

IV. Geldpolitik in den fortgeschrittenen Industrieländern

Schwerpunkte

Im Berichtszeitraum wurde die geldpolitische Ausrichtung im Allgemeinen restriktiver, da die Zentralbanken in den fortgeschrittenen Industrieländern ihre Leitzinsen anhoben. Diese Straffung war in erster Linie auf die zunehmende Kapazitätsauslastung im Zusammenhang mit der steigenden globalen Nachfrage und auf das damit einhergehende Inflationsrisiko zurückzuführen. Die gestiegenen Rohstoffpreise, insbesondere die sehr hohen Preise für Rohöl zu Beginn des Berichtszeitraums, schürten zusätzliche Befürchtungen, dass sich die kurzfristige Inflationsdynamik in den längerfristigen Inflationserwartungen niederschlagen könnte.

In den USA ließ die Federal Reserve ihre Leitzinsen über weite Strecken des Berichtszeitraums unverändert, da die Konjunktur an Schwung verlor und insgesamt von einem Nachlassen des Preisdrucks ausgegangen wurde. Gleichwohl stieg die Besorgnis, dass die erhoffte Abschwächung der US-Kerninflation nicht eintreten werde. Die EZB straffte ihre Geldpolitik erheblich, wobei sie ihre Zinsbeschlüsse u.a. mit den schwindenden Kapazitätsreserven und der raschen Ausweitung der Geldmengen- und Kreditaggregate begründete. Für die japanische Zentralbank stellte sich die Lage anders dar. Nachdem die strukturellen Wachstumshemmnisse weitgehend überwunden waren, zeigte die japanische Wirtschaft verstärkt Anzeichen einer anhaltenden Konjunkturerholung. Die Bank of Japan zog zur Erklärung zweier Zinsanhebungen ihren neuen geldpolitischen Handlungsrahmen, den „Ansatz der zwei Perspektiven“, heran. Trotz dieser Zinsschritte lag der japanische Leitzins am Ende des Berichtszeitraums nach wie vor auf sehr niedrigem Niveau.

In den übrigen fortgeschrittenen Industrieländern wurden die geldpolitischen Zügel als Reaktion auf jeweils unterschiedliche externe und binnenwirtschaftliche Bestimmungsfaktoren generell gestrafft. Die Zentralbanken Kanadas, des Vereinigten Königreichs, Australiens und Neuseelands hoben ihre bereits relativ hohen Leitzinsen weiter an, doch die Inflation bewegte sich in der Mitte oder am oberen Rand des von der Geldpolitik anvisierten Zielbereichs. In Norwegen, Schweden und der Schweiz wurden ausgehend von einem vergleichsweise niedrigen Stand weitere Schritte in Richtung einer Normalisierung des Leitzinsniveaus unternommen.

Trotz der Zinsanhebungen und der Tatsache, dass die Inflation insgesamt im Zaum gehalten wurde, kamen teilweise Bedenken hinsichtlich der kräftigen Ausweitung der Geldmenge und der Kreditvergabe auf. Diese Besorgnis hing teilweise mit den sich wandelnden Ansichten über die angemessene Bedeutung der Geldmengen- und Kreditaggregate in der geldpolitischen Praxis zusammen. Der letzte Abschnitt dieses Kapitels gibt einen Einblick in die

aktuelle Diskussion und befasst sich vor dem Hintergrund der Erfahrungen der Zentralbanken in den vergangenen 35 Jahren mit den verschiedenen Meinungen zu diesem Thema.

Entwicklungen im Einzelnen

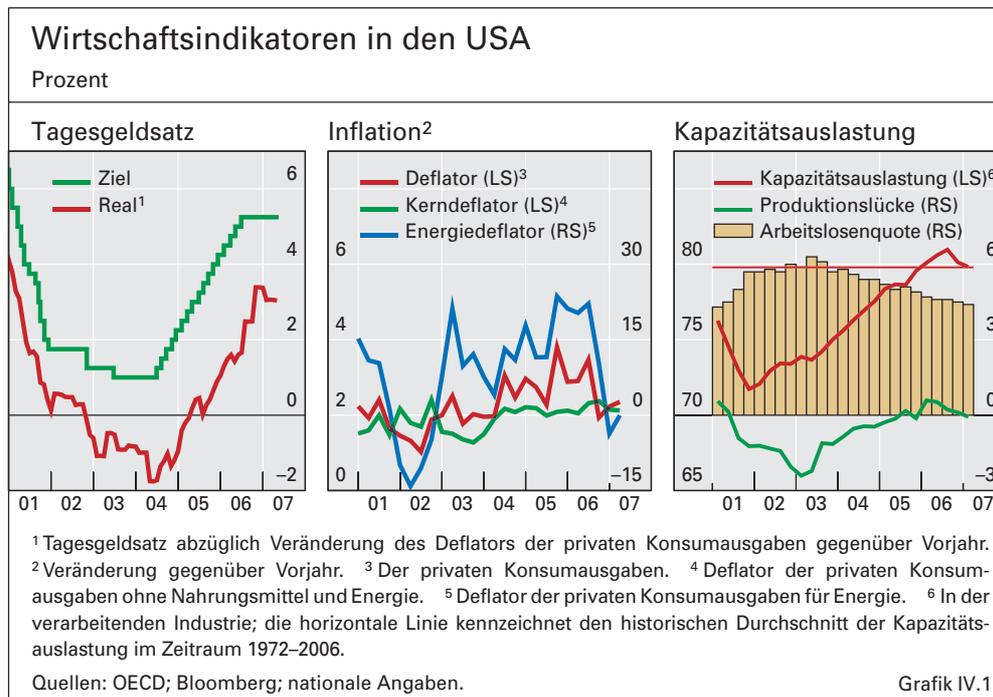
USA

Die Federal Reserve setzte zu Beginn des Berichtszeitraums ihren Straffungskurs fort. Der Tagesgeldzielsatz wurde im Juni 2006 zum siebzehnten Mal in Folge um 25 Basispunkte angehoben – auf 5,25% – und danach auf diesem Niveau belassen (Grafik IV.1). Allerdings verschleierte diese Stabilität des Leitzinses, dass es in den USA im Zusammenhang mit den sich wandelnden Konjunktur- und Inflationsaussichten zu einer Verschiebung der Risiken gekommen war, die die Geldpolitik zu berücksichtigen hatte. Über weite Strecken des Berichtszeitraums beschäftigte sich die Federal Reserve in erster Linie mit der Frage, ob zusätzliche Zinsschritte, vor allem in Richtung einer weiteren Straffung, erforderlich werden würden, um einen allmählichen Rückgang der Kerninflation und ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum zu gewährleisten. Im weiteren Jahresverlauf legte sich jedoch aufgrund der konjunkturellen Abschwächung mehr und mehr die Besorgnis, dass sich das Produktionswachstum deutlich über dem auf Dauer tragfähigen Pfad befinde. Die anschließende Wirtschaftsentwicklung entsprach weitgehend der Einschätzung der Federal Reserve, die mit einer Abkühlung der Konjunktur und insbesondere des Wohnimmobilienmarktes als verzögerte Reaktion auf die Zinserhöhungen rechnete.

In den USA weitere geldpolitische Straffung und anschließend lange Zinspause

Die Einschätzung der Wachstumsaussichten durch die Federal Reserve wurde erheblich von den Ende 2006 und Anfang 2007 veröffentlichten Wirt-

Konjunkturelle Abkühlung ...



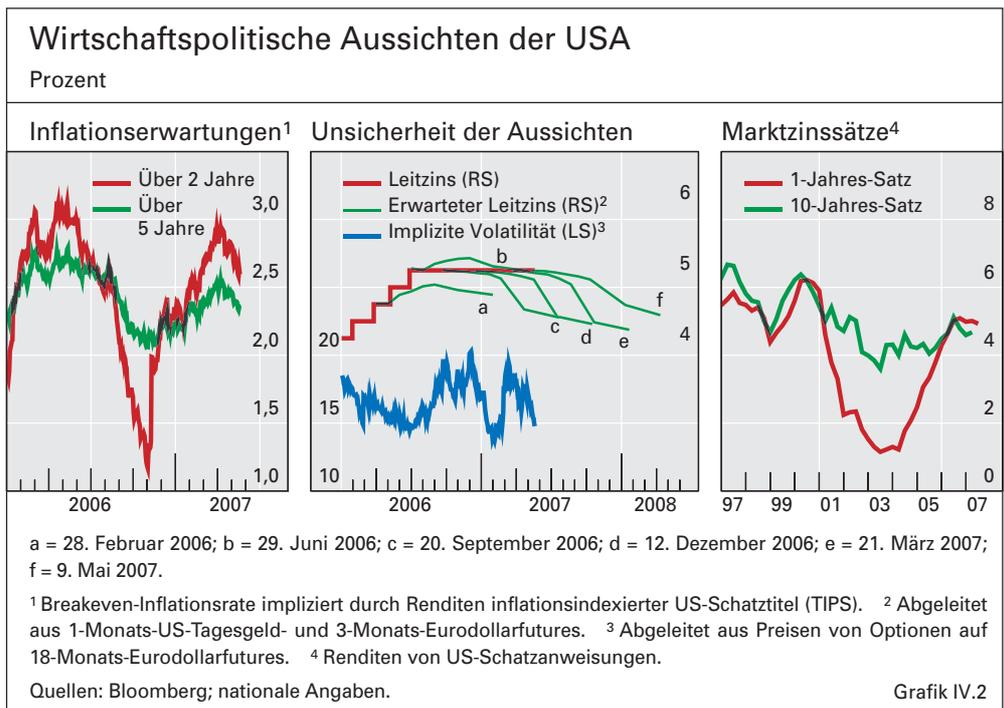
schaftsdaten beeinflusst. Dabei waren verschiedene Kräfte im Spiel, die in entgegengesetzte Richtungen wirkten und somit die Unsicherheit über den angemessenen geldpolitischen Kurs verstärkten. Einerseits führten die anhaltenden Anpassungen in den zinsreagiblen Sektoren zu einer willkommenen Abkühlung der Wirtschaftstätigkeit. Doch andererseits ließen die zunehmenden Turbulenzen am Markt für nicht erstklassige Hypothekenkredite Befürchtungen über eine tiefgreifendere und ausgeprägtere Schwäche am Markt für Wohneigentum aufkeimen (Kapitel II). Als sich abzeichnete, dass diese Entwicklung nur bedingt auf andere Märkte sowie auf die Konsumbereitschaft der Verbraucher durchschlug, stieg die Zuversicht, dass die möglichen Folgen auf kurze Sicht gering ausfallen würden. Vor diesem Hintergrund kam allerdings der recht untypischen Flaute bei den Anlageinvestitionen der Unternehmen (trotz geringer Kreditspreads, einer robusten Ertragslage und einer gemäßigten Ausweitung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage) größeres Gewicht bei der Beurteilung der Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum zu.

... bei erhöhter Kerninflation

Gleichzeitig äußerte die Federal Reserve Besorgnis über die erhöhte Kerninflation und die Möglichkeit steigender Inflationserwartungen. Die hohen Energie- und sonstigen Rohstoffpreise trugen zwar zur konjunkturellen Abschwächung bei, trieben aber zugleich die Verbraucherpreise insgesamt in die Höhe. Außerdem schienen sie vor allem im Jahr 2006 allmählich auf die Kerninflation durchzuschlagen. Obgleich der von den Energiepreisen ausgehende Preisdruck gegen Jahresende nachließ, zeigte sich der Offenmarktausschuss (Federal Open Market Committee, FOMC) zunehmend besorgt darüber, dass die Kerninflation den oberen Rand der Bandbreite von Inflationsraten erreicht bzw. überschritten haben könnte, die der Erreichung von nachhaltigem Wirtschaftswachstum und Preisstabilität auf mittlere Sicht am zuträglichsten wäre. Der FOMC ging zwar von einer Abschwächung der Kerninflation aus, wies aber auch nachdrücklich auf die Möglichkeit hin, dass der Rückgang nicht so stark ausfalle wie angenommen. Dann nämlich sei denkbar, dass sich die Inflationserwartungen auf einem zu hohen Niveau verfestigten (Grafik IV.2). Diese Möglichkeit erhielt durch die zunehmende Angebotsknappheit an den Arbeitsmärkten und den steigenden Lohndruck in einigen Sektoren zusätzliches Gewicht. Angesichts von Anzeichen einer gewissen Abflachung der kurzfristigen Phillips-Kurve könnte eine Verminderung der Inflation zudem höhere Wachstumseinbußen zur Folge haben, als dies bisher der Fall war.

