

## IV. Geldpolitik in den fortgeschrittenen Industrieländern

### Schwerpunkte

Die Geldpolitik vollzog im vergangenen Jahr einen Kurswechsel, als die Zentralbanken in den fortgeschrittenen Industrieländern die Zinssätze infolge des globalen Konjunkturabschwungs herabsetzten. Ein weiterer Einflussfaktor waren die Terroranschläge in den USA, nach denen die Geldpolitik weltweit erneut gelockert wurde, um zur Wiederherstellung des Verbraucher- und Unternehmervertrauens beizutragen. Anfang 2002 verbesserten sich die Konjunkturaussichten. Dies veranlasste die Zentralbanken in einigen Ländern, die Geldpolitik zu straffen, um einem Inflationsdruck vorzubeugen.

Die Abschwächung der Konjunktur im letzten Jahr war zuerst in den USA erkennbar. Daraufhin übernahm die Federal Reserve im Januar 2001 die Führung bei der geldpolitischen Lockerung und senkte angesichts der unerwarteten Schwere des Abschwungs die Zinsen mehrere Male. Im ersten Quartal 2002 deutete sich eine Konjunkturwende an, sodass von weiteren Lockerungen der Geldpolitik abgesehen wurde und die Gefahren für Wachstum und Inflation wieder ausgewogener beurteilt wurden.

Verglichen mit den USA trat im Euro-Raum erst später ein Abschwung ein. Da der Inflationsdruck Anlass zu Besorgnis blieb, senkte die EZB die Zinsen im ersten Halbjahr 2001 nur einmal. Als sich die Hinweise auf einen Abschwung mehrten sowie als Reaktion auf die Ereignisse des 11. September lockerte die EZB die Geldpolitik in der zweiten Jahreshälfte weiter. Anfang 2002 wurden die Zinsen stabil gehalten, da sich eine Wirtschaftserholung abzeichnete, der inflationäre Druck aber gemäßigt blieb.

In Japan blieb die Wirtschaftslage äußerst schwach. Die Bank of Japan erhöhte im Berichtszeitraum mehrmals die Einlagen des Bankensystems. Zur weiteren Stimulierung kaufte sie auch vermehrt japanische Staatsanleihen am offenen Markt. Entscheidende Strukturreformen blieben jedoch weiterhin aus, und die Wirtschaftsentwicklung stockte dementsprechend nach wie vor.

Auch in Ländern mit explizitem Inflationsziel wurden die Zinssätze im Laufe der letzten 12 Monate gesenkt, wenngleich Zeitpunkt und Ausmaß unterschiedlich ausfielen. Während die Bank of Canada die Zinsen sehr energisch herabsetzte, blieb das Wirtschaftswachstum im Vereinigten Königreich, in Australien und in Neuseeland kräftiger, sodass Zinssenkungen nur begrenzt nötig waren. Schweden und Neuseeland, die eine Erhöhung der Inflation befürchteten, strafften als erste Industrieländer Anfang 2002 ihre Geldpolitik.

Die niedrigen Inflationsraten und Nominalzinsen im Berichtszeitraum waren im Vergleich zu den letzten Jahrzehnten ungewöhnlich. Dieses neue Umfeld hat den Handlungsspielraum für die Zentralbanken in vielerlei Hinsicht erweitert. Wie die Erfahrung der vergangenen Jahre zeigt, könnten sich damit

allerdings auch die Herausforderungen, die sich den Zentralbanken stellen, auf subtile Weise verändert haben. Diese Fragen werden im zweiten Teil dieses Kapitels ausführlicher untersucht.

## USA

Die scharfe Konjunkturwende in den USA Ende 2000 und zu Jahresbeginn 2001 war der Anlass zu einer stark expansiven Geldpolitik. Anfang 2001 senkte die Federal Reserve fünfmal in Folge die Zinsen um jeweils 50 Basispunkte, darunter zweimal außerhalb der turnusmäßigen Sitzungen des Offenmarktausschusses der Federal Reserve (FOMC). Dennoch verflachte sich das reale BIP-Wachstum im zweiten Quartal 2001, und die Besorgnis über mögliche weitere Kürzungen der Investitionsausgaben und einen anhaltenden Lagerabbau wuchs. Vor dem Hintergrund niedriger und stabiler Inflationsraten beschloss der FOMC bei seinen Sitzungen im Juni und August noch zweimal eine Senkung seiner Zielgröße für den Tagesgeldsatz, allerdings nicht mehr um 50, sondern jeweils nur noch um 25 Basispunkte, womit möglicherweise ein baldiges Ende der Lockerungsphase signalisiert wurde. Im Spätsommer zeichnete sich tatsächlich ab, dass sich die Lage in einigen Wirtschaftsbereichen stabilisiert hatte. Dies führte zu der optimistischeren Einschätzung, dass ein längeres unterdurchschnittliches Wachstum vermieden werden könnte.

Energische Lockerung der Geldpolitik bei drastischem Wirtschaftsabschwung

Die tragischen Ereignisse des 11. September zerschlugen etwaige Hoffnungen, dass das Wirtschaftswachstum auf kurze Sicht wieder an Fahrt gewinnen könnte. Die Reaktion der Währungsbehörden auf die Terroranschläge war vielfältig. Erstens stellte die Federal Reserve reichlich Liquidität über das Diskontfenster bereit. Im Rahmen dieser Notmaßnahmen stiegen in der Woche der Terroranschläge die Ausleihungen am Diskontfenster erheblich, um Ende September auf ein eher normales Niveau zurückzukehren. Zweitens vereinbarte bzw. erweiterte die Federal Reserve Swaplinien mit bestimmten ausländischen Zentralbanken, um globalen Liquiditätsbefürchtungen entgegenzutreten, wobei diese Linien lediglich im Falle der EZB tatsächlich in Anspruch genommen wurden. Drittens senkte der FOMC in diesem veränderten Umfeld, das durch größere Unsicherheit und wenig gefestigtes Verbraucher- und Anlegervertrauen gekennzeichnet war, den Zielsatz für Tagesgeld um 50 Basispunkte. Diese Zinssenkung erfolgte bewusst zum Zeitpunkt der Wiedereröffnung der Aktienmärkte in New York am 17. September (Kapitel VI). Die vorangegangenen Notenbankzinssenkungen und die reichliche Liquiditätsbereitstellung nach den Terroranschlägen trugen gemeinsam dazu bei, das kräftige Wachstum der weit gefassten monetären Aggregate aufrechtzuerhalten.

Weitere Lockerungen nach den Terroranschlägen ...

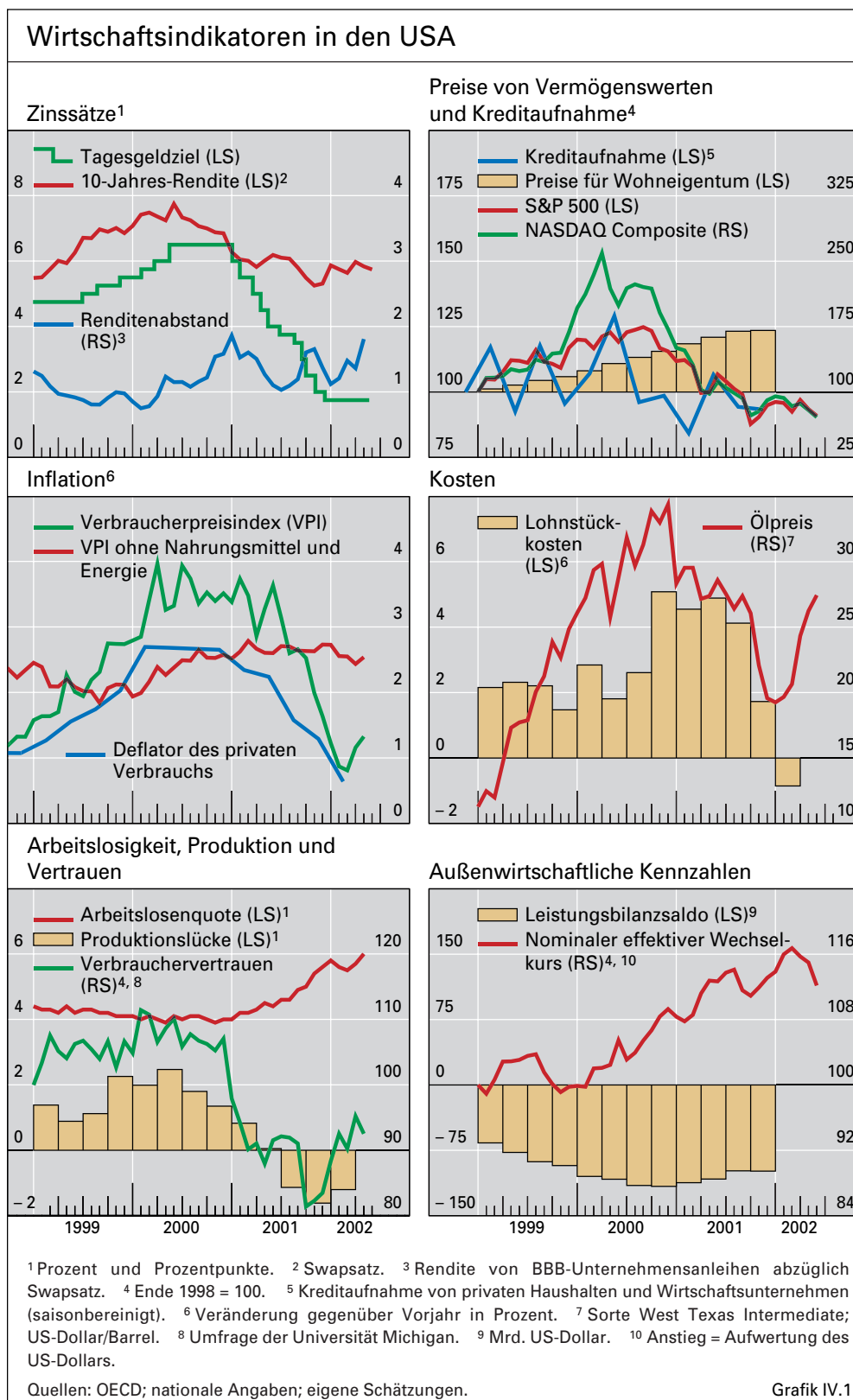
Als die Besorgnis wuchs, dass ein weltweiter Konjunkturabschwung die US-Wirtschaft weiter bremsen würde, verlieh der FOMC in der Sitzung von Anfang Oktober seinem Kurs Nachdruck, indem er den Zielsatz um einen weiteren halben Prozentpunkt zurücknahm. Bei nachlassendem Inflationsdruck und vielen Anzeichen für eine weiterhin schwache Wirtschaftsentwicklung senkte der FOMC die Zinsen bis zum Jahresende noch zweimal.

