

# Stabile Erwartungen, stabiles Geld

Vom Wert der Zentralbank-Kommunikation / Von Michael Woodford

Ohne Vertrauen gibt es kein stabiles Geld. Notenbanken müssen die Bürger davon überzeugen, dass die Inflationsrate im Schnitt dauerhaft niedrig bleibt. Andernfalls können schon kurzfristige Schwankungen des Preisniveaus Anlass zur Sorge geben und dazu führen, dass die Marktteilnehmer ihr Verhalten zum Schaden von Wachstum und Wohlstand ändern. Auf welchem Weg kann eine Zentralbank am besten das notwendige Vertrauen aufbauen? Für den amerikanischen Wirtschaftswissenschaftler Michael Woodford spielt die Kommunikation die entscheidende Rolle. Gute Geldpolitik verzichtet auf Geheimniskrämerei. Sie legt genau definierte Inflationsziele fest. Sie klärt die Bürger mündlich oder schriftlich regelmäßig über die geplanten Schritte zum Ziel auf, und sie erläutert mögliche Abweichungen von den Projektionen. (hig.)

In den vergangenen zwei Jahrzehnten hat sich in der Geldpolitik eine bemerkenswerte Veränderung ergeben: Weltweit sprechen die Zentralbanken mit einer größeren Offenheit über getroffene und geplante geldpolitische Entscheidungen. Der Titel von William Greiders Bestseller über die amerikanische Zentralbank Federal Reserve (Fed) von 1987 lautete „Secrets of the Temple“. Er verweist auf den Hauch von Mysterium, der diese Institution noch vor 20 Jahren umgab. Dieser geheimnisvolle Nimbus wurde von den Zentralbankern auch sorgfältig gepflegt.

Anders als damals werden geldpolitische Entscheidungen heute in der Regel in Pressemitteilungen bekanntgegeben und erklärt, sobald sie getroffen worden sind. Der Präsident der Europäischen Zentralbank hält hierfür sogar Pressekonferenzen ab. Eine Reihe von Zentralbanken wie die Bank von England und die Schwedische Reichsbank veröffentlichen mehrmals im Jahr Inflationsberichte, in denen sie detaillierte Einblicke in die Überlegungen gewähren, die zu ihren geldpolitischen Entscheidungen geführt haben. Darüber hinaus geben einige Notenbanken, wie etwa die amerikanische und die Europäische Zentralbank, in ihren offiziellen Erklärungen oft ziemlich direkte Andeutungen über künftige Zinsentscheidungen. Mitunter werden sogar quantitative Projektionen über den wahrscheinlichen Zinsverlauf veröffentlicht, die oft Jahre in die Zukunft reichen. Dieser Trend zu mehr Transparenz und aktiver Kommunikation über geldpolitische Entscheidungen und Planungen ist Ausdruck einer fundamentalen Verhaltensänderung mit bedeutenden Auswirkungen auf den Erfolg der Geldpolitik in der Stabilisierung der wirtschaftlichen Entwicklung.

## Warum die Kommunikation so wichtig ist

Warum die Kommunikationsstrategie für eine effektive Geldpolitik so wichtig ist, ergibt sich aus einem grundlegenden Merkmal einer Zentralbank. Ihr Verhalten leicht nicht dem Lenken eines Öltankers oder eines Raumschiffes; denn die Steuerung derartiger Fahrzeuge hängt zwar auch von sich ständig ändernden Faktoren ab, aber nicht von den Erwartungen dieser Transportmittel an die eingeschlagene Richtung. Dies ist aber bei einer Notenbank der Fall. Und da die meisten Entscheidungsträger einer Wirtschaft in die Zukunft schauen und Entwicklungen vorwegzunehmen versuchen, beeinflussen Zentralbanken die Wirtschaft ebenso sehr durch ihre Wirkung auf die Erwartungen wie durch direkte Effekte ihres Handelns auf dem Geldmarkt.