Geldpolitischer Ausblick mit größerer Unsicherheit und datenabhängig ...

Auch die Kommunikation der Federal Reserve nach außen veränderte sich im Berichtszeitraum. Da der geldpolitische Kurs immer mehr von der Bekanntgabe neuer Wirtschaftsdaten abhängig wurde, bemerkte der FOMC, dass es der Öffentlichkeit nun aufgrund der geringeren Verbindlichkeit der geldpolitischen Erläuterungen allgemein schwerer fallen werde, künftige Zinsentscheidungen in vollem Umfang zu antizipieren. Diese Entwicklung signalisierte zwar keine Abkehr von der Transparenz des FOMC, machte sich aber dennoch an den Finanzmärkten bemerkbar, nämlich in den 2007 bislang beobachteten Schwankungen des impliziten Tagesgeldsatzes, der sich aus Futures auf den Tagesgeldsatz in sechs Monaten ableitet. Die aus



Optionspreisen berechnete implizite Volatilität zeigte jedoch, dass die Unsicherheit der Marktteilnehmer insgesamt nahe bei ihren historischen Tiefständen blieb (Grafik IV.2).

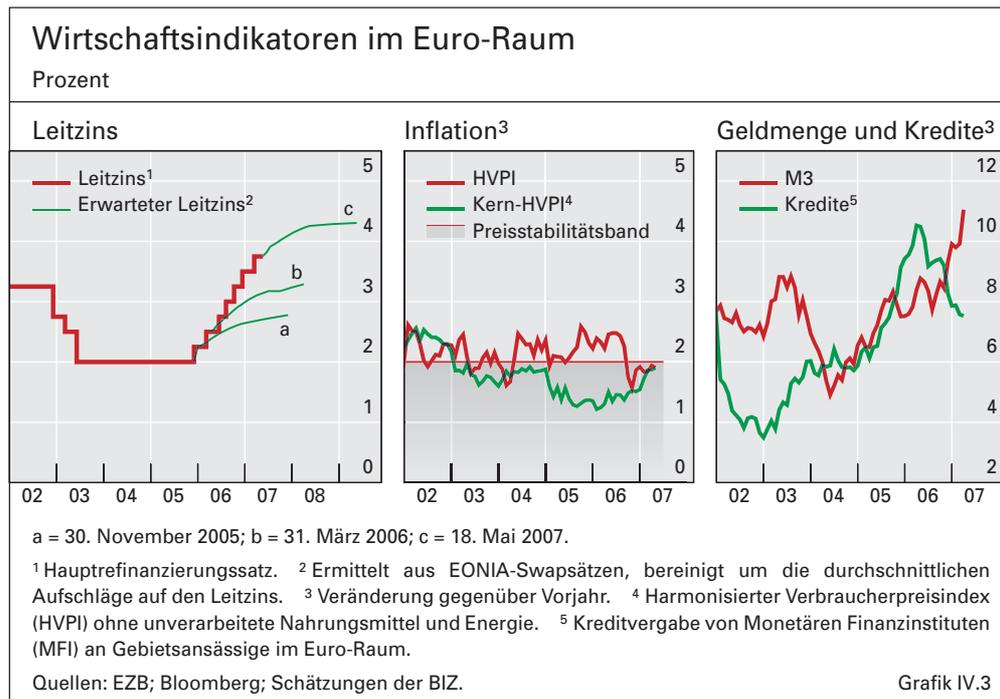
Gegen Ende des Berichtszeitraums waren die Marktteilnehmer der Meinung, dass die kurzfristige Entwicklung des Tagesgeldsatzes mit etwas mehr Ungewissheit behaftet war als im Durchschnitt der vorangegangenen Jahre. Einerseits ließ der FOMC die Möglichkeit weiterer Zinsanhebungen bzw. eines Beibehaltens des gegenwärtigen Zinsniveaus offen, solange sich die Kerninflation weiter am oberen Rand des anzunehmenden Toleranzbereichs des FOMC bzw. darüber bewegte. Andererseits käme es vermutlich zu einer Abwärtskorrektur der Leitzinsen, wenn der vom FOMC antizipierte Rückgang der Kerninflation ohne eine Zinsanpassung einträte oder sich die Konjunktur unerwartet stark abkühlen würde. Die langfristigen Zinsen blieben gleichwohl niedrig und zeigten sich damit einigermaßen widerstandsfähig gegenüber diesen kurzfristigen Unsicherheiten. Sie bewegten sich in einem engen Korridor um rund 5%.

... vor allem im Hinblick auf Inflationsentwicklung

Euro-Raum

Im Euro-Raum wurden die geldpolitischen Zügel im Berichtszeitraum erheblich gestrafft. Die EZB hob ihren Leitzins in fünf Zinsschritten zu je 25 Basispunkten auf 3,75% an und behielt somit ihren Ende 2005 eingeschlagenen Kurs einer Normalisierung des Zinsniveaus bei. Zuvor hatte sie ihren Leitzins auf 2,5% erhöht, nachdem sie ihn zweieinhalb Jahre auf dem historischen Tiefstand von 2% belassen hatte (Grafik IV.3). Die geldpolitische Straffung erfolgte überwiegend als Reaktion auf Anzeichen von Inflationsrisiken, die sich aus der wirtschaftlichen wie auch der monetären Analyse der EZB ergaben, obgleich die tatsächliche Inflation unter Kontrolle blieb. Trotz dieser Zinsschritte beurteilte

Weitere Zinserhöhungen der EZB ...



die EZB ihre geldpolitische Ausrichtung am Ende des Berichtszeitraums nach wie vor als eher akkommodierend. Auch die Marktteilnehmer schienen für das Jahr 2007 von einer weiteren Anhebung des Leitzinsniveaus auf etwa 4¼% auszugehen – rund 75 Basispunkte über dem ein Jahr zuvor erwarteten Endpunkt des Straffungszyklus.

... bei lebhafter Konjunktur ...

Die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich des Leitzinssatzes verschoben sich im Laufe des Berichtszeitraums nach oben. Dies hing vor allem damit zusammen, dass das Wirtschaftswachstum und die konjunkturelle Grunddynamik lebhafter ausfielen als antizipiert worden war, was die Möglichkeit eines erhöhten Preisdrucks verstärkte. Das Wachstum des realen BIP übertraf 2006 die obere Grenze der von Mitarbeitern der EZB zuvor projizierten Spanne. Überdies wurden die Projektionen für das Produktionswachstum 2007 um rund ½ Prozentpunkt nach oben korrigiert.

... und trotz Inflationsrückgangs

Der am HVPI gemessene Verbraucherpreisanstieg ging im weiteren Verlauf der Berichtsperiode zurück. Im März 2007 lag er bei 1,9% und entsprach somit der Definition der EZB von Preisstabilität, einer Inflationsrate von unter, aber nahe 2%. Die Kerninflation blieb gedämpft, bewegte sich aber leicht nach oben. Projektionen der EZB zufolge dürfte sich die Teuerungsrate innerhalb einer Spanne um einen Mittelwert von knapp 2% für 2007 und von 2% für 2008 bewegen. Dennoch war die EZB der Auffassung, dass die Inflationsaussichten mit Aufwärtsrisiken behaftet seien. Da das kräftige Produktionswachstum mit einem Rückgang der Arbeitslosigkeit auf einen historischen Tiefstand einhergegangen war, äußerte sie Bedenken, dass es in der Folge zu rascheren Lohnzuwächsen kommen könnte (Kapitel II). Die Einschätzung, dass Inflationsrisiken bestünden, wurde zusätzlich von der Möglichkeit erneuter Ölpreissteigerungen sowie weiterer Erhöhungen der administrierten Preise und indirekten Steuern gestützt.

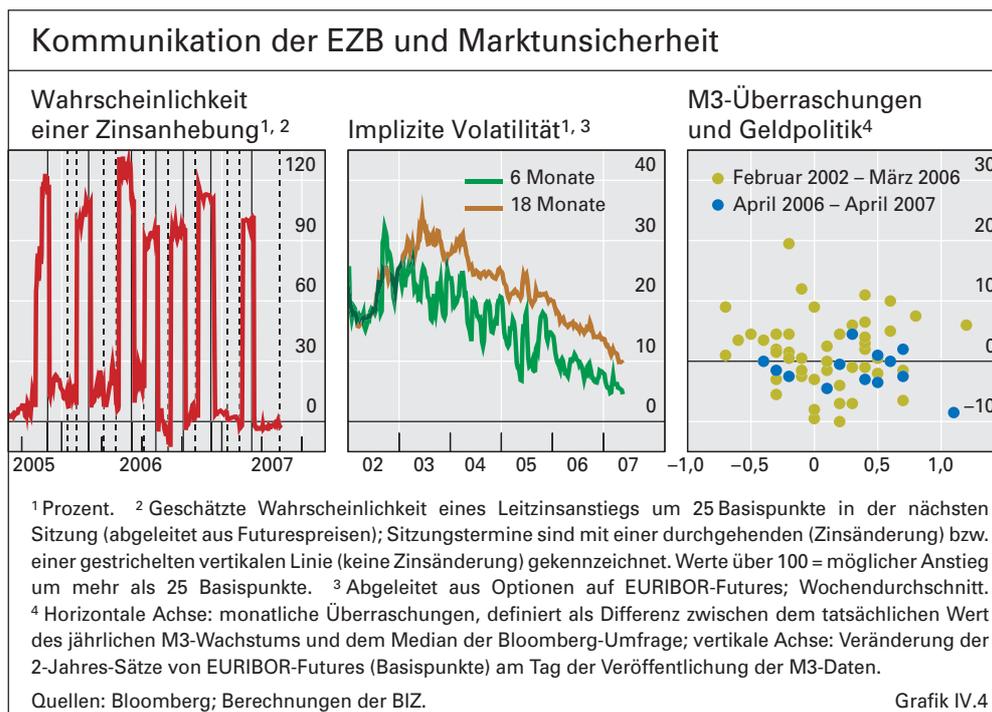
Sinkende Arbeitslosigkeit ...

Die monetäre Analyse der EZB bestätigte ihre Auffassung, dass das Risiko eines Inflationsanstiegs gegeben sei. Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 erreichte im März 2007 mit 10,9% den höchsten Stand seit Einführung des Euro. Anders als in den Vorjahren schien zudem das rasche M3-Wachstum nicht mit Portfolioumschichtungen zulasten längerfristiger Anlageformen zusammenzuhängen, sondern vor allem mit Bemühungen der Finanzinstitute, die anhaltend kräftige Ausweitung der Vermögensanlagen zu finanzieren. Die Gesamtkreditvergabe der Monetären Finanzinstitute an Ansässige im Euro-Raum war im März 2007 um 7,7% höher als ein Jahr zuvor. Das weiterhin beträchtliche Wachstum der Geldmengen- und Kreditaggregate im Euro-Raum war auf das allgemein niedrige Zinsniveau, den kräftigen Konjunkturaufschwung und die lebhafte Entwicklung an den Märkten für Wohneigentum in vielen Teilen des Euro-Raums zurückzuführen. Daraus ergaben sich ein Liquiditätsaufbau und eine Konstellation von Faktoren, die nach Meinung der EZB besonders wachsam verfolgt werden mussten.

