

## IV. Geldpolitik in den fortgeschrittenen Industrieländern

### Schwerpunkte

Bei einem gedämpften Inflationsdruck im Berichtszeitraum wurden die Leitzinsen in den wichtigsten Volkswirtschaften auf sehr niedrigem Niveau gehalten, um die Konjunkturerholung zu unterstützen. Zur Abwendung etwaiger unerwünschter disinflationärer Entwicklungen hielt die Federal Reserve die kurzfristigen Zinssätze zu Beginn des Berichtszeitraums auf dem tiefsten Stand seit 46 Jahren und signalisierte den Märkten ihre Absicht, sie für beträchtliche Zeit auf diesem Niveau zu belassen. Nachdem die Erholung in den USA an Fahrt zu gewinnen schien, wandte sich die Aufmerksamkeit der Märkte zusehends der Frage zu, welche Strategie die Federal Reserve verfolgen würde, um ihre Geldpolitik wieder auf neutraleren Kurs zu bringen. Auch im Euro-Raum wurde eine akkommodierende Politik verfolgt, obwohl die EZB die Unterstützung der zögerlichen Konjunkturerholung gegen ihre Bedenken wegen der Inflation, die sich an der Obergrenze ihres Preisstabilitätsbands bewegte, abzuwägen hatte. Die deutliche Aufwertung des Euro und regionale Unterschiede in der Wirtschaftsentwicklung stellten die Geldpolitik vor zusätzliche Herausforderungen. Die Bank of Japan behielt ihren Nullzinssatz und ihre Politik der quantitativen Lockerung bei. Nachdem sich der Deflationsdruck in Japan abgeschwächt hat, sind nun Fortschritte bei der Rückkehr zu einem konventionelleren geldpolitischen Ansatz notwendig. Dabei könnten sich ungewöhnliche Herausforderungen ergeben.

Im Gegensatz dazu waren die Anliegen der Geldpolitik in den kleineren Industrieländern unterschiedlicher. Einige Zentralbanken senkten die Leitzinsen, um das Wachstum zu unterstützen, während andere sie aufgrund des Drucks der Inlandsnachfrage und in manchen Fällen auch aufgrund von Risiken im Zusammenhang mit sich aufbauenden finanziellen Ungleichgewichten erhöhten.

Der hintere Teil dieses Kapitels beschäftigt sich mit zwei Themen, die im Berichtszeitraum zunehmend Beachtung fanden. Eine wichtige Frage ist, ob der derzeitige stark akkommodierende geldpolitische Kurs der wichtigsten Zentralbanken – obwohl er sich auf die weltweite konjunkturelle Erholung eindeutig positiv ausgewirkt hat – nicht längerfristige Risiken verursachen könnte. Das andere große Thema ist die Kommunikation der Zentralbank mit der Öffentlichkeit. Zum Abschluss wird auf Fortschritte bei der Verbesserung der Kommunikationsstrategien und zukünftige Herausforderungen eingegangen.

### Entwicklungen im Einzelnen

#### *USA*

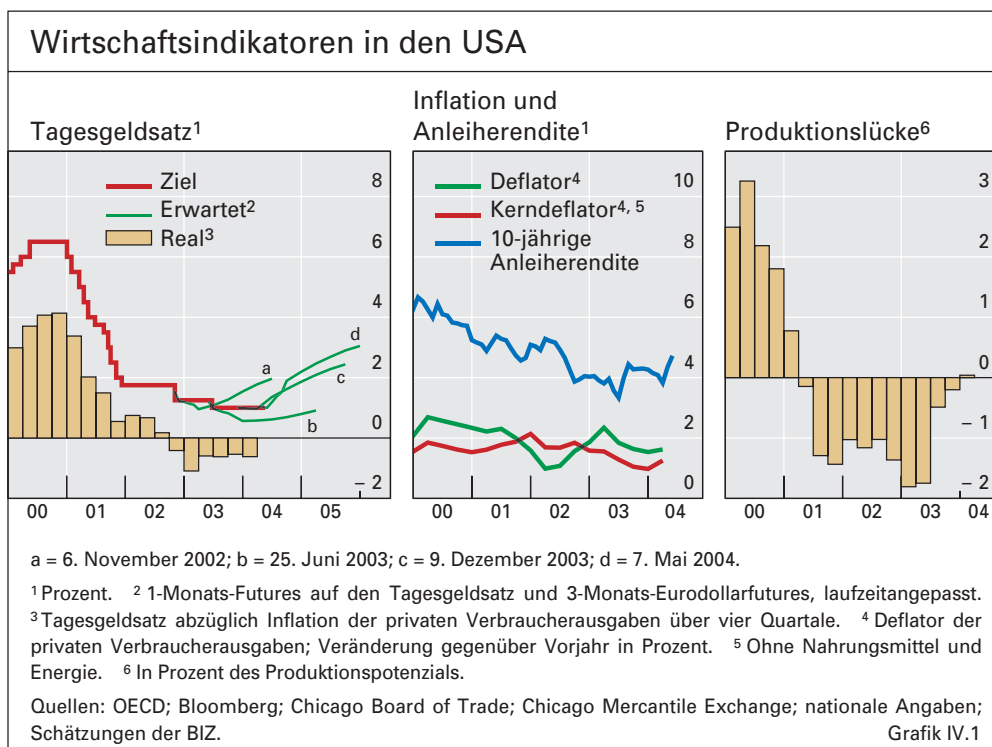
Die Federal Reserve behielt im Berichtszeitraum ihren sehr akkommodierenden geldpolitischen Kurs mit einem unveränderten Tagesgeldzielsatz von