In den Industrienationen bedienen sich nur noch wenige Zentralbanken der Kreditkontrolle oder anderer Ansätze, um den Liquiditätsfluss zwischen den Finanzmärkten und ihren Institutionen direkt zu regulieren. Stattdessen sind die Zentralbanken – auch die Europäische Zentralbank – dazu übergegangen, insbesondere das Zinsniveau auf dem Geldmarkt zu kontrollieren. Die aktuelle Höhe der Tagesgeldzinsen als solche ist dabei jedoch von geringer Bedeutung für wirtschaftliche Entscheidungsprozesse. Wichtiger ist der erwartete Verlauf des Zinssatzes über die kommenden Monate und Jahre, da von diesem andere Finanzmarktpreise, wie der langfristige Zinssatz, die Aktien- und auch die Wechselkurse abhängen. Darüber hinaus hat der erwartete Verlauf der Realzinsen für wirtschaftliche Entscheidungen eine hohe Bedeutung und nicht der der Nominalzinsen, auf die die Zentralbank direkt einwirkt. Die Realzinsen hängen sowohl von Annahmen über den Verlauf der Nominalzinsen als auch von den Inflationserwartungen ab. Die Inflationserwartungen wiederum werden stark von den Erwartungen der Öffentlichkeit bezüglich der Geldpolitik beeinflusst.



Berechenbar und transparent: Der Präsident der Europäischen Zentralbank, Jean-Claude Trichet, erläutert regelmäßig die Zinsentscheidungen.

Foto AP

Folglich hängen die wirtschaftlichen Auswirkungen der Zentralbankentscheidungen wesentlich davon ab, welches künftige zinspolitische Verhalten der Zentralbank die Öffentlichkeit erwartet. Jede Änderung des aktuellen Zinsniveaus ist vor allem deshalb von Bedeutung, weil sie Hinweise zum wahrscheinlichen künftigen geldpolitischen Kurs gibt. Zentralbanken sollten daher sorgfältig bedenken, wie ihr Handeln die Erwartung über die weitere Geldpolitik beeinflusst. Zentralbanken sind zudem gut beraten, wenn sie andere Kommunikationskanäle entwickeln, mit deren Hilfe sie die Erwartungen steuern und vielleicht sogar nuancenhaft beeinflussen können.

## Inflationserwartungen verankern

Zahlreiche Forschungsarbeiten lassen den Schluss zu: Auch wenn kurzfristige Schwankungen der Inflationsrate in gewissen Maßen unumgänglich oder sogar wünschenswert sind, muss die Bevölkerung darauf vertrauen können, dass die durchschnittliche Inflationsrate mittelfristig niedrig ist und dass diese mit einer gewissen Präzision vorausgesagt werden kann. Ein Grund liegt darin, dass eine erwartete Inflation dazu führt, dass die Bürger ihre Bargeldhaltung – wohlwollend – zu minimieren suchen. Darüber hinaus bremst die Unsicherheit über den realen Wert künftiger nominaler Zahlungen den Abschluss entsprechender Verträge. Das verringert die Effizienz der Finanzintermediation. Gleichzeitig hängt auch eine effektive Stabilisierung der Realwirtschaft von stabilen Inflationserwartungen ab: Denn wenn die Inflationserwartungen fest auf niedrigem Niveau verankert sind, lassen sich Wachstum und Beschäftigung kurzfristig fördern, indem die Geldpolitik eine höhere Rate der Teuerung zulässt. Schwanken die Inflationserwartungen hingegen mit den kurzfristigen Ausschlägen der Inflationsrate, so lassen sich keine positiven Beschäftigungseffekte erzielen.

Dass es wichtig ist, das Vertrauen in die Stabilität einer Währung zu erhalten, haben Zentralbanker schon vor langer Zeit erkannt. Allerdings beruhte das traditionelle Verständnis darüber, wie diese Stabilität zu erreichen sei, auf der Vorstellung von der Konvertierbarkeit einer Währung mit einem realen Gut, wie zum Beispiel Gold. Seit dem Kollaps des Festkurs-Systems von Bretton Woods in den frühen siebziger Jahren steht diese Möglichkeit, die Erwartungen über die zukünftige Kaufkraft des Geldes zu verankern, nicht mehr zur Verfügung. Stattdessen mussten die Zentralbanker neue Mittel und Wege finden, um das Vertrauen in die künftige Kaufkraft einer nicht (in Gold) umwandelbaren Währung zu erhalten. Diese neuen Methoden stützen sich allein auf die öffentliche Meinung über die Art und Weise, wie die geldpolitischen Instrumente zukünftig eingesetzt werden.