... und kräftiges Geldmengenwachstum deuten auf Inflationsrisiken hin

Die Reaktion der Finanzmärkte auf die monetäre Entwicklung verdeutlichte den Erfolg der Kommunikationsstrategie der EZB, aber auch ihre Herausforderungen. Die Zentralbank bemühte sich, ihre bevorstehenden geldpolitischen Beschlüsse hinreichend vorhersehbar zu machen, was ihr weitgehend auch gelang. Die Märkte konnten die Zinsschritte im aktuellen Straffungszyklus bislang recht akkurat vorwegnehmen (Grafik IV.4). Als Reaktion auf die nach jeder Sitzung des EZB-Rates veröffentlichten Erläuterungen stieg die aus Zinsfutures abgeleitete implizite Wahrscheinlichkeit, dass es in der folgenden monatlichen Sitzung des EZB-Rates zu einem weiteren Zinsschritt kommen werde, entweder auf praktisch 100% oder sank auf nahezu null und blieb anschließend bis zum nächsten geldpolitischen Beschluss nahe bei

Zinsschritte von Märkten korrekt antizipiert ...



diesen Werten. Dabei wurden die Beschlüsse des EZB-Rates in allen Fällen korrekt antizipiert. Diese Vorhersehbarkeit der bevorstehenden geldpolitischen Entscheidungen könnte zu der geringeren aus dem EURIBOR abgeleiteten impliziten Volatilität beigetragen haben, die sich gegenwärtig auf einem historischen Tiefstand befindet. Ähnliche Rückgänge sind aber auch bei zahlreichen anderen Messgrößen der Unsicherheit an den Finanzmärkten zu beobachten (Kapitel VI).

... aber noch immer keine Marktreaktion auf M3-Daten

Die EZB erkennt allerdings an, dass es eine Herausforderung gewesen sei, die Berücksichtigung des Geldmengenwachstums bei ihrer Entscheidungsfindung im Detail zu erläutern. So gibt es Anzeichen dafür, dass die Marktteilnehmer den statistischen Veröffentlichungen zur Geldmenge M3 im Berichtszeitraum keine allzu große Beachtung schenken, obwohl die EZB wiederholt darauf hingewiesen hatte, dass die markante Verstärkung des M3-Wachstums eine wichtige Rolle bei ihrer Einschätzung, es bestünden Inflationsrisiken, spiele. Insbesondere bei den Geldmarktfutures war an Tagen, an denen Daten veröffentlicht wurden, die auf ein höheres bzw. niedrigeres jährliches Geldmengenwachstum hindeuteten als von den Märkten erwartet, keine signifikante Reaktion zu beobachten. Dabei ist allerdings unklar, ob dies auf Kommunikationsschwierigkeiten zurückzuführen ist oder auf einen Zusammenhang, der in seinem Wesen zu episodisch und zu sehr mit anderen Entwicklungen korreliert ist, um sich als kohärente Reaktion in Zinsfutures zu manifestieren.

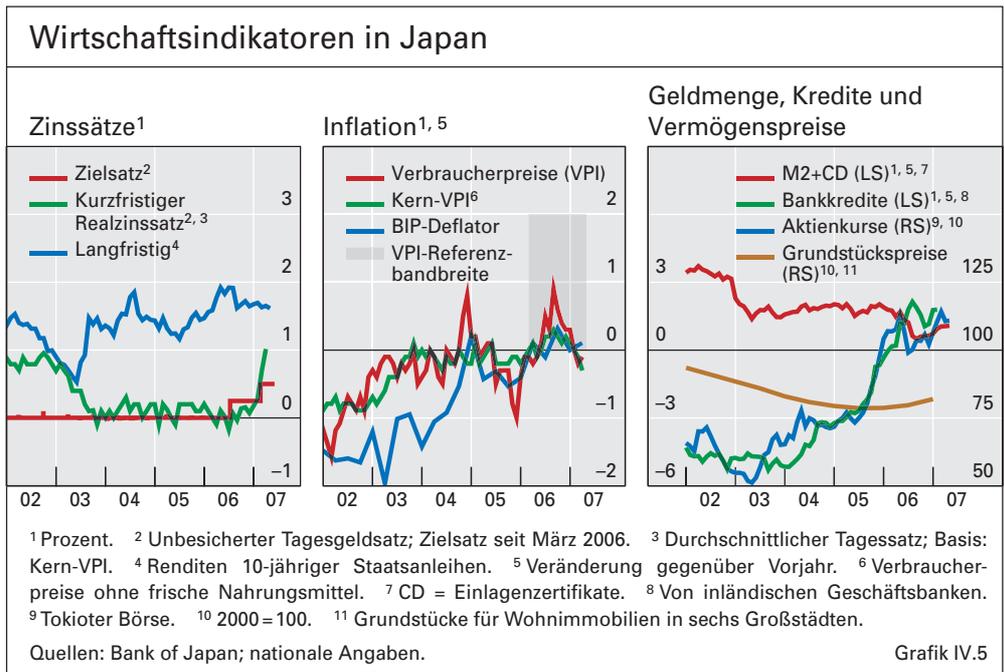
Japan

Bank of Japan mit anhaltend niedrigen Zinsen ...

Die Bank of Japan behielt im Berichtszeitraum ein sehr niedriges Zinsniveau bei, um weiterhin für akkommodierende Finanzierungsbedingungen zu sorgen. Dennoch sah sie sich aufgrund schwindender Kapazitätsreserven und eines nachlassenden Abwärtsdrucks auf die Preise dazu veranlasst, ihre Leitzinsen zweimal zu erhöhen und damit ihrer Nullzinspolitik ein Ende zu setzen. Der Tagesgeldsatz wurde im Juli 2006 auf rund 0,25% und im Februar 2007 weiter auf etwa 0,50% angehoben (Grafik IV.5). Der Bank of Japan zufolge standen diese Zinsschritte sowie die Erwartung einer weiteren allmählichen Zinsanhebung im Einklang mit ihrem Ziel, ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum sowie stabile Preise zu gewährleisten.

... aber Ende der Nullzinspolitik

Die Abkehr von der Nullzinspolitik hing überwiegend mit der Verbesserung des gesamtwirtschaftlichen Umfelds zusammen, das durch solidere Unternehmensbilanzen, strukturelle Anpassungen im Finanzsystem und einen Anstieg der Verbraucherpreise insgesamt Anfang 2006 gekennzeichnet war. Die Unternehmen schienen ihre mehrjährigen Bemühungen um einen Abbau überschüssiger Kapazitäten, Arbeitskräfte und Schulden abgeschlossen zu haben. Im Finanzsystem war die Belastung durch das chronische Problem der notleidenden Kredite deutlich geringer, und es gab klare Hinweise darauf, dass sich nun eine normalere Kreditvergabepraxis durchsetzt. Die japanische Zentralbank wertete auch die Ausweitung der weit gefassten Geldmengenaggregate und der Kreditvergabe als Anzeichen für ein wachsendes Vertrauen der Öffentlichkeit in die lang ersehnte Rückkehr zu einem stabilen Finanzsystem.



Der Entschluss der Bank of Japan, das Leitzinsniveau geringfügig anzuheben, verdeutlichte zudem ihre Anwendung des neuen Ansatzes der zwei Perspektiven. Der neue geldpolitische Handlungsrahmen war im März 2006 eingeführt worden (76. Jahresbericht). Dabei konzentriert sich die erste Perspektive auf Entwicklungen, die das Produktionswachstum und die Inflation über einen Zeithorizont von ein bis zwei Jahren beeinflussen. Die zweite Perspektive stellt längerfristige Risiken und die mit ihnen verbundenen Kosten in den Vordergrund. Dieser Ansatz impliziert, dass es auch dann zu geldpolitischen Straffungen kommen kann, wenn die Risiken eines Inflationsanstiegs auf kurze Sicht als vernachlässigbar eingeschätzt werden.

Anwendung
des neuen
geldpolitischen
Handlungsrahmens

Der Beschluss der Bank of Japan, ihren Leitzins im Juli 2006 auf 0,25% anzuheben, wurde in hohem Maße von Überlegungen im Zusammenhang mit der ersten Perspektive geleitet. Zum damaligen Zeitpunkt rechnete die Zentralbank mit einer anhaltenden Zunahme der Inlands- wie auch der Auslandsnachfrage, was naturgemäß eine steigende Kapazitätsauslastung und einen geringeren Abwärtsdruck auf die Lohnstückkosten bewirken würde. Angetrieben vom Höhenflug der Energiepreise zu Beginn des Jahres 2006 entfernten sich Gesamt- und Kernrate des Verbraucherpreisanstiegs von der Nullmarke in Richtung auf die Mitte der von der Bank of Japan bevorzugten Inflationsspanne von null bis 2%.

Erster Zinsschritt
belegt Bedeutung
der ersten ...

Aber auch die zweite Perspektive spielte bei diesem Zinsbeschluss eine Rolle. Der Policy Board der Bank of Japan war besorgt, dass es zu einer Fehlallokation von Ressourcen mit möglicherweise längerfristigen Implikationen kommen könne, wenn die Zinssätze zu lange auf einem zu niedrigen Niveau verharren. So wurde u.a. befürchtet, dass Unternehmen unter der unrealistischen Annahme, dass das akkommodierende Finanzierungsumfeld andauern würde, Projekte in die Wege leiten könnten, ohne dabei der wahrscheinlichen Konjunktur- und Preisentwicklung Beachtung zu schenken. Die Bank of Japan

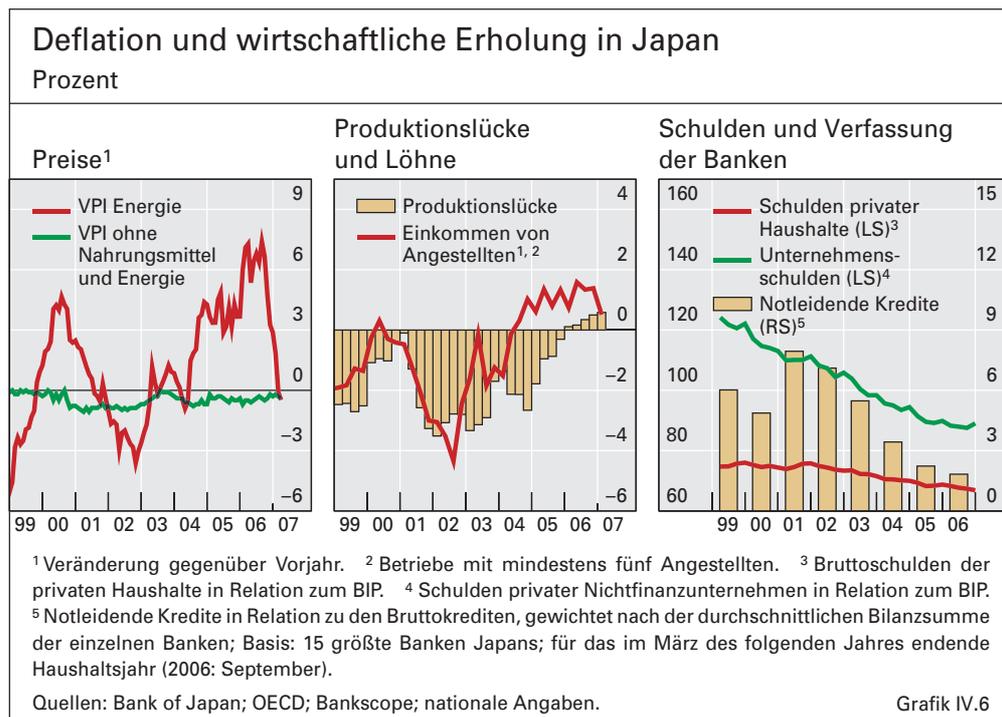
... wie auch der
zweiten Perspektive

räumte zwar ein, dass es wenig handfeste Belege für Überinvestitionen gebe, ließ diese Möglichkeit aber dennoch in die Zinsentscheidung einfließen. Werden Fehlallokationen von Ressourcen nicht im Zaum gehalten, birgt dies gravierende Risiken für die längerfristige Tragfähigkeit des Wirtschaftswachstums. So gesehen ging es der Zentralbank nicht um die Abkühlung einer überhitzten Konjunktur an sich, sondern darum, dass die Erfahrungen der späten 1980er Jahre nicht wiederholt werden.

