

## Transparenz in der Geldpolitik

In der Geldpolitik hat sich in den letzten Jahren ein Trend zu größerer Transparenz durchgesetzt. Der vorliegende Beitrag nennt zunächst die wichtigsten Gründe für diese Entwicklung. Dabei zeigt sich, dass Offenheit und Nachvollziehbarkeit von geldpolitischen Entscheidungen grundsätzlich im Interesse aller Beteiligten liegen. Unsicherheit über die monetären Wirkungszusammenhänge und Wahrnehmungsunterschiede zwischen Notenbanken und Märkten setzen dem Bemühen um vollständige Transparenz jedoch gewisse Grenzen. Als zentrale Elemente einer transparenten Geldpolitik erweisen sich eine klare Definition des Endziels, die Bekanntgabe der geldpolitischen Strategie, die Veröffentlichung der entscheidungsrelevanten Daten sowie die konsistente Begründung der Entscheidungen. Dagegen erscheint es wenig sinnvoll, den Grad an Offenheit und Verständlichkeit ausschließlich an der Verwendung einzelner Kommunikationsmittel wie zum Beispiel der Publikation von Sitzungsprotokollen zu messen. Ein Urteil über die Transparenz der Geldpolitik sollte vielmehr nur auf der Grundlage einer umfassenden Analyse aller einschlägigen Kriterien erfolgen. Auch besteht in manchen Fällen ein Spannungsverhältnis zwischen der Forderung nach mehr Klarheit und dem Kriterium der Politikeffizienz, das es bei der Entscheidung für oder gegen bestimmte transparenzfördernde Maßnahmen zu berücksichtigen gilt.

## Nutzen der Transparenz

*Trend zu mehr  
Transparenz zu  
beobachten*

Viele Zentralbanken haben in den letzten Jahren erhebliche Anstrengungen unternommen, ihre Ziele, ihre Strategie und die Hintergründe ihrer zinspolitischen Entscheidungen offen zu legen und zu begründen. Hinter diesem Trend steht zum einen die Notwendigkeit, vorgeschriebenen Berichtspflichten nachzukommen, zum anderen jedoch auch die Absicht, Informationsmöglichkeiten zur Beeinflussung der Erwartungen von Marktteilnehmern zu nutzen.

*Ausweitung der  
Berichtspflichten  
als Folge  
der erhöhten  
Unabhängigkeit*

Die Rechenschaftspflicht ist gewissermaßen die Folge der größeren Unabhängigkeit, die den Notenbanken in vielen Ländern zugestanden wurde. In einer Demokratie kann die Unabhängigkeit eines Exekutivorgans nicht losgelöst von dessen Auftrag gesehen werden. Eine unabhängige Zentralbank sollte deshalb ein klar definiertes Ziel haben und über ihre Handlungen Rechenschaft ablegen müssen. Aus diesem Grund sieht der Maastrichter Vertrag weitgehende Berichtspflichten für das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) vor. So ist die Europäische Zentralbank verpflichtet, dem Europäischen Parlament, dem Ecofin-Rat, der EU-Kommission und dem Europäischen Rat einen Jahresbericht über die Aktivitäten des ESZB und die Geldpolitik des vergangenen und laufenden Jahres vorzulegen. Ferner müssen der Präsident und die anderen Mitglieder des EZB-Direktoriums dem Europäischen Parlament und den zuständigen Ausschüssen für Anhörungen zur Verfügung stehen. Daneben sieht das Statut des ESZB und der EZB die Veröffentlichung vierteljährlicher Tätigkeitsberichte vor.

Die tatsächliche Informationspolitik des Eurosystems ist allerdings wesentlich umfassender. So hat sich der EZB-Rat dafür entschieden, eine quantitative Definition des Endziels vorzunehmen und die Eckpfeiler seiner geldpolitischen Strategie bekannt zu geben. Über die Vorgaben des Maastrichter Vertrags hinaus geht auch die Entscheidung der EZB, Monatsberichte zu publizieren und regelmäßige Pressekonferenzen zu veranstalten. Andere Notenbanken haben ihre Informationspolitik in den letzten Jahren ebenfalls über ihre offiziellen Berichtspflichten hinaus ausgeweitet. Dahinter steht der Wunsch, die Unsicherheit der Marktakteure über den künftigen Kurs der Zentralbank zu reduzieren und die Inflationserwartungen möglichst fest auf dem angestrebten niedrigen Niveau zu verankern. Zentralbanken haben folglich durchaus ein eigenes Interesse daran, ihr geldpolitisches Handeln so transparent wie möglich zu gestalten.

Die Erkenntnis, dass optimale inflationsfreie Lösungen am Misstrauen der Öffentlichkeit scheitern können, hat die geldpolitische Diskussion der letzten zwanzig Jahre ebenso stark geprägt wie die Suche nach Auswegen aus diesem Dilemma.<sup>1)</sup> Besonders akut ist das Glaubwürdigkeitsproblem für Zentralbanken, die auf Grund eines Regimewechsels wie der Entlassung in die Unabhängigkeit oder der Gründung einer Währungsunion zunächst ohne einschlägige „Referenzen“ antreten

*Nutzung der  
Informationspolitik zur  
Beeinflussung der Inflationserwartungen*

*Transparenz  
als Ansatz zur  
Lösung des  
Glaubwürdigkeitsproblems*

<sup>1</sup> Wegweisend für diese Diskussion waren die Arbeiten von Kydland/Prescott (1977) und Barro/Gordon (1983). Siehe: Kydland, F.E. u. E.C. Prescott (1977): Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans; in: Journal of Political Economy 85, S.473–491 sowie Barro, R.J. u. D.B. Gordon (1983): A positive theory of monetary policy in a natural rate model; in: Journal of Political Economy 91, S. 589–610.

müssen. Die Möglichkeit, das Vertrauen der Öffentlichkeit durch entsprechende Erfolge im Hinblick auf das Endziel zu erwerben, steht ihnen auf Grund der langen Wirkungsverzögerungen im Transmissionsprozess erst nach einigen Jahren offen. Sie sind deshalb darauf angewiesen, fehlende Reputation durch ein Mehr an Kommunikation auszugleichen. Transparenz übernimmt hier die Rolle eines Selbstbindungsmechanismus: Indem die Zentralbank die Grundlagen ihrer Entscheidungen offen legt, versetzt sie die Öffentlichkeit in die Lage, deren Angemessenheit zu überprüfen und gegebenenfalls zu sanktionieren. Zugleich nimmt die Notenbank sich selbst die Möglichkeit, eine andere Politik als die angekündigte zu verfolgen.<sup>2)</sup>

*Transparenz  
erschwert  
beschäftigungs-  
orientierte ...*

Der Nutzen der Transparenz ist allerdings nicht unabhängig von der Zielfunktion der Zentralbank. So kommt eine ganze Reihe wissenschaftlicher Arbeiten zu dem Schluss, Zentralbanken hätten angeblich ein Interesse an der Geheimhaltung von Informationen, weil der Informationsvorsprung sie in die Lage versetze, die gesamtwirtschaftliche Produktion und Beschäftigung zumindest temporär über das vom privaten Sektor geplante Niveau hinaus zu erhöhen. Da die Unternehmen und Haushalte sich jedoch nicht auf Dauer täuschen lassen, sondern das Verhalten der Zentralbank in ihre Pläne einbeziehen, wird die Möglichkeit, temporäre Beschäftigungseffekte zu erzielen, in diesen Modellen mit einem permanenten Anstieg der Trendinflation über das eigentlich angestrebte Niveau hinaus – dem so genannten „Inflationsbias“ – erkaufte.<sup>3)</sup>