Die gegenwärtig populärste Herangehensweise an dieses Problem ist die Festlegung und Veröffentlichung eines quan-

titativen Inflationszieles oder – wie im Fall der Europäischen Zentralbank – eine quantitative Definition der Preisstabilität. Die Festschreibung genauer geldpolitischer Ziele hat sich als äußerst sinnvoll erwiesen. Doch reicht die bloße Veröffentlichung eines Ziels noch nicht aus, um Erwartungen steuern zu können. Vielmehr muss die Öffentlichkeit auch nachvollziehen können, dass die geldpolitischen Entscheidungen in einer Art und Weise umgesetzt werden, die das Erreichen der Ziele erwarten lässt – zumindest für einen angemessenen langen Zeithorizont. An dieser Stelle kann die Kommunikation mit der Öffentlichkeit über die geldpolitischen Entscheidungen einen herausragenden Beitrag leisten.

Man könnte annehmen, dass es für eine Zentralbank ausreichend ist, sich zuverlässig zu verhalten, ohne notwendigerweise darüber zu sprechen, was sie tut. Wenn man die Marktteilnehmer aber dazu zwingt, die Verhaltensmuster der Zentralbanken anhand von Beobachtungen zu erraten, wird dies die Erwartungen wahrscheinlich nicht so verlässlich stabilisieren wie überzeugende Erklärungen der Zentralbanken selbst zu ihrem Verhalten. Ein Beispiel: Wenn die Öffentlichkeit die angestrebte durchschnittliche Inflationsrate nur anhand der beobachtbaren Zahlen ableiten kann, dann löst jeder zwischenzeitliche Inflationsanstieg Befürchtungen aus, dass die angestrebte Inflationsrate in Wirklichkeit höher ist als ursprünglich erwartet.

Dies wäre exakt die Art von Instabilität der Markteinschätzungen, die die Möglichkeit untergräbt, Geldpolitik zur Stabilisierung der Wirtschaft zu betreiben. Im Idealfall können im Interesse einer größeren wirtschaftlichen Beständig-

keit vorübergehende Inflationsschwankungen erlaubt werden, ohne dass dadurch das Vertrauen in die mittelfristige Inflationsrate schwindet. Dies lässt sich aber nur dann erreichen, wenn eine Zentralbank öffentlich begründet, warum sie vorübergehende Schwankungen in der Inflationsrate akzeptiert. Nur so können Zentralbanken das Vertrauen aufrechterhalten, dass sie sich für die Realwirtschaft einsetzen, ohne dabei gleich die Einhaltung ihrer mittelfristigen Inflationsziele aufs Spiel zu setzen.

Effektive Geldpolitik muss nicht nur dafür sorgen, dass Erwartungen bei vorübergehenden Turbulenzen relativ konstant bleiben: es ist auch wichtig, dass sich Erwartungen mit veränderten Umständen angemessen wandeln. Wie erwähnt, beeinflusst eine Zentralbank die gesamtwirtschaftlichen Ausgaben eher durch ihr Einwirken auf die Erwartungen an die künftige Entwicklung der Zinsen als allein durch die gegenwärtige Höhe der Zinsen. Eine effektive Stabilisierung erfordert, dass sich die Erwartungen über den Zinspfad zusammen mit den wirtschaftlichen Bedingungen so ändern, wie es die Zentralbank beabsichtigt. Auch hier reicht es nicht, sich darauf zu verlassen, dass die Öffentlichkeit die Verhaltensmuster der Zentralbank erkennt. Vielmehr kann die Kommunikation über die wahrscheinliche künftige Zinspolitik in diesem Fall essenziell sein.