... und nochmals gegen Ende 2001 bei weiterhin schwacher Konjunktur

Die Maßnahmen des FOMC während dieser Phase der Lockerung waren beispiellos. Der Zielsatz für Tagesgeld wurde im Jahr 2001 elfmal um insge-

Trotz beträchtlicher Zinssenkungen ...

samt 4,75 Prozentpunkte gesenkt und Anfang 2002 auf dem ungewöhnlich niedrigen Niveau von 1,75% gehalten. Während die oben angedeuteten veränderten Gegebenheiten ausreichen, um eine erhebliche Lockerung der Geldpolitik zu rechtfertigen, hatte die US-Wirtschaft das Jahr 2001 mit



– nachträglich gemessen – relativ hohen kurzfristigen Realzinssätzen begonnen. Außerdem wurde im weiteren Jahresverlauf zunehmend klar, dass sich die allgemeine Finanzlage nicht so entspannte, wie es unter normalen Umständen vielleicht zu erwarten gewesen wäre. Trotz der erheblichen Verringerung der kurzfristigen Zinssätze wertete der Dollar im Jahr 2001 nominal effektiv um 5,4% auf (Grafik IV.1); die Kreditvergabebedingungen der Banken zogen etwas an, und die Aktienkurse fielen weiter, obwohl die energische Lockerung der Geldpolitik vermutlich einen noch viel stärkeren Rückgang verhinderte. Dagegen stiegen die Preise für Wohneigentum weiterhin deutlich, und die Verbraucher nutzten Refinanzierungsmöglichkeiten von Hypothekenverträgen. Auf diese Weise erhielten sie Mittel in Rekordhöhe, die sie für zusätzliche Konsumausgaben verwendeten (Kapitel II).

... Bedingungen an den Finanzmärkten weiterhin straff

Anfang 2002 begannen eine ganze Reihe von Indikatoren eine Konjunkturlage anzudeuten. Dennoch blieben große Unsicherheiten bestehen. Dementsprechend hielt die Federal Reserve ihren Zielsatz in den ersten drei Monaten des Jahres konstant und schätzte die Risiken ab März als ausgewogen ein. Für ein Beibehalten niedriger Zinsen sprach, dass die Bedingungen an den Finanzmärkten noch angespannt waren und die Ölpreiserhöhungen die verfügbaren Einkommen belasteten. Darüber hinaus schienen einige bereits vor der Konjunkturabschwächung vorhandene Ungleichgewichte weiter zu bestehen, von denen eine möglicherweise bremsende Wirkung auf die beginnende Erholung vermutet wurde. Insbesondere vom hohen Verschuldungsstand der privaten Haushalte und den großzügig bewerteten Aktien konnte eine Dämpfung der Konsumausgaben ausgehen, vor allem angesichts der unsicheren Gewinnaussichten sowie möglicher Folgen des Zusammenbruchs von Enron. Ebenso konnten gedrückte Unternehmensgewinne, eine hohe Gesamtverschuldung und Überkapazitäten die Investitionsausgaben einschränken. Einiges wiederum sprach eher für eine raschere Rückführung der Notenbankzinsen auf ein normaleres Niveau: Der Lagerabbau schien sich zu verlangsamen, die Effekte der Zins- und Steuersenkungen hatten sich möglicherweise noch nicht voll entfaltet, und es bestand immer noch die Aussicht auf ein höheres Produktivitätswachstum, wie es zum ausgedehnten Boom der neunziger Jahre beigetragen hatte.

Notenbankzinssätze Anfang 2002 stabil

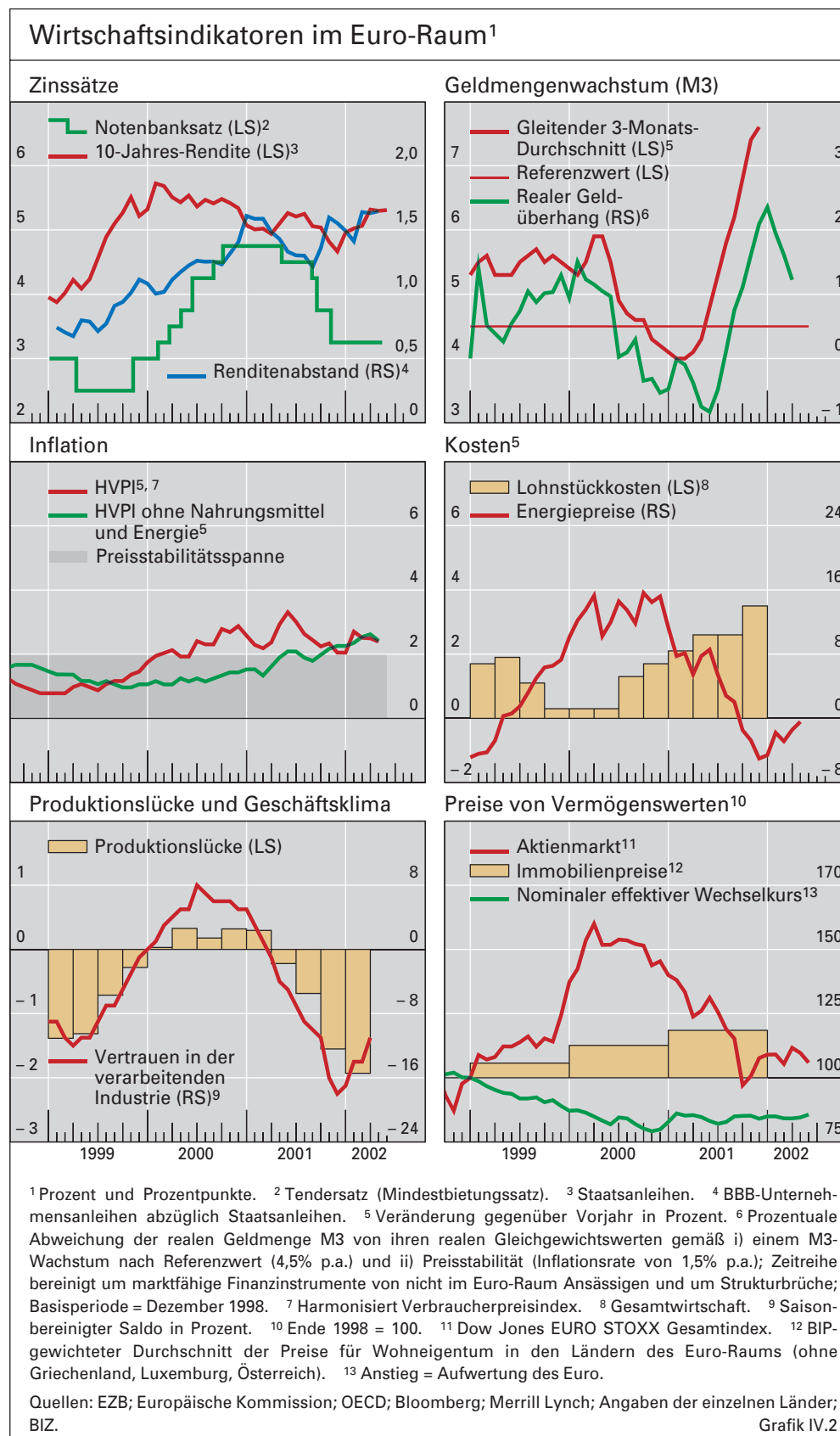
Außerdem war sorgfältig abzuwägen, wie schnell ein Richtungswechsel bei der Geldpolitik vorgenommen werden sollte. Einerseits waren die Zinssenkungen in Reaktion auf die sich verschlechternde Wirtschaftslage rasch aufeinander gefolgt, sodass eine ebenso rasche vorbeugende Straffung der Geldpolitik für den Fall eines einsetzenden inflationären Drucks zu erwarten wäre. Andererseits könnte jede überraschende Umkehr der Geldpolitik zu einer Überreaktion der Finanzmärkte führen. Insofern könnte der FOMC durch den Wechsel zu einer neutralen Haltung bei der Sitzung im März die Märkte auf Zinserhöhungen vorbereitet haben.

## Euro-Raum

Das Wirtschaftswachstum im Euro-Raum war Anfang 2001 relativ robust, und die EZB befürchtete nach wie vor einen unterschweligen Inflationsdruck. Als sich jedoch die mittelfristigen Inflationsaussichten zu bessern begannen, was

Inflationsdruck im Euro-Raum bis Mitte 2001 Grund zur Besorgnis

u.a. dem nachlassenden Nachfragedruck in Verbindung mit der weltweiten Abschwächung des Wirtschaftswachstums zuzuschreiben war, beschloss die EZB im Mai, ihren Leitzinssatz von 4,75% auf 4,5% zu senken. Den Sommer



über wurden die Zinsen bei 4,5% belassen, da die Inflationsrate hartnäckig über der oberen Grenze der EZB-Definition von Preisstabilität verharrte, teilweise bedingt durch die vorangegangenen Ölpreiserhöhungen und den niedrigeren Außenwert des Euro.

Bei seiner Sitzung Ende August gelangte der Rat der EZB zu der Einschätzung, dass der Preisdruck endlich nachließ; es wurde als zunehmend unwahrscheinlich erachtet, dass die früheren Preissteigerungen die Inflation noch weiter beeinflussen würden. Darüber hinaus hatte sich in großen Teilen des Euro-Raums die Konjunktur überraschend deutlich abzuschwächen begonnen, was mit der konjunkturellen Schwäche in den USA und in Japan sowie einer Mäßigung des Konsums wie auch der Investitionstätigkeit im Euro-Raum zusammenhing. Dies veranlasste die EZB, ihren wichtigsten Zinssatz um 25 Basispunkte herabzusetzen. Noch einmal senkte sie die Zinsen kurz nach den Terroranschlägen in den USA, denn durch diese massive Beeinträchtigung des Vertrauens trübten sich die Aussichten auf eine Belebung des weltweiten Wirtschaftswachstums ein. Ebenso wie die Währungsbehörden in den USA und in vielen anderen Ländern kündigte die EZB an, dass sie Liquidität bereitstellen werde, um den normalen Betrieb der Finanzmärkte nach den Terroranschlägen zu unterstützen. Unter anderem geschah dies am 12. September durch Festzinstender in unbestimmter Höhe. Im November senkte die EZB die Notenbankzinsen zum vierten und letzten Mal in der Berichtsperiode, da sie der Auffassung war, dass der inflationäre Druck trotz des anhaltend hohen M3-Wachstums (Grafik IV.2), das hauptsächlich Portfolioumschichtungen zugeschrieben wurde, hinreichend rasch nachließ.

Bei Wachstums-  
abschwächung ...

... Senkung der  
Notenbanksätze

Angesichts widersprüchlicher Signale über den möglichen Inflationsdruck hielt die EZB die Notenbankzinsen Anfang 2002 stabil. Zwar gab es erste Anzeichen für eine Konjunkturwende, z.B. eine Stärkung des Vertrauens bei den Unternehmen und einen Anstieg des Einkaufsmanagerindex für die verarbeitende Industrie, doch fehlten schlüssige Daten, die einen dauerhaften Anstieg des Wirtschaftswachstums belegen würden. Die Einführung des Euro-Bargeldes zu Jahresbeginn hatte offensichtlich nur eine mäßige Auswirkung auf die Inflation; sie wurde für Preissteigerungen in einem Teil des Dienstleistungssektors verantwortlich gemacht. Der Anstieg der Inflationsrate im Januar und Februar gegenüber dem jeweiligen Vorjahresmonat wurde vorübergehenden Basiseffekten zugeschrieben und löste daher keine geldpolitischen Reaktionen aus.

