

IV. Geldpolitik in den entwickelten Industrieländern

Schwerpunkte

Der Beobachtungszeitraum stand im Zeichen von Unsicherheiten sowie eines grundlegenden Kurswechsels in der Geldpolitik. Vor dem Hintergrund eines starken Wirtschaftswachstums und steigender Inflationsraten setzten die kurzfristigen Zinsen ihren Anstieg Anfang des letzten Jahres in vielen Ländern allgemein fort. Im weiteren Jahresverlauf kehrte sich der Zinszyklus jedoch weltweit um, als der Eindruck entstand, daß sich die Konjunktur rasch abzuwächen begann. Anfang 2001 deuteten immer mehr Anzeichen darauf hin, daß in einer Anzahl von Ländern tatsächlich ein erheblicher Konjunkturabschwung eingesetzt hatte, was die Zentralbanken generell zur Senkung der Notenbankzinsen veranlaßte. Trotz dieses Richtungswechsels in der Beobachtungsperiode tendierten die langfristigen Zinssätze in den wichtigsten Industrieländern grundsätzlich nach unten, und die Renditenstrukturkurven näherten sich mehr und mehr einer Inversion. Nach März 2001 kehrten jedoch wieder normalere Verhältnisse ein.

In den USA wurden die weltweiten Entwicklungstrends in der Wirtschaftslage und an den Finanzmärkten am sichtbarsten. Die Geldpolitik wurde im ersten Halbjahr 2000 weiter gestrafft, doch Anfang 2001, als sich eine drastische Konjunkturumkehr abzeichnete, wurde die Straffung wieder rückgängig gemacht. Die Federal Reserve senkte die Zinssätze zweimal unerwartet zwischen zwei offiziellen Sitzungsterminen, u.a. um die Finanzmärkte zu stützen, denn diese beeinflussen die Höhe der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage in den USA wohl stärker als in anderen Ländern.

In Japan wurde die Nullzinspolitik im August aufgegeben, da die Zentralbank die wirtschaftliche Erholung nunmehr als selbsttragend erachtete und die Bedenken hinsichtlich des Risikos einer Deflation nachließen. Nachdem der Abwärtsdruck auf die Preise im Herbst gewachsen war und sich das Wirtschaftswachstum gegen Jahresende deutlich abgeschwächt hatte, lockerte die Bank of Japan Anfang 2001 die geldpolitischen Bedingungen ebenfalls. Besondere Besorgnis erregte der allmähliche, aber insgesamt beträchtliche Rückgang der Aktienkurse. Es wurde befürchtet, daß er die Stabilität des Finanzsystems beeinträchtigen würde, da klare Zeichen fehlten, daß im Bankensektor tatsächlich ernsthaft mit der Sanierung begonnen worden war.

Im Euro-Raum verharrte die Inflation im Frühjahr letzten Jahres nahe bei 2% und damit an der oberen Grenze der Definition von Preisstabilität im Eurosystem. Im Sommer zog sie jedoch sprunghaft an und stieg im Herbst weiter, was auf die höheren Ölpreise und den sich abschwächenden Euro-Wechselkurs zurückzuführen war. Diese Entwicklungen trugen dazu bei, daß die Notenbanksätze mehrfach angehoben wurden. Als sich die Entwicklungen

umkehrten, verringerte sich der Preisanstieg, aber bis Anfang 2001 gab es keine eindeutigen Hinweise auf eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums. Da die Inflationsrate den Projektionen des Eurosystems zufolge nur langsam in den Bereich der Preisstabilität zurückkehren würde, wurde erst im Mai entschieden, die Zinsen zu senken.

Auch in vielen Ländern, die ein explizites Inflationsziel verfolgen, drehte der Zinszyklus. In der ersten Hälfte der Berichtsperiode wurde die letzte Phase der vorangegangenen geldpolitischen Straffung abgeschlossen. Der Anstieg der Inflationsraten, den die meisten dieser Volkswirtschaften Ende 2000 verzeichneten, wurde als das Ergebnis vorübergehender Einflüsse, z.B. des Ölpreisanstiegs, angesehen. Ein weiteres Anziehen der Geldpolitik wurde als nicht erforderlich erachtet. Zu Jahresbeginn 2001 senkten die wichtigsten Zentralbanken mit explizitem Inflationsziel die Zinsen, da die kurzfristigen Wachstumsprognosen nach unten revidiert worden waren.

Daß in Volkswirtschaften auf der ganzen Welt niedrige Inflationsraten erreicht und aufrechterhalten wurden, während die Finanzmärkte weiter wuchsen, hat wichtige Folgen für die Zentralbanken. Eine besondere Schwierigkeit ist die Wahl der Indikatoren, auf die bei der Festsetzung der Notenbankzinsen Gewicht gelegt werden soll. Auf diesem Gebiet haben die Zentralbanken eine breite Palette an Informationsvariablen aus der Realwirtschaft und zunehmend auch von den Finanzmärkten untersucht. Die Bedeutung der Kommunikation mit den Finanzmärkten ist gewachsen, und bei der Wahl des geeigneten Zeitpunkts für geldpolitische Beschlüsse müssen die Entscheidungsträger deren Reaktion vermehrt berücksichtigen.

USA

Inflationsdruck

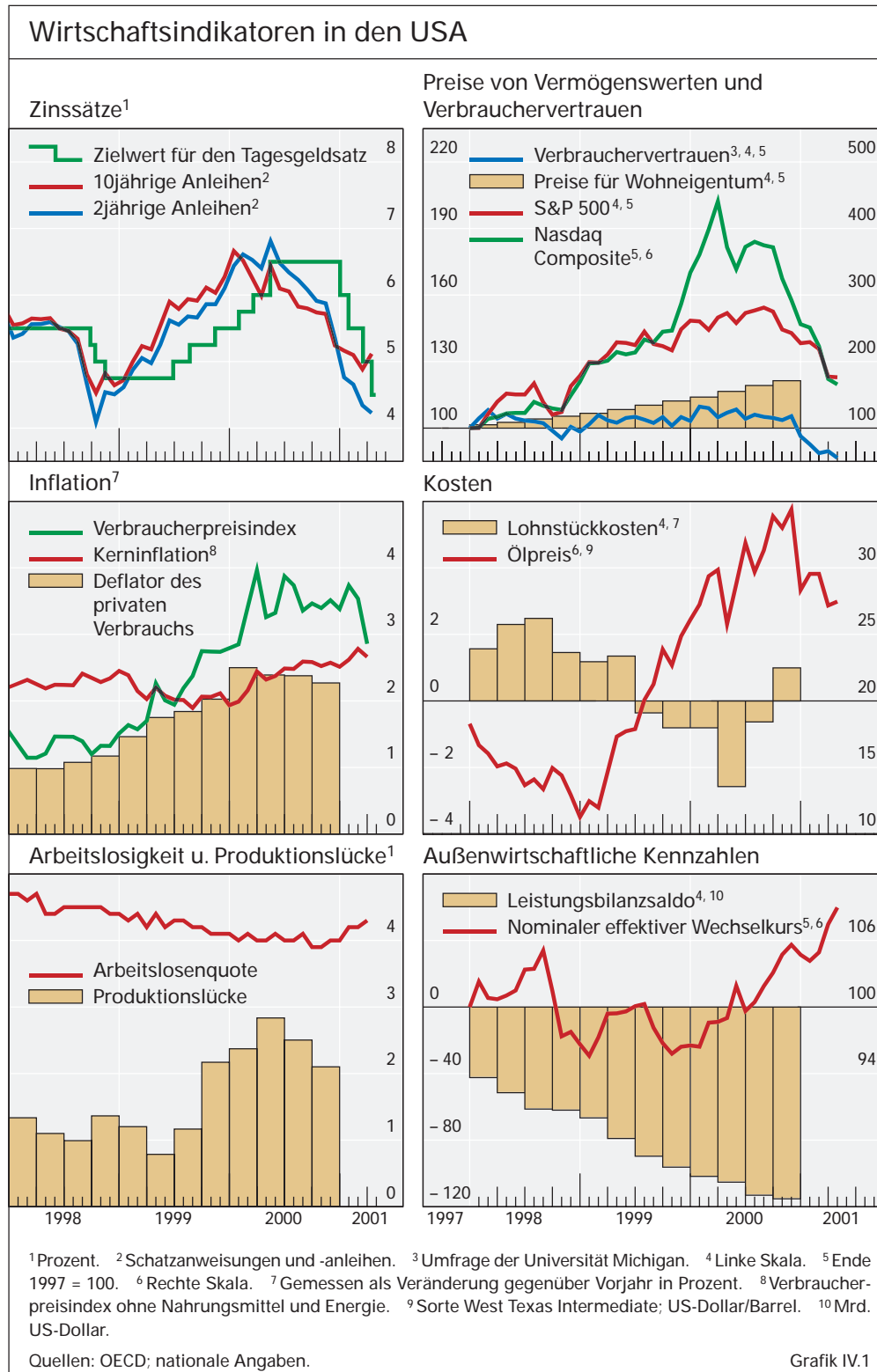
Die Beobachtungsperiode gestaltete sich für die geldpolitischen Entscheidungsträger schwierig. Während der ersten drei Quartale 2000 schien sich inflationärer Druck aufzubauen. Gleichzeitig warnten jedoch die Aktienkurse und andere Finanzindikatoren vor einem bevorstehenden Rückgang bei den Konsum- und Investitionsausgaben. Darüber hinaus trübte die Unsicherheit über das zukünftige Produktivitätswachstum die Inflationsaussichten sowie die Erwartungen für die Unternehmensgewinne und die kurzfristige Stabilität an den Finanzmärkten. Gegen Ende 2000 kündigten neue Daten dann eine krasse Konjunkturabschwächung an. Die potentielle Tiefe und Dauer des erwarteten unterdurchschnittlichen Wirtschaftswachstums waren mit erheblicher Unge- wißheit behaftet. Wie rasch die Geldpolitik gelockert werden sollte, insbesondere angesichts der Möglichkeit eines unerwünschten Wiederanstiegs der Aktienkurse, erforderte ein ungewöhnlich gutes Urteilsvermögen sowohl über die Wirtschaft als auch über die Marktpsychologie.

Weitere Straffung
der Geldpolitik bis
Mai 2000 ...

Der Anfang der Berichtsperiode fiel mit dem Höhepunkt einer ein- jährigen Straffung der Geldpolitik durch die Federal Reserve zusammen. Die Erhöhung des Ziels für den Tagesgeldsatz um 50 Basispunkte im Mai 2000 – nach Anhebungen um insgesamt 1¼ Prozentpunkte seit Juni 1999 – war Teil eines wohl dosierten Versuchs, einer raschen Ausweitung der gesamt- wirtschaftlichen Nachfrage mit Risiken für die Inflation entgegenzuwirken.