## Ein gutes Beispiel liefert die amerikanische Notenbank

Ein gutes Beispiel lieferte die amerikanische Notenbank im Sommer 2003. Bis Juni war der Tageszinssatz auf ein Prozent herabgesetzt worden. Die Zentralbank

hatte damit nur noch wenig Spielraum für weitere Zinssenkungen. Da die Inflation gleichzeitig ungewöhnlich niedrig war, fürchteten einige Marktteilnehmer, die Vereinigten Staaten könnten wie Japan in eine Deflation abrutschen. Gleichzeitig spekulierten viele Händler darauf, die Fed werde angesichts spürbarer Anzeichen einer wirtschaftlichen Erholung bald mit Zinserhöhungen beginnen. Diese Erwartung spiegelte sich in einem deutlichen Zinsanstieg der Anleihen mit langer Laufzeit wider. Die Fed sah dies jedoch anders: Sie befürchtete, ein verfrühter Zinsschritt würde die Erholung im Keim ersticken und die befürchtete Deflationsspirale in Gang setzen.

Die Notenbank ging daher zu einer direkten Kommunikation über ihre geldpolitischen Absichten über. Auf ihrer August-Sitzung beschloss sie, die aktuellen Zinsziele unverändert zu lassen und in der anschließenden Erklärung einen deutlichen Hinweis darauf zu geben, dass das niedrige Zinsniveau noch „für einige Zeit“ fortbestehen werde. Ein ähnlicher Wortlaut fand sich auch in den Verlautbarungen der folgenden Monate. Der Effekt: Die langfristigen Zinsen sanken wieder. Die Erholung gewann an Schwung. Als die Deflationsängste verfliegen waren und es geboten schien, zu einem normaleren Zinsniveau zurückzukehren, war es möglich, die Zinsen ohne beträchtliche Störungen auf dem langfristigen Anleihenmarkt zu erhöhen.

Um die Erwartungen der Marktteilnehmer durch Kommunikation zu steuern, reicht es nicht aus, wenn eine Zentralbank lediglich mitteilt, was sie tut und gern über ihre Überlegungen Auskunft gibt. Die Erklärungen einer Zentralbank werden die Erwartungen nur kurzzeitig oder überhaupt nicht beeinflussen, wenn sie nicht den Schlüssel zu ihren tatsächlichen Handlungen enthalten. Eine Zentralbank kann nicht offenlegen, welche Politik sie künftig verfolgen will, wenn sie keinen Aktionsplan formuliert hat. Ebenso wenig ermöglicht sie durch das Erläutern ihrer zurückliegenden Entscheidungen Vorhersagen für künftige Handlungen, wenn diese Entscheidungen nicht aus einem strukturierten Prozess heraus entwickelt wurden. Folglich setzt eine erfolgreiche Kommunikation Transparenz und einen klar strukturierten Ansatz der Entscheidungsfindung voraus.

Dies ist ein Hauptgrund dafür, dass quantitative Modelle in den geldpolitischen Debatten der Zentralbanken in aller Welt eine immer größere Rolle spielen. Am konsequentesten wird dies von den Notenbanken in Großbritannien, Schweden, Norwegen und Neuseeland umgesetzt. Sie steuern die Erwartungen über die Bekanntgabe von Inflationsprognosen (Inflation-Forecast Targeting). Dieser Ansatz stellt der Geldpolitik einen Entscheidungsrahmen zur Verfügung, in dem die Zentralbank auf jeder Sitzung des Zentralbankrates ihre Handlungen so festzulegen sucht, dass die prognostizierte Wirtschaftsentwicklung in den kommenden Jahren mit der angestrebten Zielgröße übereinstimmt.