US-Geldpolitik sehr akkommodierend

1% bei. Das wirtschaftliche Umfeld war durch eine erhebliche, sich aber schnell abbauende Unterauslastung der Kapazitäten und niedrige Inflationsraten gekennzeichnet. Nachdem die Federal Reserve klar ihre Absicht bekannt gegeben hatte, den Tagesgeldsatz während eines beträchtlichen Zeitraums niedrig zu halten, blieb der reale Ex-post-Tagesgeldsatz negativ (Grafik IV.1). Da er weit unter seinem langfristig neutralen Niveau lag und sich der Abstand durch die jüngste Entwicklung der Produktivität zusätzlich vergrößerte, machte die Federal Reserve deutlich, dass sich der Leitzins irgendwann wieder auf einen neutraleren Wert zubewegen müsste. Eine ständige Frage für die Federal Reserve im Berichtszeitraum war, ob dieser niedrige Leitzinssatz den wirtschaftlichen Bedingungen immer noch angemessen war oder ob es Zeit war, mit der Straffung zu beginnen.

Erheblichen Einfluss auf die geldpolitischen Überlegungen zu Beginn des Berichtszeitraums hatte die Gefahr, dass die Inflation in eine unerwünschte Deflation umschlagen könnte. Dahinter standen im Wesentlichen die derzeitigen niedrigen Inflationsraten zusammen mit den immer noch spürbaren Nachwirkungen der abrupten Korrekturen der in den neunziger Jahren entstandenen Ungleichgewichte im Finanzsektor und in der Realwirtschaft. Eine Rolle spielten aber auch günstige Entwicklungen auf der Angebotsseite, denn insbesondere hohe Produktivitätszuwächse bremsten den Abbau der Kapazitätsüberschüsse. Die Federal Reserve gab ihre Absicht bekannt, mit ihrer Geldpolitik aggressiv gegen eine mögliche Deflation vorzugehen. Gleichzeitig versicherte sie der Öffentlichkeit – über die Sitzungsprotokolle ihres Offenmarktausschusses (FOMC), Reden von Vertretern der Federal Reserve und veröffentlichte Forschungsarbeiten –, dass sie über eine breite Palette an Instrumenten verfüge, um mit dieser Bedrohung fertig zu werden, selbst wenn die Nominalzinsen die Nullzinsgrenze erreichen sollten.

Deflationsrisiken zu Beginn des Berichtszeitraums



Mit diesem Ansatz, den kurzfristigen Leitzins niedrig zu halten und dies durch eine entsprechende Kommunikationsstrategie zu ergänzen, gelang es auch, die Inflationserwartungen oberhalb einer Deflation zu verankern und die langfristigen Zinsen unter Kontrolle zu halten. Damit wurde ein für das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage förderliches wirtschaftliches Umfeld begünstigt. Der FOMC räumte jedoch ein, dass die Gefahr von Wachstumsungleichgewichten in zinsreagiblen Sektoren und von unerwünschten Entwicklungen der Preise von Vermögenswerten gegeben sei, wenn das Niedrigzinsumfeld zu lange bestehen bliebe. Im Betrachtungszeitraum wurden diese Risiken als hinnehmbar beurteilt.