Zweiter Zinsschritt
beruht auf zweiter
Perspektive

Der anschließende Zinsschritt Anfang 2007 machte die Bedeutung der zweiten Perspektive noch klarer. In diesem Fall stellte die Bank of Japan fest, dass sich eine weitere geldpolitische Straffung kaum durch die erste Perspektive rechtfertigen lasse. Die Konjunktur war zwar dabei, sich aufzuhellen, die Kerninflation verlor jedoch an Schwung, während die vorübergehende Abschwächung des Energiepreisanstiegs Wirkung zeigte. In der Tat bewegten sich die Verbraucherpreise ohne Energie nicht nennenswert nach oben. Dennoch gab es keine ernsthaften Befürchtungen mehr, dass es zu einer nachhaltigen Deflation kommen könne. Dies hing u.a. damit zusammen, dass der Policy Board – insbesondere angesichts der höheren Kapazitätsauslastung und der Aussicht auf eine anhaltende Wirtschaftsexpansion – nach wie vor von einem Aufwärtstrend der grundlegenden Preisdynamik ausging. Außerdem wurden die Kosten einer moderaten Deflation nun aufgrund der verbesserten wirtschaftlichen und finanziellen Fundamentaldaten als erheblich geringer eingeschätzt. Zu Beginn des Jahres 2007 stiegen die Produktion, die Arbeitnehmerereinkommen und die Vermögenspreise, die Banken vergaben Kredite, und die Schuldenstände der privaten Haushalte wie auch der Unternehmen hatten sich gegenüber den in den 1990er Jahren erreichten Spitzenwerten beträchtlich verringert (Grafik IV.6). Auch war zunehmend deutlich geworden, dass der jüngste Rückgang des Verbraucherpreisindex mit der Deregulierung,

Kurzfristiges
Risiko eines
Preisrückgangs ...



der Globalisierung und anderen positiven Angebotsschocks zusammenhing und sich daher wesentlich von einer nachfrageinduzierten Deflation unterschied.

Der Policy Board sah die Notwendigkeit einer Zinsanhebung vielmehr darin begründet, dass die Entstehung untragbarer Rahmenbedingungen verhindert werden müsse. Er war besorgt, dass es zu Überinvestitionen kommen könne, die sich später als nicht profitabel herausstellen. Im Februar beschloss er fast einstimmig eine Anhebung des Zielsatzes auf 0,5%; damit war der Zinssatz zwar immer noch sehr niedrig, aber dennoch auf dem höchsten Stand seit 10 Jahren. Einige Mitglieder des Board hatten sich sogar bereits im Januar für eine Zinsanhebung ausgesprochen. Die Problematik der Carry-Trades und vereinzelte Anzeichen überhöhter Grundstückspreise spielten bei diesem Zinsbeschluss offenbar keine bedeutende Rolle.

... aber Besorgnis über langfristiges Risiko von Überinvestitionen

Diese beiden geldpolitischen Beschlüsse wurden weitgehend antizipiert. Die Finanzmärkte reagierten verhalten, und die nominalen langfristigen Zinssätze blieben stabil. Die Zentralbank wertete die gedämpfte Reaktion auf die Zinsentscheidungen als Beleg für den Erfolg ihres neuen geldpolitischen Handlungsrahmens sowie ihrer Bemühungen, diesen der Öffentlichkeit bei der Kommunikation ihrer geldpolitischen Absichten zu veranschaulichen, obgleich Anfang Januar die Volatilität an den Finanzmärkten kurzzeitig etwas zugenommen hatte, als diese fälschlicherweise von einer Zinsänderung ausgingen.

Zinsschritte von Märkten antizipiert

Gegen Ende des Berichtszeitraums deutete die geldpolitische Vorausschau der Bank of Japan darauf hin, dass sie ein ausgesprochen niedriges Zinsniveau beibehalten werde, um akkommodierende Finanzierungsbedingungen zu gewährleisten. Im Zeitverlauf würden die Leitzinsen wahrscheinlich allmählich nach oben angepasst, wenn die wirtschaftliche Entwicklung dies erfordere.

Akkommodierender geldpolitischer Kurs erwartet

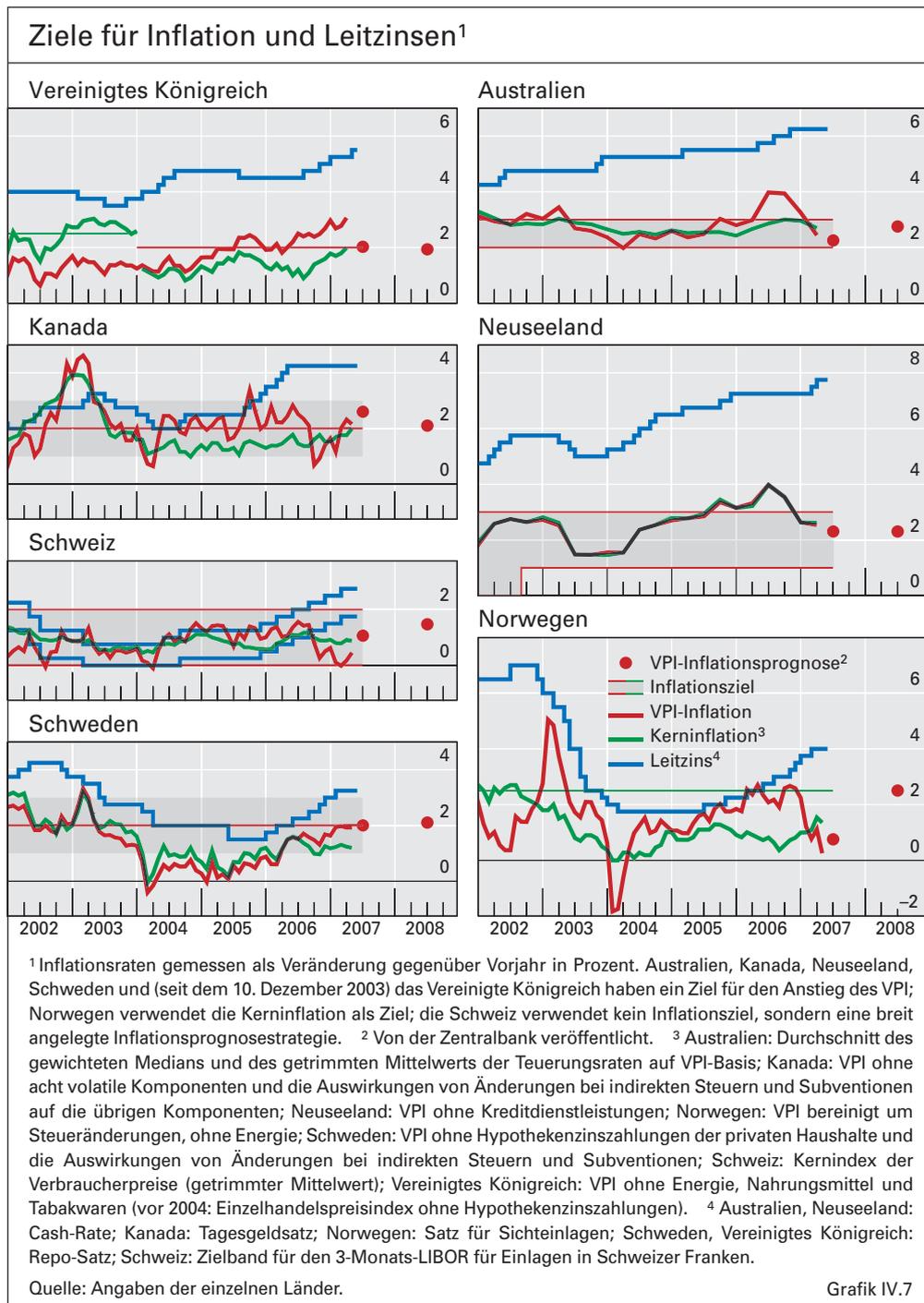
Länder mit Inflationsziel

In den Ländern mit explizitem numerischem Inflationsziel hoben die Zentralbanken die Leitzinsen im Berichtszeitraum an, wenngleich zu verschiedenen Zeitpunkten und in unterschiedlichem Maße (Grafik IV.7). Die Geldpolitik wurde vor dem Hintergrund eines anhaltenden globalen Wirtschaftswachstums und hoher Rohstoffpreise gestrafft. Auch die binnenwirtschaftliche Lage war allgemein günstig, sodass in den meisten Volkswirtschaften bei zunehmender Kapazitätsauslastung und Angebotsverknappungen am Arbeitsmarkt verstärkt Inflationsdruck aufkam. Gleichwohl blieb der Preisauftrieb insgesamt gering, was u.a. auf die vorteilhafte Entwicklung der Importpreise für Konsumgüter zurückzuführen war.

Zentralbanken mit Inflationsziel erhöhen Zinsen

Die Zentralbanken dieser Länder äußerten vier Bedenken, die unterschiedlich stark zum Tragen kamen. Erstens war die Unsicherheit über die globalen Konjunkturaussichten trotz überwiegend positiver Projektionen nach wie vor hoch. So ließen sich die vollen Auswirkungen der geldpolitischen Straffungen in den wichtigsten fortgeschrittenen Industrieländern nur schwer abschätzen. Insbesondere über die Implikationen des höheren Zinsniveaus für die anhaltende Nachfrageverschiebung in den USA herrschte Unsicherheit, vor allem was den Markt für Wohneigentum betraf. Zweitens schürte die

Unsicherheit über globale Wirtschaftsaussichten ...



... aber kräftige Inlandsnachfrage und hohes Geldmengenwachstum signalisieren Inflationsdruck

unerwartet kräftige Inlandsnachfrage vor dem Hintergrund allgemein erhöhter Energie- und sonstiger Rohstoffpreise Befürchtungen, dass es zu einem verstärkten Preis- und Kostendruck kommen könnte. Drittens ließ das rasche Wachstum der weit gefassten Geldmenge und der Kreditvergabe in einigen Ländern – besonders mit Blick auf die steigenden Aktienkurse und Preise für Wohneigentum – weiterhin zwei mögliche Entwicklungsrichtungen offen. Auf kurze Sicht konnte die kräftige inländische Nachfrage den Preisdruck erhöhen. Längerfristig betrachtet, ließ das Risiko einer scharfen Korrektur der Vermögenspreise bei einigen Zentralbanken Zweifel über die Nachhaltigkeit des Wirtschaftswachstums aufkommen. Viertens waren immer noch hohe globale

Ungleichgewichte vorhanden, und auch die Kapitalströme im Zusammenhang mit Carry-Trades dauerten an. Dadurch bestand die Gefahr, dass eine ungeordnete Korrektur dieser Ungleichgewichte sowohl die Wechselkurse als auch die Konjunktur beeinträchtigen würde.

Vor diesem Hintergrund hielten die Zentralbanken, deren Leitzinsen zu Beginn des Berichtszeitraums bereits relativ hoch gewesen waren – die Reserve Bank of Australia, die Bank of Canada, die Reserve Bank of New Zealand und die Bank of England –, eine weitere geldpolitische Straffung für angebracht.

Die Bank of Canada hob ihren Leitzinssatz zu Beginn des Berichtszeitraums zweimal um je 25 Basispunkte an, nämlich im April 2006 auf 4% und im Mai auf 4,25%. Obwohl die Inflation Anfang 2007 stieg, wurde dieses Leitzinsniveau anschließend beibehalten, da sich die Konjunktur den Projektionen entsprechend entwickelte und die Inflationsrisiken als weitgehend ausgewogen erachtet wurden.

Bereits erhöhte
Leitzinsen in
Kanada ...

Die Reserve Bank of New Zealand erhöhte ihren Leitzins (Cash-Rate) im März 2007 auf 7,5% und im April weiter auf 7,75%, nachdem sie ihn seit Dezember 2005 bei 7,25% belassen hatte. Damit hatte Neuseeland von allen in diesem Kapitel behandelten Ländern das höchste Leitzinsniveau. Die steigende inländische Nachfrage wurde von den wieder auflebenden Märkten für Wohneigentum sowie von der expansiven Fiskalpolitik des Landes gestützt. Es bestand die Gefahr, dass die Inflation auf mittlere Sicht hoch bleiben werde, und die neuseeländische Zentralbank erklärte, dass möglicherweise weitere Zinsanhebungen erforderlich werden würden.

... Neuseeland ...