Wie unschwer zu erkennen, beschränkt sich die Gültigkeit dieses Szenarios auf Zentralbanken, in deren Zielfunktion die Stimulierung der wirtschaftlichen Aktivität einen ähnlichen Rang einnimmt wie die Sicherung der Geldwertstabilität. Dagegen hat eine Zentralbank, die per Gesetz auf das Endziel der Preisstabilität verpflichtet ist, ein ureigenes Interesse daran, ihre Intentionen von Anfang an klar und überzeugend zu vermitteln. Denn nur wenn die Wirtschaftsakteure darauf vertrauen, dass die Zentralbank alles daran setzt, ihr Mandat zu erfüllen, kann eine stabilitätsorientierte Geldpolitik ihre wohlfahrtsfördernden Wirkungen auch in vollem Umfang entfalten. Gelingt es der Zentralbank dagegen nicht, die Öffentlichkeit von ihrem Stabilitätswillen zu überzeugen, so muss sie den „überschießenden“ Inflationserwartungen durch eine entsprechend restriktivere Politik begegnen. In diesem Fall enthalten auch die längerfristigen Zinsen Misstrauensprämien, die sich negativ auf die Investitionstätigkeit und das reale Wachstum auswirken und so die Akzeptanz einer auf Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik gefährden.

*... und erleichtert stabilitätsorientierte Geldpolitik*

## Grenzen der Transparenz

Die vorangegangenen Überlegungen legen den Schluss nahe, dass Transparenz grund-

*Wege zur  
Schaffung von  
Transparenz  
umstritten*

<sup>2</sup> Vgl.: Briault, C., A. Haldane u. M. King (1996): Independence and Accountability, Bank of England Working Paper, S. 34 f.

<sup>3</sup> Siehe z.B.: Cukierman, A. u. A. Meltzer (1996): A Theory of Ambiguity, Credibility and Independence under Discretion and Asymmetric Information, *Econometrica* 54, S. 1099–1128, oder Faust, J. u. L.E.O. Svensson (1998): Transparency and Credibility: Monetary Policy with Unobservable Goals, NBER Working Paper 6452.

sätzlich wünschenswert und insbesondere dort von entscheidender Bedeutung ist, wo es darum geht, möglichst rasch Glaubwürdigkeit zu gewinnen. Damit rückt die Frage in den Mittelpunkt, was eine Zentralbank sinnvollerweise tun kann, um den geldpolitischen Entscheidungsprozess für Außenstehende transparent zu machen. Dass diese Frage in der Praxis weit schwieriger zu beantworten ist als im Rahmen einfacher theoretischer Modelle, zeigen nicht zuletzt die heftigen Meinungsunterschiede darüber, ob eine bestimmte geldpolitische Strategie oder bestimmte Maßnahmen wie die Veröffentlichung von Sitzungsprotokollen dazu geeignet sind, die Transparenz geldpolitischer Entscheidungen zu erhöhen.<sup>4)</sup>

*Annahmen der  
Literatur in der  
Praxis nicht  
erfüllt*

In modelltheoretischen Arbeiten wird meist davon ausgegangen, dass die Wirkungsweise geldpolitischer Maßnahmen – die zu Grunde liegenden Strukturzusammenhänge – allen Beteiligten bekannt sind. Unter dieser Annahme ist die Herstellung vollständiger Transparenz nicht schwer: Sie reduziert sich auf die Veröffentlichung der Daten und Prognosen, die der Zentralbank zum Zeitpunkt der Entscheidung zur Verfügung stehen.<sup>5)</sup> Im Gegensatz zu diesem einfachen Szenario sieht sich die praktische Geldpolitik einem weit höheren Maß an Unsicherheit gegenüber. Ein zentraler Unsicherheitsfaktor sind dabei die Wirkungsverzögerungen, die bei der Übertragung geldpolitischer Impulse auf die Güternachfrage, die Produktion und die Preise auftreten. Da Zinsänderungen ihre Hauptwirkung auf die Inflationsrate in der Regel erst nach ein bis zwei Jahren entfalten, sind alle Zentralbanken auf Indikatorvariablen ange-

wiesen, die den Preistrend sowie die Wirkung geldpolitischer Maßnahmen möglichst frühzeitig und zuverlässig anzeigen. Um Transparenz zu schaffen, müssen die geldpolitischen Entscheidungsträger die verwendeten Indikatorgrößen bekannt geben und das Publikum davon überzeugen, dass eine Orientierung an diesen Größen dazu geeignet ist, das angekündigte Ziel über den für die Geldpolitik relevanten Zeithorizont zu erreichen.

Allerdings kann die Zentralbank keine vollständige Transparenz über die Wirkungszusammenhänge und die Zuverlässigkeit der verwendeten Indikatoren schaffen, da das Wissen darüber auch innerhalb des Zentralbanksystems nur begrenzt ist. Unklar ist insbesondere, inwieweit sich in der Vergangenheit geltende Gesetzmäßigkeiten und Verhaltensweisen in die Zukunft fortschreiben lassen. So muss gerade nach einem Regimewechsel wie der Gründung einer Währungsunion mit Strukturbrüchen gerechnet werden, deren Auswirkungen auf den monetären Transmissionsprozess sich zunächst nur schwer abschätzen lassen. Ein weiteres Beispiel für die Möglichkeit tiefgreifender Strukturänderungen liefert die gegenwärtig in den USA geführte Diskussion darüber, welches Maß an realem Wachstum auf Dauer mit Preisstabilität vereinbar ist.

*Unsicherheit  
über die  
Transmission  
monetärer  
Impulse...*

---

<sup>4</sup> Ein gutes Beispiel dafür liefert die Kontroverse zwischen Buiter, W. H. (1999): Alice in Euroland, CEPR Policy Paper Nr. 1, und Issing, O. (1999): The Eurosystem: Transparent and Accountable, CEPR Policy Paper Nr. 2.

<sup>5</sup> So z. B. bei Geraats, P. (1999): Transparency and Reputation: Should the ECB Publish Its Forecasts?, Arbeitspapier für die EZB- und CFS-Konferenz über „Monetary Policy-Making under Uncertainty“ in Frankfurt am Main am 3./4.12.1999.

... und Daten-  
unsicherheit  
schränken  
Transparenz-  
schaffung ein

Hinzu kommt, dass selbst die Datenbasis, die der Zentralbank für Analyse- und Prognosezwecke zur Verfügung steht, mit erheblicher Unsicherheit behaftet ist. Beispielsweise unterliegen Daten aus dem realwirtschaftlichen Bereich häufigen und zum Teil beträchtlichen Revisionen. Die Zentralbank kann jedoch nur über Sachverhalte Transparenz herstellen, die sie selbst kennt. Das begrenzte Wissen wiederum schränkt die Möglichkeiten der Transparenzschaffung insgesamt ein.<sup>6)</sup>

Nicht  
unbedingt  
mehr Klarheit  
durch  
zusätzliche  
Informationen

Transparenz kann also in der Praxis nur graduell und niemals vollständig im Sinne modelltheoretischer Ansätze sein. Außerdem ist zu bedenken, dass ein Mehr an Informationen nicht unbedingt für mehr Klarheit sorgt. Angesichts der Komplexität der geldpolitischen Wirkungszusammenhänge und der genannten Unsicherheiten können zusätzliche Informationen sogar zu mehr Verwirrung führen, wenn sie der Öffentlichkeit ohne entsprechende Erläuterung präsentiert werden. Wichtig ist folglich, dass die Zentralbank die Fülle der entscheidungsrelevanten Informationen strukturiert und dem Publikum nicht nur die „nackten“ Zahlen, sondern auch ihre Interpretation dieser Zahlen zur Verfügung stellt. Wesentlich erleichtert wird diese Aufgabe durch die Bekanntgabe einer geldpolitischen Strategie, die dann als Bezugsrahmen für die Interpretation der vielfältigen Informationen zur Verfügung steht.