Geldpolitik Anfang  
2002 unverändert ...

Im April lieferten Anzeichen einer Trendumkehr bei den Lagerinvestitionen und verbesserter Bedingungen an den Finanzmärkten weitere positive Signale für eine Konjunkturerholung. Gleichzeitig schürten Ölpreissteigerungen und die laufenden Lohnverhandlungen wiederum Bedenken über den Aufbau von Inflationsdruck. Die EZB entschied schließlich erneut, die Zinsen unverändert zu belassen und abzuwarten, wie sich die Lage entwickeln würde.

... bei wieder-  
kehrenden  
Inflationsbedenken

## Japan

Die japanische Wirtschaft schwächte sich Anfang 2001 einmal mehr ab und geriet in ihre dritte und tiefste Rezession der vergangenen zehn Jahre. Die

In Japan bei  
Verschlechterung  
der Wirtschafts-  
aussichten ...

... monetäre  
Bedingungen  
mehrfach  
gelockert

Bank of Japan änderte daraufhin ihre Vorgehensweise und führte ein quantitatives Ziel für die täglich fälligen Einlagen ein (¥ 5 Bio.), um dem System deutlich mehr Liquidität bereitzustellen. Die Wachstumsrate der Geldbasis stieg kräftig an, der Tagesgeldsatz blieb praktisch bei null, und auch entlang der Zinsstrukturkurve wurden die Sätze gegen null gedrückt. Dennoch verschlechterte sich die Wirtschaftslage im Jahresverlauf weiter. In der Jahresmitte brachen die Aktienkurse ein, und der globale Konjunkturabschwung begann schwer auf Japans Exporten zu lasten. Der Policy Board der Bank of Japan sah mehr und mehr Anlass für eine weitere Lockerung und setzte schließlich im August das quantitative Ziel auf ¥ 6 Bio. herauf. Zusätzlich erwarb die Bank vermehrt inländische Staatsanleihen am offenen Markt.

Nach den Terroranschlägen in den USA im September erfolgte de facto eine weitere geldpolitische Lockerung. Der Policy Board befürchtete, dass Störungen an den Finanzmärkten die positiven Effekte der zuvor getroffenen geldpolitischen Maßnahmen gefährden könnten. Die Bank of Japan legte kein höheres Ziel für den Umfang der täglich fälligen Einlagen fest, sondern kündigte an, dass sie bereit sei, den Markt – auch über ihr vorher festgelegtes Ziel hinaus – reichlich mit Liquidität zu versorgen. Als begleitende Maßnahme senkte die Bank den Diskontsatz und erweiterte den Zugang zu ihrer lombard-ähnlichen Kreditfazilität. Daraufhin beschleunigte sich zwar das Wachstum der Geldbasis, doch die Zuwachsrate der breit abgegrenzten Geldmenge blieb gering (Grafik IV.3). Die Lockerung der Geldpolitik könnte teilweise zur Abwertung des Yen im späteren Jahresverlauf beigetragen haben, aber diese Abwertung war recht begrenzt. Im Dezember lag der nominale effektive Wechselkurs noch immer um 20% höher als Mitte 1998. Die Abwertung des Yen hatte dennoch einige positive Effekte, wie sich im Anstieg der Exporte, in den Unternehmensgewinnen in einzelnen Sektoren und im Yen-Wert der ausländischen Anlagen zeigte.

Einige positive  
Effekte durch Yen-  
Abwertung ...

... aber Verschlech-  
terung der Finanz-  
bedingungen  
insgesamt

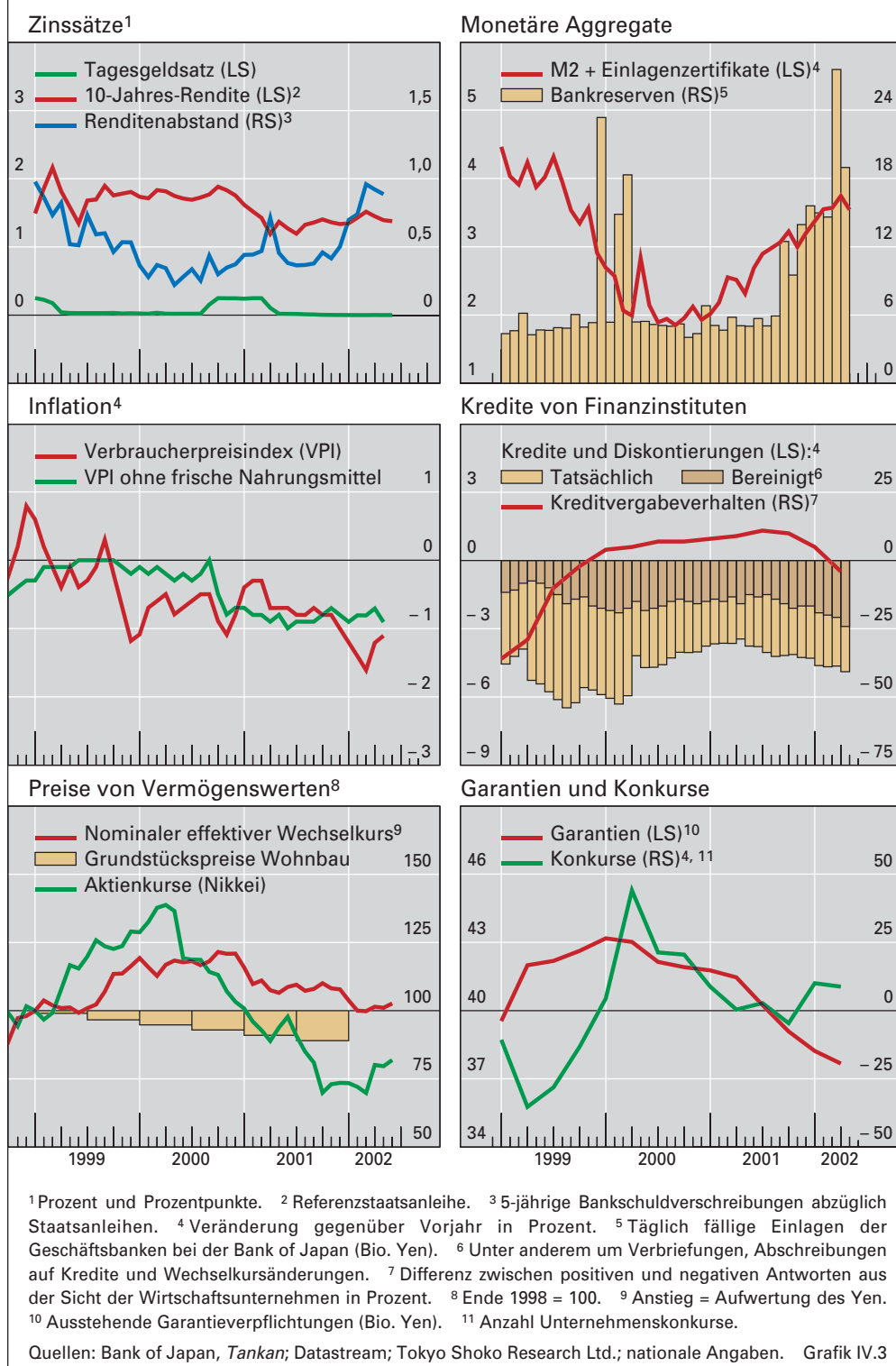
Eine Verschlechterung der Finanzbedingungen gegen Jahresende deutete darauf hin, dass die Wirtschaft weiter schrumpfen könnte. Die Konkurse häuften sich, die Renditenaufschläge für Unternehmensanleihen weiteten sich aus, und bei sonst stabilen Aktienkursen fielen die Notierungen der Bankaktien angesichts einer Zunahme der notleidenden Kredite erheblich. Außerdem beschleunigte sich der Rückgang der Bankkredite. Dies hing aber auch damit zusammen, dass sich die Kreditnachfrage abschwächte, da die Unternehmen ihre Anlageinvestitionen zurückschraubten und zugleich bestrebt waren, ihren Fremdfinanzierungsanteil zu reduzieren. Daraufhin setzte die Bank of Japan ein explizites und viel höheres Ziel von ¥ 10–15 Bio. für die täglich fälligen Einlagen des Bankensektors fest, wobei diese zu diesem Zeitpunkt bereits ¥ 9 Bio. erreicht hatten. Darüber hinaus erweiterte die Bank die Liste der für ihre Geschäfte zulässigen Sicherheiten, um das Funktionieren der Märkte und der Intermediation zu verbessern.

Deflation  
beschleunigt ...

... daraufhin  
erneute  
Lockerung ...

Im Jahr 2002 beschleunigte sich die Deflation der Verbraucherpreise, und die Konjunkturaussichten blieben ungewiss, obwohl die Wachstumsrate der Geldbasis gegenüber dem Vorjahr fast 30% erreichte. Gegen Ende des Fiskaljahres hielt es die Bank of Japan für möglich, dass die Märkte noch mehr Liquidität benötigten. Daraufhin nahm sie Ende Februar eine Reihe weiterer

## Wirtschaftsindikatoren in Japan



Lockerungsmaßnahmen vor, darunter eine nochmalige Anhebung ihres Ziels für die täglich fälligen Einlagen.

Zwar lockerte die Bank of Japan im letzten Jahr die geldpolitischen Bedingungen, betonte aber weiterhin, dass eine Ankurbelung der Nachfrage, das Wirtschaftswachstum und das Ende der Deflation von erheblichen

... aber Struktur-reformen weiterhin entscheidend



Fortschritten bei den Strukturreformen abhängig seien. Insbesondere hob sie hervor, dass Erfolge bei der Lösung des immer größer werdenden Problems der notleidenden Kredite unerlässlich seien, auch wenn dies für manche Unternehmen den Konkurs bedeuten sollte. Für den Fall auftretender systemweiter Probleme erklärte die Bank of Japan, dass sie bereit sei, als Kreditgeber der letzten Instanz zu fungieren. Für zusätzliche öffentliche Ausgaben als alternative Maßnahme zur Belebung der Nachfrage wurde aufgrund der wachsenden Staatsverschuldung wenig Spielraum gesehen. Auch andere geldpolitische Strategien waren mit Nachteilen verbunden (s. weiter unten).

## Länder mit Inflationsziel

Auswirkungen der weltweiten Abschwächung auf andere Industrieländer

Die verschiedenen Länder mit explizitem Inflationsziel machten in der Berichtsperiode ähnliche, jedoch keineswegs identische Erfahrungen. Im Allgemeinen verzeichneten sie eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums, die hauptsächlich durch die schleppende Konjunktur in den größeren Volkswirtschaften verursacht wurde. So konnte die Geldpolitik im ersten Halbjahr 2001 gelockert werden, da die Inflation weiterhin nahe dem Inflationsziel lag (Grafik IV.4). Das Ausmaß des Abschwungs und die Inflationsaussichten waren jedoch von Land zu Land sehr unterschiedlich. In Kanada verlangsamte sich das Wirtschaftswachstum deutlich. Dies veranlasste die Bank of Canada, die Notenbankzinsen ähnlich energisch wie die Federal Reserve zu senken. In anderen Ländern, wie dem Vereinigten Königreich, Australien und Neuseeland, blieb das von einer stärkeren Inlandsnachfrage gestützte Wirtschaftswachstum recht robust. Dennoch wurden Zinssenkungen vorgenommen, als sich ein mögliches Absinken des Wirtschaftswachstums unter den Potenzialpfad abzeichnete. Die Bank of England schien in besonders günstiger Position, um einen abrupten Konjunkturunbruch abzuwenden, denn die Inflation lag unter dem Ziel, und das Pfund Sterling war anhaltend stark gewesen. Schweden fiel aus dem Rahmen; die Inflation stieg hier während des gesamten letzten Jahres, und die Sveriges Riksbank sah sich schließlich im Juli 2001 veranlasst, die Geldpolitik zu straffen.