Im späten Frühling und im Sommer ließen die Frühindikatoren jedoch auf eine einsetzende konjunkturelle Verlangsamung schließen. Dies veranlaßte den Offenmarktausschuß (FOMC), den Zielsatz für Tagesgeld vorerst nicht weiter zu erhöhen, obwohl er seine Tendenzangabe („bias“) zugunsten einer geldpolitischen Straffung aufrechterhielt. Den Herbst über war das Risiko einer steigenden Inflation in der Einschätzung des FOMC weiterhin

... aber im Herbst immer noch drohender Inflationsanstieg



ausschlaggebend. Einerseits schwankte die Kerninflation zwar nach wie vor um 2%, was als mit Preisstabilität vereinbar erachtet wurde, und die Anzeichen einer wirtschaftlichen Verlangsamung mehrten sich. Doch andererseits schienen die langfristigen Inflationserwartungen angesichts der anhaltend hohen Ölpreise zu steigen, während die immer noch angespannte Lage an den Arbeitsmärkten, die in höheren Einkünften aus unselbständiger Arbeit und gestiegenen Lohnstückkosten zum Ausdruck kam, die Kerninflation in die Höhe zu treiben drohte.

Anzeichen
beträchtlicher
Verlangsamung
Ende 2000

Im Dezember war deutlich geworden, daß eine beträchtliche Verlangsamung des Wirtschaftswachstums eingesetzt hatte, wie der starke Rückgang der Einzelhandelsumsätze, die übermäßige Lageraufstockung, die markanten Vermögenseinbußen bei den Verbrauchern und die abrupten Vertrauensverluste bei Verbrauchern und Unternehmen zeigten. Gleichzeitig verschlechterten sich die Finanzierungsbedingungen an den Märkten für Aktien und Unternehmensschuldtitle erheblich (Kapitel VI).

Anfang 2001
überraschende
Zinssenkung ...

Als Reaktion darauf senkte der FOMC am 3. Januar 2001 die Notenbankzinsen, nachdem er bereits im Dezember seinen „bias“ geändert hatte, um dem gestiegenen Risiko einer konjunkturellen Schwäche Rechnung zu tragen. Zeitpunkt und Ausmaß der Änderung – nämlich zwischen zwei Sitzungsterminen und doppelt so groß wie üblich – schienen die Märkte zu überraschen, denn die Aktienkurse stiegen stark an, und die langfristigen Anleihekurse fielen. Mit dem überraschenden Schritt sollte vermutlich eine prompte Reaktion auf die sich abzeichnende Entwicklung demonstriert werden, um dem Vertrauen der Verbraucher und der Finanzmarktteilnehmer Auftrieb zu geben. Nach einer Senkung des Ziels für den Tagesgeldsatz um weitere 50 Basispunkte in der FOMC-Sitzung Ende Januar und der anhaltenden Verbesserung der Finanzmarktlage mit Ausnahme der Aktienkurse schien es möglich, daß eine längere Periode langsamen Wachstums vermieden werden könnte. Unter Berücksichtigung der Wirkung dieser Zinssenkung gab die Federal Reserve Mitte Februar die Prognose ab, daß das jährliche Wirtschaftswachstum im Jahresverlauf 2001 nur leicht unter seinen geschätzten langfristigen Potentialpfad absinken würde und daß die Inflation – gemessen am Deflator für den privaten Verbrauch – bei rund 2% liegen würde. Aber mit der Zeit wurde mit dem Bekanntwerden weiterer Daten ein längerer und stärkerer Rückgang immer wahrscheinlicher. Bei seiner Sitzung im März senkte der FOMC die Zinsen noch einmal um 50 Basispunkte und wiederholte diesen Schritt am 18. April nach einer Konsultation zwischen zwei Sitzungsterminen sowie am 15. Mai. Damit wurde das Ziel für den Tagesgeldsatz in den ersten fünf Monaten 2001 um insgesamt 250 Basispunkte zurückgenommen, was der stärksten Lockerung seit dem Zweiten Weltkrieg entspricht. Der Abstand zwischen den langfristigen und den kurzfristigen Zinssätzen hatte sich im Jahr 2000 generell verengt, doch kehrte sich diese Entwicklung Anfang 2001 im Anschluß an die geldpolitischen Lockerungen wieder um. Die Rendite für 10jährige Schatzanweisungen stieg beispielsweise vom 23. März bis zum 20. April um 56 Basispunkte.

... eng gefolgt von
vier weiteren
Herabsetzungen

In den letzten Quartalen lag der Entwicklung der Geldpolitik in den USA wie schon in den Jahren zuvor eine Diskussion über die Frage zugrunde, ob

sich die tragfähige Produktivitätswachstumsrate erhöht hatte (s. die Erörterung der geldpolitischen Indikatoren weiter unten). Während der vorangegangenen Phase der geldpolitischen Straffung war der Federal Reserve sehr daran gelegen gewesen, genaue Schätzungen der Produktionslücke zu erhalten, um die Konsequenzen der robusten gesamtwirtschaftlichen Nachfrage für die Inflation beurteilen zu können. Als im vierten Quartal 2000 die Aktienkurse weiter zurückgingen und sich das Produktionswachstum stark verlangsamte, richtete sich das Interesse der geldpolitischen Entscheidungsträger und der Marktteilnehmer dagegen vorübergehend auf die kürzerfristigen Aussichten für das Produktivitätswachstum. Es wurde gehofft, daß die Produktivitätssteigerungen aufrechterhalten und die Unternehmensgewinne, Aktienkurse und Ausgaben dadurch gestützt würden. Eine solche Entwicklung (Kapitel II) würde auch bedeuten, daß einige der erkennbaren Ungleichgewichte in der US-Wirtschaft von größerer Tragfähigkeit wären, als vielleicht zu vermuten gewesen war. Wenn natürlich das Produktivitätswachstum durch einen Rückgang der Arbeitsstunden auf seinem höheren Niveau gehalten würde und dies mit niedrigerer Beschäftigung und niedrigerem Einkommen der privaten Haushalte einherginge, bliebe die Gefahr bestehen, daß das Vertrauen der Verbraucher dennoch beeinträchtigt würde.

Anhaltende Unsicherheit bezüglich Produktivitätswachstum

Japan

Angesichts eines beträchtlichen BIP-Wachstums und einer steigenden Industrieproduktion im Frühjahr 2000 sah sich die Bank of Japan mit der schwierigen Frage konfrontiert, ob und gegebenenfalls wann sie die Nullzinspolitik, die sie ein Jahr zuvor eingeführt hatte, aufgeben sollte. Der Policy Board war zunehmend der Meinung, daß der anhaltende Rückgang der Verbraucherpreise in erster Linie angebotsseitige Entwicklungen widerspiegelte, darunter Deregulierung und Veränderungen der Vertriebskanäle. Der durch eine Nachfrageschwäche hervorgerufene Abwärtsdruck auf die Preise schien nachzulassen. Als der Preisrückgang (ohne frische Nahrungsmittel) im Frühjahr im Vorjahresvergleich stabil bei -0,3% gelegen hatte und es einige Anzeichen für eine bevorstehende konjunkturelle Erholung gab, wurde das Ziel für den Tagesgeldsatz im August auf 0,25% angehoben. Obwohl damit die geldpolitischen Bedingungen leicht gestrafft wurden, vertrat die Bank of Japan die Auffassung, daß die Geldpolitik im Ergebnis weiter expansiv wirkte.

Sinkende Preise, aber Anhebung der Zinsen

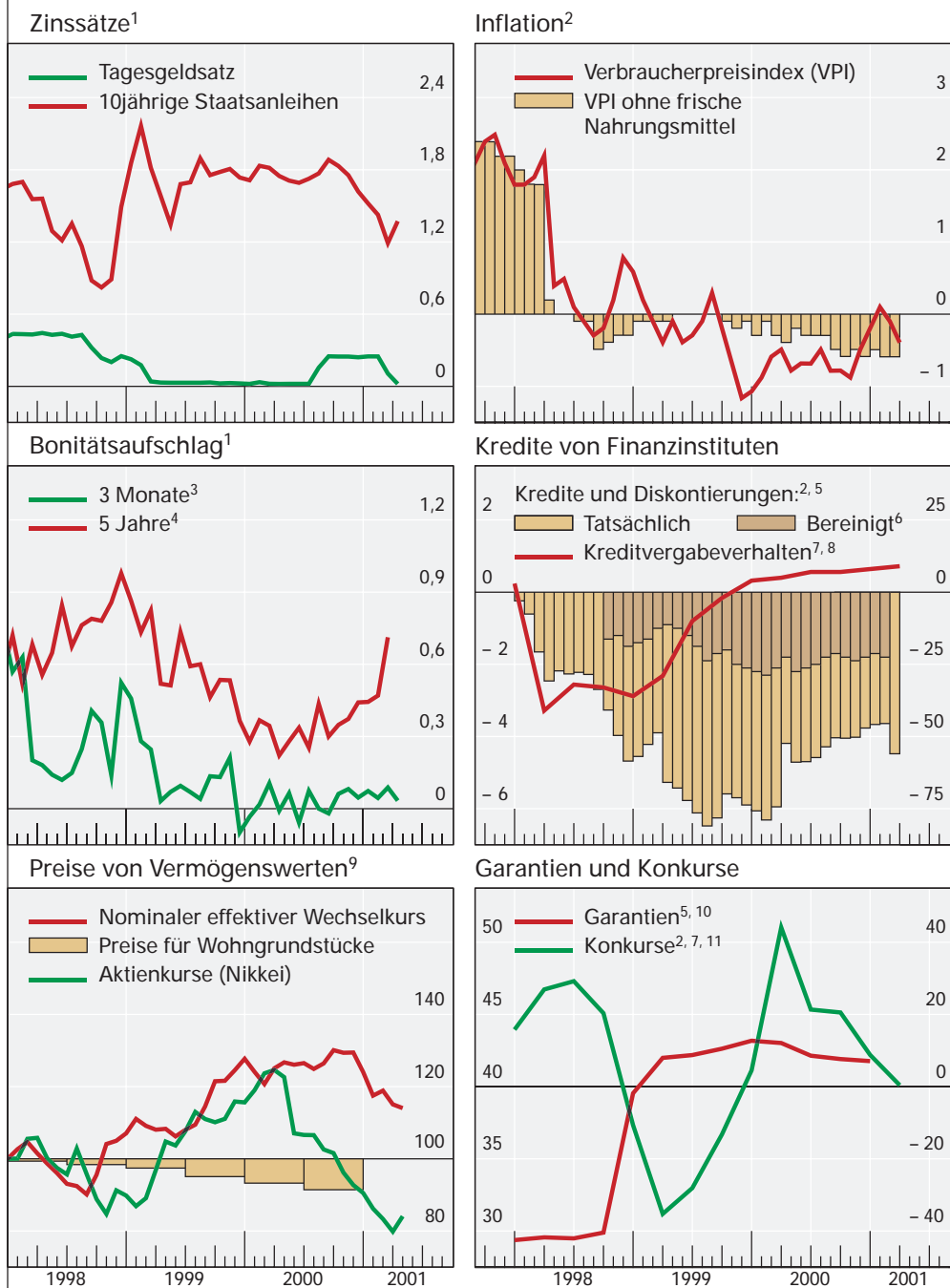
Im Herbst und Winter verlangsamte sich das Wirtschaftswachstum jedoch wieder, und der Rückgang der Verbraucherpreise beschleunigte sich. Die Renditen langfristiger Anleihen, die über einen Großteil des Jahres stabil geblieben waren, fielen von 1,8% im Oktober auf 1,7% im Dezember und erreichten Anfang März 2001 einen Stand von 1,1%. Dieser Rückgang deutete darauf hin, daß die Finanzmärkte eine weitere Abschwächung der Wirtschaft erwarteten. Zudem wurde immer deutlicher, daß es beim Abbau des Bestandes an notleidenden Krediten kaum Fortschritte gegeben hatte, da Abschreibungen durch neue notleidende Kredite ersetzt wurden.