Urteil nicht  
unabhängig  
vom Stand-  
punkt des  
Beobachters

Ob der Argumentationsrahmen und die Argumente der Zentralbank als transparent empfunden werden, hängt freilich immer auch vom Standpunkt des Betrachters ab. In dieser Beziehung hat es der Europäische Zen-

tralbankrat besonders schwer: Er muss ein Publikum, das durch Unterschiede in den Denkweisen und voneinander abweichende nationale Erfahrungen mit der Geldpolitik geprägt ist, von der Angemessenheit seiner Entscheidungen überzeugen.<sup>7)</sup>

### Wege und Mittel zur Schaffung von Transparenz

---

Angesichts der aufgezeigten Probleme kann es kaum überraschen, dass bisher keine Übereinstimmung darüber erzielt werden konnte, welche Maßnahmen sich im Einzelnen dazu eignen, die Transparenz des geldpolitischen Entscheidungsprozesses zu erhöhen. Doch ergeben sich aus den vorausgegangenen Überlegungen eine Reihe von Kriterien, an denen eine Beurteilung der Informationspolitik einzelner Notenbanken ansetzen kann. Zu diesen Ansatzpunkten gehören neben der Ankündigung des Endziels die Formulierung einer konsistenten geldpolitischen Strategie, die Veröffentlichung und Kommentierung der Datenbasis sowie die ausführliche Begründung von Entscheidungen. Die nachfolgende Tabelle gibt einen Überblick darüber, welche Wege und Mittel das Eurosystem und andere wichtige Zentralbanken gewählt haben, um die Transparenz ihrer Politik in den genannten Bereichen zu erhöhen.

Mögliche  
Ansatzpunkte

---

<sup>6</sup> Vgl.: Remsperger, H. u. A. Worms (1999): Transparency in Monetary Policy, Center for Financial Studies Working Paper Nr. 1999/16.

<sup>7</sup> Siehe dazu: Winkler, B. (1999): Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making, Arbeitspapier für die EZB- und CFS-Konferenz über „Monetary Policy-Making under Uncertainty“ in Frankfurt am Main am 3./4.12.1999.

## Transparenz in der Geldpolitik \*)

	U.S. Federal Reserve	Bank of Japan	Eurosystem	Bank of England	nachrichtlich: Bundesbank
<b>Ziele</b>					
Festlegung eines vorrangigen Endziels	Nein	Preisstabilität	Preisstabilität	Preisstabilität	Preisstabilität
Quantifizierung des Endziels	Nein	Nein	Quantitative Definition durch EZB-Rat	Inflationsziel der Regierung	Mittelfristige Preisannahme 1)
<b>Strategie</b>					
Bekanntgabe und Begründung der geldpolitischen Strategie	Nein	Nein	Zwei-Säulen-Strategie	Inflation Targeting	Geldmengen-Steuerung
Bekanntgabe eines Zwischenziels	Nein	Nein	Nein	Inflationsprognose als Zwischenzielerersatz	Geldmengenziel
Bekanntgabe herausgehobener Indikatoren	Zielbereiche für Geldmengen- und Kreditwachstum 2)	Keine spezifischen	Referenzwert für M3-Wachstum	Keine spezifischen	–
<b>Daten und Prognosen</b>					
Veröffentlichung von Daten über Zwischenziele/Indikatoren und Erläuterung möglicher Abweichungen	Ja 2)	Nein	Ja	Ja	Ja
Veröffentlichung einer Inflationsprognose und Erläuterung von Zielabweichungen	Zweimal im Jahr 3)	Nein	Wird diskutiert	Vierteljährlich	nein
<b>Entscheidungen</b>					
Bekanntgabe der geldpolitischen Beschlüsse	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Richtungsaussagen zur künftigen Zinspolitik	Zinsbias des FOMC; inzwischen abgelöst durch Risikobewertung	Nein	Gelegentlich	Nein	Nein
<b>Kommunikationsmittel</b>					
Parlamentarische Anhörungen	Mindestens zweimal im Jahr	Mindestens zweimal im Jahr	Mindestens viermal im Jahr	Regelmäßig 4)	Nein
Berichte zur Wirtschaftslage und zur Geldpolitik 5)	Halbjahresbericht (Monatsbericht)	Monatsbericht	Monatsbericht	Vierteljährlicher Inflationsbericht	Monatsbericht
Pressekonferenzen zur Wirtschaftslage und zur Geldpolitik	Nein	Monatlich 6)	Monatlich 7)	Vierteljährlich zum Inflationsbericht	Zu bestimmten Anlässen 8)
Publikation der Sitzungsprotokolle	Nach sechs bis acht Wochen	Nach ca. einem Monat	Nein	Nach zwei Wochen	Nein
Publikation des Abstimmungsverhaltens der einzelnen Mitglieder	Nach sechs bis acht Wochen	Nach ca. einem Monat	Nein	Nach zwei Wochen	Nein

\* Ähnliche Übersichten finden sich in: BIZ (1998): Jahresbericht 1997/98, S. 79, und bei: Bini Smaghi, L. (1998): The democratic accountability of the European Central Bank, Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, Nr. 205, Juni 1998, S. 128–129. — 1 Im Rahmen der Ableitung des Geldmengenziels. — 2 Per Gesetz vorgeschrieben, in der praktischen Geldpolitik jedoch heute von untergeordneter Bedeutung (siehe Text). — 3 Im Rahmen der Berichte, die der Präsident des Federal Reserve Board nach dem Humphrey-Hawkins-Act vor dem Kongress ab-

zugeben hat. — 4 Außerdem Rechenschaftspflicht des Zentralbankgouverneurs gegenüber der Regierung, wenn die Inflation das Zielband verlässt. — 5 Alle hier aufgeführten Notenbanken veröffentlichen zudem einen Jahresbericht. — 6 Am zweiten Werktag nach der monatsersten Sitzung des Policy Board. — 7 Unmittelbar im Anschluss an die erste EZB-Ratssitzung des Monats. — 8 Zur Bekanntgabe und Überprüfung des Geldmengenziels sowie nach wichtigen geldpolitischen Beschlüssen.

## Festsetzung der geldpolitischen Ziele

*Eindeutiges  
Primärziel  
transparenz-  
fördernd*

Eine klare Definition der Endziele stellt offensichtlich eine Grundvoraussetzung für die Transparenz von Entscheidungen dar. Was die Anzahl der Ziele betrifft, so ist festzustellen, dass die Verpflichtung der Zentralbank auf mehr als ein Ziel nur dann transparent ist, wenn gleichzeitig eine eindeutige Gewichtung der verschiedenen Ziele vorgenommen wird. Noch leichter sind geldpolitische Entscheidungen nachzuvollziehen, wenn Zentralbanken ein eindeutiges Primärziel haben, was seit einigen Jahren zunehmend der Fall ist. Eine Ausnahme bilden dabei nach wie vor die Vereinigten Staaten. Dort ist das Federal Reserve System auf die Förderung stabiler Preise sowie eines möglichst hohen Beschäftigungsstandes und moderater langfristiger Zinsen verpflichtet, ohne dass eine klare Rangordnung vorgegeben wäre. Dagegen legen sowohl der Maastrichter Vertrag als auch die neuen japanischen und britischen Zentralbankgesetze von 1998 die Sicherung der Preisstabilität eindeutig als vorrangiges Endziel der Geldpolitik fest.