In Australien wurde der Leitzins 2006 in drei Schritten zu je 25 Basispunkten von 5,5% auf 6,25% angehoben. Einkommen und Konsum wurden von den hohen Rohstoffpreisen angekurbelt, die Kapazitätsauslastung war hoch, und das Arbeitsangebot blieb knapp. Gesamt- und Kernrate des Verbraucherpreisanstiegs bewegten sich über weite Strecken des Berichtszeitraums entlang oder über der mittelfristigen Zielvorgabe der Zentralbank. Obgleich die Gesamtrate am Ende des Berichtszeitraums wieder in die Zielbandbreite zurückgekehrt war, wurden die mittelfristigen Inflationsrisiken weiterhin als beträchtlich eingeschätzt.

... Australien ...

Die Bank of England erhöhte ihren Repo-Satz in vier Zinsschritten von 4,5% im August 2006 auf 5,5% im Mai 2007. Die kräftige Inlandsnachfrage ließ die Kapazitätsreserven weiter schrumpfen, während die Teuerungsrate auf gut 3% kletterte – eine Entwicklung, die eine schriftliche Erklärung der Zentralbank an den Finanzminister erforderte. Zudem stieg die Besorgnis der Entscheidungsträger, dass das rasche Geldmengen- und Kreditwachstum sowie die hohen Preissteigerungen bei den Vermögenswerten Anzeichen für einen aufkeimenden Inflationsdruck seien. Trotzdem wurde projiziert, dass sich die Gesamtrate des Verbraucherpreisanstiegs unter dem Einfluss der monetären Straffung allmählich wieder ihrer Zielvorgabe annähern werde.

... und dem
Vereinigten
Königreich leicht
angehoben

In Norwegen, Schweden und der Schweiz waren die Leitzinsen zu Beginn des Berichtszeitraums verglichen mit denen der übrigen Länder mit Inflationsziel relativ niedrig. In keinem dieser Länder wurde erwartet, dass die Teuerung in den kommenden ein bis zwei Jahren über die jeweiligen Zielwerte steigen würde. Dennoch hielten die Zentralbanken angesichts des anhaltenden Wirt-

schaftswachstums und der Aussicht auf einen allmählichen Inflationsanstieg unbeirrt am Ziel der Normalisierung der Leitzinsen fest.

Zinserhöhungen in
Norwegen ...

In Norwegen wurde der Zinssatz für Sichteinlagen ab Mai 2006 sechsmal um je 25 Basispunkte von 2,5% auf 4% angehoben. Die Teuerungsrate blieb zwar deutlich unter dem Zielwert der Zentralbank, doch die norwegische Wirtschaft befand sich seit Sommer 2003 deutlich im Aufschwung, und die bereits begrenzten Kapazitätsüberhänge schwanden weiter. Die Beschäftigung nahm im Berichtszeitraum rasch zu, und da es Anzeichen für einen kräftigeren Lohnzuwachs gab, wurde von einem allmählichen Anstieg der Kerninflation ausgegangen. Die Zentralbank deutete an, dass sie von einer Anhebung des Leitzinses auf 5% bis Ende 2007 ausgehe und dass das Zinsniveau anschließend wohl noch weiter steigen werde.

... Schweden ...

Die schwedische Zentralbank erhöhte ihren Repo-Satz von Juni 2006 bis Februar 2007 als Reaktion auf den kräftigen Konjunkturaufschwung im Land in fünf aufeinanderfolgenden Zinsschritten von 2% auf 3,25%. Da die Preise in Schweden jedoch einem Abwärtsdruck aus dem Ausland ausgesetzt waren, der u.a. mit den rückläufigen Energiepreisen in der zweiten Jahreshälfte 2006 und einer Aufwertung der Krone zusammenhing, blieb die Inflation nahe beim Zielwert der Zentralbank von 2%. Zudem wurde erwartet, dass der Inflationsdruck relativ gemäßigt bleiben werde. Dennoch ging die schwedische Zentralbank davon aus, dass sie die Leitzinsen um weitere 25 Basispunkte anheben und ihren allgemeinen Straffungskurs vielleicht erst dann vorübergehend unterbrechen werde.

... und der Schweiz
zur Normalisierung
des relativ
niedrigen Niveaus

Die Schweizerische Nationalbank hob die Zielbandbreite für ihren Leitzins ab Juni 2006 in vier aufeinanderfolgenden Schritten zu je 25 Basispunkten von 0,75–1,75% auf 1,75–2,75% an. Der konjunkturelle Aufschwung im Land hielt weiter an, und das Wirtschaftswachstum, das von der Inlands- wie auch der Auslandsnachfrage, vor allem aber von den lebhaften privaten Konsumausgaben angekurbelt wurde, lag über dem Potenzial. Die Kapazitätsauslastung erhöhte sich im Jahr 2006 deutlich, und für 2007 wurde mit einem erneuten Rückgang der Arbeitslosigkeit gerechnet. Nachdem der dämpfende Einfluss des Ölpreisrückgangs in der zweiten Jahreshälfte 2006 nachließ, wurde ein allmählicher Anstieg der Inflation ab Mitte 2007 erwartet. Gleichwohl ging man davon aus, dass die Teuerungsrate auch weiterhin problemlos unterhalb der Schwelle von 2% gehalten werden könne, die von der Nationalbank noch mit Preisstabilität gleichgesetzt wird.

Wechselkurse und
Carry-Trades

Im vergangenen Jahr hatten viele kleinere fortgeschrittene Industrieländer bei ihren geldpolitischen Entscheidungen die Implikationen umfangreicher Kapitalströme zu berücksichtigen, die teilweise mit sog. Carry-Trades zusammenhingen (Kapitel V). Dabei floss Kapital generell aus Ländern mit niedrigem Zinsniveau, etwa der Schweiz (und Japan), in solche mit relativ hohen Zinsen, z.B. Australien, Neuseeland und das Vereinigte Königreich (sowie einige aufstrebende Volkswirtschaften). Dies bewirkte tendenziell eine Abwertung der Finanzierungswährungen und eine Aufwertung der Zielwährungen. Daraus ergaben sich eine Reihe geldpolitischer Implikationen, nicht zuletzt die Notwendigkeit, sich mit den Auswirkungen von Wechselkursbewegungen auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und den Inflationsdruck auseinander

zu setzen. Der Abwärtsdruck auf die längerfristigen Zinssätze der Länder mit Kapitalzuflüssen wirkte tendenziell auch der durch das hohe Zinsniveau auferlegten und erwünschten geldpolitischen Zurückhaltung entgegen. Durch die Möglichkeit einer scharfen Korrektur der gegenwärtigen Situation erhöhten sich die Risiken für die Wirtschaftsaussichten zusätzlich. So trug z.B. die Gefahr einer ungeordneten Anpassung dazu bei, dass die neuseeländische Zentralbank bei ihrer geldpolitischen Straffung größere Vorsicht walten ließ, als sie es sonst vielleicht getan hätte.

Anfang 2007 begann die schwedische Zentralbank, Projektionen zu der künftigen Leitzinsentwicklung zu veröffentlichen, und folgte damit dem Beispiel Neuseelands und Norwegens, die seit 1998 bzw. November 2005 solche Angaben machen. In den letzten Jahren ist das Interesse der Zentralbanken an der Veröffentlichung von Leitzinsprojektionen gestiegen. Manche versprechen sich von dieser Praxis eine erhöhte Transparenz des geldpolitischen Kurses und somit eine höhere Effizienz und stärkere Rechenschaftspflicht der Geldpolitik.

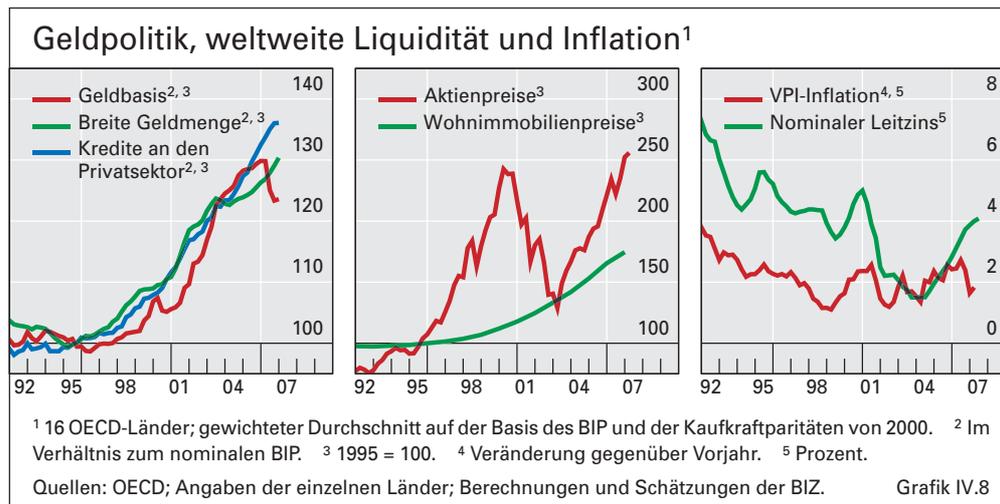
Gleichwohl sind solche Bestrebungen nicht ohne Risiko. Ihr Erfolg dürfte entscheidend davon abhängen, ob sich die Öffentlichkeit wirklich über die Ungewissheit der veröffentlichten Leitzinsprojektionen im Klaren ist. Andernfalls können Abweichungen von den Projektionen einen Glaubwürdigkeitsverlust der Geldpolitik bedeuten. Außerdem dürfen sich die Ankündigungen der Zentralbank zur erwarteten Entwicklung der Leitzinsen nicht negativ auf die Qualität der Finanzmarktinformationen auswirken, die Zentralbanken häufig zur Gegenprüfung heranziehen. Dies könnte z.B. der Fall sein, wenn die Finanzmarktteilnehmer als Reaktion auf die Veröffentlichung von Projektionen ihre eigenen Analysen der Auswirkungen gesamtwirtschaftlicher Entwicklungen auf den voraussichtlichen Zinspfad deutlich zurückfahren. Hinzu kommt das Risiko, dass die Finanzmärkte den veröffentlichten Pfad als feststehendes Ergebnis werten und – ausgehend von einer einzigen wahrscheinlichen Entwicklungsrichtung – einseitig handeln, wodurch es zu einer übermäßigen Übernahme von Risiken im Finanzsystem käme. Die Erfahrungen der genannten Zentralbanken werden wertvolle Erkenntnisse zur Beurteilung der Wirksamkeit dieses recht neuen geldpolitischen Ansatzes liefern.

Schweden beginnt, Leitzinsprojektionen zu veröffentlichen

Die Rolle der Geldmengen- und Kreditaggregate in der geldpolitischen Praxis

Eine nähere Betrachtung des Verhaltens und der Kommunikationsstrategien der Zentralbanken verdeutlicht, dass es in der geldpolitischen Praxis verschiedene Meinungen zur angemessenen Bedeutung der Geldmengen- und Kreditaggregate (d.h. quantitativer Aggregate) gibt. Dabei kommen in unterschiedlichem Maße drei konzeptionelle Sichtweisen der volkswirtschaftlichen Bedeutung dieser Aggregate zum Tragen. Die erste Sichtweise zieht die Zuverlässigkeit solcher Aggregate als Mittel zur Projizierung der Konjunktur- und Inflationsentwicklung in Zweifel, vor allem auf kurze Sicht. Vertreter dieser Auffassung würden den Aggregaten daher keine bedeutende Aufgabe im geldpolitischen Handlungsrahmen zuweisen. Die zweite Sichtweise betont die

Unterschiedliche Meinungen zur Bedeutung von Geldmengen- und Kreditaggregaten



zentrale Rolle der Geldmenge als kausale Antriebskraft der Inflation. Sie hebt primär den besonderen Informationsgehalt der Geldmengenaggregate als Indikatoren für mittelfristige Inflationstrends hervor und würde diesen Messgrößen daher eine herausragende Bedeutung im geldpolitischen Handlungsrahmen zuweisen. Die dritte, relativ neue Sichtweise unterstreicht den möglichen Informationsgehalt ungewöhnlich rascher Anstiege der Geldmengen- und insbesondere der Kreditaggregate, hauptsächlich im Zusammenspiel mit kräftigen Preissteigerungen bei den Vermögenswerten und einem ungewöhnlichen Ausgabeverhalten. Solche Entwicklungen werden als potenzielle Anzeichen für den Aufbau finanzieller Ungleichgewichte und somit als mögliche Vorboten von Boom-Bust-Zyklen gewertet, welche im Zeitverlauf erhebliche volkswirtschaftliche Kosten verursachen können. Wie die zweite Sichtweise würde auch diese Perspektive den quantitativen Aggregaten eine zentrale Rolle im geldpolitischen Handlungsrahmen zuweisen, allerdings in erster Linie als Indikatoren für mittelfristige Risiken in Form von Rezessionen, finanzieller Instabilität und unerwünschter Disinflation.