Verlangsamung des Wirtschaftswachstums ...

Mehrere Faktoren trugen zu diesen Entwicklungen bei. Insbesondere führte der Einbruch der Exporte in asiatische Länder, der weitgehend auf den

... im Zuge der Abschwächung in den USA und der Aktienbaisse

Wirtschaftsindikatoren in Japan



¹ Für Hochzinsanleihen; Prozent und Prozentpunkte. ² Gemessen als Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. ³ Tägliches Geld (unbesichert) abzüglich Schatzwechsel. ⁴ Bankschuldverschreibungen abzüglich Staatsanleihen. ⁵ Linke Skala. ⁶ Unter anderem um Verbriefungen, Kreditwertberichtigungen und Wechselkursänderungen. ⁷ Rechte Skala. ⁸ Differenz zwischen positiven und negativen Antworten aus der Sicht der Wirtschaftsunternehmen in Prozentpunkten. ⁹ Ende 1997 = 100. ¹⁰ Ausstehende Garantieverpflichtungen (Bio. Yen). ¹¹ Anzahl Unternehmenskonkurse.

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

Grafik IV.2

Einfluß des US-Abschwungs auf diese Volkswirtschaften zurückzuführen war, im ersten Quartal 2001 zu einem Rückgang der Industrieproduktion. Außerdem wurde die beginnende Erholung dadurch beeinträchtigt, daß der Verfall der Aktienkurse ab Frühjahr 2000 die Kreditvergabemöglichkeiten der Banken

weiter eingeschränkt hatte. In der Vergangenheit hatten die Banken den Einfluß der Verluste aus dem Kreditgeschäft auf ihre Gewinne durch die Realisierung von Kapitalerträgen aus ihren Aktienbeständen mildern können. Jetzt jedoch blieb ihnen dafür kaum noch Spielraum, denn die Aktienkurse – gemessen am Nikkei-Index – fielen im Frühjahr 2001 auf ein 15-Jahres-Tief.

Angesichts dieser sich verschlechternden wirtschaftlichen Lage sowie der wachsenden Möglichkeit einer Rezession in den USA ergriff die Bank of Japan Anfang Februar 2001 weitere Maßnahmen zur Ankurbelung der Konjunktur. Um die Liquiditätsversorgung zu erhöhen, schuf sie eine neue Kreditfazilität (Lombard), in deren Rahmen die Banken auf Wunsch zum Diskontsatz Kredite aufnehmen konnten. Der Diskontsatz wurde von 0,5% auf 0,35% gesenkt. Mit dieser Fazilität wurde praktisch ein Plafond für Tagesgeldsätze am Interbankmarkt eingeführt. Im selben Monat wurden weitere geldpolitische Maßnahmen ergriffen; das Ziel für den Tagesgeldsatz wurde auf 0,15% und der Diskontsatz auf 0,25% gekürzt. Als sich die Anzeichen mehrten, daß die Erholung ins Stocken geraten war, wurden im März erneut geldpolitische Maßnahmen getroffen. Die Höhe der laufenden Einlagen bei der Bank of Japan löste den Tagesgeldsatz als operatives Ziel ab, und mit deren Ausweitung von ¥ 4 Bio. auf ¥ 5 Bio. wurde der Tagesgeldsatz gegen 0,05% gedrückt.

Zusammen mit den anderen geldpolitischen Änderungen im März kündigte die Bank of Japan eine „Verbraucherpreisindex-Richtlinie“ an. Danach sollen die neuen Maßnahmen so lange in Kraft bleiben, bis die Verbraucherpreise zu fallen aufgehört haben. Dahinter steht vermutlich die Absicht, die Erwartung zu wecken, daß die Zinssätze für einen längeren Zeitraum sehr niedrig bleiben würden, um so die gesamte Zinsstrukturkurve zu senken. Während die Bank of Japan hinsichtlich der Einführung eines expliziten mittelfristigen Inflationsziels vorsichtig blieb, unterstrich diese Ankündigung doch, daß sie es für immer wichtiger erachtete, weitere Preisrückgänge zu vermeiden.

Mit Tagesgeldsätzen von praktisch 0% bestand kein Spielraum für eine weitere Lockerung der Zinspolitik. Außerdem hielt die Bank of Japan die Wahrscheinlichkeit, daß eine quantitative Lockerung die Konjunktur ankurbeln würde, wegen der Schwäche des Finanzsystems und des Unternehmensbereichs für begrenzt. Insbesondere hätten Erhöhungen der Geldbasis durch umfangreiche Käufe von Staatsanleihen die Banken angesichts ihrer Bilanzlage und der geringen Nachfrage nach neuen Krediten kaum dazu bewegt, ihr Kreditgeschäft auszudehnen. Devisenkäufe könnten zwar eine Abwertung des Yen auslösen und damit den Exportsektor stimulieren, aber manche Unternehmen wären aufgrund der schwachen Inlandsnachfrage möglicherweise nicht in der Lage, einen Importkostenanstieg zu überwälzen. Eine Abwertung könnte daher die Gewinnspannen in einigen Wirtschaftszweigen verringern, was die Konjunkturentwicklung potentiell dämpfen würde. Darüber hinaus könnte sie nachteilige Effekte für andere asiatische Volkswirtschaften mit sich bringen.

Mit der begrenzten Wirksamkeit der Geldpolitik und des eingeschränkten Spielraums der Finanzpolitik infolge des raschen Wachstums der öffentlichen Verschuldung in den vergangenen Jahren wurde die Verantwortung, die Wirtschaft auf einen Wachstumspfad zurückzuführen, zunehmend auf eine Reform-

Lockerung der
Geldpolitik im
Februar ...

... und im März

Quantitative
Lockerung

Bedeutung von
Reformen

politik übertragen, die auf die Lösung der weitverbreiteten Bilanzprobleme bei Finanzinstituten und Wirtschaftsunternehmen abzielte. Als wesentlich für eine erfolgreiche Strategie wurde es außerdem angesehen, die Kernrentabilität der Banken dauerhaft zu erhöhen. Ein niedriges Zinsniveau war zwar zur Stützung der Nachfrage willkommen, doch es herrschte auch die Auffassung, daß es den Anreiz zur Sanierung verminderte, da notleidende Kredite zu sehr geringen Kosten abgelöst werden konnten. Dies ließ es noch dringender werden, die Niedrigzinspolitik durch andere Anreize zu ergänzen, damit Strukturreformen konsequent vorangetrieben würden.

Euro-Raum

Bei den sich rasch ändernden Inflationsaussichten war das geldpolitische Umfeld im vergangenen Jahr auch im Euro-Raum schwierig. Bis zum Herbst 2000 bestand die größte Herausforderung für die EZB darin, zu verhindern, daß der von den Energiepreisen ausgehende Inflationsanstieg auf die Lohnabschlüsse übertragen wurde und Zweitrundeneffekte auslöste. Später galt es vor allem festzustellen, in welchem Ausmaß die Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in den USA sowie der Weltwirtschaft im allgemeinen die Konjunktur im Euro-Raum dämpfen und den Preisdruck verringern würde. Erschwerend kamen die Euro-Schwäche und das Risiko einer beschleunigten Abwertung hinzu. Der Wechselkurs stellte zwar kein geldpolitisches Ziel dar, aber er beeinflusste den Inflationsdruck sowohl unmittelbar über die Importpreise als auch möglicherweise mittelbar über die Inflationserwartungen (s. auch Kapitel V).

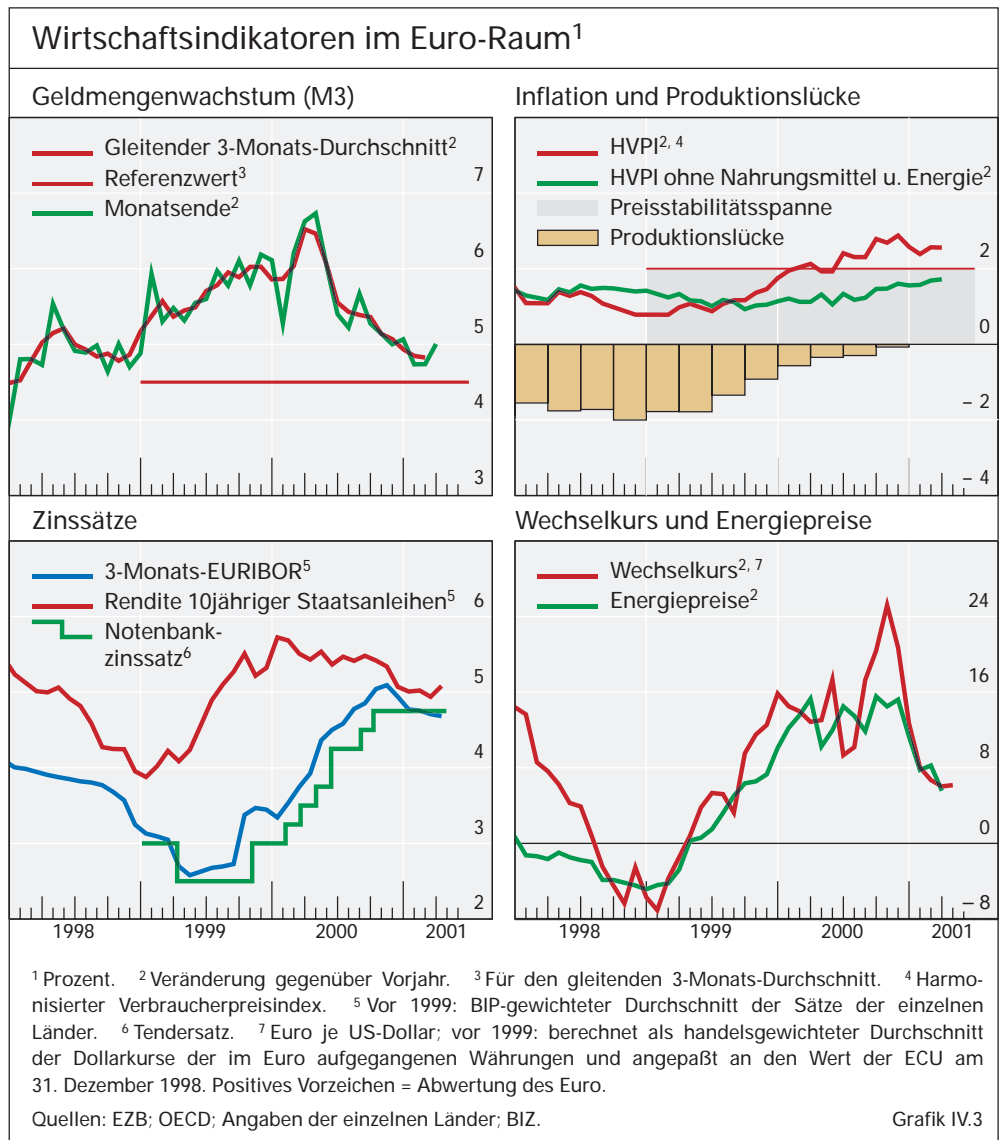
Euro-Schwäche als erschwerender Faktor

Anfang 2000 setzte die EZB die schrittweise Straffung der Geldpolitik fort, die sie Ende 1999 eingeleitet hatte. Die Inflation, gemessen an der jährlichen Veränderung des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), die im Januar 1999 ein Tief von 0,8% erreicht hatte, stieg danach stetig an und erreichte im November 2000 mit 2,9% einen Höhepunkt. Diese Beschleunigung war größtenteils dem sprunghaften Anstieg der Ölpreise sowie der Abwertung des Euro von Januar 1999 bis Dezember 2000 um insgesamt 16% zuzuschreiben. Diese Entwicklungen gingen mit einer markanten Erhöhung der Importpreise einher, die im September 2000 um 22% gegenüber dem Vergleichsmonat des Vorjahres gestiegen waren. Obwohl die Kerninflation gemessen am HVPI (ohne Nahrungsmittel und Energie) sehr moderat blieb, wurde der Repo-Satz schrittweise von 3,0% zu Jahresbeginn 2000 auf 4,75% im Herbst erhöht. In den folgenden Monaten nahm der EZB-Rat eine abwartende Haltung ein, auch als sich die US-Konjunktur stark zu verlangsamen begann und im Euro-Raum Anzeichen nachlassenden Inflationsdrucks auftraten. Vor dem Hintergrund weiterhin mäßiger Lohnabschlüsse und nach unten korrigierter Wachstumsprognosen nahm die EZB im Mai 2001 eine Zinssenkung vor.