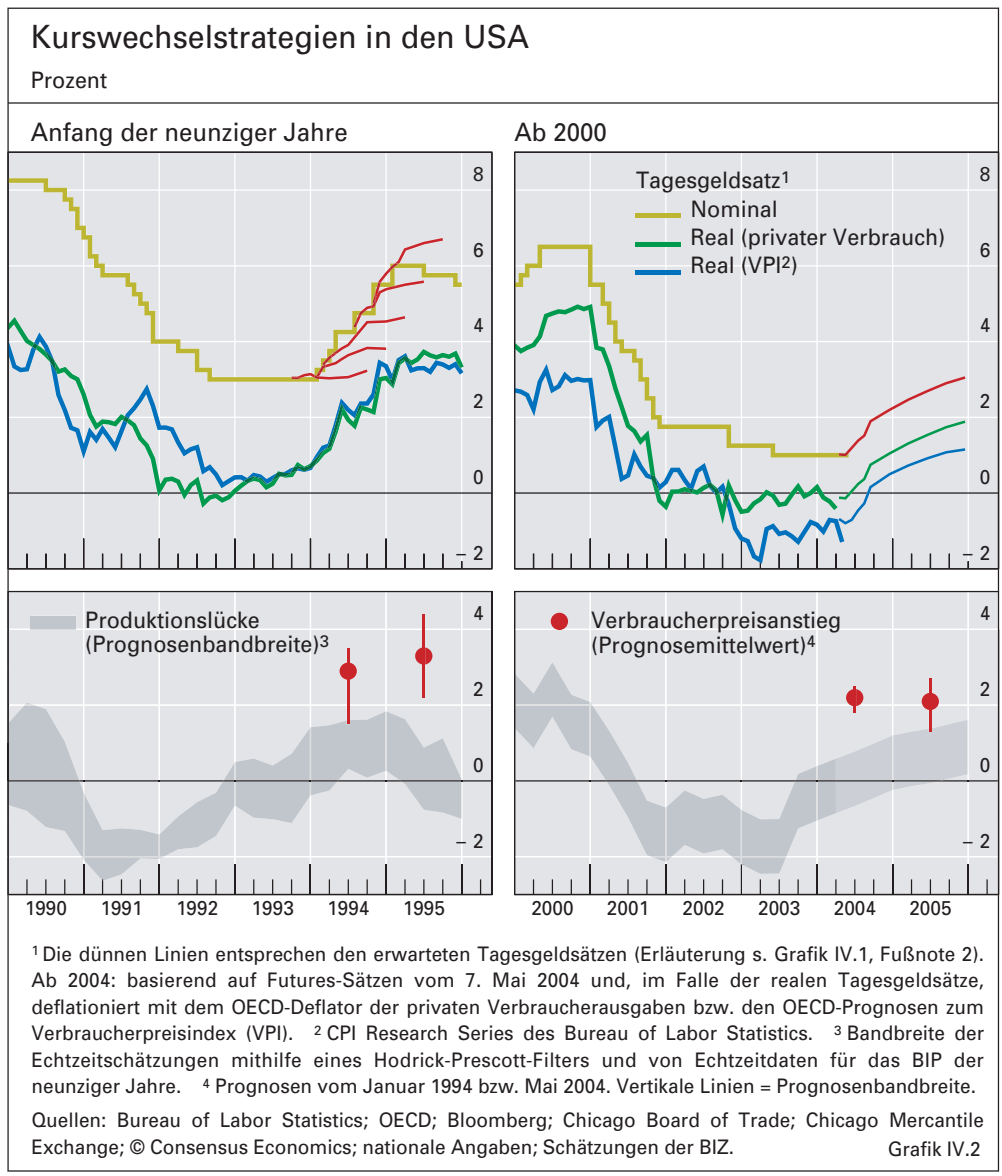
Geldpolitische  
Mitteilungen  
stärkten niedrige  
Zinserwartungen

Mit der Kommunikationsstrategie der Federal Reserve konnte zwar die Gefahr einer potenziellen Deflation insgesamt erfolgreich abgewendet werden, doch es gab auch einige Herausforderungen. Anfang 2003 z.B. legten die Marktteilnehmer Äußerungen von Vertretern der Federal Reserve dahingehend aus, dass sogar weitere Leitzinssenkungen möglich wären. Dies führte gegen Ende des Frühjahrs zu einem Rückgang der langfristigen Anleiherenditen. Vor diesem Hintergrund war die Senkung des Leitzinssatzes um 25 Basispunkte im Juni 2003 für die Märkte eine Enttäuschung und trug zu einer beträchtlichen Aufwärtskorrektur der gesamten Zinsstruktur bei. Dieses Ereignis machte – innerhalb und außerhalb der Federal Reserve – deutlich, dass die Zentralbank Mittel und Wege finden musste, um ihre geldpolitischen Absichten noch klarer zu vermitteln.

Mit zunehmender  
Konjunkturerholung  
Rückkehr zu  
neutraler  
Geldpolitik im  
Mittelpunkt

Als die konjunkturelle Erholung an Dynamik gewann, reduzierte sich die Gefahr einer Deflation von selbst. In diesem Umfeld verlagerte sich die Aufmerksamkeit zum Risiko eines Anstiegs der Inflation auf kurze Sicht, bedingt durch die Abwertung des Dollars, den starken Anstieg der Rohstoffpreise und die lebhafte Entwicklung der Preise für Wohneigentum. Daher konzentrierten sich die Marktteilnehmer nun stärker auf die Frage, wann und in welchem Umfang die Leitzinsen angehoben werden würden. Die Pressemitteilungen der Federal Reserve wurden dann auch eingehend – und vielleicht zu sehr – auf Hinweise darauf geprüft, wie lange die Leitzinsen noch unverändert bleiben würden. Sehr große Beachtung fand der Satz, in dem von einem beträchtlichen Zeitraum die Rede war. Als die Federal Reserve dann im Januar 2004 die Formulierung änderte und davon sprach, sie könnte sich Zeit lassen, den akkommodierenden Kurs aufzugeben, stiegen anfänglich die Renditen von Staatsanleihen, und die Aktienkurse fielen. Letztendlich sahen die Marktteilnehmer in dem neuen Wortlaut dann aber eher eine Formulierungsvariante als einen Hinweis auf einen geldpolitischen Kurswechsel. Im Mai äußerte der FOMC die Einschätzung, dass er sich in maßvollen Schritten vom bisherigen akkommodierenden Kurs abwenden könne, was die Aussichten auf Leitzinserhöhungen in der nächsten Zeit verstärkte.