Dieser Abschnitt gibt einen kurzen Überblick über die bisherigen Erfahrungen sowie einen historischen Abriss der wirtschaftswissenschaftlichen Überlegungen, die den drei Perspektiven zugrunde liegen. Danach wird untersucht, inwiefern diese Perspektiven im gegenwärtigen Handlungsrahmen der Zentralbanken Berücksichtigung finden, und ein Blick auf die bevorstehenden Herausforderungen geworfen. Das Thema besitzt im gegenwärtigen geldpolitischen Umfeld hohe Brisanz. Wie bereits erwähnt, weiten sich die Geldmengen- und Kreditaggregate derzeit sehr rasch aus, obwohl die Inflation bislang gemäßigt geblieben ist (Grafik IV.8). Daher stellt sich die Frage, ob die Geldpolitik dieses kräftige Wachstum als Grund zur Sorge betrachten sollte oder nicht.

Rollenwandel der Geldmengen- und Kreditaggregate vor den 1980er Jahren

Konzeptionell betrachtet geht die Betonung der herausragenden Bedeutung der Geldmenge für die Geldpolitik auf den Ursprung der Quantitätsgleichung im 19. Jahrhundert zurück. Dieser Zusammenhang besagt, dass die zu

Ist kräftiges
Geldmengen- und
Kreditwachstum
besorgniserregend?

Quantitätsgleichung

Transaktionszwecken verwendete Geldmenge, multipliziert mit ihrer jährlichen Umlaufgeschwindigkeit, dem Wert aller Transaktionen entsprechen muss. Dieser Ansatz entwickelte sich zu einer Hauptströmung der modernen Makroökonomie, wobei das nominale BIP an die Stelle des Wertes aller Transaktionen trat. Zumindest anfänglich gab es keine klare Trennung zwischen Geldmenge und Kreditvergabe. Vereinfacht ausgedrückt hing die Kreditvergabe tendenziell aber direkter mit dem Zugang zu Fremdmitteln zur Finanzierung von Transaktionen zusammen und wurde – über Bankkredite – als eine potenzielle Quelle für das „Angebot“ an Geld betrachtet.

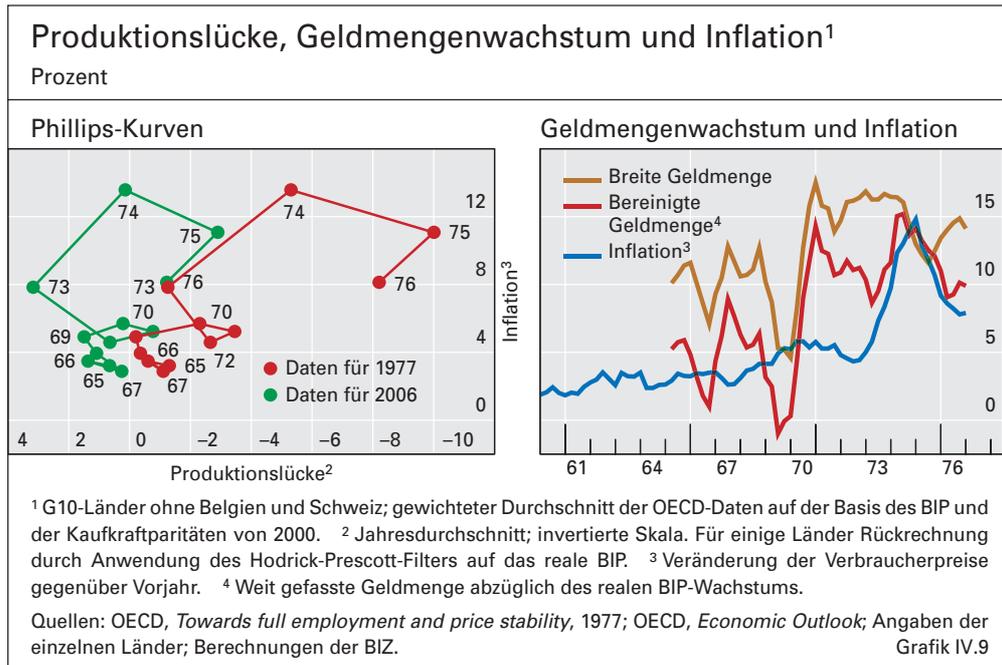
In den hochgradig regulierten Finanzsystemen der 1950er und frühen 1960er Jahre nahm das Kreditwachstum bei der Umsetzung der Geldpolitik in vielen Ländern eine zentrale Rolle ein. Angesichts der zahlreichen Zins- und Kreditkontrollen galt die Verfügbarkeit von Krediten als wichtiger Kanal zur Einflussnahme auf die Wirtschaftstätigkeit. Allerdings wurde weder der Geldmenge noch der Kreditvergabe große Beachtung als Indikatoren für die Inflationsentwicklung geschenkt. Viele Ökonomen und geldpolitische Entscheidungsträger waren aufgrund zunehmender empirischer Belege überzeugt, dass die Inflation überwiegend mit dem Niveau der Arbeitslosenquote zusammenhänge. Das Bestehen dieses Zusammenhangs (die Phillips-Kurve) wurde sogar vielfach als Beleg dafür gewertet, dass es möglich sei, Produktion und Beschäftigung dauerhaft zu steigern, indem man lediglich eine etwas höhere Inflation in Kauf nehme. Dabei wurde auch eine Beschleunigung des Geldmengen- und Kreditwachstums zugelassen, da dies anfänglich nicht als bedenklich angesehen wurde.

Der anschließende unwillkommene Inflationsanstieg und vor allem die tendenzielle Beschleunigung der Teuerung bei hochschnellenden Inflationserwartungen wurden als direkte Widerlegung der vorherrschenden Meinung betrachtet. Diese Erfahrung führte vor Augen, wie instabil die Phillips-Kurve sein konnte, wenn die Geldpolitik darauf abzielte, die Arbeitslosigkeit unter ihre natürliche Rate zu senken. Hinzu kam, dass die vorherrschende Sichtweise bereits von den Monetaristen wie auch von anderer Seite mehrfach aus theoretischer Perspektive angefochten worden war. Sie hatten davor gewarnt, dass eine Beschleunigung des Geldmengenwachstums einfach die Inflation zusätzlich anheizen würde, ohne sich dabei nachhaltig auf die Kapazitätsunterauslastung auszuwirken (Grafik IV.9). Vor dem Hintergrund der nachfolgenden Inflationsentwicklung setzte sich diese Auffassung in Zentralbankkreisen zunehmend durch. So bemühten sich die Zentralbanken in den 1970er Jahren, die Inflations- und Konjunkturentwicklung durch die Verwendung monetärer Aggregate als intermediäre Zielvariablen besser in den Griff zu bekommen.

Es kam also zu einer Renaissance der Quantitätsgleichung. Die Annahme, dass das Verhältnis des nominalen BIP zur Geldmenge („Umlaufgeschwindigkeit“) zumindest auf mittlere Sicht stabil sei und dass sich die Geldmenge langfristig betrachtet nicht auf die gesamtwirtschaftliche Produktion auswirke, lieferte den Zentralbanken den wissenschaftlichen Grundstein, um die Inflation über ihren Einfluss auf die Geldmenge zu steuern.

Mitte der 1970er Jahre wurde dieser neue geldpolitische Ansatz in zahlreichen Industrieländern eingeführt, wenngleich in unterschiedlichem Ausmaß.

Zusammenbruch
der Phillips-Kurve



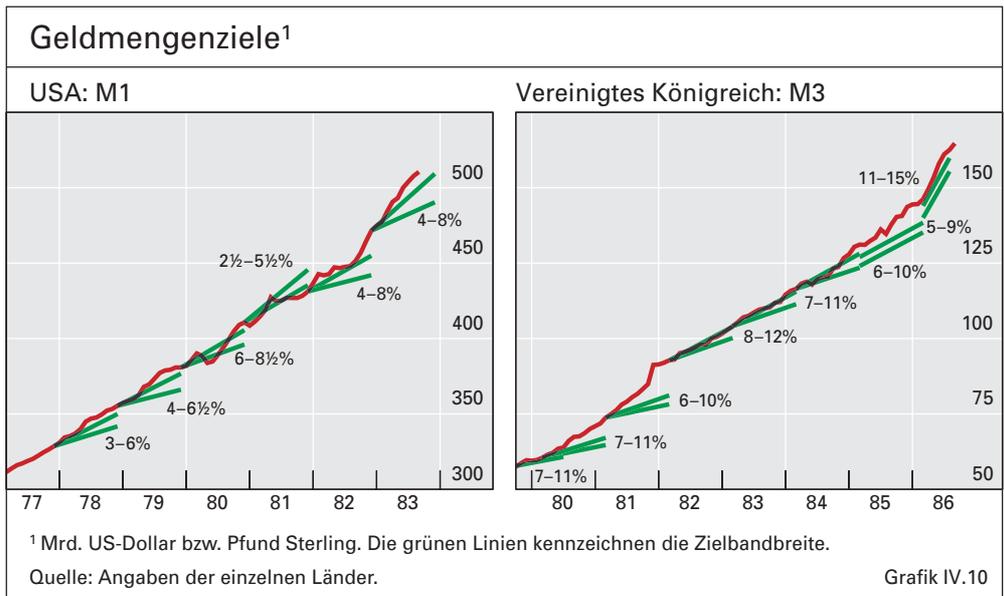
In den 1970er Jahren vielfach Einführung monetärer Zielvorgaben

Deutschland und Italien waren 1974 die Vorreiter. Im Jahr darauf folgten Kanada, die Schweiz und die USA; Australien, Frankreich und das Vereinigte Königreich zogen im Jahr 1976 nach. Allerdings unterschieden sich die eingeführten Ansätze deutlich voneinander. So wurde in Deutschland und im Vereinigten Königreich eine weit gefasste Messgröße der Geldmenge als Zwischenziel eingeführt, während die USA und Kanada das Geldmengenaggregat M1 als Messgröße heranzogen. Trotz unterschiedlicher Ansätze hatten die Zentralbanken aber ein gemeinsames Ziel: die Inflation zu besiegen. Die Erfahrungen Deutschlands, der Schweiz und Japans in den 1970er Jahren bestätigten erstmals, dass eine Ausrichtung auf die Geldmengenaggregate tatsächlich zur Eindämmung der Inflation beitragen kann. Ähnliche Erfahrungen machten in den frühen 1980er Jahren die USA, wo die Inflation in kurzer Zeit von zweistelligen Raten auf rund 4% gesenkt wurde.

Schwindende Bedeutung der Geldmengenaggregate seit den 1980er Jahren

Geldmengenziele in den 1980er Jahren allmählich aus der Mode gekommen

Angesichts dieses Hintergrunds mag es überraschen, dass monetäre Zielvorgaben in der Folge aus der Mode kamen. Hierzu trugen zwei Faktoren bei. Erstens wurde die Politik expliziter Geldmengenziele bis zu einem gewissen Grad schließlich zum Opfer ihres eigenen Erfolgs. Eine hohe und schwankende Inflation ist in der Regel das Ergebnis übermäßiger und volatiler monetärer Impulse. Wenn sich die Inflation auf einem niedrigeren Niveau befindet, kann sie jedoch kurzfristig in hohem Maße dem Einfluss zahlreicher realer Faktoren unterliegen, die sich weniger gut über die Geldmengenaggregate steuern lassen. Zweitens bewirkten die Deregulierung und die Innovationen an den Finanzmärkten im Verlauf der Zeit einen derartigen Wandel des finanziellen Umfelds, dass die Zuverlässigkeit der Geldmengenaggregate als Richtgröße abnahm. So entfernte sich z.B. die Umlaufgeschwindigkeit von M1 in den USA Anfang der 1980er Jahre deutlich von ihrem Trend und wurde unberechenbarer. Die



Steuerung der Geldmenge wurde durch die Aufhebung der Zinsobergrenzen für Transaktionskonten und die Einführung einer breiten Palette an Einlagekonten erschwert. In anderen Ländern wirkten sich die rasanten Innovationen im Finanzbereich ähnlich aus. Selbst treue Anhänger monetärer Zielvorgaben wie Deutschland und die Schweiz blieben von diesem Wandel nicht unberührt, denn die Beobachtung der betreffenden Aggregate dieser Länder wurde durch die freieren grenzüberschreitenden Kapitalströme erheblich erschwert.