*Quantifizierung  
des Endziels  
durch EZB-Rat*

Die Klarheit der Zielabgrenzung lässt sich durch eine Quantifizierung des Begriffs Geldwertstabilität beziehungsweise durch die Vorgabe eines „Inflationsziels“ erhöhen. Allerdings besteht bei der Quantifizierung von Preisstabilität ein Spannungsverhältnis zwischen dem Wunsch nach einer möglichst genauen Definition und den nicht unerheblichen Problemen einer exakten Messung der Inflation. Der EZB-Rat hat sich deshalb dafür entschieden, Preisstabilität als einen Anstieg des harmonisierten Verbraucherpreisindex für

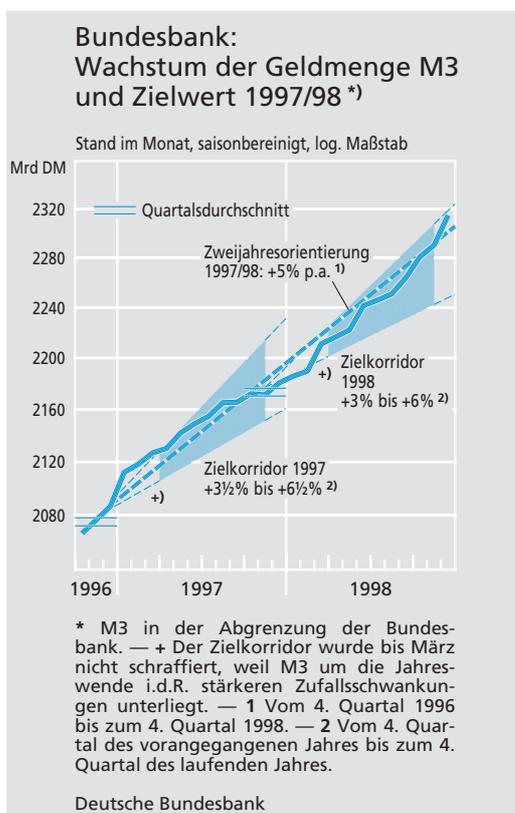
den gesamten Euro-Raum von weniger als 2 % gegenüber dem Vorjahr zu definieren. Da diese Definition von Preisstabilität einen Rückgang der Verbraucherpreise ebenso ausschließen soll wie einen Anstieg von 2 % und darüber, ist damit de facto ein Bereich von etwas über null bis knapp unter zwei Prozent vorgegeben. Ein Grund dafür, die Zielvorgabe oberhalb der Nulllinie anzusiedeln, liegt in der vermutlichen Überzeichnung der tatsächlichen durch die gemessene Inflationsrate.<sup>8)</sup> Für ein Band spricht ferner, dass die Inflation kurzfristig auch durch Faktoren außerhalb des Einflussbereichs der Zentralbank determiniert wird, wie zum Beispiel die Lohn- und Fiskalpolitik oder außenwirtschaftliche Einflüsse. Um seine Verantwortung für den längerfristigen Inflationstrend zu betonen, hat der EZB-Rat seine quantitative Definition von Preisstabilität zudem klar auf die mittlere Frist bezogen.

In Großbritannien setzt die Regierung ein Inflationsziel für die Notenbank fest. Die derzeitige Regierung hat sich für ein Punktziel in Höhe von 2,5 % per annum für den (um Hypothekenzinsen bereinigten) Verbraucherpreisindex RPIX entschieden. Weicht die laufende Inflationsrate um mehr als einen Prozentpunkt nach oben oder unten vom vorgegebenen Inflationsziel ab, so muss der Gouverneur der Bank of England dem Schatzkanzler die Gründe dafür erläutern und die erforderlichen geldpolitischen Maßnahmen darlegen. Mit dieser Regelung wird ebenfalls

*Inflationsziel  
der Bank of  
England*

---

<sup>8</sup> Siehe hierzu: Hoffmann, J. (1998): Probleme der Inflationmessung in Deutschland, Diskussionspapier 1/98 der Volkswirtschaftlichen Forschungsgruppe der Deutschen Bundesbank.



explizit der mangelnden kurzfristigen Kontrollierbarkeit der Inflation Rechnung getragen. Allerdings wird die Notenbank für Abweichungen der laufenden Inflation vom Inflationsziel außerhalb der genannten Bandbreite zur Verantwortung gezogen. Insofern ist der Zeithorizont der Zielvorgabe deutlich kürzer als im Eurosystem. Diese Strenge erscheint nicht unproblematisch, da sie die Entscheidungsträger zu Reaktionen auf temporäre Preisschocks zwingen könnte, die angesichts der bestehenden Wirkungsverzögerungen möglicherweise kontraproduktiv wären.

### Festlegung der geldpolitischen Strategie

Um Transparenz zu schaffen, müssen die Entscheidungsträger auch offen legen, auf welche Weise sie Preisstabilität beziehungsweise das

angekündigte Inflationsziel erreichen wollen, und sie müssen das Publikum davon überzeugen, dass die gewählte Strategie dazu geeignet ist. Auch hier besteht ein potenzieller Zielkonflikt zwischen dem Wunsch nach Klarheit, der die Bekanntgabe einer möglichst einfachen Entscheidungsregel nahelegt, und der bestehenden Unsicherheit über die „wahren“ Wirkungszusammenhänge, die eher für die Verwendung einer möglichst großen Anzahl von Indikatoren spricht.

Lässt sich eine Variable finden, die einerseits von der Notenbank hinreichend genau gesteuert werden kann und die andererseits einen stabilen Zusammenhang zur Endzielvariablen aufweist, so kann diese Variable als Zwischenziel verwendet werden. Eine „klassische“ Zwischenzielstrategie ist die Vorgabe eines Geldmengenziels. Im Rahmen einer potenzialorientierten Geldmengensteuerung, wie sie die Bundesbank von 1975 bis 1998 verfolgt hat, gilt der Grundsatz, die Geldmengenversorgung so zu steuern, dass die Produktionsmöglichkeiten ausgeschöpft werden, ohne Inflationsdruck zu erzeugen. Die Zielvorgabe setzt sich folglich aus der Wachstumsrate des Produktionspotenzials und der mittelfristigen Preisannahme zusammen. Zudem muss ein etwaiger Trendrückgang (bzw. -anstieg) der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes durch einen entsprechenden Zuschlag (bzw. Abschlag) berücksichtigt werden.

Die Orientierung an einem Zwischenziel bietet nicht nur der Notenbank die Möglichkeit, frühzeitig auf Fehlentwicklungen zu reagieren, sie erleichtert es auch allen am Wirtschaftsprozess Beteiligten, die Geldpolitik zu

*Transparenz durch Bekanntgabe der geldpolitischen Strategie*

*Voraussetzungen für eine Zwischenzielstrategie*

*Orientierung am Zwischenziel*

beurteilen. Allerdings mussten eine Reihe von Zentralbanken die Verwendung monetärer Zwischenziele wieder aufgeben, weil vormals stabile Beziehungen zwischen Geldmenge und Preisen erheblich lockerer geworden waren. Ein Beispiel dafür sind die Vereinigten Staaten. Dort verpflichtet der Humphrey-Hawkins-Act von 1978 das Federal Reserve System dazu, jährliche Zielvorgaben für das Geldmengen- und Kreditwachstum bekannt zu geben und etwaige Zielverfehlungen vor dem Kongress und der Öffentlichkeit zu begründen.<sup>9)</sup> Häufige und unvorhersehbare Abweichungen der Geldumlaufgeschwindigkeit von ihrem historischen Verlauf haben jedoch dazu geführt, dass die Bedeutung dieser Zielvorgaben für die amerikanische Geldpolitik stark gesunken ist und das Federal Reserve System praktisch eine rein diskretionäre Politik betreibt.