Anstieg der Inflation infolge höherer Ölpreise und Euro-Abwertung

Mehrere Faktoren scheinen die geldpolitischen Reaktionen des Eurosystems beeinflusst zu haben. Bei der Bekanntgabe seiner geldpolitischen Strategie hatte der Rat erklärt, daß eine vorübergehende Überschreitung der 2%-Grenze nicht als mit Preisstabilität unvereinbar gesehen werden sollte. Allerdings dürften die Verantwortlichen dieser noch jungen Institution besorgt

Einflußfaktoren für die Geldpolitik



gewesen sein, daß ihre Glaubwürdigkeit Schaden erlitten hätte, wenn sie auf die Zielüberschreitung nicht wenigstens in beschränktem Maße geldpolitisch reagiert hätten. Zusätzlich gebot das M3-Wachstum zur Vorsicht, da es über dem Referenzwert von 4,5% lag, der die erste Säule der geldpolitischen Strategie bildet. Einfluß auf die Geldpolitik hatte auch die in vielen kontinental-europäischen Ländern in der Vergangenheit beobachtete Reagibilität der Löhne auf Inflation und Anspannungen am Arbeitsmarkt. Angesichts der steigenden Inflation und der – von 9,5% im Januar auf 8,6% im Dezember 2000 – weiterhin sinkenden Arbeitslosenquote im Euro-Raum hätte es zu höheren Inflationserwartungen und in einer zweiten Runde zu Lohnanpassungen an den Arbeitsmärkten kommen können.

Letztendlich blieben die Renditen langfristiger Anleihen fast das ganze Jahr über bei rund 5,5% stabil, begannen dann zu sinken und erreichten Mitte März 2001 den Stand von 4,9%. Einerseits könnte diese Entwicklung in erster Linie durch einen ähnlichen Abwärtstrend bei den langfristigen US-Zinsen gesteuert worden sein; dem würde auch die spätere Tendenz zu höheren

Gefahr von
Zweitrundeneffekten

Geldpolitik weiterhin glaubwürdig

Anleihezinsen sowohl in den USA als auch in Europa entsprechen. Andererseits könnte sie darauf schließen lassen, daß der Anstieg der Inflation die Inflationserwartungen nicht beeinflußt hat, weil die stabilitätsorientierte Geldpolitik des Eurosystems an den Finanzmärkten und in der Öffentlichkeit weiterhin als glaubwürdig angesehen wurde. Diese letztere Sichtweise wird auch dadurch gestützt, daß es bisher keinen Hinweis auf ein Durchschlagen der höheren Inflation auf die Arbeitskosten gab.

Länder mit Inflationsziel

Das Kernstück der geldpolitischen Strategie ist in vielen Industrieländern ein angekündigtes quantitatives Inflationsziel. Die Anzahl der Zentralbanken, die eine solche Strategie verwenden, stieg im Berichtszeitraum noch an, denn sowohl Island als auch Norwegen gaben im März 2001 ein Inflationsziel bekannt.

In der ersten Jahreshälfte 2000 leiteten die Zentralbanken in den meisten Ländern mit Inflationsziel die letzte Phase der 1999 begonnenen allgemeinen Straffung der Geldpolitik ein. Danach hielten sie die Zinsen bis zum Jahresende weitgehend stabil. Die Bank of England ließ die Notenbankzinsen sogar fast das gesamte letzte Jahr über unverändert, denn trotz der kräftigen Inlandsnachfrage und des weiterhin angespannten Arbeitsmarktes gab es kaum Anzeichen für einen Anstieg der Inflationsraten. Anfang 2001 begann sich der Zinszyklus dann nach unten zu drehen. In Australien, Kanada, Neuseeland, der Schweiz und dem Vereinigten Königreich wurden die Notenbankzinsen gesenkt, da die Inflation verhalten blieb, während ein Rückgang der Wachstumsraten unter ihre Trendwerte prognostiziert wurde, was weitgehend auf ähnliche Entwicklungen in den größeren Industrieländern zurückzuführen war.

Zinsentwicklung ähnlich wie in USA

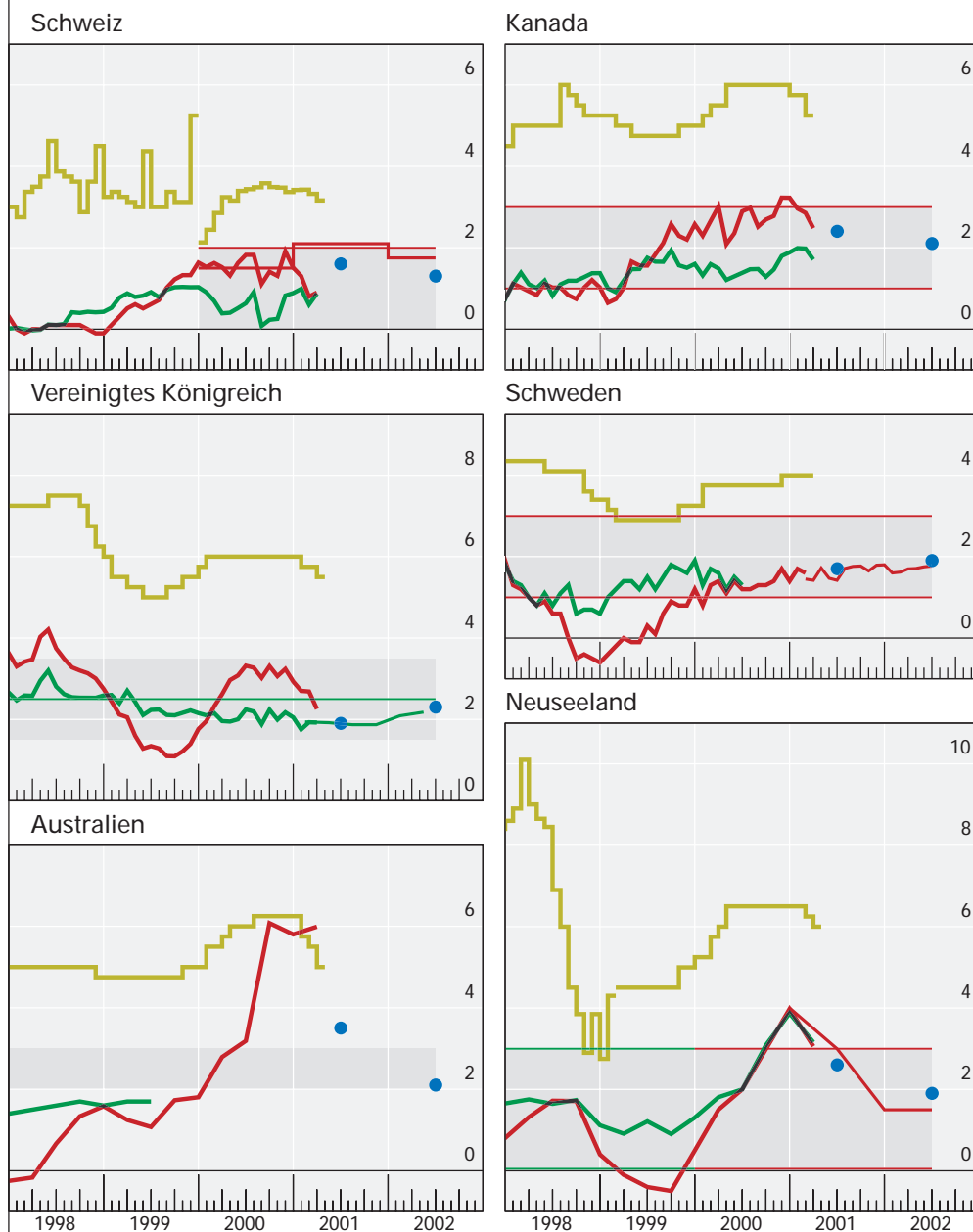
Wie schon mindestens seit zwei Jahren entwickelten sich die kurzfristigen Zinssätze in den Industrieländern, die ein Inflationsziel verfolgen, auch in der Beobachtungsperiode ähnlich wie der US-Tagesgeldsatz. Die meisten dieser Länder waren im Konjunkturzyklus ungefähr gleich weit vorangeschritten wie die USA. Dies galt besonders für Kanada. Ab November 1999 erfolgten hier nahezu alle Änderungen der Notenbankzinsen unmittelbar auf Änderungen des Ziels für den US-Tagesgeldsatz. Da der kanadische Außenhandel zu vier Fünfteln auf die USA entfällt und die Kapitalmärkte der beiden Länder eng miteinander verknüpft sind, zeichnet ihre Geldpolitik oft ein ähnliches, wenn auch nicht identisches Bild.