Kanada am härtesten getroffen ...

... aber Vereinigtes Königreich und Australien weiterhin stark

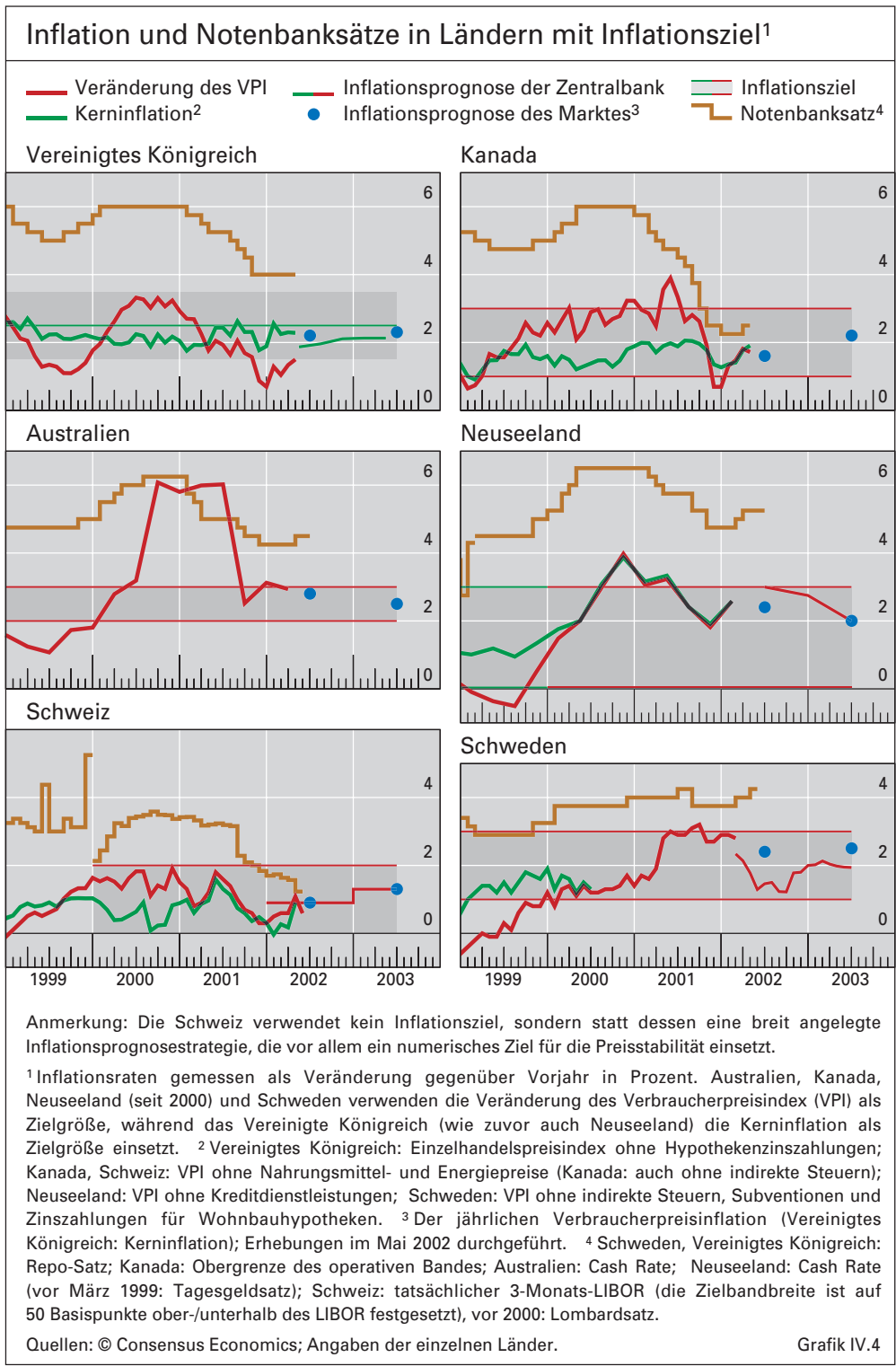
Verbreitete Zinssenkungen nach dem 11. September

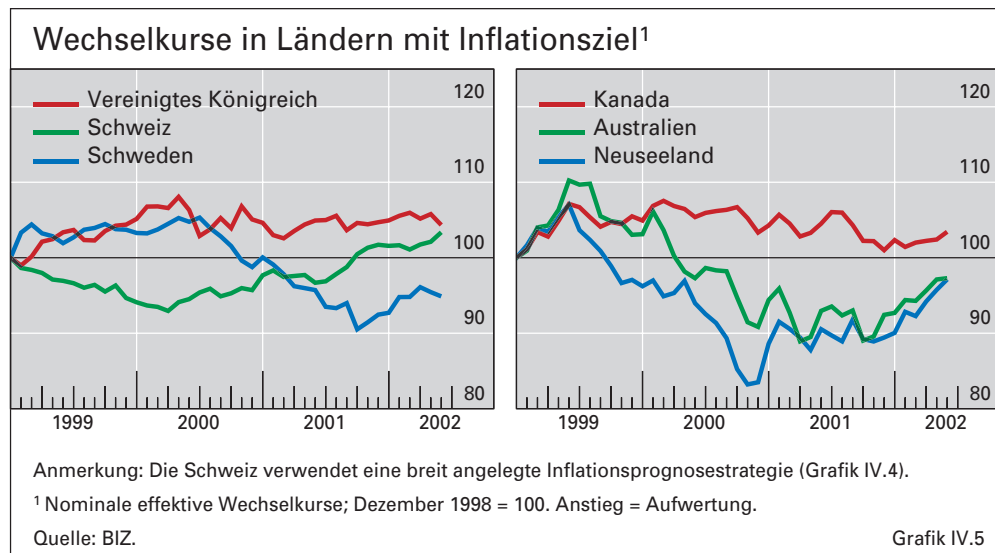
Eine weitere Lockerung der Geldpolitik fand vielerorts unmittelbar nach den Terroranschlägen in den USA statt. Wie in den größeren Volkswirtschaften bestand das wichtigste Anliegen der Währungsbehörden darin, zu einem Zeitpunkt, da die Unsicherheit ohnehin groß war, einen Einbruch des Vertrauens der Verbraucher und Unternehmen zu verhindern. Geldpolitische Maßnahmen, darunter sowohl Zinssenkungen als auch spezielle Liquiditätsbereitstellungen und Swapvereinbarungen mit der Federal Reserve (wie oben beschrieben), wurden außerhalb der turnusmäßigen Sitzungen getroffen. Lediglich die Reserve Bank of Australia senkte die Zinsen erst Anfang Oktober. In der Folge wurden die Notenbankzinsen in den meisten Ländern mit Inflationsziel Ende 2001 weiter zurückgenommen, als die Inlandsnachfrage allgemein Anzeichen von Schwäche zeigte und die Kerninflation nahe am Ziel blieb.

Ungleichgewichte zwischen den Wirtschaftszweigen verschärfte

Durch die Lockerung der Geldpolitik zur Belebung der inländischen Nachfrage bei schlechten Geschäftsaussichten an den Auslandsmärkten konnten sich möglicherweise Ungleichgewichte zwischen den Wirtschaftszweigen

bilden bzw. vergrößern, und zwar vor allem deshalb, weil es keine Garantie gab, dass Zinssenkungen eine Abwertung der Währung bewirken würden. Dies galt insbesondere für das Vereinigte Königreich, wo es infolge der anhaltenden Stärke des Pfund Sterling (Grafik IV.5) seit einiger Zeit große Wachstumsunterschiede zwischen binnenwirtschaftlich orientierten Branchen einerseits und exportorientierten bzw. mit Importprodukten konkurrierenden Wirtschaftszweigen andererseits gegeben hatte. Durch Senken der Zinssätze um 1,75 Pro-





zentpunkte, womit zugelassen wurde, dass der Boom beim Wohneigentum anhielt, gab die Bank of England implizit ihrer Auffassung Ausdruck, dass ein unausgewogenes Wirtschaftswachstum besser sei als gar keines.

In fast allen Ländern mit Inflationsziel wurden die Notenbankzinsen während der ersten zwei Monate 2002 stabil gehalten. Nur die Bank of Canada senkte ihren Zielsatz für Tagesgeld noch einmal. Im März mehrten sich die Anzeichen, dass sich die wirtschaftliche Talfahrt in diesen und anderen Ländern ihrem Ende näherte, und die Aufmerksamkeit richtete sich zunehmend auf einen möglichen geldpolitischen Kurswechsel. Ende März hoben die Sveriges Riksbank und die Reserve Bank of New Zealand die Notenbankzinsen als Erste wieder an. In beiden Ländern baute sich bereits Inflationsdruck auf, und im Falle Schwedens lag die Inflation sogar über dem angekündigten Ziel. Die Bank of Canada und die Reserve Bank of Australia strafften den geldpolitischen Kurs im April bzw. Mai ebenfalls. Beide erhöhten angesichts des unerwartet starken Wirtschaftswachstums die Notenbankzinssätze. Die Schweizerische Nationalbank dagegen senkte ihren Leitzins Anfang Mai um ½ Prozentpunkt, da sie befürchtete, dass die Aufwertung des Frankens die wirtschaftliche Erholung hemmen könnte.

Mit dem Beginn einer allgemeinen geldpolitischen Straffung wurden Fragen über den geldpolitischen Transmissionsmechanismus bei den gegenwärtig vorherrschenden Vermögenspositionen aktuell. Die privaten Haushalte und Unternehmen waren, vor allem im Vereinigten Königreich, ungewöhnlich stark verschuldet, die Preise von Wohneigentum erschienen in vielen Ländern reichlich hoch (Kapitel VII), und im Vereinigten Königreich hatte sich das Leistungsbilanzdefizit ausgeweitet. Eine kräftige Erhöhung der Notenbankzinsen würde die Schuldendienstlast bei Verbrauchern und Unternehmen verschärfen und könnte zu einer Umkehr bei den Immobilienpreisen führen.

### Subtilere Herausforderungen für die Geldpolitik?

In den letzten zehn Jahren ist die Weltwirtschaft in eine Phase niedriger und vergleichsweise stabiler Inflationsraten eingetreten. Das große Engagement

Umkehr des  
Notenbankzins-  
zyklus

Veränderungen  
in der Volkswirt-  
schaft ...

der Zentralbanken in der Inflationsbekämpfung sowie ihre größere Glaubwürdigkeit dürften hierzu wesentlich beigetragen haben. Wirtschaftspolitische Maßnahmen, die sowohl in den Industrieländern als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften darauf angelegt waren, das gesamtwirtschaftliche Produktionspotenzial zu verbessern, hatten daran ebenfalls Anteil.