*Rolle der Inflationsprognose bei der direkten Inflationssteuerung*

Eine Reihe anderer Länder, darunter auch Großbritannien, sind zu einer Strategie der direkten Inflationssteuerung – dem so genannten „Inflation Targeting“ – übergegangen. Zentralbanken, die diese Strategie verfolgen, stützen sich bei ihrer Einschätzung künftiger Inflationstendenzen auf eine Vielzahl von Indikatoren aus dem realwirtschaftlichen und monetären Bereich. Um die Transparenz der Inflationseinschätzung zu erhöhen, veröffentlichen einige von ihnen quantitative Inflationsprognosen über den für die Geldpolitik relevanten Horizont von zwei Jahren. In diesem Fall übernimmt die Inflationsprognose der Notenbank de facto die Rolle eines Zwischenziels: Überschreitet die Prognose das offizielle Inflationsziel, so signalisiert dies einen Zinserhöhungsbedarf und vice versa. Die Nachvoll-

ziehbarkeit geldpolitischer Entscheidungen im Rahmen dieser Strategie setzt allerdings voraus, dass die Zentralbank offenlegt, wie die Inflationsprognosen erstellt werden.

Das Eurosystem hat sich für eine Zwei-Säulen-Strategie entschieden. Die erste Säule dieser Strategie weist der Geldmenge eine herausragende Rolle zu, die durch die Festsetzung eines quantitativen Referenzwerts für das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 unterstrichen wird. Das empirische Fundament dafür bilden eine Reihe von Untersuchungen, die zu dem Schluss kommen, dass zwischen der Geldmenge M3 und dem Preisniveau im Euro-Raum in der Vergangenheit eine stabile Langfrist-Beziehung bestand.<sup>10)</sup> Da andererseits nicht ausgeschlossen werden konnte, dass der Übergang zur Währungsunion das Zahlungs- und Anlageverhalten der Haushalte und Unternehmen verändern würde, entschied sich der EZB-Rat dafür, an Stelle eines Geldmengenziels einen weniger bindenden Referenzwert bekannt zu geben. Zudem beschloss er, die Geldmengenorientierung um eine zweite Säule in Form einer breit fundierten Beurteilung der Preisaussichten zu ergänzen.

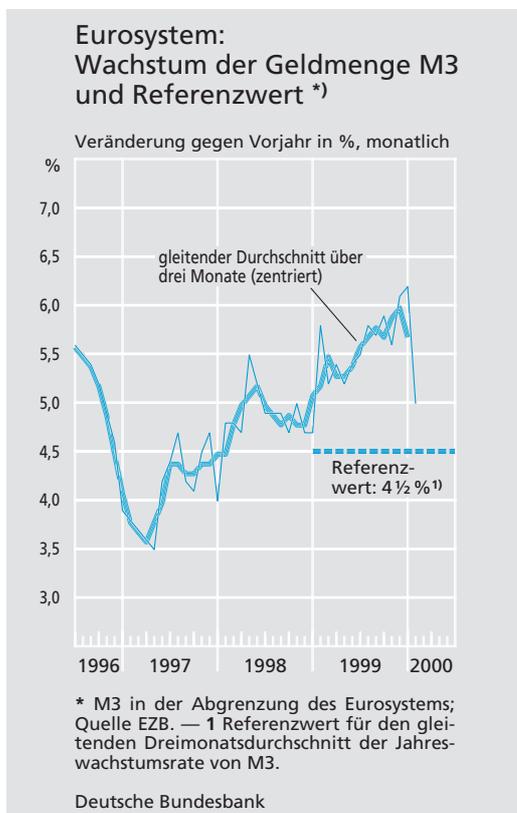
Die Zwei-Säulen-Strategie des Eurosystems ist von vielen Beobachtern als intransparent kritisiert worden. Diese Kritik ist insofern verständlich, als die Orientierung an zwei Kriterien – Geldmengenentwicklung und Preisaus-

*Zwei-Säulen-Strategie des Eurosystems*

*Erhöhte Unsicherheit erfordert Flexibilität*

<sup>9</sup> Die derzeitigen Zielbereiche liegen bei 1 % bis 5 % beziehungsweise 2 % bis 6 % für das Wachstum von M2 und M3 sowie bei 3 % bis 7 % für das Kreditwachstum.

<sup>10</sup> Siehe: Fagan, G. u. J. Henry (1998): Long-run money demand in the EU: Evidence from the area-wide aggregates, in: Empirical Economics, 23, S. 483–506 und die dort zitierten Studien.



sichten – grundsätzlich das Risiko widersprüchlicher Signale in sich birgt. Andererseits muss die Entscheidung des EZB-Rats vor dem Hintergrund der besonderen Unsicherheit gesehen werden, die mit dem Wechsel des geldpolitischen Regimes verbunden ist. Unter diesen Umständen lässt sich weder ausschließen, dass eine vorrangige Orientierung an der Geldmenge in bestimmten Situationen zu Fehlentscheidungen führen würde, noch scheint gesichert, dass die Beurteilung der Preisaussichten allein auf der Basis anderer Indikatoren in allen Fällen angemessene Reaktionen gewährleisten würde. Folglich muss den Entscheidungsträgern die Gewichtung widersprüchlicher Signale von Fall zu Fall vorbehalten bleiben. Der diskretionäre Spielraum stellt allerdings erhöhte Anforderungen an die Informationspolitik der Notenbank. Damit

die Entscheidungen für Außenstehende nachvollziehbar sind, müssen die Einschätzung der Lage und die Hintergründe der Politik frühzeitig, regelmäßig und verständlich kommuniziert werden.

## Veröffentlichung von Daten und Prognosen

Eine Grundvoraussetzung für eine transparente Politik ist die Offenlegung der Datenbasis, die der Zentralbank zum Zeitpunkt der Entscheidung zur Verfügung steht. Dabei geht es allerdings weniger um die Veröffentlichung aller verfügbaren Informationen als vielmehr um die Auswahl und Erläuterung jener Faktoren, die für den Entscheidungsprozess von Bedeutung sind.

*Offenlegung entscheidungsrelevanter Daten*

Welchen Beitrag die Veröffentlichung von Prognosen zur Transparenz der Entscheidungen leistet, ist folglich abhängig von der geldpolitischen Strategie. Im Rahmen einer Strategie der Geldmengensteuerung konzentriert sich das Interesse der Zentralbank und der Öffentlichkeit auf die Entwicklung des als Zwischenziel verwendeten Geldmengenaggregats. Im Hinblick auf die Überprüfbarkeit der Zieleinhaltung weist diese Strategie den Vorteil auf, dass es sich bei Geldmengenzahlen um realisierte statistische Größen handelt, die von der Öffentlichkeit zweifelsfrei beobachtet werden können. Dieser Vorteil kommt allerdings nur dann voll zur Geltung, wenn der Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisen auch hinreichend stabil ist, so dass aus der Beobachtung einer Zielabweichung unmittelbar auf die zu erwartende Preisentwicklung geschlossen werden kann. Werden

*Geldmengenwachstum beobachtbar, aber unter Umständen interpretationsbedürftig*

dagegen die Grundrelationen kurzfristig stärker durch andere Faktoren überlagert, so muss die Öffentlichkeit ihr Urteil zusätzlich auf die von der Zentralbank gegebene Interpretation der Geldmengenentwicklung und anderer als relevant erachteter Indikatoren stützen.