Hohe gesamtwirtschaftliche Nachfrage im Jahr 2000

Wie die Ähnlichkeit der Zinszyklen nahelegt, standen die Zentralbanken, die ein explizites Inflationsziel verfolgen, vor den gleichen geldpolitischen Herausforderungen. Bis zum Herbst 2000 war eine ihrer Haupt Sorgen die konjunkturelle Überhitzung, da ein Nachfrageüberhang angenommen wurde. Darüber hinaus schienen die Arbeitsmärkte angespannt zu sein, obwohl die generell geringfügigen Änderungen der Lohnstückkosten kaum darauf hindeuteten, daß sich der Anstieg der Löhne über das Produktivitätswachstum hinaus beschleunigen würde. Dennoch strafften eine Reihe von Zentralbanken die Geldpolitik weiter, da sie befürchteten, daß sich ein Inflationspotential aufbauen könnte. Die Bank of Canada hob im Mai 2000 ihren wichtigsten

Inflation und Notenbanksätze in Ländern mit Inflationsziel¹

— Veränderung des VPI — Inflationprognose d. Zentralbank — Inflationsziel
— Kerninflation² ● Inflationprognose des Marktes³ — Notenbanksatz⁴



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

¹ Inflationsraten gemessen als Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. Kanada, Schweden, Australien (seit Oktober 1998) und Neuseeland (seit 2000) verwenden die Veränderung des Verbraucherpreisindex (VPI) als Zielgröße, während das Vereinigte Königreich (wie zuvor auch Australien und Neuseeland) die Kerninflation als Zielgröße einsetzt. ² Schweiz, Kanada: VPI ohne Nahrungsmittel- und Energiepreise (Kanada: auch ohne indirekte Steuern); Vereinigtes Königreich: Einzelhandelspreisindex ohne Hypothekenzinszahlungen; Schweden: VPI ohne indirekte Steuern, Subventionen und Zinszahlungen für Wohnbauhypotheken; Australien: VPI ohne saisonabhängige Nahrungsmittel, Benzin, Hypothekenzinszahlungen, Gebühren des öffentlichen Sektors und andere volatile Preise (Veröffentlichung im Juni 1999 ausgesetzt); Neuseeland: VPI ohne Kreditdienstleistungen. ³ Der jährlichen Verbraucherpreisinflation (Vereinigtes Königreich: Kerninflation); Erhebungen im April 2001 durchgeführt. ⁴ Schweiz: tatsächlicher 3-Monats-LIBOR (die Zielbandbreite ist auf 50 Basispunkte ober-/unterhalb des LIBOR festgesetzt); vor 2000: Lombardsatz. Kanada: Obergrenze des operativen Bandes; Vereinigtes Königreich, Schweden: Repo-Satz; Australien: Cash Rate; Neuseeland: Cash Rate (vor März 1999: Tagesgeldsatz).

Quellen: © Consensus Economics; Angaben der einzelnen Länder.

Grafik IV.4

Notenbanksatz um 50 Basispunkte an, was der vierten Erhöhung seit November 1999 entsprach; die Reserve Bank of Australia erhöhte ihren Notenbanksatz (Cash Rate) von April bis August 2000 um 50 Basispunkte, nachdem sie ihn zuvor bereits um insgesamt 75 Basispunkte heraufgesetzt hatte; die Reserve Bank of New Zealand hob die Zinsen im April und Mai um insgesamt 75 Basispunkte an. Auch die schwedische Volkswirtschaft wuchs im Jahr 2000 weiterhin überdurchschnittlich, doch die Riksbank entschied, daß weitere Zinsanhebungen auf den späteren Jahresverlauf verschoben werden konnten.

Zentralbanken vor ähnlichen Herausforderungen, z.B.:
– anhaltende Unsicherheit über Produktivitätswachstum

Im Blickpunkt des Interesses der Verantwortlichen stand erstens, ob die seit 1995 beobachteten Produktivitätssteigerungen in den USA, die von vielen als überwiegend dauerhaft angesehen wurden, auch in ihren Volkswirtschaften zu verzeichnen sein würden. Dies war eine wichtige Frage, denn die Unsicherheit über den Trend der Arbeitsproduktivität erschwerte es, das Produktionspotential sowie den inflationären Druck und somit den angemessenen geldpolitischen Kurs einzuschätzen. In den meisten Ländern mit Inflationsziel waren die Steigerungen des Produktivitätswachstums nur gering und vergleichsweise jüngeren Datums. Zudem schienen sie in fast allen Fällen durch zyklische Faktoren erklärbar zu sein. Die einzige wichtige Ausnahme war Australien, das die ganzen neunziger Jahre hindurch ein sehr hohes Produktivitätswachstum aufzuweisen gehabt hatte. Dennoch erklärten im Vereinigten Königreich einige Mitglieder des geldpolitischen Ausschusses der Bank of England (Monetary Policy Committee, MPC), daß sie – in der Annahme, daß das langfristige Produktivitätswachstum gestiegen sei – zur Senkung der Notenbankzinsen im Jahresverlauf 2000 tendiert hätten. Auch die Verschiebung der Zinserhöhungen im Jahr 2000 in Schweden spiegelte die Überzeugung wider, daß sich das Niveau eines tragfähigen Produktivitätswachstums, teilweise aufgrund der dynamischen Entwicklung des inländischen IT-Bereichs, erhöht hatte.

– Auswirkungen des Ölpreisanstiegs

Zweitens stellte sich die Frage, wie auf den weiteren starken Anstieg der Ölpreise nach der Jahresmitte 2000 reagiert werden sollte, der die Inflationsraten in der Folge über die Zielgrößen der meisten Zentralbanken hinaus in die Höhe trieb. Die Zinssätze wurden nicht angehoben, da im allgemeinen davon ausgegangen wurde, daß die Ölpreisschocks vorübergehender Natur sein würden. Eine Reihe von Zentralbanken mit Inflationsziel erklärten im vergangenen Jahr jedoch deutlich, daß sie auf die Erstrundeneffekte dieser Ölpreisschocks zwar nicht reagieren, aber eine weitere Straffung der Geldpolitik in Betracht ziehen würden, wenn die Wirtschaftsindikatoren auf Zweitrundeneffekte hindeuteten. Die Reserve Bank of Australia hielt die Notenbankzinsen auch dann stabil, als Steuererhöhungen kombiniert mit sprunghaft gestiegenen Ölpreisen die Inflation im dritten Quartal hochschnellen ließen. In Kanada erhöhten sich die langfristigen Inflationserwartungen trotz des Ölpreisanstiegs kaum und blieben im mittleren Bereich des Inflationszielbandes der Bank of Canada. Gegen Ende 2000 milderten Ölpreistrückgänge den Inflationsdruck in den meisten Ländern, womit Zweitrundeneffekte aus früheren Preisanstiegen erheblich unwahrscheinlicher wurden.

Eine dritte Frage, die sich den Entscheidungsträgern im Beobachtungszeitraum stellte, betraf die Wechselkursentwicklung. Im Vereinigten Königreich

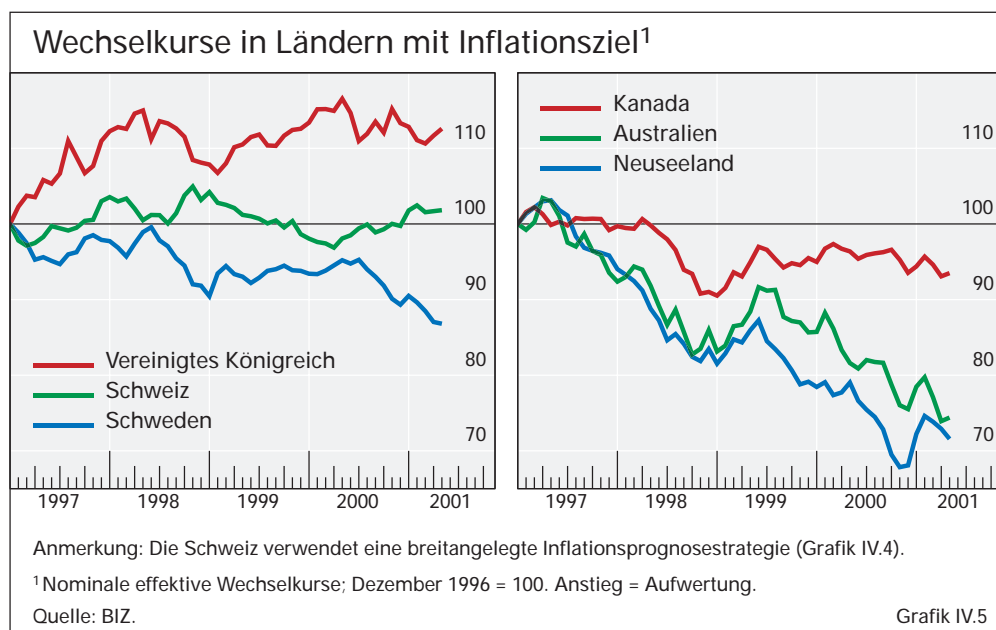
war nahezu das ganze Jahr 2000 über eine der größten Sorgen die wachsende Unausgewogenheit zwischen den Wirtschaftszweigen, die durch den hohen Wechselkurs des Pfund Sterling zum Euro verursacht wurde. Diese Unausgewogenheit spiegelte sich darin wider, daß einige Exportbranchen ein schwaches Wachstum verzeichneten, während gleichzeitig die Inlandsnachfrage rasch wuchs. Eine Rücknahme der Notenbankzinsen hätte möglicherweise eine Abwertung des Pfund Sterling zur Folge gehabt, die für die exportierende Industrie hilfreich gewesen wäre, aber die bereits beunruhigend hohe Inlandsnachfrage weiter angeheizt hätte. Angesichts der weiterhin bestehenden Erwartung, daß das gesamtwirtschaftliche Inflationsziel eingehalten werden konnte, ließ die Bank of England den wichtigsten Notenbankzinssatz unverändert bei 6%.

- schwer nachvollziehbare Wechselkursentwicklungen

Auch in Australien und Neuseeland stand der Wechselkurs im Blickpunkt, da die Währungen massiv an Wert verloren. Letztlich beeinflussten die Abwertungen die geldpolitische Haltung in geringerem Maße, als nach der Erfahrung der Vergangenheit hätte erwartet werden können. In beiden Ländern gelangten die Zentralbanken zu dem Ergebnis, daß Wechselkursänderungen in letzter Zeit weniger stark auf die Inflation durchschlugen, und zogen es daher vor, abzuwarten, ob die Wechselkursentwicklung in der Kerninflation zum Ausdruck kommen würde. Im Gegensatz dazu war die Schweizerische Nationalbank der Ansicht, daß der Einfluß der Wechselkurse auf die Preise im Inland hoch blieb. Sie begrüßte daher die Aufwertung des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro als ein Mittel zur Dämpfung der inflationären Impulse im ersten Halbjahr 2000, die auf die vorherige Schwäche des nominalen Wechselkurses zurückzuführen gewesen waren.

In der zweiten Hälfte der Berichtsperiode verbesserten sich die Inflationsaussichten, als die Prognosen für das Wirtschaftswachstum in den meisten Ländern nach unten revidiert wurden. Dies spiegelte größtenteils eine erwartete Abschwächung der Weltkonjunktur, aber auch die vorangegangene

Wachstumsprognosen Anfang 2001 nach unten revidiert



Straffung der Geldpolitik wider. Es wurde jedoch ein niedrigerer Wachstumsrückgang erwartet als in den USA, und die Wahrscheinlichkeit eines abrupten Konjunkturerinbruchs wurde ebenfalls geringer eingeschätzt. Diese Ansicht wurde dadurch gestützt, daß es in den meisten dieser Länder weniger Anzeichen von finanziellen Ungleichgewichten gab als in den USA, insbesondere an den Kreditmärkten und den Märkten für Vermögenswerte. Dennoch waren in einigen Fällen Ungleichgewichte zwischen den Wirtschaftszweigen erkennbar. In Australien erreichten die Preise für Wohneigentum ein außergewöhnlich hohes Niveau, und in Kanada stieg die Verschuldung der privaten Haushalte und der Unternehmen gemessen am BIP beinahe auf historische Rekordstände (s. auch Kapitel II).