Aus der Sicht der Federal Reserve war es wichtig, die Erwartungen des privaten Sektors hinsichtlich künftiger Leitzinsänderungen im richtigen Gleichgewicht zu halten. Angesichts der hohen Verschuldung der privaten Haushalte und Unternehmen, der großen kumulierten Leistungsbilanzdefizite und der rasch steigenden Haushaltsungleichgewichte wäre bei einem schnellen Anstieg der langfristigen Zinssätze sowohl das Risiko höherer



Volatilität an den Finanzmärkten als auch die Gefahr des Überschießens der Märkte größer. Dies würde einen Kurswechsel erschweren und könnte die Konjunkturerholung auf verschiedene Weise gefährden. Zum einen musste die Federal Reserve den privaten Sektor davon abhalten, die langfristigen Zinssätze zu früh nach oben zu drücken. Zum anderen musste sie darauf achten, dass die Märkte nicht zu sehr hinterherhinkten, sodass sich Inflationsdruck aufbauen würde und deshalb später eine einschneidende und möglicherweise destabilisierende Straffung der Geldpolitik erforderlich wäre. Vor diesem Hintergrund war es für die Federal Reserve besonders wichtig, die Märkte auf zukünftige Leitzinsänderungen angemessen vorzubereiten, um zu verhindern, dass die langfristigen Zinsen entweder zu früh oder zu spät anstiegen.

Um diese geldpolitischen Risiken im Zusammenhang zu beurteilen, ist es aufschlussreich, die jüngste Entwicklung mit derjenigen von Ende 1993 zu vergleichen (Grafik IV.2). Auch damals hatte die Federal Reserve ihre Strategie der niedrigen Leitzinsen bereits seit längerer Zeit verfolgt, wobei sich der reale Leitzins nahe null bewegte. Ein Grund für den niedrigen Zinssatz war, dass

Parallelen zum Wendepunkt des geldpolitischen Zyklus in den neunziger Jahren

finanzielle Faktoren eine schnelle und kräftige Erholung behinderten. Ende 1993 hatte die wirtschaftliche Erholung jedoch eingesetzt; die Unterauslastung der Kapazitäten schien überwunden zu sein, und die Inflationsprognosen wiesen einen Aufwärtstrend auf. Ab Anfang 1994 erhöhte die Federal Reserve die Leitzinsen in 12 Monaten siebenmal, in Schritten von 25 bis 75 Basispunkten, um insgesamt 3 Prozentpunkte. Zunächst lagen die Markterwartungen niedriger als die tatsächlichen Leitzinserhöhungen, gegen Ende des geldpolitischen Zyklus jedoch über dem letztlichen Zielwert der Federal Reserve für den Tagesgeldsatz. Der FOMC musste diese Erwartungen bremsen, indem er seine Tendenzaussagen („bias“) entsprechend anpasste und in der Folge die Zinsen senkte. Unterschiede zwischen den beiden Episoden gibt es natürlich auch. So war einerseits der reale Zinssatz im derzeitigen geldpolitischen Zyklus niedriger, sodass der Anpassungsdruck nun größer ist. Andererseits scheinen die Inflationserwartungen besser verankert zu sein, und die Federal Reserve bewies eine weit größere Transparenz bei der Kommunikation ihrer tatsächlichen Beschlüsse und ihrer geldpolitischen Absichten.

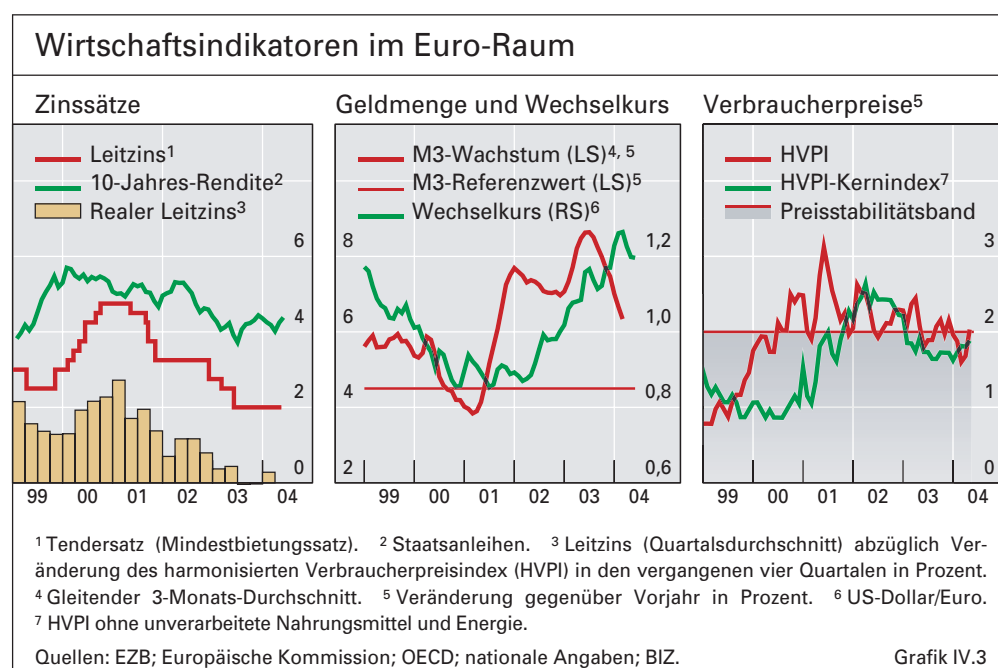
### Euro-Raum

Geldpolitik im Euro-Raum weiterhin expansiv ...