Die Vorteile dieses neuen Umfelds können nicht oft genug hervorgehoben werden, auch wenn sie heutzutage bisweilen für selbstverständlich gehalten werden. Vor allem sind die Grundlagen für ein höheres langfristiges Wachstum und eine stabilere Weltwirtschaft gelegt worden. Das neue Umfeld hat dazu beigetragen, die Fehlallokationen zu mindern, die mit hohen und sich ändernden Inflationsraten verbunden sind. Außerdem hat es den Handlungsspielraum der Zentralbanken erheblich erweitert. So ist z.B. dank deren gesteigerter Glaubwürdigkeit das Auftreten kostspieliger Lohn-Preis-Spiralen weniger wahrscheinlich geworden. Auch muss es nicht mehr dazu kommen, dass ein Konjunkturaufschwung vorzeitig endet, weil die Zentralbanken bemüht sind, emporschießende Inflationsraten einzudämmen.

Gleichwohl standen die Zentralbanken auch in der Berichtsperiode vor einigen Herausforderungen, wie weiter oben bereits gezeigt wurde. Mit der Liberalisierung im Finanzsektor galt es in vielen Fällen, ausgeprägte Hausse- und Baissezyklen bei Preisen von Vermögenswerten – die häufig mit ähnlichen Schwankungen an den Kreditmärkten einhergehen – innerhalb des geldpolitischen Rahmens zu berücksichtigen. In Japan und anderen ostasiatischen Ländern waren die Folgen solcher Zyklen besonders schwerwiegend. Teilweise im Zusammenhang damit stellte sich zudem die Herausforderung, wie mit den Unsicherheiten im Umfeld potenzieller Verbesserungen auf der gesamtwirtschaftlichen Angebotsseite umzugehen war, die nicht zuletzt mit der Einführung neuer Informationstechnologien verbunden waren. Hier gab es große Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern. In jüngerer Zeit mussten die Zentralbanken mit einem unerwarteten und abrupten Abschwung zurechtkommen, der insofern ungewöhnlich war, als er durch die Auflösung eines Investitionsbooms in Gang gesetzt worden war.

Vor diesem Hintergrund sollen im Folgenden Lehren aus den jüngsten Erfahrungen gezogen werden, um die besonderen Herausforderungen zu beurteilen, vor denen die Zentralbanken angesichts des geringen Preisauftriebs, ihrer offenbar großen Glaubwürdigkeit in der Inflationsbekämpfung und der liberalisierten Finanzmärkte stehen dürften. Im Einzelnen wird vor allem untersucht, wie sich die Dynamik der wirtschaftlichen Abläufe gewandelt haben könnte, denn damit könnten sich auch die Eigenschaften verschiedener Indikatoren für Inflations- bzw. Deflationsdruck ändern, und die Formulierung der Geldpolitik würde in vielleicht unerwarteter Weise beeinflusst. Zum Beispiel lassen sich wegen der stärkeren Verankerung der Inflationserwartungen auf niedrigem Niveau insbesondere fundamentale Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage in der am Verbraucherpreisindex gemessenen Inflationsrate heute vermutlich erst später feststellen. Folglich dürfte es etwas weniger eindeutig und in mancher Hinsicht auch schwieriger geworden sein, über den Zeitpunkt und das Ausmaß einer geldpolitischen Straffung in einer Aufschwungphase zu entscheiden. Ähnliche Fragen stellen sich auch bei einer

... bringen einige subtile Herausforderungen mit sich

Lockerung der Geldpolitik. Ferner kann die Nullzinsgrenze für die nominalen Sätze der Geldpolitik besondere Schwierigkeiten bereiten.

#### *Das Erkennen inflationärer und deflationärer Tendenzen*

Ungleichgewichte  
vielleicht erst  
später erkennbar ...

Aufgrund struktureller Veränderungen im Lohn- und Preisbildungsprozess dürfte es heute länger dauern, bis fundamentale Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage über Verbraucherpreissteigerungen sichtbar werden. Erstens haben das erklärte Bestreben der Zentralbanken, die Inflation unter Kontrolle zu halten, und der damit verbundene Glaubwürdigkeitserfolg die Erwartungen anscheinend stärker im Bereich der expliziten oder impliziten Inflationsziele verankert. Zweitens, und das hängt zum Teil damit zusammen, ist der Einfluss von Wechselkursänderungen auf die Inflationsraten offenbar zurückgegangen (Kapitel II). Drittens haben Unternehmen und Arbeitnehmer bei niedriger und stabiler Inflationsrate einen geringeren Anreiz, die Preise und Löhne genauso häufig anzupassen wie früher, und der Abschluss langfristiger Verträge wird begünstigt. Viertens schließlich hat die Globalisierung den Wettbewerbsdruck erhöht und die Marktmacht der einzelnen Unternehmen verringert. Jeder der genannten Aspekte legt nahe, dass sich die Inflation nunmehr auf einem niedrigen Niveau stabilisiert hat und gegenüber Nachfrageüberhängen auf kurze Sicht weniger reaktiv sein dürfte.

... vor allem bei  
Investitionsboom ...

Solche fundamentalen Ungleichgewichte einzuschätzen kann in einem Umfeld von Produktivitätszuwachsen und Investitionsbooms paradoxerweise schwieriger sein, da sich, zumindest für einige Zeit, positive Wirkungskreisläufe einstellen können. Produktivitätsgewinne tragen zu niedrigen Inflationsraten bei, was die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik verbessert und die Inflationserwartungen verankert und auf diese Weise den Preisauftrieb im Zaum hält. Eine günstigere Inflationsentwicklung dürfte es wiederum ermöglichen, die Zinssätze und Kapitalkosten niedrig zu halten, was die Unternehmensgewinne und Preise von Vermögenswerten nach oben treibt. Dies dürfte dann das Kreditwachstum und die Investitionstätigkeit ankurbeln, was zu weiteren Produktivitätszuwachsen führt. In vielen Ländern waren im letzten Konjunkturaufschwung Elemente dieser günstigen Wechselwirkung zu erkennen. Wichtig dabei ist, dauerhafte Produktivitätszuwächse von solchen zu unterscheiden, die mit einem längerfristig nicht tragfähigen Wachstum der Kapazitäten und unrealistischen Gewinnerwartungen einhergehen.

... dadurch  
Veränderungen der  
Risikostruktur für  
die Entscheidungsträger

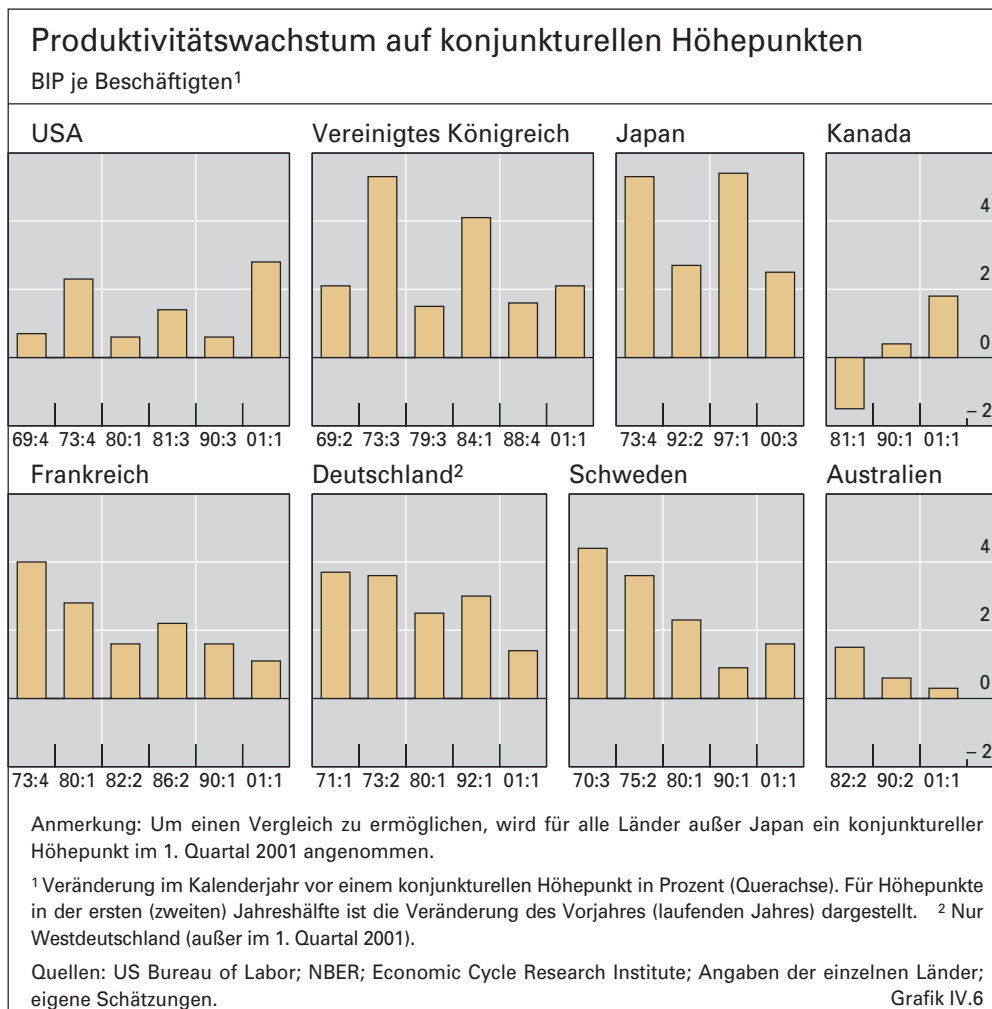
Wirtschaftliche Wachstumsprozesse dieser Art können in einer subtilen Weise die Risikostruktur verändern, der sich die geldpolitischen Entscheidungsträger gegenübersehen. Einerseits könnte es schließlich, wie schon in der Vergangenheit, zu einer sichtbaren Inflation kommen. Andererseits – und dies ist wohl eher wahrscheinlich – könnte der Aufschwung abflauen, wenn die Nachfrage stockt und die Unternehmensgewinne unter Druck geraten, bevor überhaupt eine nennenswerte Straffung der Geldpolitik zur Inflationseindämmung notwendig wird. Je nachdem, welcher Art und wie gravierend die während der Aufschwungphase entstandenen Ungleichgewichte sind, könnte die Inflation angesichts ihres niedrigen Ausgangsniveaus sogar in eine Deflation umschlagen.

Das Zusammenspiel einer geringeren Reagibilität der Preise bei Anspannungen auf der Nachfrageseite und potenzieller Verbesserungen auf der Angebotsseite kann den Informationsgehalt von Indikatoren, die gewöhnlich der Geldpolitik als Richtschnur dienen, beeinträchtigen. Unter solchen Umständen unterlägen insbesondere Schätzungen herkömmlicher Indikatoren, wie z.B. der Produktionslücke, größerer Unsicherheit als sonst. Außerdem könnte es eine Weile dauern, bis sich mit einiger Sicherheit feststellen lässt, ob ein beobachteter Produktivitätszuwachs zyklischer oder struktureller Natur ist und ob er einem einmaligen Produktivitätsschub oder einer tatsächlichen Veränderung der Zuwachsrates zuzurechnen ist.