*Hoher Erklärungsbedarf von veröffentlichten Inflationsprognosen*

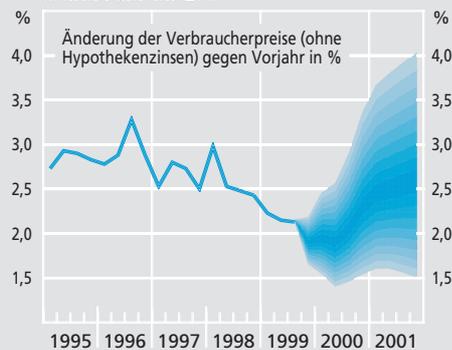
Bei der direkten Inflationssteuerung steht die Einschätzung der künftigen Preisentwicklung im Vordergrund des Interesses. Im Rahmen dieser Strategie verleiht die Veröffentlichung einer quantitativen Inflationsprognose der Diskussion einen zentralen Orientierungspunkt und trägt somit grundsätzlich zur Transparenz bei. Prognosen sind allerdings ihrerseits in hohem Maße erläuterungsbedürftig. Dies gilt erstens hinsichtlich der Schätzverfahren, die zur Erstellung der Prognose verwendet werden. Zweitens müssen die Annahmen über die Entwicklung wichtiger exogener Größen wie der Wechselkurse, der Rohstoffpreise et cetera, offen gelegt werden. Von zentraler Bedeutung ist drittens, ob die Prognose unveränderte Notenbankzinsen voraussetzt oder ob ein etwaiger Zinsanpassungsbedarf bereits berücksichtigt wurde. Viertens muss die Prognose auch Angaben zum Grad der Unsicherheit und zur Verteilung der Risiken um den zentralen Prognosewert enthalten. Fünftens muss klargestellt werden, wer die Verantwortung für die Prognose trägt.

*Sorgfältige Präsentation der Prognosen bei der Bank of England*

Die Bank of England veröffentlicht in ihren vierteljährlichen Inflationsberichten sowohl Inflationsprognosen unter der Annahme unveränderter Notenbankzinsen als auch Prognosen, die auf den Markterwartungen über

### Bank von England: Inflationsprognose bei konstanten Nominalzinsen von 6%

Stand Februar 2000



Das Schaubild bildet die Wahrscheinlichkeitsverteilung der Inflation in Form eines Fächerdiagramms ab. Der Schattierungsgrad zu einem beliebigen Zeitpunkt innerhalb des Prognosehorizonts stellt die Eintrittswahrscheinlichkeit für verschiedene Bereiche der Inflation dar. Die dunkelste Bandbreite enthält die zentrale (die einzelne wahrscheinlichste) Prognose und hat eine Wahrscheinlichkeit von 10%. Bis zur Abdeckung von 90% der Wahrscheinlichkeitsverteilung ist jedes weitere Bandbreitenpaar so gezeichnet, dass es ebenfalls 10% der Wahrscheinlichkeit abdeckt. — Quelle: Bank of England, Inflation Report, February 2000, p. 55.

Deutsche Bundesbank

die künftige Geldpolitik basieren. Zur Darstellung der Prognosen werden so genannte Fächerdiagramme verwendet, die den Grad der Unsicherheit und die Verteilung der Risiken um den zentralen Wert illustrieren. Die Auswirkungen alternativer Annahmen über die Entwicklung wichtiger exogener Größen auf den zentralen Prognosewert werden in einer ergänzenden Tabelle quantifiziert.

Trotz der sorgfältigen Präsentation der Prognosen ist das Prognoseverfahren für Außenstehende im Einzelnen freilich kaum nachvollziehbar. Zwar wurden die makroökonomischen Modelle, die den Ausgangspunkt der Prognosen bilden, von der Bank of England veröffentlicht. Neben den Modellergebnissen fließen jedoch eine Vielzahl zusätzlicher, im Modell nicht berücksichtigter Einflüsse in den

*Prognoseverfahren jedoch im Einzelnen kaum nachvollziehbar*

### U.S. Federal Reserve: Wirtschafts- prognose für 1999 und 2000 \*)

Stand Juli 1999; in %

Indikator	Federal Reserve Gouverneure und Präsidenten der Reservebanken	
	Band- breite	Zentrale Ten- denz 1)
	1999	
Veränderung 4. Quartal gegen Vorjahr		
Nominales BIP	4 3/4 – 5 1/2	5 – 5 1/2
Reales BIP	3 1/4 – 4	3 1/2 – 3 3/4
Konsumentenpreisindex	1 3/4 – 2 1/2	2 1/4 – 2 1/2
Arbeitslosenquote 2)	4 – 4 1/2	4 – 4 1/4
	2000	
Veränderung 4. Quartal gegen Vorjahr		
Nominales BIP	4 – 5 1/4	4 – 5
Reales BIP	2 – 3 1/2	2 1/2 – 3
Konsumentenpreisindex	1 1/2 – 2 3/4	2 – 2 1/2
Arbeitslosenquote 2)	4 – 4 1/2	4 1/4 – 4 1/2

\* Quelle: Federal Reserve Bulletin, Monetary Policy Report to the Congress, August 1999, S. 531. — 1 Bei der Berechnung dieser Größe werden Extremwerte am oberen und unteren Ende ausgeschaltet. — 2 Durchschnittliche Rate im 4. Quartal.

Deutsche Bundesbank

Prognoseprozess ein. Die Bewertung dieser „off-model“-Informationen sowie die Einschätzung des Unsicherheitsgrads und der Verteilung der Risiken erfolgt durch die Mitglieder des Geldpolitischen Entscheidungsgremiums (Monetary Policy Committee), die dann auch für das „Endprodukt“ verantwortlich zeichnen. Welche Faktoren mit welchem Gewicht in die Inflationsprognose eingehen, ist dabei für die Öffentlichkeit nicht ersichtlich. Eine wesentliche Einschränkung des Ermessensspielraums der Entscheidungsträger erfolgt durch die Veröffentlichung der Prognosen deshalb nicht. Dies gilt umso mehr angesichts des Ausmaßes der Prognoseunsicherheit, die für geldpolitisch relevante Prognosehorizonte besteht. So umfasst das Band, in dem die künftige Inflationsrate mit einer 90-prozentigen Wahrscheinlichkeit

liegt, für den Einjahreshorizont bereits circa zwei Prozentpunkte. Für einen Zweijahreshorizont erweitert es sich auf 2 1/2 Prozentpunkte und mehr.<sup>11)</sup>

In den Vereinigten Staaten geben die Mitglieder des Federal Reserve Board und die Präsidenten der Federal Reserve Banken zweimal im Jahr quantitative Wachstums- und Inflationsprognosen ab. Angaben über die Bandbreite und die zentrale Tendenz dieser Prognosen werden im Rahmen der Berichte zur Geldpolitik veröffentlicht, die der Notenbankpräsident im Februar und Juli jedes Jahres vor dem Kongress präsentiert. Auch diese Zahlen deuten auf einen beträchtlichen Unsicherheitsgrad der Prognosen hin. So reichte die Bandbreite des Meinungsspektrums hinsichtlich der Inflationsaussichten für einen Zeithorizont von anderthalb Jahren im Juli 1999 von 1,5 % bis 2,75 % und betrug damit deutlich mehr als einen Prozentpunkt.<sup>12)</sup>

Die EZB hat sich in ihren Veröffentlichungen bisher auf qualitative Beschreibungen der Inflationsperspektiven beschränkt. Die Erstellung von Inflationsprognosen für den Euro-Raum wird vor allem durch die derzeit noch wenig verlässliche Datenlage erschwert. Ferner können Strukturbrüche beziehungsweise -anpassungsprozesse in den ersten Jahren der Währungsunion nicht ausgeschlossen werden. Prognosen basieren jedoch auf Schätzgleichungen und Modellen, die in der Vergangenheit geltende Gesetzmäßigkeiten und

*Befragung der  
Entscheidungs-  
träger bei der  
Fed*

*Inflations-  
prognosen für  
den Euro-Raum  
diskutiert*

<sup>11</sup> Vgl.: Bank of England, Inflation Report, November 1999, S. 57 f, beziehungsweise Inflation Report, Februar 2000, S. 55 ff.