Im Berichtszeitraum blieb die Geldpolitik auch im Euro-Raum expansiv, was sich in niedrigen Realzinsen und einem starken Wachstum der breit abgegrenzten Geldmenge niederschlug (Grafik IV.3). Wie in den USA bewegten sich die kurzfristigen Nominalzinsen in den Ländern des Euro-Raums im Bereich der historischen Tiefstände seit dem Zweiten Weltkrieg und trugen so zu niedrigen Sätzen langfristiger Staatsanleihen und zu niedrigen Forward-Swapsätzen bei.

... während Erholung an Schwung verlor ...

Nach der Senkung ihres Leitzinssatzes um 50 Basispunkte im Juni 2003 hielt die EZB diesen während des übrigen Betrachtungszeitraums unverändert bei 2%. Der wichtigste Grund für diese lockere Ausrichtung der Geldpolitik war die Schwäche der konjunkturellen Erholung, denn die größten Volkswirtschaften



des Euro-Raums verzeichneten weiterhin ein deutlich unterdurchschnittliches Wachstum. Von weiteren Leitzinssenkungen sah die EZB aber nicht zuletzt deshalb ab, weil die Inflation in der Nähe der 2%-Obergrenze ihres Preisstabilitätsbands verharrte. Zwei wesentliche Gründe, weshalb die Inflation nicht so weit zurückging, wie dies aufgrund des Kapazitätsüberhangs an den Arbeitsmärkten vielleicht zu erwarten gewesen wäre, waren Steuererhöhungen und ein relativ hohes Wachstum der Lohnstückkosten infolge der Rigidität der Löhne und der schwachen Produktivitätszuwächse. Darüber hinaus gab es kaum Anzeichen dafür, dass die deutliche Aufwertung des Euro die Inflationsrate wesentlich nach unten drücken würde.

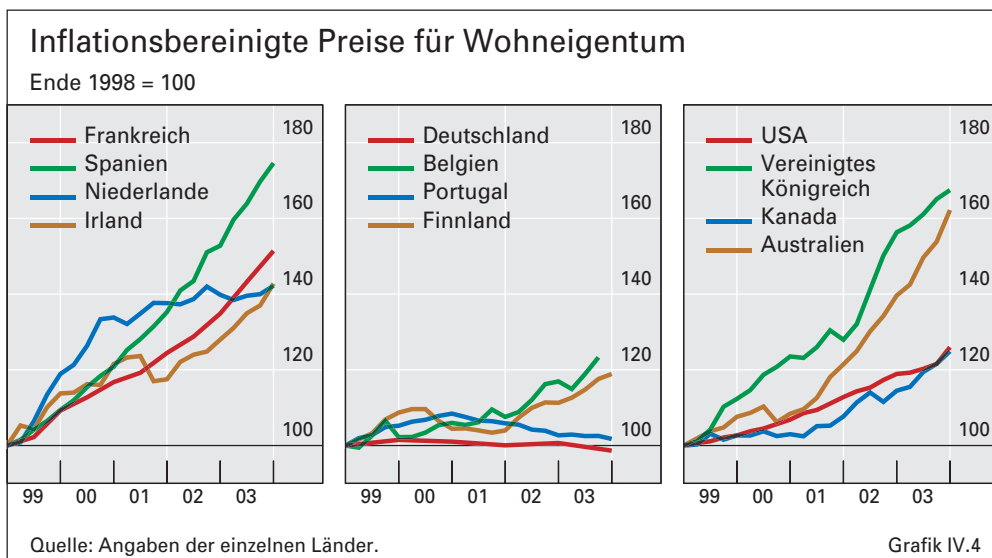
... und Inflation an der Obergrenze des angestrebten Bandes blieb

Die Trade-offs, vor denen die Geldpolitik im Euro-Raum während des Berichtszeitraums stand, können im Zusammenhang mit der Aufwertung des Euro, insbesondere gegenüber dem Dollar, gesehen werden. Einerseits geriet die EZB angesichts der stockenden wirtschaftlichen Erholung und der hohen Arbeitslosigkeit unter Druck, wegen des zu erwartenden Verlusts an Wettbewerbsfähigkeit als Folge der stärker gewordenen Währung die Leitzinsen zu senken, zumal vielfach der Eindruck herrschte, dass die US-Geldpolitik das Wachstum engagierter stütze. Die Leitzinsen waren im Euro-Raum doppelt so hoch wie in den USA, und dies wurde als eine Ursache für die Stärke des Euro gegenüber dem Dollar angesehen. Andererseits sah sich die EZB damit konfrontiert, dass die beiden wichtigsten Indikatoren ihrer 2-Säulen-Strategie nicht für eine Senkung der Leitzinsen sprachen. Wie bereits ausgeführt, verharrten sowohl die unbereinigte als auch die Kerninflation in der Nähe der Obergrenze des Preisstabilitätsbands der EZB, und das M3-Wachstum lag weiterhin deutlich über dem Referenzwert von 4,5%. Die Aufwertung des Euro betrachtete die EZB im Allgemeinen als Teil eines Anpassungsprozesses, der wieder zu aus historischer Sicht normalen Wechselkursverhältnissen führt, und nicht als Risiko, das eine weitere geldpolitische Lockerung rechtfertigen würde.