Unsicherheit über Produktivitätsgewinne ...

... erschwert Schätzung der Produktionslücke ...

Diese Herausforderungen für die Geldpolitik kommen klar zum Ausdruck in der Debatte über den Charakter und das länderübergreifende Auftreten der Produktivitätssteigerungen im Zusammenhang mit der Einführung neuer Informationstechnologien. Es dauerte erhebliche Zeit, bis sich in den USA eine feste Meinung über die Art und die Nachhaltigkeit dieser Zuwächse gebildet hatte, wobei das kräftige Produktivitätswachstum auf dem konjunkturellen Höhepunkt und vor allem seine Robustheit während des kurzlebigen Abschwungs als wesentliche Anhaltspunkte dienten (Grafik IV.6). Ähnliche Unsicherheiten in der Beurteilung der Entwicklung gab es auch in anderen Ländern. Jedoch sind bis auf wenige Ausnahmen die seit langem erwarteten



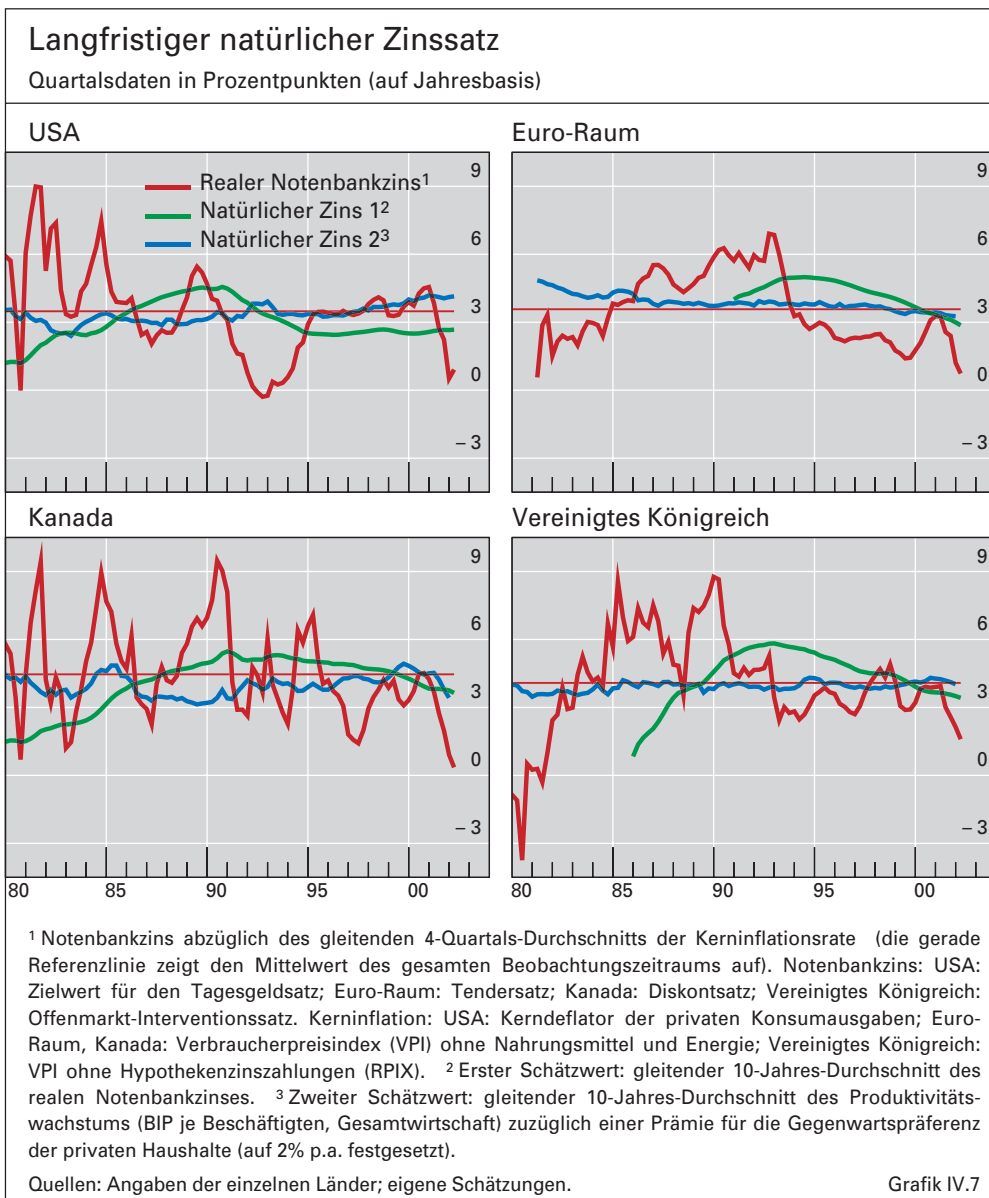
konkreten Anzeichen für außergewöhnliche Produktivitätszuwächse ausgeblieben, obwohl IT-Innovationen in vielen Ländern weit verbreitet sind. Immer noch erschweren methodologische und länderspezifische strukturelle Entwicklungen derartige Beurteilungen. In Europa etwa dürften Unterschiede in den statistischen Erfassungsmethoden und beschäftigungsfördernde Maßnahmen den Trend des Produktivitätswachstums zum Teil verdecken. Darüber hinaus zeigt die Erfahrung der Volkswirtschaften, die nach länger anhaltenden von der Investitionsnachfrage getriebenen Aufschwüngen schwere Rezessionen erlitten, wie etwa Japan und andere ostasiatische Länder, dass Einschätzungen des langfristigen Wachstumspotenzials nicht unbedingt robust sind. In diesen Ländern wurden die während des Booms zunächst höheren Schätzwerte nach der Krise jeweils deutlich nach unten korrigiert.

... und des natürlichen Zinssatzes

Ähnliche Unsicherheiten kommen im Zusammenhang mit dem natürlichen Zinssatz auf, einem Indikator, dem immer mehr Aufmerksamkeit zuteil wird. Er wird allgemein definiert als derjenige kurzfristige Realzinssatz, der mit einem tragfähigen und nicht inflationären Wachstum im Einklang steht. Liegt somit der tatsächliche Ex-ante-Realzins unterhalb (bzw. oberhalb) des natürlichen Zinssatzes, gilt die Geldpolitik als expansiv (bzw. restriktiv). Da der natürliche Zins im Laufe des Konjunkturzyklus in Reaktion auf verschiedene unerwartete, nicht unbedingt präzise erkennbare Entwicklungen schwanken kann, dürfte es einfacher sein, seinen langfristigen Mittelwert zu schätzen. Dieser kann der Geldpolitik dann als Richtschnur für langfristige Betrachtungen dienen. Ein erster Messansatz für den Mittelwert greift auf realwirtschaftliche Daten zurück, da der langfristige natürliche Zins proportional zu Änderungen des langfristigen Produktivitätswachstums schwanken müsste. Schätzungen, die auf einem gleitenden Durchschnitt des Produktivitätswachstums beruhen, legen beispielsweise nahe, dass der langfristige natürliche Zins in den neunziger Jahren in den USA, im Vereinigten Königreich und in Kanada leicht anstieg, im Euro-Raum aber abnahm (Grafik IV.7). Diese Methode unterliegt jedoch derselben Unsicherheit wie alle Schätzungen des trendmäßigen Produktivitätswachstums. In einem alternativen Ansatz wird ein Durchschnitt tatsächlich beobachteter kurzfristiger Realzinsen ermittelt. Sollten allerdings die erwarteten und die tatsächlichen Inflationsraten im relevanten Beobachtungszeitraum durchgängig voneinander abweichen, wäre diese Methode möglicherweise nicht mehr zuverlässig.

Augenmerk auf Indikatoren finanzieller Ungleichgewichte?

Diese Argumente legen es nahe, anderen denkbaren Indikatoren für fundamentale Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage einen etwas größeren Stellenwert einzuräumen. Kennzahlen, die das Entstehen von Unausgewogenheiten im Finanzsystem erkennen lassen, bieten sich an. Gerade die Erfahrung der letzten zehn Jahre zeigt, dass eine ungewöhnlich rasche gleichzeitige Zunahme der Kreditvergabe und der Preise von Vermögenswerten einen Wirtschaftsaufschwung ankündigen kann, der nicht auf Dauer tragfähig ist, da eine solche Zunahme oftmals mit einer verminderten Risikowahrnehmung und einem übermäßigen Aufbau von Kapazitäten einhergeht (Kapitel VII). Die daraus entstehenden Verzerrungen in den Unternehmensbilanzen und in den Investitionsentscheidungen können wiederum die Wirtschaft anfälliger für einen Abschwung machen und zu Anspannungen



im Finanzsystem führen. Gleichzeitig kommt es dabei oft zu beträchtlichen Kapitalzuflüssen und zu Aufwertungsdruck auf die Währung, wie dies bei den Ländern Ostasiens der Fall war. Ein schnelles Wachstum anderer Aggregatsgrößen, wie z.B. der Maße für die breit abgegrenzte Geldmenge, kann ebenfalls eine Rolle spielen.

Bei der Gesamtbeurteilung finanzieller Unausgewogenheiten ist zugleich Vorsicht angebracht (Kapitel VII). Ein Grund dafür ist, dass zunächst abgeschätzt werden muss, was als tragfähig gelten kann, um beurteilen zu können, ob das Kreditwachstum und der Anstieg der Preise von Vermögenswerten „übermäßig“ sind. Bisherige Erfahrungswerte dürften dabei nützlich sein, aber letztendlich setzt die Beurteilung der Tragfähigkeit eine Einschätzung des langfristigen Produktivitätswachstums voraus. Ein zweiter Grund ist, dass eine solide Beurteilung finanzieller Ungleichgewichte die sorgfältige Überprüfung einer breiten Palette von Faktoren erfordert. Dazu gehören die Konstellation der Preise von Vermögenswerten (Aktien, gewerbliche Immobilien und



Wohneigentum), die Kreditvergabe in ihrer sektoralen Aufgliederung sowie schließlich auch die Solidität der Finanzinstitute. Zudem kann die Entwicklung einzelner Größen auch Einflüssen ausgesetzt sein, die nicht mit einem fundamentalen Nachfrageüberhang in Verbindung stehen. Grundsätzlich könnte beispielsweise die starke Ausweitung des realen Geldüberhangs im Euro-Raum im letzten Jahr (Grafik IV.2) einen bedeutenden Aufbau monetärer Ungleichgewichte anzeigen. Tatsächlich kann sie allerdings weitgehend Sonderfaktoren zugeschrieben werden, darunter der Flucht in liquide Mittel nach den Terroranschlägen in den USA.