Schließlich veranlaßte das Zusammenspiel schwächerer Wachstumsprognosen und stabiler Kerninflation viele Zentralbanken, die Zinsen zu senken. In Kanada wurde mit einer möglicherweise bevorstehenden Abschwächung gerechnet, zum Teil bedingt durch einen Rückgang der US-Nachfrage nach kanadischen Exporten. Außerdem wurde befürchtet, daß sich das Konsum- und das Investitionswachstum parallel zur Entwicklung in den USA verringern könnten. Daraufhin begann die Bank of Canada im Januar 2001 die Zinsen zu senken. Der MPC der Bank of England bewertete das Risiko einer höheren Inflationsrate im Verhältnis zu der Gefahr, daß sich ein unterdurchschnittliches Wachstum durchsetzen würde, bei seiner Sitzung im Januar 2001 immer noch als ungefähr gleich hoch. Im Februar jedoch lockerte die Bank of England ihre Geldpolitik, nachdem die Inflationsrate vorübergehend um fast 1 Prozentpunkt unter den Zielwert gefallen war; weitere Senkungen um jeweils 0,25 Prozentpunkte erfolgten im April und Mai. In Australien, wo die Inlandsnachfrage bereits schwach war, verstärkte die konjunkturelle Verlangsamung sowohl in den USA als auch in Japan im vierten Quartal die Ansicht, daß der Rückgang des Wirtschaftswachstums von Dauer sein könnte. Die Reserve Bank senkte den Notenbanksatz (Cash Rate) von Februar bis April dreimal und betrachtete dies als weiterhin vereinbar mit der Rückführung der Inflation in den Zielbereich von 2–3% in den nächsten beiden Jahren.

Zinssenkungen in
Kanada ...

... im Vereinigten
Königreich ...

... und in Australien

Umdenken in der Gestaltung der Geldpolitik

Der weltweite Trend rückläufiger Inflationsraten ist wohl der bedeutendste Wandel im gesamtwirtschaftlichen Umfeld in den letzten zwei Jahrzehnten. Zu der gegenwärtig niedrigen und stabilen Inflation haben zweifellos viele Faktoren beigetragen (Kapitel II und III), doch der wesentliche Einflußfaktor war das verstärkte Engagement der Zentralbanken für die Herbeiführung und Aufrechterhaltung von Preisstabilität.

Trotz ihrer Erfolge bei der Inflationsbegrenzung war es für die Zentralbanken stets ein Problem, verlässliche Indikatoren zu finden, die ihnen bei der Festlegung der Notenbankzinsen den Weg weisen. Seit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems und der weitverbreiteten Einführung flexibler Wechselkurse wird der Suche nach solchen Indikatoren hohe Priorität beigemessen, da die Zentralbanken die Geldpolitik aktiver gestalten müssen. In den siebziger Jahren wurden auf breiter Basis Geldmengenziele eingesetzt, die

Verlässliche
Indikatoren
schwierig zu finden

gleichzeitig als expliziter „nominaler Anker“ für die Steuerung der Erwartungen und als Informationsgrundlage für die Geldpolitik dienen sollten. Mit der Liberalisierung der Finanzmärkte und der Einführung von Finanzinnovationen hat sich die Verlässlichkeit der Geldmengenaggregate als Indikator für die künftige wirtschaftliche Entwicklung in den meisten Ländern jedoch verringert. Unter den wichtigsten Industrieländern räumt heute nur noch das Eurosystem im Rahmen seiner Zwei-Säulen-Strategie den Geldmengenindikatoren eine bedeutende Stellung ein. In den achtziger Jahren stützten sich die Zentralbanken bei ihren geldpolitischen Entscheidungen zunehmend auf eine Auswahl von Informationsgrößen, wobei realwirtschaftlichen Indikatoren, z.B. Maßen für die zugrundeliegende Produktionskapazität und das Produktionspotential der Volkswirtschaft, wieder größere Beachtung geschenkt wurde. Später gingen viele Länder dazu über, öffentlich bekanntgegebene Inflationsziele zu verfolgen. Damit wurde ein transparentes und glaubwürdiges Instrument für die Umsetzung einer umfassenden geldpolitischen Strategie geschaffen. Mit dem deutlicheren Herausstellen des Ziels der Geldpolitik dürfte es allerdings eher noch dringlicher geworden sein, verlässliche Indikatoren zu finden.

Allein die unterschiedlichen und wechselnden Erfahrungen der Zentralbanken legen den Schluß nahe, daß es nach wie vor keinen allgemeingültigen Satz verlässlicher geldpolitischer Indikatoren gibt. Außerdem hat sich mit dem Wachstum der Finanzmärkte in den letzten Jahren die Palette der Informationsvariablen, die den geldpolitischen Entscheidungsträgern zur Verfügung stehen, erweitert, so daß eine Heterogenität noch wahrscheinlicher geworden ist. Die gestiegene Bedeutung der Finanzmärkte hat nicht nur wichtige taktische Konsequenzen für die Geldpolitik mit sich gebracht, sondern hat es auch wesentlich komplexer werden lassen, geldpolitische Maßnahmen der Öffentlichkeit zu vermitteln.

Wahl der geldpolitischen Indikatoren

Die unerwartet niedrige Inflation in vielen Industrieländern ab Mitte der neunziger Jahre zwang die Zentralbanken, die traditionellen Indikatoren und die Modelle zur Einschätzung des Preisauftriebs zu überprüfen. Das auffallendste Beispiel hierfür sind die USA, wo das reale BIP-Wachstum nach wie vor weit über und die Arbeitslosigkeit weit unter den langfristigen Vergleichswerten liegen. Da viele Zentralbanken inflationäre Abläufe oft auf der Basis der Phillips-Kurve betrachten, war die – gemessen an den angenommenen langfristigen Gleichgewichtswerten – ungewöhnliche Entwicklung der Produktion und der Arbeitslosigkeit ein wesentlicher Grund dafür, daß die Inflationsprognosen in der letzten Zeit systematisch zu hoch ausfielen.

Eines der Hauptprobleme ist, daß die Unsicherheit im Hinblick auf das Produktionspotential zugenommen hat. Viel Aufmerksamkeit wird seit einigen Jahren der Entwicklung der Gesamtfaktorenproduktivität gewidmet. Dabei interessiert insbesondere, inwieweit die verzeichneten Zuwächse nicht auf konjunkturelle, sondern auf dauerhafte Einflüsse zurückzuführen sind. Es wird jedoch nicht immer berücksichtigt, daß Schätzungen sowohl des Kapitalstocks als auch der Erwerbsbevölkerung für die Bewertung des Produktionspotentials

Traditionelle Indikatoren irreführend ...

... teils infolge von Schwierigkeiten bei Prognosen für das Produktivitätswachstum

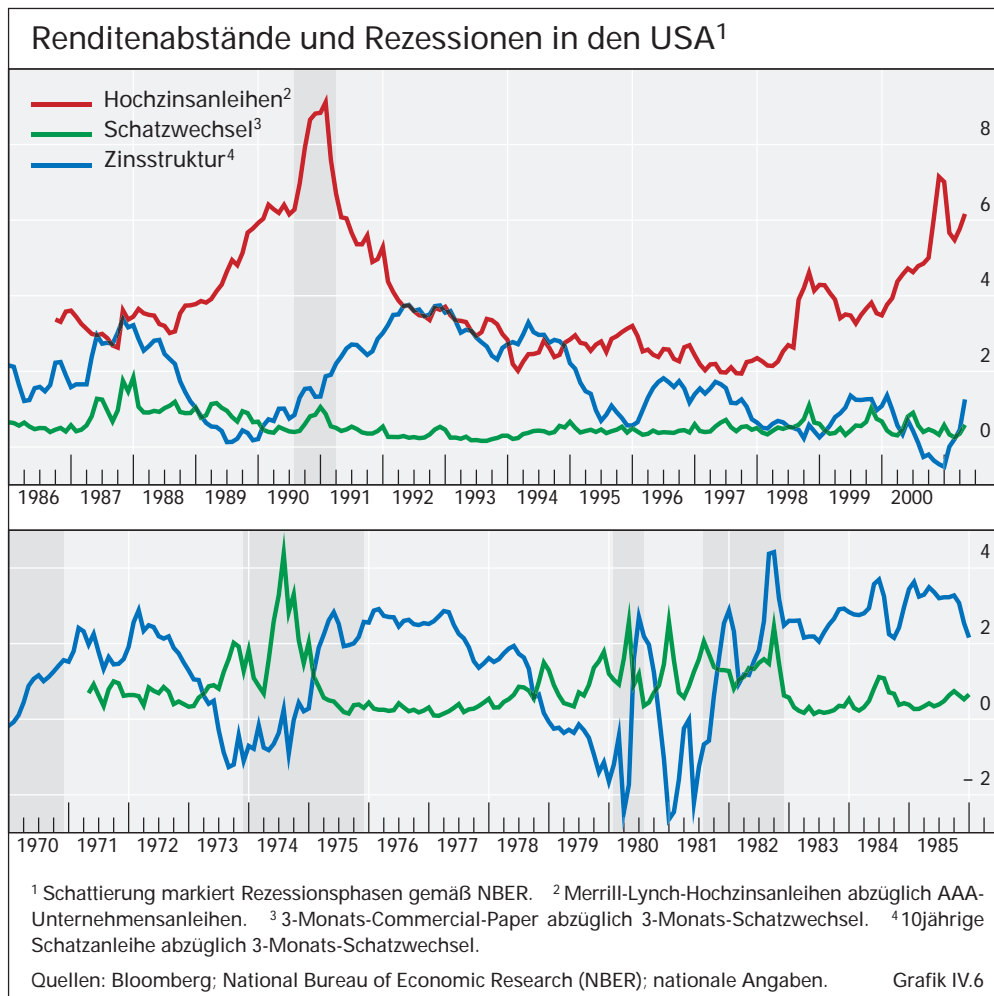
genauso entscheidend sind. Die Messung des Kapitalstocks ist immer mit Schwierigkeiten behaftet, vor allem aber in Zeiten raschen technologischen Fortschritts, der Kapital schnell veralten und seine Verwendung unrentabel werden läßt, was wiederum die Beurteilung der Kapazitätsauslastung erschwert. Ebenso können Verschiebungen bei den Erwerbsquoten sowie demographische Trends das tatsächliche Arbeitsangebot und damit auch die Produktionskapazität der Volkswirtschaft beeinflussen. Außerdem dürfte die Berechnung der inflationsstabilen Arbeitslosenquote (NAIRU), die für die Bestimmung des Beitrags der Erwerbsbeschäftigung zum Produktionspotential ebenfalls von großer Bedeutung ist, durch bestimmte Einflußfaktoren (z.B. niedrigere Rohstoffpreise oder höherer Wechselkurs) verzerrt werden, die inflationäre Tendenzen und Inflationserwartungen vorübergehend verringern. Solche Schwierigkeiten haben viele Analysten veranlaßt, zu rein statistischen Verfahren zur Schätzung des Produktionspotentials zurückzukehren. Auch wenn viele Zentralbanken diesen Weg eingeschlagen haben, zögern sie verständlicherweise, die Geldpolitik auf solche Maße zu stützen, da diese keinen Aufschluß über die wirtschaftlichen Einflußfaktoren geben, die den Schätzungen zugrunde liegen.