Euro-Aufwertung macht geldpolitische Trade-offs deutlich

Zudem stand die EZB noch immer vor dem Problem großer regionaler Unterschiede. Ein Aspekt war das Inflationsgefälle im Euro-Raum, insbesondere weil Deutschland nahe einer Deflation stand. Eine weitere Frage bezog

Anhaltende regionale Unterschiede



sich auf die Tragfähigkeit der Zunahmen bei der Verschuldung der privaten Haushalte und die Beschleunigung des Preisanstiegs beim Wohneigentum in nur einigen Volkswirtschaften des Euro-Raums (Grafik IV.4). Die EZB blieb bei ihrer Auffassung, dass Änderungen des Leitzinssatzes für den Euro-Raum als Ganzes nicht das geeignete Mittel wären, auf regionale Ungleichgewichte zu reagieren, denn bei einer Erhöhung der Leitzinsen, um die Inflationsrate oder übermäßige Preissteigerungen beim Wohneigentum in der einen Region einzudämmen, bestünde die Gefahr, die wirtschaftliche Erholung in einer anderen Region abzuwürgen.

Quantitative  
Maßnahmen  
stoßen noch immer  
auf Bedenken

Dieser Schluss bedeutet jedoch nicht, dass potenziell entstehende finanzielle Ungleichgewichte von der Geldpolitik der EZB nicht berücksichtigt werden. Wie in Kapitel IV des *73. Jahresberichts* dargestellt, liegt ein möglicher Grund für den augenscheinlichen Unterschied im Grad des aktiven geldpolitischen Engagements der EZB im Vergleich zur Federal Reserve vielmehr in der 2-Säulen-Strategie der EZB. Ein übermäßiges Wachstum der Geldmengen- und Kreditaggregate wurde als Anzeichen für einen möglichen Inflationsdruck oder für latente Ungleichgewichte im Finanzsektor und in anderen Bereichen gesehen, auch wenn die unbereinigte Inflationsrate relativ gedämpft blieb. Dass das M3-Wachstum seit Ende 2001 deutlich über dem Referenzwert liegt, weist auf ein solches Risiko hin, das die EZB davon abgehalten haben dürfte, die Geldpolitik noch aktiver zu lockern.

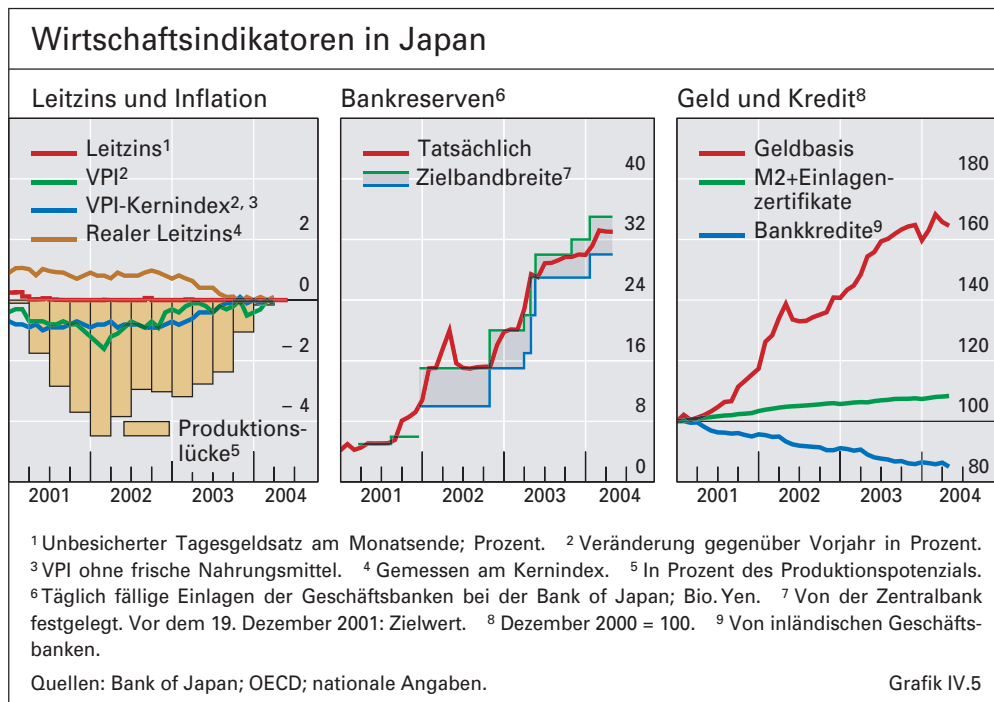
### *Japan*

Bank of Japan  
setzte ihre  
unkonventionelle  
Geldpolitik fort ...

Die Bank of Japan setzte ihre unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen bei der Verfolgung ihrer Ziele – Überwindung der Deflation und Unterstützung der wirtschaftlichen Erholung – fort. Da die Tagesgeldzinsen praktisch bei null verankert waren, verharrten sowohl die kurz- als auch die langfristigen Marktzinssätze in der Nähe historischer Tiefstände. Angesichts kurzfristiger Nominalzinsen an der Nullzinsgrenze war die Bank of Japan nicht in der Lage, die Ex-post-Realzinsen, die durch die tatsächliche Deflationsrate bestimmt wurden, direkt zu senken. Nachdem aber der Deflationsdruck etwas nachgelassen hatte, gingen die realen Zinssätze im Berichtszeitraum leicht gegen null zurück (Grafik IV.5).