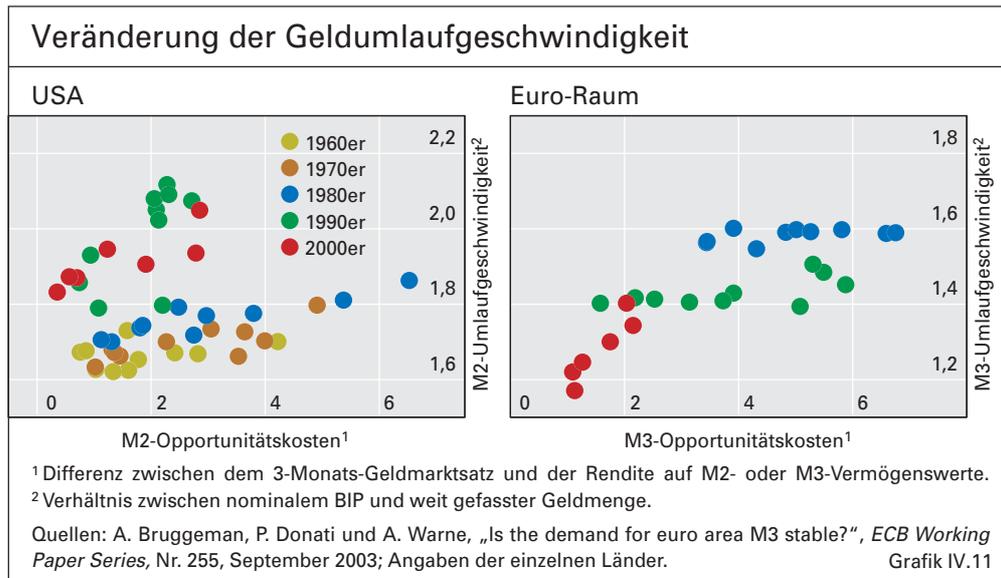
Da die Zielvorgaben für die Geldmengenaggregate verfehlt wurden, in vielen Fällen sogar regelmäßig, fiel es den Zentralbanken zunehmend schwer, ihr Vorgehen zu erklären (Grafik IV.10). Natürlich wurde versucht, die durch das sich wandelnde Umfeld entstehenden Probleme zu beheben, etwa durch Anpassung der Zielbandbreiten oder Neudefinition der betreffenden Geldmengenaggregate. Dennoch stieg sowohl bei den Skeptikern als auch bei den Befürwortern quantitativer Richtwerte die Besorgnis über die Diskrepanz zwischen Theorie und Praxis der monetären Zielfestlegung, und es kamen Zweifel auf, ob dieser geldpolitische Ansatz als glaubwürdiger nominaler Anker auf mittlere Sicht geeignet war.

Angesichts dieser Schwierigkeiten hatten die meisten fortgeschrittenen Industrieländer ihre kurzfristigen monetären Ziele Anfang der 1990er Jahre wieder aufgegeben. Stattdessen wurde den Geldmengenaggregaten eine weniger bedeutende Rolle als Informationsvariablen für die künftige Inflationsentwicklung, insbesondere auf mittlere Sicht, zugewiesen. Eine Reihe von Zentralbanken führte offizielle und teils inoffizielle Beobachtungsbandbreiten für die Aggregate ein. (Eine Chronik der Änderungen im geldpolitischen Handlungsrahmen der fortgeschrittenen Industrieländer findet sich im *67. Jahresbericht*.) In einigen Ländern wurden Bandbreiten für die eng und die weit gefasste Geldmenge sowie für die Kreditaggregate festgelegt. Aber auch diese waren nicht ganz unproblematisch, vor allem da die Stabilität der Umlaufgeschwindigkeit über längere Strecken nach wie vor von Finanzmarktentwicklungen beeinträchtigt wurde (Grafik IV.11).

Chronische Verfehlungen der Zielvorgaben erschweren Kommunikation

Verschiedene Rettungsversuche

Quantitative Aggregate in den meisten Ländern zu Beobachtungsinstrumenten deklassiert



Der Vollständigkeit halber sollte jedoch erwähnt werden, dass sich nicht alle Länder diesem geldpolitischen Wandel anschlossen. Deutschland behielt die Zielvorgabe für das jährliche Geldmengenwachstum bei (wenngleich von der Zentralbankgeldmenge als Geldmengenziel auf M3 umgeschwenkt wurde). Die Schweiz führte in den 1990er Jahren eine neuartige mittelfristige Strategie ein, die auf dem durchschnittlichen Geldmengenwachstum über einen Horizont von drei bis fünf Jahren basierte.

Inflationsziele auf dem Vormarsch

In vielen Ländern
Abkehr von
quantitativen
Aggregaten

Die formale Verwendung von Geldmengen- und Kreditaggregaten in der Geldpolitik erreichte vermutlich Ende der 1980er und Anfang der 1990er Jahre ihren Tiefpunkt, als in einer Reihe kleinerer fortgeschrittener Industrieländer Inflationsziele eingeführt wurden. Die neuen Handlungsrahmen waren im Wesentlichen darauf ausgerichtet, durch Anpassungen eines kurzfristigen Zinssatzes (als geldpolitisches Instrument) die prognostizierte Inflation in ein bis zwei Jahren zu steuern. Bei der Erstellung dieser Prognosen wurde der Kapazitätsauslastung als Messgröße ein höherer Stellenwert zuteil. Dies stand natürlich der Verwendung von quantitativen Aggregaten als wichtige Informationsvariablen bei der Prognoseerstellung an sich nicht entgegen. In der Geldpolitik vieler dieser Länder spielten die Aggregate in der Praxis jedoch keine entsprechende Rolle. Schließlich hatten zahlreiche Zentralbanken sich gerade deshalb für Inflationsziele entschieden, weil sie mit monetären Zielvorgaben Misserfolge geerntet hatten.

Im nachfolgenden Jahrzehnt ging die Bedeutung der quantitativen Aggregate weiter zurück. Was die geldpolitische Praxis betrifft, hing dies mit der raschen Verbreitung von Inflationszielen in immer mehr Ländern, nicht zuletzt in den aufstrebenden Volkswirtschaften, zusammen. In der Forschung spiegelte die Deklassierung bzw. der vollständige Bedeutungsverlust der Geldmengen- und Kreditaggregate die Entwicklung neuer makroökonomischer Paradigmen und deren Einführung als Richtwerte wider. Die neuen Konzepte

ließen Geldmenge und Kreditvergabe praktisch außer Acht und konzentrierten sich stattdessen ausschließlich auf Zinssätze und Messgrößen der Kapazitätsauslastung.

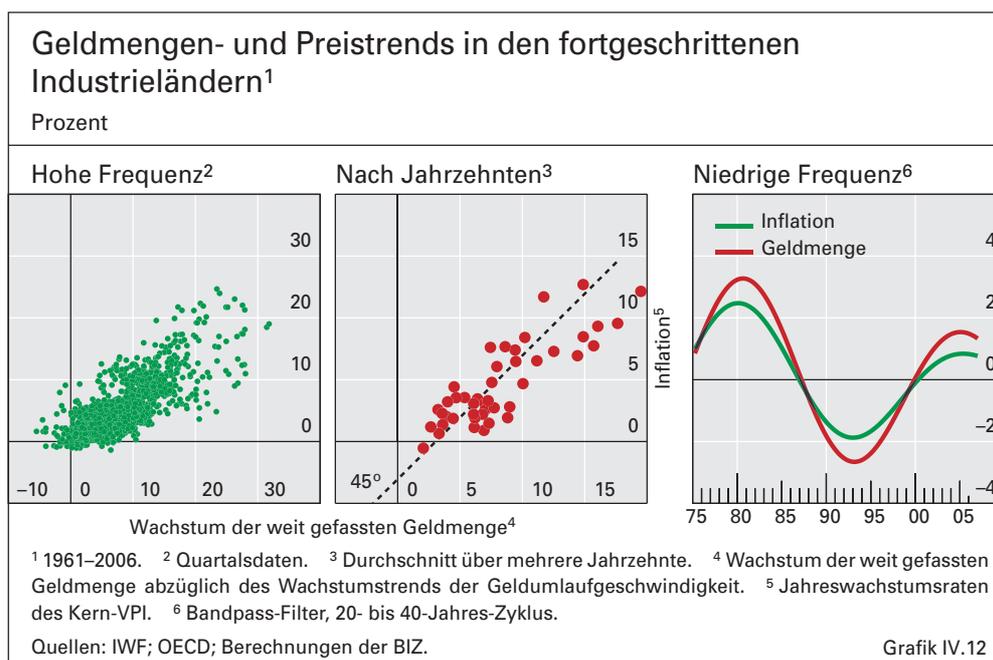
Gewinnen die quantitativen Aggregate wieder an Bedeutung?

Die Errichtung der EZB brachte frischen Wind in die Diskussion über die Rolle von Geldmengen- und Kreditaggregaten. Die EZB entschied sich von Beginn an für eine sorgfältige Beobachtung der Geldmengenentwicklung entsprechend der monetaristischen Tradition der Deutschen Bundesbank und führte die monetäre Analyse als wichtige Säule ihrer Beurteilung der wirtschaftlichen Entwicklung und ihrer geldpolitischen Praxis ein. Die formelle Einführung, anschließende Bestätigung und durchgängige Verwendung des 2-Säulen-Ansatzes ist von großer Bedeutung. Die EZB hat sich konsequent der monetären Analyse bedient, um die Anzeichen von Inflationsdruck, die sich aus der konventionelleren, kurzfristiger ausgerichteten wirtschaftlichen Analyse ergeben, einer Gegenprüfung anhand der Ergebnisse der mittelfristig orientierten monetären Analyse zu unterziehen. Außerdem hat die EZB ausführlich Forschung betrieben und zahlreiche empirische wie auch theoretische Belege für ihren Ansatz sammeln können.

EZB als Erbe der monetaristischen Tradition

Bis vor Kurzem konzentrierten sich die empirischen Belege, die zur Bekräftigung dieser Perspektive herangezogen wurden, vor allem auf den Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflation, wie er in der Quantitätsgleichung zum Ausdruck kommt. So wird z.B. argumentiert, dass der langfristige Zusammenhang zwischen den beiden Größen den unterschiedlichsten Veränderungen des wirtschaftlichen und finanziellen Umfelds standhält (Grafik IV.12). Außerdem wird beim Vergleich der Aussagekraft von Messgrößen der Produktionslücke und der Geldmenge zuweilen eine komplementäre Rolle der Geldmengenaggregate ersichtlich (Tabelle IV.1), die auf ihren

Einige empirische Belege für EZB-Ansatz



Geldmengenwachstum als Vorlaufindikator für die Kerninflation ¹				
	Konstante	Um ein Jahr verzögert		
		Kerninflationsrate ²	Produktionslücke	Geldmengenwachstum ³
Australien	0,4	0,7**	0,4	0,1
Euro-Raum	-0,1	0,8**	0,4**	0,2**
Japan	-0,8	0,5**	0,5**	0,3**
Kanada	-0,1	0,5**	0,1	0,3**
Neuseeland	-0,3	0,6**	0,3	0,2*
Norwegen	0,2	0,7**	0,6**	0,1*
Schweden	0,6	0,7**	0,3**	0,1*
Schweiz	0,1	0,6**	0,6**	0,1**
USA	0,5	0,8**	0,5**	0,1**
Vereinigtes Königreich	-0,0	0,8**	0,5**	0,2

¹ Das Ergebnis basiert auf einer Regression der Kerninflationsrate auf die angegebenen Variablen. Zeitraum: 1971–2006, Jahreswerte; * und ** zeigen statistische Signifikanz auf einem 10%- bzw. 5%-Niveau an. ² Anstieg des VPI ohne Nahrungsmittel und Energie. ³ Euro-Raum, Kanada, Schweden, Schweiz, USA: M2; Japan: M2 und CD; Australien, Neuseeland, Norwegen, Vereinigtes Königreich: weit gefasste Geldmenge wie von der OECD definiert.