Finanzindikatoren
möglicherweise
hilfreicher

Zum Teil wegen der Schwierigkeiten bei der Interpretation realwirtschaftlicher Indikatoren und vor dem Hintergrund der wachsenden Bedeutung der Finanzmärkte im monetären Transmissionsmechanismus schenken die Zentralbanken den Finanzindikatoren als Orientierungsmaß für die Geldpolitik vermehrt Beachtung. Als Beispiele hierfür können verschiedene Renditendifferenzen genannt werden. In der Vergangenheit erwies sich die Renditenstruktur, d.h. der Abstand zwischen den Renditen langfristiger Anleihen und den kurzfristigen Zinssätzen, für viele Länder als nützlicher Indikator für die künftige wirtschaftliche Entwicklung. Allem Anschein nach besaß in den USA zudem der Zinsabstand zwischen Commercial Paper und kurzfristigen Schatzwechseln Prognosekraft für das Wirtschaftswachstum. Bewegungen bei diesen beiden Spreads standen in engem Zusammenhang mit geldpolitischen Maßnahmen; so ging z.B. ein deutliches Anheben der Notenbankzinsen in der Regel mit einem raschen Abflachen der Renditenstrukturkurve bis hin zur Invertierung einher. Da die meisten Rezessionen seit Anfang der siebziger Jahre offensichtlich durch eine Verschärfung der Geldpolitik zum Zweck der Inflationsbekämpfung ausgelöst wurden, war die Renditenstruktur ein verlässlicher Indikator für eine bevorstehende Konjunkturabschwächung.

Aus demselben Grund dürfte die Renditenstruktur allerdings nicht geeignet sein, eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums vorherzusagen, die nicht primär durch die Geldpolitik ausgelöst wird. Als Beispiel hierfür bietet sich die Rezession in den USA an, die 1990 einsetzte. Damals war es vielmehr die starke Ausweitung des Renditenaufschlags von hochverzinslichen gegenüber als Anlagequalität beurteilten Unternehmensanleihen, die auf einen Abschwung hinzudeuten schien. Tatsächlich gibt es einige Anzeichen dafür, daß dieser Zinsabstand auch in jüngerer Zeit ein nützlicher Konjunkturindikator war. Dies liegt wahrscheinlich daran, daß er – zum Teil möglicherweise geldpolitisch induzierte – Änderungen der Kreditkonditionen widerspiegeln kann,

Bonitätsaufschlag
für Hochzins-
anleihen



die die Investitionsentscheidungen kleiner und mittlerer Unternehmen beeinflussen. Vermutlich ist der Renditenaufschlag für Hochzinsanleihen potentiell ein besserer Indikator als andere Renditendifferenzen, da seine Bewegungen nicht unbedingt an den Kurs der Geldpolitik gebunden sind, sondern auch andere Konjunkturfaktoren reflektieren.

Veränderungen der nominalen Wechselkurse und die damit verbundene Entwicklung der Importpreise sind in vielen Ländern ebenfalls zur Einschätzung des Inflationsdrucks herangezogen worden. Diese Bewegungen haben unmittelbare Auswirkungen auf die Inflation und beeinflussen zudem die Lohnfestsetzung und die Preisänderungen bei nicht handelbaren Gütern. Wie jedoch weiter oben sowie in Kapitel II erörtert wurde, scheinen Wechselkursänderungen in letzter Zeit in geringerem Maße oder mit zeitlicher Verzögerung auf die Preisentwicklung durchzuschlagen. Damit dürfte die potentielle Bedeutung dieser Indikatoren für die Geldpolitik geringer geworden sein.

Geldmengen- und Kreditaggregate schließlich haben, wie bereits erwähnt, in den letzten 30 Jahren eine wechselnde Rolle in der Geldpolitik gespielt. Die Zentralbanken – mit einigen wichtigen Ausnahmen – äußern zunehmend Zweifel an deren Tauglichkeit als Indikatoren für die kurzfristige Preis- wie auch Konjunkturentwicklung. Zugleich dürfte ihr Informationsgehalt je nach Finanzsystem variieren. So sind z.B. weit gefaßte monetäre Aggregate

Wechselkurs

Geldmengen-
aggregate

wahrscheinlich in den Ländern nützlicher, in denen die Kapitalbeschaffung für Investitionen hauptsächlich über die Banken erfolgt. Dagegen sind in Ländern wie den USA oder dem Vereinigten Königreich, in denen sich die Unternehmen überwiegend durch die Begebung von Aktien und Schuldverschreibungen finanzieren, andere Indikatoren wie weit gefaßte Kreditaggregate, Aktienkurse und Risikoaufschläge vermutlich von größerer Relevanz. Ungeachtet solcher Unterschiede kann die Beobachtung der Kredit- und Geldmengenaggregate dennoch zur Einschätzung längerfristiger Bedrohungen für die Stabilität im Finanzsystem hilfreich sein (Kapitel VII).

Kommunikation mit den Finanzmärkten

Die rasche Entwicklung an den Finanzmärkten hat nicht nur die Bandbreite potentieller Indikatoren für die Geldpolitik erweitert, sondern stellt die Zentralbanken auch vor neue Herausforderungen in bezug auf Informationsübermittlung und Verständigung. Insbesondere bemühen sich die Währungsbehörden im allgemeinen stärker um Transparenz gegenüber den Märkten, um Überraschungseffekte an den Märkten zu vermeiden. Während z.B. in den achtziger Jahren einige Zentralbanken wie die Federal Reserve und die Reserve Bank of Australia ihre Geldpolitik betrieben, indem sie den Tagesgeldsatz an eine nicht veröffentlichte Zielgröße heranführten, ist es heute üblich, daß die Zentralbanken geldpolitische Änderungen sofort bekanntgeben. Ebenso liefern sie umfangreichere und aktuellere Informationen über die Gründe geldpolitischer Maßnahmen. Darüber hinaus sind einige Zentralbanken, darunter im vergangenen Jahr die EZB und die Bank of Japan, dazu übergegangen, ihre Projektionen bzw. Prognosen für die Inflation und andere Variablen zu veröffentlichen.

Sofortige Bekanntgabe geldpolitischer Änderungen

Trotzdem ist nach wie vor offen, ob die Informationsübermittlung und Verständigung weiter verbessert werden kann. Umstritten ist etwa, ob die Zentralbanken die Märkte auf bevorstehende geldpolitische Maßnahmen vorbereiten sollten, indem sie Tendenzaussagen treffen (wie dies z.B. der Offenmarktausschuß der Federal Reserve mit seinem „bias“ praktiziert), indem sie noch andere Hinweise auf ihre nächsten geldpolitischen Schritte geben oder indem sie sogar ihre Zinsprognosen veröffentlichen. Auf diese Weise könnten die Zentralbanken die Entwicklung der langfristigen Zinssätze wohl wirksamer beeinflussen, wodurch die Übertragung geldpolitischer Impulse auf die Volkswirtschaft verbessert würde. Andere Elemente wiederum deuten jedoch darauf hin, daß dies sowohl schwieriger als auch weniger wünschenswert sein dürfte als vielleicht zunächst angenommen.

Bekanntgabe möglicher künftiger Maßnahmen ...

Erstens erschwert es den Entscheidungsprozeß beträchtlich, wenn sowohl über die gegenwärtigen Notenbankzinsen als auch über die wahrscheinlichste zukünftige Entwicklung der Zinsen befunden werden muß, und dies könnte sich sogar als nicht machbar erweisen, vor allem wenn das Entscheidungsgremium häufig zusammentritt. Zweitens haben die Entscheidungsträger möglicherweise keine einheitliche Sichtweise hinsichtlich der künftigen Beschlüsse. In vielen Zentralbanken liegt die Durchführung der Geldpolitik bei einem formellen oder informellen Ausschuß, der die jeweilige Wirtschaftslage und die wahrscheinliche kurzfristige Entwicklung prüft und

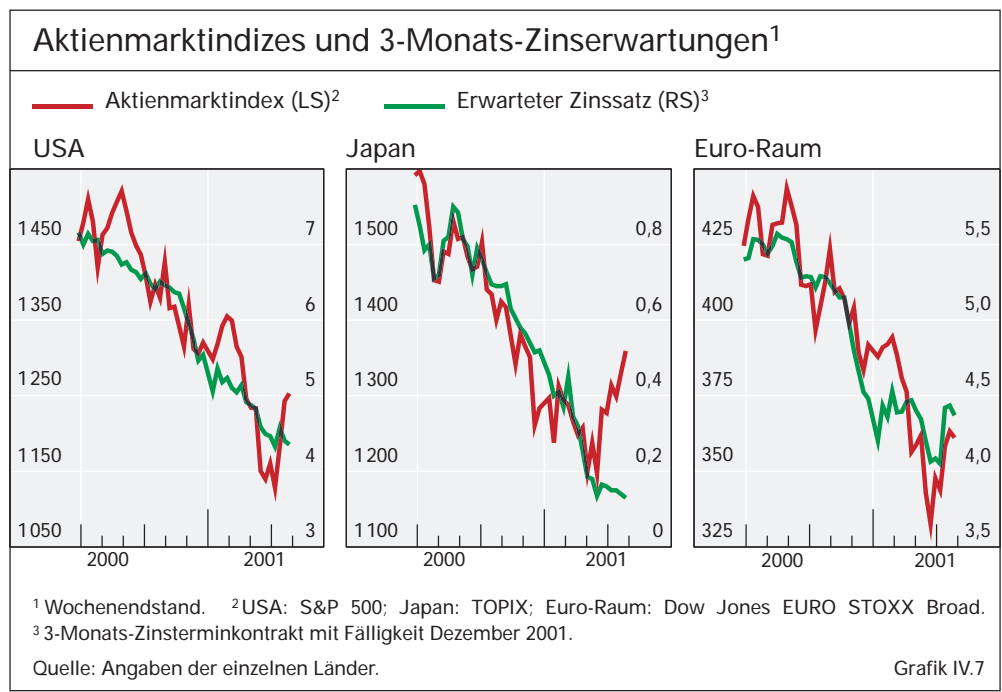
... unter Umständen wenig nützlich ...

sich dann – im Konsens oder durch Abstimmung – auf die jeweilige Höhe der Zinssätze einigt. Bei einer solchen Vorgehensweise wäre es schwierig, eine deutliche Haltung in bezug auf künftige Zinsänderungen einzunehmen. Drittens könnte die Glaubwürdigkeit einer Zentralbank beeinträchtigt werden, wenn von den vorab in Aussicht gestellten Zinsniveaus letztlich abgewichen würde. Selbst wenn solche Abweichungen durch neue Informationen gerechtfertigt würden, schätzen die Märkte die Bedeutung bestimmter Entwicklungen vielleicht einfach anders ein. Geldpolitische Schritte vorab anzudeuten dürfte daher den Gestaltungsspielraum einer Zentralbank unnötig einschränken.

Diese Überlegungen lassen darauf schließen, daß der Versuch, genaue Hinweise auf mögliche künftige geldpolitische Änderungen zu geben, wenig erfolgversprechend sein dürfte, außer vielleicht in Ausnahmefällen. Ein solcher könnte etwa dann vorliegen, wenn die Zinssätze weit von ihrem normalen Niveau entfernt liegen, wie dies in den USA Anfang der neunziger Jahre der Fall war, als der Tagesgeldsatz wegen Schwierigkeiten im Finanzsektor niedrig gehalten wurde. In einer derartigen Situation würde die Rückführung der Zinsen auf ein normales Niveau, ohne den Märkten diese geldpolitischen Änderungen anzudeuten, die Gefahr einer erhöhten Marktvolatilität mit sich bringen. Statt eventuelle künftige geldpolitische Schritte vorab anzukündigen, könnte es allerdings selbst dann vorteilhafter sein, die Bedingungen zu umreißen, unter denen die Zinssätze angepaßt würden, und es dann den Finanzmärkten zu überlassen, Erwartungen zu bilden, indem sie selbst beurteilen, ob diese Bedingungen gegeben sind. Diese Strategie verfolgte die Bank of Japan mit ihrer Erklärung, daß die im März 2001 gelockerte Geldpolitik so lange beibehalten werde, bis die Preise gegenüber dem Vorjahr nicht länger rückläufig sind.