#### *Die Entscheidung über den Zeitpunkt geldpolitischer Straffung*

Fragen in Bezug auf:

Ohne klare Hinweise auf einen inflationären Druck steht die Geldpolitik vor der Frage, wie sie bei kräftigem Wirtschaftswachstum hinreichend vorbeugend wirken kann. Diese Frage wäre allerdings weniger relevant, wenn stabile Inflationsraten den Handlungsspielraum erweitern würden und wenn die Verzögerungen in der monetären Transmission im neuen Umfeld kürzer wären. Dazu werden im Folgenden einige Überlegungen angeführt.

– Reaktion auf angebotsseitige Verbesserungen

Verbesserungen auf der Angebotsseite werfen für die Geldpolitik einige subtile Fragen auf. Wenn sich die Wachstumsrate der Produktivität dauerhaft erhöht hat, dann steigt auch der langfristige natürliche Zinssatz (Grafik IV.7). Unter sonst gleichen Voraussetzungen würde dies bedeuten, dass die Zentralbank letztendlich die nominalen Zinssätze anheben muss. Geschieht das nicht, könnte ein nicht tragfähiger Boom noch begünstigt werden. Wenn allerdings bei einem Anstieg des Produktionspotenzials zunächst die Preise unter erheblichen Abwärtsdruck geraten, dürfte es kurzfristig wünschenswert sein, die Zinsen zu senken. Dabei dürfte es nicht leicht sein, den jeweils angemessenen Zeitpunkt und Umfang von Zinsänderungen im Zeitablauf zu ermitteln, insbesondere wenn unklar ist, ob die Veränderung des Produktivitätswachstums dauerhaft oder vorübergehend ist.

– Umgang mit politökonomischem Druck

Selbst wenn eine Zentralbank in der Lage ist, den Aufbau eines fundamentalen Nachfrageüberhangs korrekt festzustellen, ist es möglicherweise aus politökonomischen Erwägungen heraus nicht leicht für sie, die Geldpolitik zu straffen, wenn sich der Verbraucherpreisanstieg nicht beschleunigt hat. Trotz der größeren Unabhängigkeit, die viele Zentralbanken heute genießen, kann es schwierig sein, die Zinssätze anzuheben, wenn das erklärte Ziel der Geldpolitik, nämlich niedrige und stabile Inflationsraten, allem Anschein nach doch erreicht wurde.

– Berücksichtigung sektoraler Ungleichgewichte

Darüber hinaus dürften – wie bereits in der Vergangenheit – große Divergenzen in den Branchenkonjunkturen in Verbindung mit sektoral unterschiedlichen Reagibilitäten auf geldpolitische Änderungen die Entscheidung für eine straffere Geldpolitik zusätzlich erschweren. Unter solchen Umständen würde eine einheitliche geldpolitische Haltung den voneinander abweichenden Bedürfnissen der einzelnen Branchen nicht gerecht. Ein Beispiel aus der jüngsten Vergangenheit war das vergleichsweise rasche Wachstum in der Hochtechnologiebranche. Wegen des hohen Aktienanteils in seinen Finanzierungsstrukturen reagierte dieser Sektor wohl wesentlich empfindlicher auf Veränderungen der Aktienkurse als auf die langfristigen Zinsen. Weniger

dynamische Sektoren hingegen dürften die Währungsbehörden unter Druck setzen, die Zinssätze nicht zu erhöhen, wie es in den vergangenen Jahren im Vereinigten Königreich der Fall war.

Was für Fragen eine Straffung der Geldpolitik aufwirft, lässt sich sehr gut anhand der Erfahrung Japans gegen Ende der achtziger Jahre veranschaulichen. Die Bank of Japan stellte damals fest, dass eine Konstellation aus kräftigem Produktivitätswachstum, rasantem Höhenflug der Preise von Vermögenswerten und niedrigen Inflationsraten eine Straffung der Geldpolitik nach objektiven Kriterien stark erschwerte, während die Ungleichgewichte zunahmen. Die Bank geriet sogar unter beträchtlichen Druck, auch aus den Reihen der internationalen Gemeinschaft, die Zinssätze auf einem niedrigen Niveau zu belassen. Trotz wichtiger Unterschiede bei einigen Hintergrundfaktoren befand sich die Federal Reserve im letzten Konjunkturzyklus in einer ähnlichen Situation. In diesem Fall waren die Entscheidungsträger der Auffassung, dass die langfristigen Wachstumsaussichten günstiger geworden seien und das Finanzsystem grundsätzlich robust sei. Daher strafften sie die Geldpolitik zunächst nicht nennenswert und zogen die Zinsschraube erst später stärker an, als das Wirtschaftswachstum als nicht mehr tragfähig beurteilt wurde. Die Straffung erschien allerdings insofern weniger dringlich, als der beobachtete Preisaufrieb vergleichsweise gedämpft geblieben war.

Im Nachhinein wurde bisweilen der Standpunkt vertreten, dass bei einer frühzeitigen Straffung der Geldpolitik in Japan möglicherweise nur in begrenztem Maße unrentable Kapazitäten aufgebaut worden wären, die Banken weniger exponiert gewesen wären und der anschließende Konjunkturabschwung milder ausgefallen wäre. In der tatsächlichen Situation ist es natürlich viel schwieriger, ein angemessenes Vorgehen festzulegen und umzusetzen. Gängige geldpolitische Regeln auf der Basis der Produktionslücke und der Inflationsentwicklung, wie sie üblicherweise zur Einordnung der Politik der Zentralbanken herangezogen werden, lassen in der Tat erkennen, dass der japanische Kurs früheren Erfahrungen nicht völlig widersprach (Grafik IV.8). Kennziffern, die die Ausweitung von Ungleichgewichten im Finanzbereich und die damit einhergehenden Verzerrungen in den Investitionsentscheidungen anzeigen, wären bei der Formulierung der Geldpolitik möglicherweise hilfreich gewesen. Wie komplex die Ermessensfragen sind, die bei der Einschätzung und Bekämpfung finanzieller Ungleichgewichte eine Rolle spielen, unterstreicht jedoch die bis jetzt viel günstigere Entwicklung in den USA (Grafik IV.8). Dort fiel trotz einer weitgehend ähnlichen Geldpolitik und gewisser Übereinstimmungen bei einigen wirtschaftlichen Eckdaten die darauf folgende Rezession viel gemäßiger aus. Nicht zuletzt dank des Ausbleibens von Fehlentwicklungen der Preise am gewerblichen Immobilienmarkt, der Streuung von Risiken über die Kapitalmärkte und eines robusteren Bankensystems waren die USA widerstandsfähiger gegenüber dem abrupten Konjunkturerinbruch (Kapitel VII).

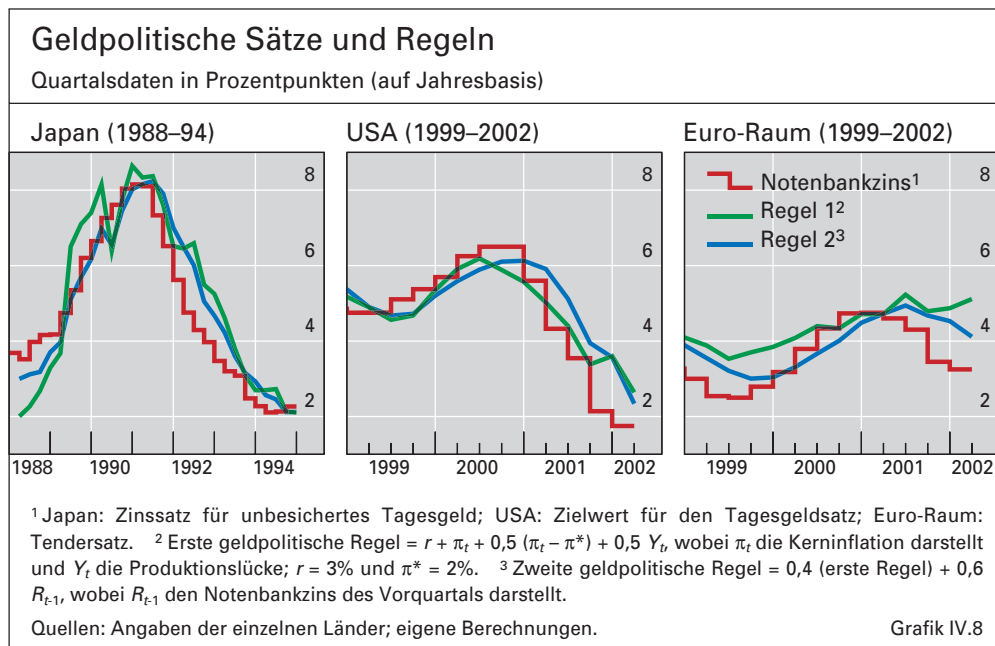
Diese Schwierigkeiten, in dem neuen wirtschaftlichen Umfeld hinreichend präventiv tätig zu sein, würden weniger ins Gewicht fallen, wenn – und das erscheint plausibel – eine Prävention weniger notwendig wäre. Zum einen bleibt den Zentralbanken bei einer stärkeren Verankerung der

Bank of Japan und  
Federal Reserve  
teils in ähnlicher  
Lage ...

... und daher  
mit ähnlicher  
Reaktion ...

... aber unter-  
schiedlichen  
Ergebnissen

Prävention heute  
vielleicht weniger  
wichtig



Inflationserwartungen vor dem Ergreifen von Maßnahmen mehr Zeit für eine Beurteilung der wirtschaftlichen Bedingungen, ohne einen deutlichen Anstieg der Inflation zu riskieren. Allerdings gilt das nur dann, wenn sich keine Ungleichgewichte aufbauen, die später möglicherweise höhere Kosten verursachen. Zum anderen dürften sich die Verzögerungen in der Übertragung geldpolitischer Impulse auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage mit dem technischen Fortschritt und den Veränderungen an den Finanzmärkten verkürzt haben. Belege dafür kommen hauptsächlich aus den USA. Die Implementierung von zeitoptimierten Lagerhaltungssystemen ist ein Beispiel dafür, wie Ausgabenentscheidungen heutzutage schneller an veränderte wirtschaftliche Verhältnisse angepasst werden können. Außerdem dürfte die deutlich gestiegene Beteiligung der privaten Haushalte an den Aktienmärkten zu größeren Vermögenseffekten beim Konsum geführt haben (Kapitel II).

#### *Die Entscheidung über den Zeitpunkt geldpolitischer Lockerung*

Die Schwierigkeiten bei der Messung von Fehlentwicklungen sind auch für eine Lockerung von Bedeutung. Darüber hinaus stellen sich bei Entscheidungen über eine Lockerung noch weitere Herausforderungen, und zwar infolge gewisser Asymmetrien, die auf die wirtschaftliche Dynamik durchschlagen dürften.

Wirksamkeit der  
Geldpolitik begrenzt

Erstens kann die Art des vorangegangenen Aufschwungs je nach Ausmaß und Umfang der Ungleichgewichte, die sich dabei aufgebaut haben, die Wirksamkeit der Geldpolitik im Falle einer Lockerung begrenzen. Wie die Entwicklung seit Anfang der neunziger Jahre aufzeigt, können Überkapazitäten und möglicherweise auch finanzielle Anspannungen die konjunkturelle Entwicklung spürbar belasten. Unter solchen Umständen ist die Wirksamkeit der gelockerten Geldpolitik weitgehend auf die Nachfragekomponenten beschränkt, die von den Ungleichgewichten weniger stark betroffen sind. So konnten die Zinssenkungen z.B. die drastischen Kürzungen von Investitionsausgaben während des Abschwungs im letzten Jahr anscheinend kaum

mindern; das Wachstum der Konsumausgaben blieb aber kräftig, da die privaten Haushalte die günstigeren Finanzierungsbedingungen nutzten (s. weiter oben und Kapitel II).