<sup>12</sup> Siehe z. B.: Board of Governors of the Federal Reserve System: Federal Reserve Bulletin, August 1999, S. 531.

Verhaltensweisen abbilden. Sollen Vermutungen über Strukturänderungen am aktuellen Rand in die Prognosen einbezogen werden, so erfordert dies diskretionäre Eingriffe in die Modelle, die für Außenstehende kaum nachvollziehbar sind. Inflationsprognosen für das Euro-Währungsgebiet sind somit in noch stärkerem Maße als ohnehin üblich mit Unsicherheit behaftet. Gleichwohl hat sich der Präsident der EZB öffentlich für eine Publikation der unionsweiten Prognosen im späteren Jahresverlauf ausgesprochen. Falls sich die EZB tatsächlich zu diesem Schritt entschließen sollte, wäre der besonderen Unsicherheit bei der Art und dem Umfang der veröffentlichten Werte Rechnung zu tragen. Außerdem müsste der – eingeschränkte – Stellenwert der Prognosen im geldpolitischen Entscheidungsprozess durch eine aktive Kommunikationspolitik erläutert werden.

### Bekanntgabe von Zinsentscheidungen

Weitere Ansatzpunkte für die Schaffung von Transparenz sind die Bekanntgabe der aktuellen geldpolitischen Beschlüsse sowie die eventuelle Vorbereitung der Märkte auf künftige Zinsschritte. Die sofortige Bekanntgabe der geldpolitischen Entscheidungen ist inzwischen in den meisten Ländern zur Selbstverständlichkeit geworden. So informieren alle in der Tabelle auf Seite 20 genannten Zentralbanken die Öffentlichkeit unmittelbar nach den Sitzungen der Entscheidungsgremien darüber, ob eine Änderung der Leitzinssätze beschlossen wurde.<sup>13)</sup>

Weniger groß ist die Neigung der Notenbanken, die Öffentlichkeit über ihre Einschätzung

der Notwendigkeit künftiger Zinsanpassungen zu informieren. Eine Ausnahme bildet die neuseeländische Zentralbank, die in ihren „Monetary Policy Statements“ neben anderen Prognosen auch den Zinspfad veröffentlicht, der die Inflation über einen Zeithorizont von ein bis zwei Jahren auf ein Niveau von 1,5 % (der Mitte des Zielkorridors) zurückführen würde.<sup>14)</sup> Hinter der Zurückhaltung der anderen Zentralbanken steht die Befürchtung, dass solche Meinungsäußerungen von den Märkten bereits als Vorankündigung künftiger Zinsbeschlüsse verstanden werden. Damit besteht für die Entscheidungsträger die Gefahr, unter Zugzwang zu geraten, weil eine Korrektur der einmal abgegebenen Einschätzung ihre Glaubwürdigkeit und Kompetenz in Frage stellen könnte.<sup>15)</sup>

Dass diese Sorge nicht unberechtigt ist, zeigen die jüngsten Erfahrungen der US-Notenbank mit der Bekanntgabe von Tendenzsagen zur künftigen Zinspolitik (den sog. Bias-Ankündigungen). In dem Bemühen um mehr Transparenz hatte das amerikanische Federal Open Market Committee (FOMC) im Dezember 1998 beschlossen, in Zukunft unmittelbar nach den Sitzungen bekannt zu geben, wie die Mehrheit der Mitglieder die Richtung der künftigen Zinspolitik einschätzt (eher restriktiv, eher expansiv oder neutral). Als sich im

*Weniger  
Offenheit über  
künftige  
Zinsschritte*

*Bias-  
Ankündigung  
und Risiko-  
einschätzung  
des FOMC*

*Bekanntgabe  
der aktuellen  
Beschlüsse  
üblich*

<sup>13</sup> Dies war nicht immer so. Die US-Fed gibt ihr Ziel für den US-Tagesgeldsatz (die Federal Funds Rate) erst seit Februar 1994 am Tag der FOMC-Sitzung bekannt.

<sup>14</sup> Vgl.: Reserve Bank of New Zealand: Monetary Policy Statements, sowie Mayes, D. G. and W. A. Razzak (1998): Transparency and accountability: Empirical models and policy making at the Reserve Bank of New Zealand, Economic Modelling, 15, S. 380, Fußnote 6.

<sup>15</sup> Siehe hierzu: Goodhart, C. (1999): Central Bankers and Uncertainty, Quarterly Bulletin, Bank of England, Bd. 39, Februar 1999, S.104 ff.

Verlauf des Jahres jedoch zeigte, dass die Bias-Ankündigungen eher für Missverständnisse als für mehr Klarheit sorgten, beauftragte das FOMC eine Arbeitsgruppe, nach Alternativen zu suchen. Auf deren Vorschlag hin beschloss das FOMC Anfang dieses Jahres, die Zinstendenzen durch eine Beurteilung der Risiken für eine ausgewogene wirtschaftliche Entwicklung zu ersetzen, die sich ausdrücklich auf die absehbare Zukunft – und damit auf einen weit längeren Zeitraum als den bis zur nächsten Sitzung – bezieht. Dabei wählen die FOMC-Mitglieder zwischen drei standardisierten Formulierungen: Sie stellen entweder ein Übergewicht der Inflationsrisiken oder ein Übergewicht der Risiken für das wirtschaftliche Wachstum fest oder sie kommen zu dem Schluss, dass die Risiken ausgewogen zu sein scheinen.<sup>16)</sup>

Das neue Konzept soll den Märkten deutlicher als bisher vor Augen führen, dass die Fed in Anbetracht der großen Unsicherheiten über die künftige Entwicklung lediglich Risiken abschätzen kann, und dass diese Risiken immer wieder neu beurteilt werden müssen, wenn zusätzliche Informationen vorliegen. Die neue Art der Ankündigungen gibt der Fed somit wieder einen größeren Spielraum, ohne sie dem Vorwurf auszusetzen, von ihrem Streben nach mehr Transparenz abgekommen zu sein.

*Möglichkeit  
überraschender  
Entscheidungen*

Dem Vorgehen der Fed ähnlich hat auch die EZB in jüngster Zeit auf mittelfristig steigende Preisrisiken hingewiesen. Ferner ist in vielen Ländern eine zunehmende Tendenz zu beobachten, die Märkte durch Hinweise in Reden und Publikationen auf künftige Zins-

schritte vorzubereiten. Dahinter steht die Absicht, Unsicherheit zu reduzieren und die Markterwartungen in die von der Notenbank gewünschte Richtung zu lenken. Dies heißt jedoch nicht, dass jede geldpolitische Maßnahme von langer Hand vorbereitet und vollständig vorhersehbar sein kann. Vielmehr sind Situationen denkbar, in denen überraschende geldpolitische Entscheidungen erforderlich sind, etwa um Fehlentwicklungen an den Finanzmärkten Einhalt zu gebieten. Die Entscheidungsträger müssen sich folglich die Freiheit bewahren, die Einschätzung der Märkte nicht unbedingt zu teilen und die Marktteilnehmer gegebenenfalls auch einmal zu überraschen.