... außer vielleicht in Ausnahmefällen

Eine weitere wichtige Frage in diesem Zusammenhang ist, wie die Zentralbanken den Märkten vermitteln können, welche Einflußgrößen bei geld-



politischen Entscheidungen den Ausschlag geben, wenn sich viele Variablen gleichzeitig verändern. Beispielsweise fallen häufig die Aktienkurse, wenn eine Konjunkturabschwächung bevorzustehen scheint. Zugleich aber setzen die Zentralbanken angesichts des erwarteten Abschwungs zumeist die Notenbankzinsen herab. Solche Maßnahmen könnten dahingehend mißverstanden werden, daß die Geldpolitik darauf ausgerichtet sei, die Preise von Vermögenswerten zu stützen. Diese Gefahr ist besonders ausgeprägt, wenn die Vermögensbestände in Relation zum Volkseinkommen groß sind, Aktien einen wesentlichen Teil des Vermögens ausmachen und die realwirtschaftliche Entwicklung die Inflationsaussichten maßgeblich prägt. Grafik IV.7 verdeutlicht die praktische Bedeutung dieser Problematik und zeigt auf, daß mit dem Rückgang der Aktienkurse in den drei wichtigsten Volkswirtschaften im letzten Jahr die Märkte auch niedrigere kurzfristige Zinssätze erwarteten.

Taktik geldpolitischer Schritte

Bekanntgabe von geldpolitischen Schritten zu festen Terminen

Das Wachstum der Finanzmärkte hatte auch Konsequenzen für die taktischen Überlegungen in der Geldpolitik, und zwar insbesondere für die Wahl des Zeitpunkts geldpolitischer Maßnahmen. In vielen Ländern werden Zinsbeschlüsse, wie schon erwähnt, an vorangekündigten Sitzungstagen von einem formellen geldpolitischen Ausschuß getroffen. Wie die Bank of Canada im letzten Jahr beim Übergang zu einem festen Sitzungskalender anmerkte, verringert dies die Unsicherheit für die Marktteilnehmer, da diese – außer in Ausnahmesituationen – geldpolitische Schritte an anderen Tagen nicht in ihre Überlegungen einbeziehen müssen. Aber auch bei einem festen Sitzungskalender stellt sich die Frage nach den Vor- und Nachteilen von geldpolitischen Schritten zwischen zwei Sitzungsterminen, wie z.B. der Zinssenkungen durch die Federal Reserve Anfang Januar und Mitte April 2001. Die Notwendigkeit, zu außerplanmäßigen Zeitpunkten Zinsanpassungen vorzunehmen, hängt zwar von der Häufigkeit geldpolitischer Sitzungen ab. Tritt der Ausschuß zweimal im Monat zusammen, wie dies bei der Bank of Japan und der EZB der Fall ist, dürften Zinsbeschlüsse zwischen zwei Sitzungsterminen kaum notwendig sein. Die Zentralbanken werden sich diese Möglichkeit jedoch stets offenhalten wollen, zumal bei Störungen an den Finanzmärkten, die rasch aufflammen und die gesamtwirtschaftlichen Perspektiven stark beeinträchtigen können.

Überraschungen für die Finanzmärkte vermeiden?

Die Frage, inwiefern es wünschenswert ist, zwischen zwei Sitzungsterminen geldpolitische Maßnahmen zu ergreifen, knüpft an die allgemeinere Diskussion an, ob die Zentralbanken Überraschungen für die Finanzmärkte nach Möglichkeit vermeiden sollten. Im allgemeinen sollten die Zentralbanken im Zeitverlauf einen konsequenten Ansatz verfolgen und ihre Absichten deutlich äußern, um die Finanzmärkte nicht zu überraschen. Eine unerwartete Änderung der Geldpolitik könnte Unruhe an den Märkten hervorrufen, wenn sie von den Marktteilnehmern dahingehend ausgelegt wird, daß die Zentralbank über nicht öffentlich zugängliche ungünstige Informationen verfüge oder ihr die Lage entglitten sei. Trotzdem mag es Situationen geben, in denen die geldpolitischen Absichten und die Markterwartungen stark voneinander abweichen. Natürlich sollte eine Zentralbank auf geldpolitische Maßnahmen, die sie für angemessen hält, nicht verzichten, nur weil sie für die Finanzmärkte

unerwartet kommen. Für ihre taktischen Überlegungen könnte dieser Umstand jedoch relevant sein. Einerseits kann es mitunter durchaus vorteilhaft sein, wenn die Zentralbanken gezielte geldpolitische Schritte ergreifen, auch zwischen zwei Sitzungsterminen, um ihre Absichten klarzustellen und nicht als Gefangene der Markteinschätzung zu erscheinen. Andererseits legen die oben erwähnten Bedenken hinsichtlich einer Beunruhigung der Märkte nahe, daß die Zentralbanken die angestrebten, aber unerwarteten Zinsänderungen vielleicht besser nur allmählich vornehmen sollten.

Eine damit eng in Verbindung stehende Frage ist, ob die Zentralbanken die Zinssätze im Normalfall glätten sollten. Darunter ist zu verstehen, daß sie bei Vorliegen neuer Informationen die Zinsänderungen über einen gewissen Zeitraum verteilen. In einem solchen Fall wäre daher nicht eine große Zinsänderung auf einmal, sondern vielmehr eine Anzahl kleinerer gleichgerichteter Zinsschritte zu erwarten. Es gibt Indizien dafür, daß die Zentralbanken tatsächlich nach diesem Prinzip vorgehen (Tabelle IV.1). Statt auf eine gezielte Dosierung des geldpolitischen Instruments selbst könnten eine Anzahl kleinerer Zinsschritte jedoch auch darauf zurückzuführen sein, daß sich die Einschätzung der Wirtschaftslage durch die Zentralbank allmählich ändert.

Indizien für
Zinsglättung

Für eine Verteilung der Zinsanpassungen über einen gewissen Zeitraum spricht, daß Änderungen in der Geldpolitik möglicherweise stärker auf die Finanzvariablen und auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage durchschlagen, wenn weitere Schritte in dieselbe Richtung erwartet werden. Zinsglättung kann daher der Geldpolitik eine größere Durchschlagskraft verleihen, indem sie es der Zentralbank ermöglicht, die angestrebte Wirkung auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu erzielen und zugleich die Zinsvolatilität zu verringern. Ein zweites Argument für ein solches Vorgehen ist, daß die Marktteilnehmer leichter feststellen können, wie die Zentralbanken auf Neuigkeiten reagieren. Bei plötzlichen und ausgeprägten Richtungsänderungen in der Zinspolitik

Argumente dafür ...

| Sitzungsturnus und Zinsglättung | | | | |
|---------------------------------|--|---|--|--|
| | Sitzungen des geldpolitischen Ausschusses ¹ | Durchschnittliche absolute Veränderung des Notenbankzinses ² bis zur Richtungsänderung | Durchschnittliche Anzahl von Notenbankzinsänderungen bis zur Richtungsänderung | Durchschnittliche Wochenzahl bis zur Richtungsänderung des Notenbankzinses |
| Australien | monatlich | 3,5 | 5,6 | 111 |
| Euro-Raum | 2wöchentlich | 1,5 | 3,0 | 39 |
| <i>Deutschland</i> | <i>2wöchentlich</i> | <i>0,4</i> | <i>4,9</i> | <i>20</i> |
| Japan ³ | 2wöchentlich | . | . | . |
| Kanada | 8 x jährlich | 2,1 | 6,7 | 52 |
| Schweden | monatlich | 1,6 | 8,5 | 60 |
| USA | 8 x jährlich | 2,0 | 6,0 | 84 |
| Vereinigtes Königreich | monatlich | 2,0 | 4,8 | 65 |

Anmerkung: Australien: Cash Rate (1990–2001); Deutschland: Repo-Satz (1990–98); Euro-Raum: Satz der Einlagefazilität (1999–2001); Japan: Tagesgeldsatz (unbesichert, 1990–2001); Kanada: oberer Grenzwert des operativen Bandes (1994–2001); Schweden: Repo-Satz (1994–2001); USA: Zielwert für Tagesgeldsatz (1990–2001); Vereinigtes Königreich: Repo-Satz (1990–2001).

¹ Gegenwärtige Praxis. ² Prozentpunkte. ³ Im Zeitraum von März 1991 bis August 2000 gab es keine Richtungsänderung beim Notenbankzins.

Tabelle IV.1

... und dagegen

könnte schwieriger zu beurteilen sein, welche Informationen für den geldpolitischen Kurs den Ausschlag geben. Ein drittes und damit verbundenes Argument für ein schrittweises Vorgehen besteht darin, daß dadurch auch einem Verlust an Glaubwürdigkeit der Zentralbank vorgebeugt werden kann. Denn häufige Richtungsänderungen in der Zinspolitik können von den Märkten als Beweis für mangelnde Entschlußkraft und Konsequenz aufgefaßt werden. Ein Argument jedoch spricht auch gegen die Zinsglättung: Wenn die Zentralbanken die Notwendigkeit eines schrittweisen Vorgehens überschätzen, könnten sich berechnete geldpolitische Kursänderungen verzögern, und dies wiederum könnte Ausschläge bei der Inflation und beim Wirtschaftswachstum sogar noch verstärken.

Marktverhältnisse
und Zeitpunkt
geldpolitischer
Schritte

Das Wachstum der Finanzmärkte bedeutet auch, daß die Wahl des Zeitpunkts geldpolitischer Maßnahmen stärker von den Marktverhältnissen beeinflußt werden dürfte. Ein Beispiel hierfür sind Situationen, in denen die Marktliquidität begrenzt ist (z.B. über das Jahresende oder in Sonderfällen wie dem Jahr-2000-Datumswechsel) und die Zentralbanken möglicherweise auf Zinsänderungen verzichten, um keine abrupten Marktreaktionen auszulösen. Ein zweites Beispiel betrifft Fälle von Marktturbulenzen. In solchen Situationen müssen die Zentralbanken die Schwere der Störung beurteilen, vor allem im Hinblick auf potentielle Auswirkungen für die Realwirtschaft. Sollten sie sich zum Eingreifen entschließen, reicht der mögliche Maßnahmenkatalog von der gezielten Bereitstellung von Liquidität bis hin zu Zinssenkungen, wie sie die Federal Reserve nach dem Rückgang der Aktienkurse 1987 sowie während der erhöhten Marktvolatilität nach dem russischen Schuldenmoratorium 1998 vornahm. Solche Maßnahmen, so sehr sie auch begrüßt werden, bergen jedoch die Gefahr, daß sie fälschlicherweise als Hinweis darauf verstanden werden, daß die Geldpolitik auf das in Krisenzeiten üblicherweise sinkende Niveau der Preise von Vermögenswerten reagiert.