Zweitens werden die nominalen Zinssätze durch die Nullzinsgrenze beschränkt. In diesem Zusammenhang stellen sich zwei Fragen. Die eine befasst sich damit, wie die geldpolitische Strategie formuliert werden soll, wenn die Zinssätze in einen Bereich sinken, bei dem das Risiko, die Nullzinsgrenze zu erreichen, ein entscheidungsrelevanter Aspekt wird. Dies war im letzten Jahr von potenzieller Bedeutung, als sich – wie etwa in den USA – die kurzfristigen Zinsen historischen Tiefständen näherten. Bei der zweiten Frage geht es um die geldpolitische Strategie für den Fall, dass – wie in Japan – die Nullzinsgrenze tatsächlich erreicht ist.

Nullzinsgrenze als weiteres Hindernis

Es gibt mindestens zwei gegensätzliche Ansichten darüber, wie eine Lockerung der Geldpolitik erfolgen soll, wenn die Nullzinsgrenze zu einem potenziellen Problem wird. Eine Vorgehensweise besteht darin, die Zinssätze langsam zurückzuführen (d.h. eine Politik der Zinsglättung). Dieser – vorsichtiger – Ansatz „hält das Pulver trocken“ für den Fall, dass die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nicht gleich anspringt. Eine Alternative ist eine energische Senkung der Zinssätze in dem Bestreben, die Nachfrage schnell zu stimulieren. Dabei wird besonders ausgeprägt auf gegenwärtige und erwartete Entwicklungen reagiert, ohne speziell auf eine Glättung der Zinsen zu achten. Dahinter steht die Absicht, einer länger andauernden Schwächephase der Wirtschaft vorzubeugen und auf diesem Weg die Gefahr zu verringern, dass die Nullzinsgrenze eine bindende Beschränkung wird.

Zwei Auffassungen:

– das „Pulver trocken halten“

– oder energisch handeln

Grundsätzlich dürfte ein gradueller Ansatz in der Geldpolitik strategisch wünschenswert sein. Ein energischeres Vorgehen dürfte dagegen gewisse Vorteile besitzen, wenn das Risiko einer Annäherung an die Nullzinsgrenze ein wichtiger Gesichtspunkt wird. In normalen Zeiten dürfte eine abwartende Geldpolitik insofern wirksamer sein, als sie Zinsänderungen eine größere Dauerhaftigkeit verleiht und so die Öffentlichkeit eher davon ausgehen kann, dass die Zinssätze nach einer Änderung für einige Zeit bestehen bleiben. Auf diese Weise können die langfristigen Renditen stärker beeinflusst werden, die anscheinend in vielen Ländern (besonders in Europa) eine wichtigere Rolle bei den Ausgabenentscheidungen spielen. Gleichzeitig kann die Finanzstabilität gefördert werden, indem Schwankungen der kurzfristigen Sätze verringert werden. Sollten sich jedoch die geldpolitischen Sätze der Nullzinsgrenze annähern, dürfte sich eine energischere, aber kontrollierte Reaktion auf die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen unmittelbar stärker auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage auswirken, und zwar nicht zuletzt aufgrund damit verbundener Vertrauenseffekte und einer Stärkung der Unternehmensbilanzen. Auf diese Weise wird wahrscheinlich auch das Risiko begrenzt, die Nullzinsgrenze überhaupt zu erreichen.

In dieser Hinsicht lassen die Zentralbanken in der Regel unterschiedliche Präferenzen erkennen. Insbesondere die Bank of Japan wurde hin und wieder dafür kritisiert, dass sie Anfang der neunziger Jahre nach dem anfänglichen Einbruch der Preise von Vermögenswerten die Geldpolitik zu vorsichtig gelockert habe. Die Federal Reserve wird hingegen bei ihren Zinssenkungen

als viel dynamischer eingestuft, sowohl in jüngster Zeit als auch im Herbst 1998 inmitten der Turbulenzen an den Finanzmärkten. Die Haltung der EZB wird allgemein dazwischen eingeordnet.

Vergleich von  
Zentralbank-  
reaktionen

Während zweifelsohne einige strategische Unterschiede bestehen, zeigt eine formale Untersuchung auf der Grundlage von Referenzregeln, dass ihnen möglicherweise zu viel Gewicht beigemessen wird (Grafik IV.8). Unter Berücksichtigung von Produktion und Inflation sind die Unterschiede in der Politik der drei betrachteten Zentralbanken weniger sichtbar, zumindest unmittelbar nach Beginn der untersuchten Abschwungphasen. Allerdings dürften unterschiedliche wirtschaftliche Rahmenbedingungen den Vergleich erschweren. In jüngster Zeit spielte sicherlich nicht zuletzt die Notwendigkeit eine Rolle, im Lichte der Ereignisse des 11. September 2001 das Vertrauen zu stärken.

Geldpolitische  
Alternativen ...

Wie wesentlich es ist, die Nullzinsgrenze zu meiden, hat die Entwicklung in Japan gezeigt, wo die Zentralbank beträchtliche Schwierigkeiten hat, die Wirtschaft anzukurbeln. Bei kurzfristigen Zinssätzen von praktisch 0% ist die geldpolitische Handlungsfähigkeit massiv eingeschränkt. Die Bereitstellung von zusätzlichen liquiden Mitteln für die Wirtschaft über eine Erhöhung der Bankeinlagen bei der Zentralbank hat die Nachfrage, wie oben erörtert, bislang anscheinend nur begrenzt stimulieren können. Eine zweite Möglichkeit, die die Bank of Japan seit kurzem ebenfalls nutzt, besteht in vermehrten Ankäufen japanischer Staatsanleihen am offenen Markt. Allerdings ist dies bei bereits recht niedrigen langfristigen Zinssätzen nur bedingt wirksam. Die Zentralbank könnte auch andere inländische Vermögenswerte erwerben, wie z.B. Unternehmensschuldverschreibungen, Aktien oder Immobilien, wobei die Ankäufe dieser Aktiva jeweils dazu beitragen könnten, die gedrückten Märkte für Vermögenswerte wieder aufzurichten. Die Zentralbank würde sich jedoch durch das Halten derartiger Aktiva unmittelbar an der Intermediation von Kreditrisiken beteiligen, sich auf diese Weise finanziellen Verlustrisiken aussetzen und damit letztendlich Fragen hinsichtlich ihrer Unabhängigkeit aufwerfen.

... z.B. Währungs-  
abwertung

Eine weitere Möglichkeit, die in der Öffentlichkeit viel Aufmerksamkeit erhalten hat, besteht darin, eine Abwertung der Währung anzustreben, um das Wirtschaftswachstum anzukurbeln. Die Zentralbank oder die Regierung könnten den Wechselkurs „nach unten reden“, mit großen Beträgen an den Märkten intervenieren oder sogar den Wechselkurs auf einem niedrigeren Niveau fixieren. Doch hat auch dies eine ganze Reihe von Nachteilen. Zwar hat sich die jüngste Abwertung des Yen zum Teil vorteilhaft ausgewirkt, nicht zuletzt durch die Verbesserung der Ertragslage im Exportsektor, doch werden die positiven Effekte auf Produktion und Preise durch den vergleichsweise geringen Offenheitsgrad der japanischen Volkswirtschaft gedämpft. Davon abgesehen könnte sich eine anfängliche effektive Abwertung als kurzlebig erweisen, wenn andere Länder daraufhin in gleicher Weise reagieren.

Diese Überlegungen zeigen, dass die Wirksamkeit der Geldpolitik ernsthaft beeinträchtigt ist, wenn die Nullzinsgrenze erst einmal erreicht ist. Voraussetzungen für ihre Wirksamkeit sind die Flankierung durch die Fiskalpolitik sowie strukturpolitische Maßnahmen. Gerade im Falle Japans

sind, wie die Zentralbank argumentiert, strukturelle Reformen und ganz besonders die Sanierung des Finanzwesens und des Unternehmenssektors von entscheidender Bedeutung.

Fragen werden auch dann aufgeworfen, wenn die Zinssätze schließlich wieder auf normalere Höhen heraufgesetzt werden müssen, nachdem sie längere Zeit bei null – bzw. auf einem sehr niedrigen Niveau – lagen. Unter diesen Umständen könnte eine unerwartete Zinserhöhung zu Anspannungen im Finanzsystem führen, nämlich dann, wenn die Marktteilnehmer während der ungewöhnlichen Zinskonstellation fremdfinanzierte Positionen aufgebaut haben, weil sie damit rechneten, dass diese Zinsbedingungen fortauern würden. So wird z.B. der sprunghafte Wiederanstieg der langfristigen Zinsen in den USA 1994 bisweilen teilweise auf eine derartige Situation zurückgeführt. In solchen Fällen dürfte es vorteilhaft sein, wenn die Zentralbank die Märkte auf die erste Zinserhöhung vorbereitet (s. weiter oben).

### *Fazit*

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass es ein großer Erfolg ist, dass die Inflation unter Kontrolle gebracht wurde. Damit wurden die Grundlagen für ein weltweit höheres langfristiges Wirtschaftswachstum gelegt. Zugleich hat sich der Handlungsspielraum der Währungsbehörden vergrößert. In der gegenwärtigen Lage stehen allerdings auch neue Herausforderungen an, die wohl subtiler sind als diejenigen, um die es bei der Bekämpfung hoher und instabiler Inflationsraten ging. Die Notenbanken müssen nach wie vor wachsam bleiben.

Ein wesentliches Risiko in diesem neuen Umfeld liegt darin, dass es wegen der sich wandelnden Dynamik der Wirtschaft und politökonomischer Erwägungen jetzt etwas schwieriger sein dürfte, vorbeugend tätig zu werden. Insbesondere dürfte es heute – beinahe paradoxerweise – bei niedrigen, fest verankerten Inflationserwartungen, die zudem durch die Glaubwürdigkeit der Notenbanken untermauert sind, länger dauern, bis sich fundamentale Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage in den Verbraucherpreisen niederschlagen. Unter diesen Umständen dürfte sich die Ansicht vertreten lassen, dass es sinnvoll sein könnte, Indikatoren für finanzielle Unausgewogenheiten, die solche Fehlentwicklungen anzeigen, in der Formulierung der Geldpolitik mehr Gewicht einzuräumen. Dies gilt insbesondere für einen gleichzeitigen ungewöhnlich raschen Anstieg des Kreditvolumens und der Preise von Vermögenswerten. Gleichwohl bedarf es umfangreicher weiterer Untersuchungen, um die Dynamik der Wirtschaft in diesem neuen Umfeld verstehen zu lernen und daraus gültige Schlussfolgerungen für die zu ergreifenden Maßnahmen zu ziehen.