... und verfolgte  
einen sehr  
akkommodierenden  
Kurs

Die Bank of Japan ergänzte dieses Niedrigzinsumfeld durch eine Politik der quantitativen Lockerung und passte die Zielbandbreite für den Umfang der täglich fälligen Einlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank zweimal nach oben an. Im Oktober 2003 erhöhte sie die Obergrenze auf ¥ 32 Bio. und schuf damit zusätzlichen operativen Spielraum; im Januar 2004 wurde die Zielbandbreite von rund ¥ 27–32 Bio. auf rund ¥ 30–35 Bio. heraufgesetzt. Im Oktober 2003 nutzte die Bank of Japan auch die Gelegenheit, ihre Strategie für den Ausstieg aus der Politik der quantitativen Lockerung zu erläutern: Sie erklärte, dass die quantitative Lockerung so lange fortgeführt werde, bis der Kernindex der Verbraucherpreise (auf Jahresbasis) einige Monate hintereinander kontinuierlich gestiegen sei und ein weiterer Anstieg prognostiziert werde. Mit dieser Klarstellung sollte den Spekulationen über ein vorzeitiges Ende der quantitativen Lockerung der Boden entzogen werden, denen ein Beitrag zur Volatilität der langfristigen Zinssätze zugeschrieben wurde.



Wie in den Vorjahren ging das starke Wachstum der Geldbasis nicht mit einem nennenswert höheren Wachstum der weiter gefassten Aggregate einher. Das M2-Wachstum war moderat, und das Kreditvolumen nahm erneut ab. Die immer noch bestehenden Hemmnisse im geldpolitischen Transmissionsmechanismus spiegelten die nachhaltigen Effekte der Erschütterungen des Finanzsystems in der Vergangenheit wider. Die Bank of Japan unternahm weitere Bemühungen, die Transmission der geldpolitischen Lockerungen zu begünstigen, indem sie Aktienbestände von Geschäftsbanken ankaufte und alternative Märkte der Finanzintermediation förderte. Dazu erhöhte sie ihre Bestände an Aktien, die sie von Finanzinstituten erwirbt („pecuniary trusts“), und forderungsunterlegten Wertpapieren. Im Mai 2004 hielt sie „pecuniary trusts“ von insgesamt ¥ 2 Bio. und forderungsunterlegte Wertpapiere von insgesamt ¥ 150 Mrd.

Weiterhin Hemmnisse im geldpolitischen Transmissionsmechanismus ...

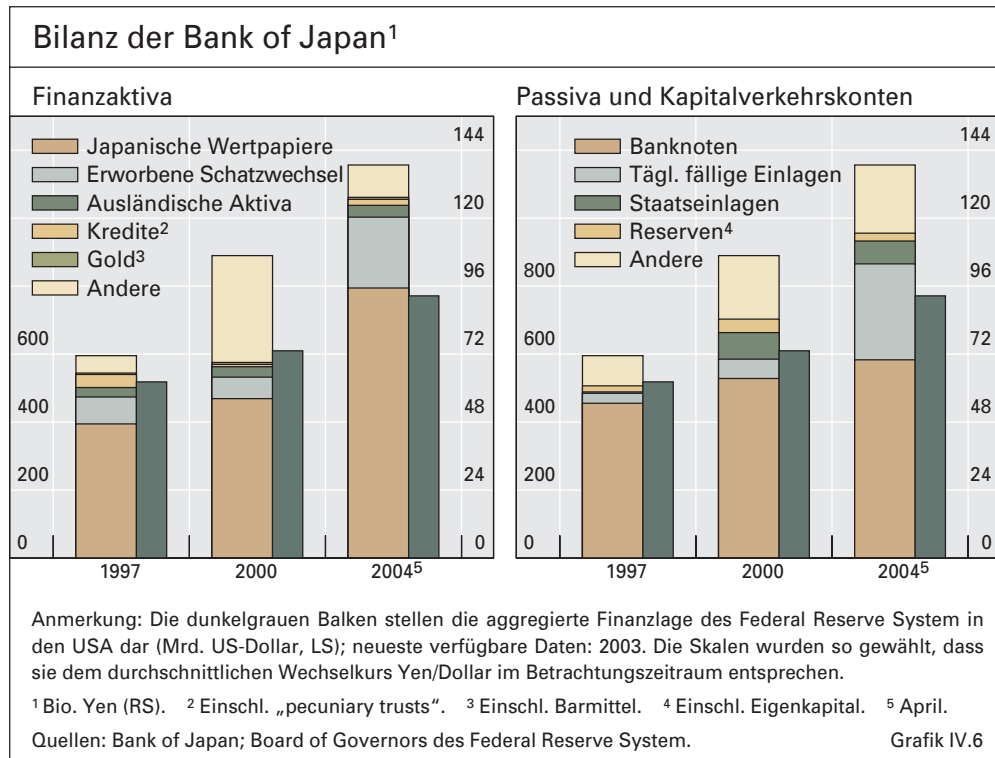
Bei den ersten Anzeichen eines Nachlassens der deflationären Entwicklung entstand die Hoffnung auf eine Rückkehr zu normaleren geldpolitischen Verhältnissen. Etwaige tatsächliche Steigerungen des Preisniveaus würden diese Hoffnungen stärken. Doch eine vollständige Rückkehr zur Normalität setzt voraus, dass sich der Zustand des japanischen Finanzsystems weiter verbessert. Bisher stellen verschiedene strukturelle Hemmnisse nach wie vor beträchtliche Herausforderungen für dessen ordnungsgemäßes Funktionieren dar (Kapitel VII).