Quellen: IWF; OECD; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ. Tabelle IV.1

potenziellen Nutzen als zusätzliche Informationsvariablen hinweist. Ferner hat die empirische Analyse bestätigt, dass der Informationsgehalt der monetären Aggregate für die Inflationsentwicklung bei längerfristiger Betrachtung offenbar steigt, während Messgrößen der Kapazitätsauslastung über einen längeren Horizont an Aussagekraft verlieren. Dies unterstreicht den Nutzen der Gegenprüfung bei mittelfristigem Analysehorizont.

Rückkehr der Kreditaggregate

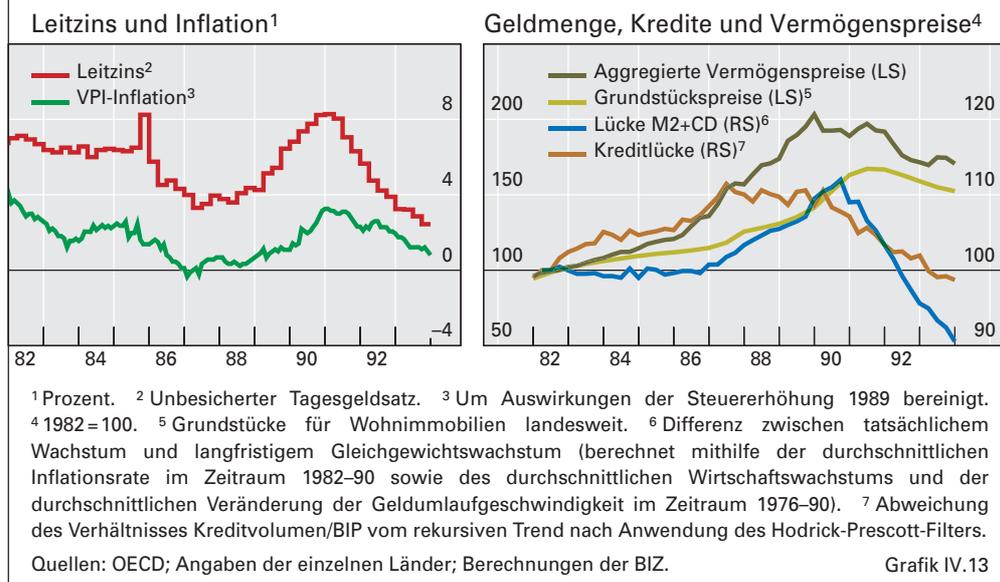
Gleichzeitig kam Anfang der 2000er Jahre ein weiterer Ansatz auf, der ebenfalls die Rolle quantitativer Aggregate betonte, insbesondere des Kreditvolumens. Diese Sichtweise war weitläufig mit Konjunkturtheorien verwandt, die aus der Zeit zu Beginn des 20. Jahrhunderts stammten und die Bedeutung sich selbst verstärkender Prozesse hervorhoben, die gelegentlich zu Boom-Bust-Entwicklungen führen. Sie bediente sich außerdem der wissenschaftlichen Lehrmeinung, dass finanzielle Instabilität mit der Entwicklung der Kreditvergabe sowie mit spekulativem Verhalten zusammenhängt. Hinzu kamen Elemente jüngerer wirtschaftstheoretischer Erkenntnisse, die veranschaulichten, wie konjunkturelle Schwankungen durch Unvollkommenheiten an den Kreditmärkten verstärkt werden können.

Hintergrund dieses aufkommenden Ansatzes waren einige nicht weit zurückliegende Wirtschafts- und Finanzbooms, die in recht gravierenden Einbrüchen mit kostspieligen Folgen endeten. Ein drastisches Beispiel ist der Abschwung der japanischen Wirtschaft, der Anfang der 1990er Jahre einsetzte. Hier war die vorangegangene Wachstumsphase durch eine kräftige Ausweitung der Kreditvergabe, steigende Preise von Vermögenswerten und einen außergewöhnlich starken Kapitalaufbau im Inland gekennzeichnet gewesen.

Boom-Bust-Erfahrungen untermauern potenzielle Rolle der Geldmenge und vor allem der Kreditvergabe

Paradebeispiel Japan

Boom-Bust-Phase in Japan, 1982–93



Vor allem aber hatte die sichtbare Inflation in der Aufschwungphase – vermutlich aufgrund der positiven angebotsseitigen Entwicklung – keinerlei Problem dargestellt (Grafik IV.13).

Zudem wiesen immer mehr Forschungsergebnisse darauf hin, dass solche „Kreditbooms mit schlechtem Ausgang“ bereits in anderen fortgeschrittenen Industrieländern und aufstrebenden Volkswirtschaften wie auch in anderen Zeitperioden aufgetreten waren. Zwar war die Inflationsentwicklung in diesen Fällen nicht immer einheitlich gewesen, doch schien die Inflation allgemein keine besondere Besorgnis erregt zu haben. Beispiele sind u.a. die Banken Krisen in den nordischen Ländern Ende der 1980er bis Anfang der 1990er Jahre, die Krise in Südostasien 1997/98 und in gewissem Sinne auch einzelne Aspekte der Konjunkturzyklen des Vereinigten Königreichs und der USA, die Anfang der 1990er Jahre in eine Rezession geraten waren. Andere Forscher blickten weiter in die Vergangenheit zurück und stellten fest, dass es im Vorfeld der Weltwirtschaftskrise eine ähnliche nicht inflationäre Entwicklung gegeben hatte. Dies legt nahe, dass die wirtschaftlichen Mechanismen und menschlichen Verhaltensweisen, die solche Zyklen begünstigten, ungeachtet des grundlegenden strukturellen Wandels, des veränderten Offenheitsgrads und neuer regulatorischer Rahmenbedingungen in den verschiedenen Volkswirtschaften weiterbestehen.

Dieser Ansatz wurde durch formalere statistische Arbeiten gestützt; demnach können Echtzeitmessgrößen für die Koexistenz eines ungewöhnlich starken Kreditwachstums und überaus rasanter Preissteigerungen bei Vermögenswerten Informationen über finanzielle Schief lagen, Wachstumsschwächen und Disinflation beisteuern, und zwar über den üblicherweise im geldpolitischen Handlungsrahmen zugrundegelegten 1- bis 2-Jahres-Horizont hinaus. Allgemeiner betrachtet zeigten neuere ökonometrische Untersuchungen, dass Geldmengen- wie auch Kreditaggregate bei dieser Art von

Auch anderswo
Kreditbooms
mit schlechtem
Ausgang

Boom-Bust-Entwicklungen eine wesentliche Rolle spielen und dass den Preisen für Wohneigentum großes Gewicht zukommt.

Geldpolitische
Implikationen

Die bedeutendste geldpolitische Implikation dieses Ansatzes ist, dass es eventuell sinnvoll wäre, im Handlungsrahmen der Zentralbanken die Möglichkeit vorzusehen, gegen einen wahrgenommenen Aufbau finanzieller Ungleichgewichte vorzugehen, selbst wenn die kurzfristigen Inflationsaussichten günstig sind. Dies würde eine Art Versicherung darstellen, die die Risiken und Kosten eines späteren und möglicherweise abrupten Abbaus der Ungleichgewichte mindert. Der Abbau könnte entweder dadurch ausgelöst werden, dass die Ungleichgewichte ein zu großes Ausmaß erreicht haben, oder weil die Geldpolitik als Reaktion auf verzögert auftretenden Inflationsdruck gestrafft wird. Dabei können in einem Umfeld niedriger Inflation die disinflationären Tendenzen nach einem Bust neben den Komplikationen, die sich aus der realen Schuldenlast und der Nullgrenze der nominalen Leitzinsen ergeben, auch die Gefahr einer Deflation bergen. In der Praxis würde eine solche präventive geldpolitische Straffung die Ausweitung des geldpolitischen Horizonts über die üblichen ein bis zwei Jahre hinaus erfordern, um eine stärker strukturierte Beurteilung extremer Ereignisse für die Inflationsaussichten zu ermöglichen.

Berücksichtigung der Geldmengen- und Kreditentwicklung bei geldpolitischen Beschlüssen

Im Hinblick auf die Rolle quantitativer Aggregate basieren die aktuellen geldpolitischen Handlungsrahmen der Zentralbanken auf unterschiedlichen Ansätzen.

Einige Zentralbanken weisen Geldmenge nach wie vor keine bedeutende Rolle zu ...

Viele Zentralbanken finden es schwierig, aus den Geldmengenaggregaten hinreichend zuverlässige Informationen zur Inflationsentwicklung zu gewinnen, und weisen ihnen daher ungern eine wichtige Rolle bei der Inflationssteuerung zu. Zu nennen wären hier die Federal Reserve sowie die meisten Zentralbanken mit Inflationsziel. Einige dieser Institutionen stellen sich jedoch inzwischen die Frage, ob eine Vernachlässigung der Geldmengenaggregate vor allem in Anbetracht des jüngsten kräftigen Wachstums der quantitativen Aggregate tatsächlich zu rechtfertigen ist. Dies ist u.a. bei der Bank of England und insbesondere bei der Schweizerischen Nationalbank der Fall. Die EZB hingegen betont seit jeher konsequent die Rolle der monetären Aggregate bei der Gegenprüfung der aus den kurzfristigen Bestimmungsfaktoren der Inflation gewonnenen Informationen.

... im Gegensatz zu anderen

Kredite als Faktor bei der Entstehung finanzieller Ungleichgewichte weniger umstritten

Seit ein paar Jahren stehen die Zentralbanken dem Ansatz, der die potenzielle Rolle der Geldmengen- und Kreditaggregate bei der Signalisierung finanzieller Ungleichgewichte unterstreicht, etwas offener gegenüber. So hat die EZB die Interpretation der monetären Säule ihrer Analyse dahingehend erweitert, dass in ihr auch die Bedeutung der Kreditvergabe und der Vermögenspreise zum Ausdruck kommt. Auch die zweite (mittelfristige) Perspektive des neuen geldpolitischen Handlungsrahmens der Bank of Japan geht auf diese Faktoren ein. Zudem sehen mehrere Zentralbanken mit Inflationsziel (z.B. jene des Vereinigten Königreichs, Schwedens und Norwegens) angesichts des potenziellen Aufbaus finanzieller Ungleichgewichte nun die Möglichkeit vor, den üblichen geldpolitischen Betrachtungszeitraum, wie von

diesem Ansatz nahe gelegt, zu verlängern. Andere Zentralbanken mit Inflationsziel, z.B. die Reserve Bank of Australia, betonten schon immer die Bedeutung eines mittelfristigen Horizonts.

In den nächsten Jahren dürfte sich die Diskussion darüber, welche Rolle die Geldmengen- und Kreditaggregate im geldpolitischen Handlungsrahmen der Zentralbanken einnehmen sollten, intensivieren. Das gegenwärtige kräftige Wachstum dieser Aggregate in vielen Teilen der Welt könnte einige Zentralbanken dazu veranlassen, die angemessene geldpolitische Reaktion neu zu hinterfragen. Wie bereits erwähnt, steht viel auf dem Spiel. Eine übermäßige Betonung der Aggregate birgt das Risiko, dass die Zentralbanken überreagieren, und könnte zu einer Verunsicherung der Öffentlichkeit über die Strategien und Prioritäten der Geldpolitik führen, vor allem in den Ländern, in denen der kurzfristige Inflationsdruck gedämpft bleibt. Eine Nichtbeachtung der Aggregate hingegen birgt das Risiko, dass zu schwach oder zu spät reagiert wird. In jedem Fall wird die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken letztlich davon abhängen, ob sie das richtige Maß finden.

Risiken in beide
Richtungen