Diskussionen über die wirtschaftlichen Projektionen unter verschiedenen Annahmen kommt deshalb bei allen politischen

Beratungen eine zentrale Rolle zu. Auch in den öffentlichen Erläuterungen der Entscheidungen einer Notenbank sollten diese Projektionen einen hohen Stellenwert genießen. Zentralbanken, die das Inflation-Forecast Targeting betreiben, veröffentlichen in der Regel drei- bis viermal im Jahr Inflationsberichte. In diesen wägen sie detailliert die aktuellsten Projektionen ab und rechtfertigen ihre jüngsten Zinsentscheidungen.

Ein wesentlicher Punkt des Zielkriteriums all dieser Zentralbanken ist die Bedingung, dass ein bestimmtes Inflationsmaß so vorhergesagt wird, dass es mit einem festgelegten mittelfristigen Zielwert konvergiert – und zwar über einen festgelegten Zeitraum (gewöhnlich zwei bis drei Jahre). Weil die Projektion der voraussichtlichen Inflation hier so stark betont wird, heißt dieser Ansatz Inflation-Forecast Targeting. Doch auch dieses Vorgehen allein reicht nicht aus, um die angemessenen zinspolitischen Schritte zu bestimmen. Denn es sind verschiedene Wege möglich, die Zentralbanken beim Vorhersagen der Inflation beschreiben können, um das gewünschte Inflationsziel in zwei oder drei Jahren zu erreichen. Jeder dieser Wege kann von einer Zentralbank unterschiedliche kurzfristige Maßnahmen erfordern. Und selbstverständlich entscheidet eine Zentralbank bei einer Sitzung immer nur über die unmittelbar anstehenden Aktionen, zum Beispiel die Zielhöhe für den Zinssatz im kommenden Monat.

Als Konsequenz muss ein vollständig festgelegtes Zielkriterium auch erklären, was den einen oder anderen eher kurzfristigen Übergangspfad akzeptabel erscheinen lässt. Die norwegische Notenbank hat in diesem Punkt bisher die deutlichsten Worte gefunden. Jede Ausgabe ihres Inflationsberichts enthält einen Abschnitt, in dem die verschiedenen Kriterien aufgelistet sind, die akzeptable Vorhersagen erfüllen sollen.

Dieser Ansatz hat wichtige Vorteile, wenn es darum geht, die Erwartungen des privaten Sektors zu bilden. Gibt es eine Festlegung auf die regelmäßige Veröffentlichung einer detaillierten Analyse, die zeigt, dass die geldpolitischen Handlungen mit einem übergeordneten Entscheidungsrahmen übereinstimmen, so führt dies der Öffentlichkeit vor Augen: Sie kann darauf vertrauen, dass die Zentralbank ihre Politik auf relativ vorhersehbare Art und Weise betreibt.

## Ein regelbasierter politischer Ansatz hat sich bewährt

Zentralbanken sind daran interessiert, dass die Öffentlichkeit ihre Schlüsse teilt. So lässt sich zum Beispiel sicherstellen, dass die mittelfristigen Inflationserwartungen verankert bleiben, indem die erwartete Inflationsentwicklung ständig im Licht der jüngsten Entwicklungen diskutiert wird. Die Erwartungen werden auch dadurch stabilisiert, dass eine Zentralbank erklärt, warum ihre Politik konsistent ist mit der Heranführung der Inflationsrate an ihre mittelfristige Zielrate innerhalb eines ziemlich genau festgelegten Zeithorizonts – obwohl vielleicht neueste Daten als beunruhigend interpretiert werden könnten.

Zugleich ermöglicht eine solche Herangehensweise, dass eine Zentralbank ihre Absichten deutlich und die Folgen ihrer Politik vorhersehbar machen kann, ohne sich an einen zu starren Rahmen zu binden, der Entscheidungen lediglich auf der Basis von wenigen, vorher ausgewählten Statistiken erlauben würde. Das Zielkriterium, das heißt die Größe, die man bei den Vorhersagen im Auge behalten muss, um die Strategie zu beurteilen, sollte im Voraus bestimmbar sein und während der Laufzeit konsistent bleiben. Die Informationen aber, aus denen eine Zentralbank ihre Vorhersagen konstruiert, dürfen aus vielen verschiedenen Quellen kommen, die nicht im Voraus feststehen müssen. Die relevanten Informationsquellen verändern sich im Laufe der Zeit mit den Umständen: Auch nicht quantitativ erhobene Daten – also subjektive Urteile – können dazugehören, solange sich die notwendigen Anpassungen der Projektionen quantifizieren lassen. Bei einem solchen Vorgehen ist ein hohes Maß an Disziplin erforderlich. Denn schließlich muss eine Zentralbank die Überlegungen hinter ihrer Politik bis ins Detail öffentlich verteidigen. Hinzu kommt, dass schließlich ohnehin jeder beurteilen kann, wie akkurat eine Zentralbank ihre Vorhersagen angefertigt hat, sobald die Ergebnisse sichtbar werden.