### Kommunikationsmittel

Zur Erläuterung der Lageeinschätzung und zur Rechtfertigung ihrer Beschlüsse stehen den geldpolitischen Entscheidungsträgern eine Vielzahl von Kommunikationsmitteln zur Verfügung. In welchem Ausmaß die unterschiedlichen Instrumente zum Einsatz kommen, ist nicht unabhängig von den jeweiligen institutionellen Rahmenbedingungen und Traditionen. Folglich kann es kaum überraschen, dass die Bedeutung einzelner Kommunikationsmittel von Notenbank zu Notenbank variiert.

*Bedeutung  
einzelner  
Kommuni-  
kationsmittel  
verschieden*

In den Vereinigten Staaten stellen die Berichte zur Geldpolitik, die der Präsident der Fed zweimal im Jahr vor dem Kongress abgibt, traditionell ein wichtiges Instrument der Kommunikationspolitik dar. Die Begründung der

*U.S. Federal  
Reserve*

---

<sup>16</sup> Vgl.: Federal Reserve Board, Press Release vom 19. Januar 2000.

aktuellen geldpolitischen Beschlüsse erfolgt hauptsächlich durch die Veröffentlichung von Sitzungsprotokollen, die sowohl die Diskussion im FOMC wiedergeben (ohne Namensnennungen) als auch das Abstimmungsverhalten der einzelnen Mitglieder offen legen. Die Protokolle werden allerdings erst einige Tage nach der jeweils nächsten Sitzung, das heißt mit einer zeitlichen Verzögerung von sechs bis acht Wochen, veröffentlicht. Umstritten ist ferner, ob die Offenlegung von Meinungsunterschieden im Gremium die Transparenz geldpolitischer Entscheidungen erhöht. Dafür spricht, dass sie den Märkten einen Eindruck über die Unsicherheit und Risiken der Lageeinschätzung vermittelt. Andererseits besteht die Gefahr, dass die Aufmerksamkeit dadurch zu sehr auf die Haltung einzelner Personen und weniger auf die Gesamteinschätzung des Gremiums gelenkt wird.

*Bank of Japan*

Die Bank of Japan veröffentlicht seit 1998 ebenfalls Sitzungsprotokolle, wobei die zeitliche Verzögerung der Publikation circa einen Monat beträgt. Ein zeitnäheres Kommunikationsmittel sind die Monatsberichte, die im Anschluss an die erste monatliche Sitzung des Politikrats erscheinen und die durch eine Stellungnahme des Rats zu den neuesten ökonomischen und finanziellen Entwicklungen eingeleitet werden. Ferner findet einmal im Monat – jeweils zwei Tage nach der ersten monatlichen Sitzung des Policy Board – eine Pressekonferenz statt, auf der der Gouverneur die aktuelle Politik erläutert.

*Bank of  
England*

Im Zentrum der Informationspolitik der Bank of England stehen die vierteljährlichen Inflationsberichte, die sowohl eine ausführliche

Analyse der monetären und realwirtschaftlichen Entwicklung enthalten als auch die Inflations- und Wachstumsprognosen des Monetary Policy Committee. Informationen über die Hintergründe der geldpolitischen Entscheidungen erhält die Öffentlichkeit ferner durch die Veröffentlichung der Sitzungsprotokolle, die zwei Wochen nach der jeweiligen Sitzung publiziert werden.

Der Präsident der Europäischen Zentralbank präsentiert den Jahresbericht der EZB vor dem Ecofin-Rat und dem Europäischen Parlament; dem Wirtschafts- und Währungsausschuss des Europäischen Parlaments steht er viermal im Jahr für Anhörungen zur Verfügung. An die breite Öffentlichkeit richtet sich die EZB mit ihren Monatsberichten, in denen sie die wirtschaftliche Entwicklung im Euro-Währungsgebiet analysiert und die Hintergründe der geldpolitischen Entscheidungen darstellt. Einen hohen Stellenwert haben ferner die Pressekonferenzen, die regelmäßig direkt im Anschluss an die erste monatliche EZB-Ratsitzung stattfinden. Auf diesen Pressekonferenzen erläutert der EZB-Präsident die monetäre und gesamtwirtschaftliche Lage sowie – gegebenenfalls – die geldpolitischen Beschlüsse und steht danach den Journalisten für Fragen zur Verfügung. Gegen eine Veröffentlichung der Sitzungsprotokolle hat sich der EZB-Rat vor allem mit Blick auf die Besonderheiten des Eurosystems als supranationale Institution entschieden. Dabei stand angesichts des europäischen Auftrags des Gremiums das Bestreben im Vordergrund, einer möglichen Renationalisierung der Geldpolitik durch eine Veröffentlichung des Abstimmungsverhaltens einzelner Mitglieder vorzu-

*Eurosystem*

beugen und die kollektive Verantwortung des EZB-Rats zu stärken.

## Ausblick

*Bemühen  
um hohe  
Transparenz  
bei der Bank  
of England  
und dem  
Eurosistem*

Ziel der vorangegangenen Untersuchung war es, einen Überblick über mögliche Ansatzpunkte und Mittel zur Schaffung von Transparenz in der Geldpolitik zu geben. Alle hier betrachteten Notenbanken haben in den letzten Jahren den Versuch unternommen, ihre Einschätzung der Lage sowie die Hintergründe der geldpolitischen Entscheidungen regelmäßig und umfassend zu kommunizieren. In besonderem Maß gilt dies für die Bank of England und die Europäische Zentralbank, bei denen jeweils das Bestreben im Vordergrund stand, nach einem geldpolitischen Regimewechsel möglichst rasch Glaubwürdigkeit zu gewinnen.

*Hohe  
Anforderungen  
an Kommunika-  
tionspolitik  
durch komplexe  
Strategien*

Dennoch mussten sich beide Notenbanken in den vergangenen Monaten mit dem Vorwurf mangelnder Transparenz auseinandersetzen. So wurde der Bank of England vorgeworfen,

dass die Glaubwürdigkeit und Transparenz ihrer Inflationsprognosen als Folge ihrer Entlassung in die Unabhängigkeit abgenommen habe.<sup>17)</sup> Dagegen entzündete sich die Kritik am Eurosistem – neben der Nichtveröffentlichung der Sitzungsprotokolle – vor allem an der gewählten geldpolitischen Strategie. Diese Kritik kam zwar insoweit nicht überraschend, als mit der Entscheidung zu Gunsten der Zwei-Säulen-Strategie Neuland betreten wurde. Andererseits blieben die Anhänger der beiden Alternativvorschläge – Geldmengensteuerung oder Inflation Targeting – bislang den Nachweis schuldig, dass eine eindimensionale Strategie nicht nur transparenter, sondern im Hinblick auf das Endziel der Preisstabilität auch Erfolg versprechender wäre. Angesichts des Regimewechsels und der damit verbundenen Unsicherheit erscheint vielmehr die Zwei-Säulen-Strategie den beiden Alternativen derzeit unverändert überlegen. Ihre Komplexität stellt allerdings hohe Anforderungen an die Informationspolitik des Eurosystems.

---

<sup>17</sup> Siehe: Martijn, J. K. u. H. Samiei (1999): Central Bank Independence and the Conduct of Monetary Policy in the United Kingdom, IMF Working Paper 99/170.