallöhne kaum beobachtet werden konnten. Die Flexibilität der Nominallöhne nach unten könnte durchaus zunehmen, wenn die durchschnittlichen Inflationsraten über einen längeren Zeitraum hinweg nahe bei null liegen. Relativiert wird die Bedeutung einer Starrheit der Nominallöhne nach unten ferner dadurch, daß die Lohnstückkosten selbst bei unveränderten Löhnen sinken können, sofern die Produktivität steigt.

... nicht überzubewerten

Bislang gibt es auch keinen Aufschluß darüber, ob und gegebenenfalls in welchem Ausmaß die Geldpolitik bei sinkenden Preisen an Wirksamkeit einbüßt, weil die nominalen Zinssätze nicht negativ werden können. Die erwarteten realen langfristigen Zinssätze sind im Rahmen des monetären Transmissionsmechanismus wohl von größerer Bedeutung als die tatsächlichen realen kurzfristigen Zinsen. Ein Preisverfall dürfte, wie oben erörtert, daher nur dann bedenklich sein, wenn er so lange anhält, daß auch für die Zukunft mit sinkenden Preisen gerechnet wird. Überdies beeinflußt die Geldpolitik die Gesamtnachfrage nicht allein über das reale Zinsniveau, sondern auch über den Wechselkurs und die Verfügbarkeit von

Untere Grenze der nominalen Zinssätze bei null

Kredit. So kann die Rückführung der kurzfristigen Nominalzinsen auf null durchaus ausreichen, um auf dem Weg über eine Abwertung der Währung die Nachfrage zu beleben – vorausgesetzt natürlich, daß sich nur einzelne Länder dieser Strategie bedienen. Auch geldpolitische Maßnahmen, die auf eine weniger restriktive Kreditvergabe zielen, dürften sich selbst dann als effektiv erweisen, wenn die Nominalzinsen nahe bei null liegen.

Ein anhaltend sinkendes Preisniveau stellt allerdings ein gravierendes Problem dar, soweit auch die Preise von Vermögenswerten betroffen sind. Eine besondere Schwierigkeit sind in diesem Zusammenhang Rückgänge bei den Preisen von Vermögenswerten, die als Sicherheiten für Bankkredite dienen. Da zwischen realen Zinsen und den Preisen von Vermögenswerten ein negativer Zusammenhang besteht, könnte ein Anstieg der realen Zinsen aufgrund einer deflationären Entwicklung den Wert von Sicherheiten stark beeinträchtigen und so zu einer Verschärfung der Kreditkonditionen führen, die die kontraktiven Tendenzen möglicherweise zusätzlich verstärkt. Wie die jüngsten Erfahrungen in Japan vermuten lassen, wo der Preisverfall von Vermögenswerten seit Anfang der neunziger Jahre das Bankensystem grundlegend geschwächt hat, beeinflußt ein Rückgang des Preisniveaus die Wirtschaftslage möglicherweise am stärksten durch seinen Effekt auf das Bankensystem.