Folglich kann Glaubwürdigkeit hergestellt werden, ohne dass sich Zentralbanken auf einen starren Entscheidungsrahmen festlegen müssen, der es verbietet, unerwartete Entwicklungen zu berücksichtigen. Der Schlüssel zum Erfolg liegt in der Festlegung auf häufige und detaillierte Kommunikation. Dies bedingt aber auch ein Bekenntnis zu einer klaren politischen Strategie; sie schafft die nötige Basis für Klarheit in der Kommunikation. Die Forschung kann dazu beitragen, unser Verständnis von den Eigenschaften wünschenswerter politischer Selbstverpflichtungen zu verbessern. Hierzu sind noch weitere Untersuchungen notwendig.

Die Erfahrungen von Zentralbanken in aller Welt im vergangenen Jahrzehnt haben gezeigt, dass sich ein regelbasierter politischer Ansatz in der Praxis bewährt und dass dieser sich in Form einer verbesserten Stabilisierung sowohl der Inflation als auch der Realwirtschaft auszahlt.

## Der Autor



Michael Woodford

Der Amerikaner Michael Woodford zählt gewiss zu den einflussreichsten Ökonomen dieser Zeit. Seine wissenschaftlichen Arbeiten zur Geldpolitik haben nicht nur die Forschung ein erhebliches Stück vorangebracht, sie haben vor allem auch Eingang in die Praxis vieler Notenbanken gefunden. Währungshüter machen sich Woodfords Einsichten in ihren komplizierten ökonomischen Modellen zunutze, aus denen sie ihre Prognosen für die Inflationsentwicklung unter verschiedenen Zinsszenarien ableiten. Der Ökonom, der am kommenden Donnerstag in Frankfurt den mit 50 000 Euro dotierten „Deutsche Bank Prize in Financial Economics“ entgegennimmt, wirbt leidenschaftlich für das geldpolitische Konzept eines direkten Inflationsziels: Eine Notenbank soll eine höchstens zulässige Inflationsrate vorgeben und die Zinsen dann verändern, wenn ihre eigen-

ne Inflationsprognose von diesem Zielwert abweicht. Davon verspricht Woodford sich Glaubwürdigkeit und Transparenz, die letztlich dazu beitragen, die Inflation tatsächlich im Zaum zu halten. Mit der Europäischen Zentralbank, die der Entwicklung der Geldmenge in der Beurteilung der Inflationsaussichten einen hohen Stellenwert gibt, geht der Ökonom hart ins Gericht. Er hält nichts von den monetaristischen Empfehlungen eines Milton Friedman, sondern zählt zur Gruppe der „Neo-Keynesianer“, die den Preismechanismus für „klebrig“ halten und darin die Möglichkeit für die Geldpolitik sehen, neben der Inflation kurzfristig auch das Wachstum zu beeinflussen. Woodford, der 1955 in Chicopee, Massachusetts, geboren wurde, lehrt und forscht seit drei Jahren wieder an der angesehenen Columbia University in New York, wo er schon in den achtziger Jahren nach der erfolgreichen Promotion am Massachusetts Institute of Technology seine erste Anstellung als Professor gefunden hatte. Dazwischen lagen Stationen in Chicago und Princeton. In Yale hat der Ökonom überdies einen Abschluss in Jura erworben. (ctg.)