... doch einige positive Signale

Ein Element, das einer Rückkehr zu einer normaleren Geldpolitik im Wege steht, ist die verlängerte Bilanz der Bank of Japan. Die Bilanzsumme hat sich von etwa ¥ 72 Bio. im Jahr 1997 (18% des BIP) auf rund ¥ 140 Bio. im April 2004 (25% des BIP) erhöht und damit nahezu verdoppelt. Zurückzuführen ist dies im Wesentlichen auf die quantitative Lockerung, zu der auch umfangreiche Ankäufe inländischer Vermögenswerte gehörten (Grafik IV.6). Im Rahmen

Anhaltende Besorgnis über die Bilanz der Bank of Japan





einer Normalisierung der geldpolitischen Rahmenbedingungen und je nach den Umständen wird die Bank of Japan möglicherweise langfristige festverzinsliche Wertpapiere aus ihrem Portfolio verkaufen müssen. Dies wiederum könnte ihre Eigenkapitalposition beeinträchtigen und sogar eine Rekapitalisierung erfordern.

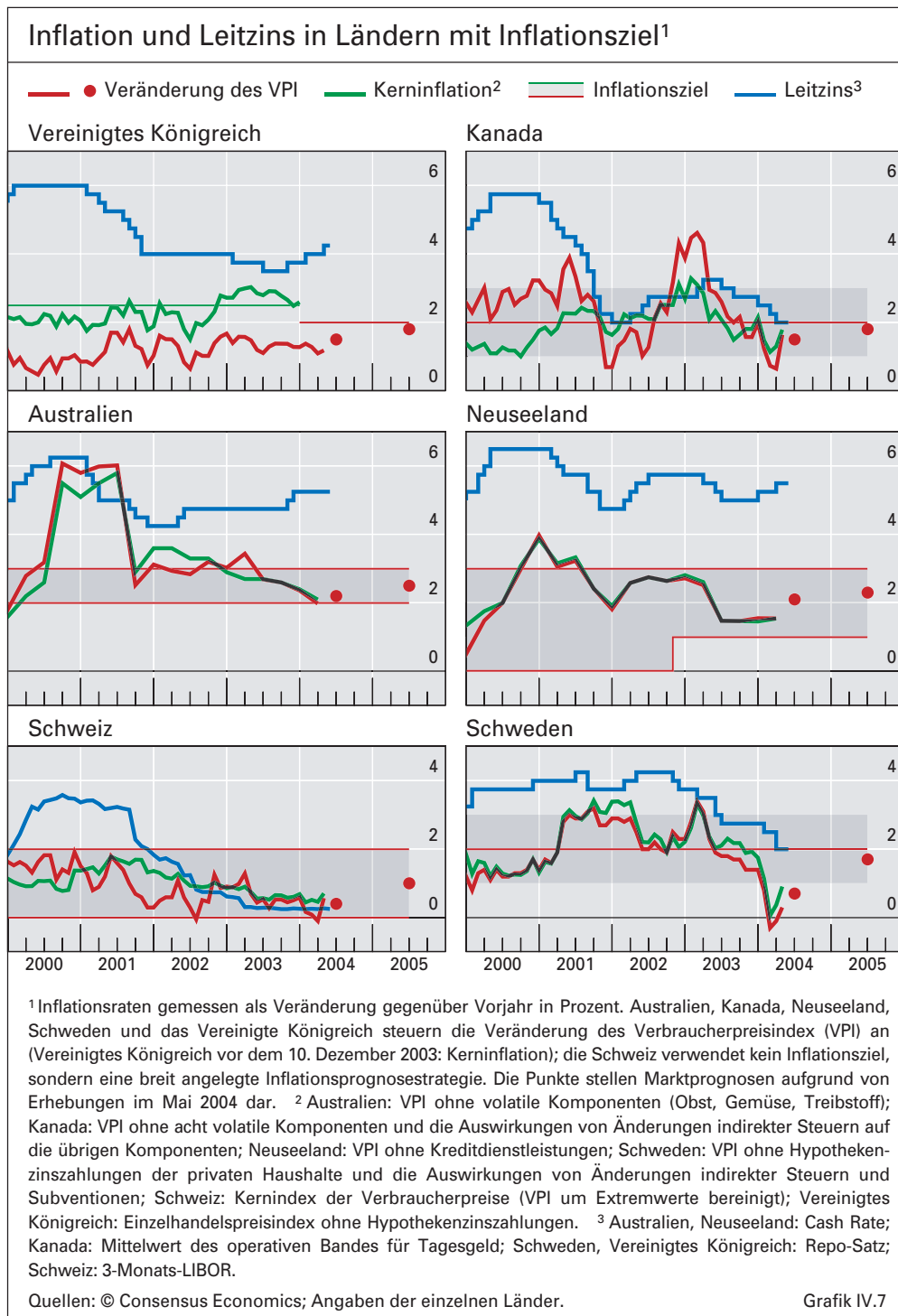
#### Länder mit Inflationsziel

In Ländern mit Inflationsziel unterschiedliche Geldpolitik

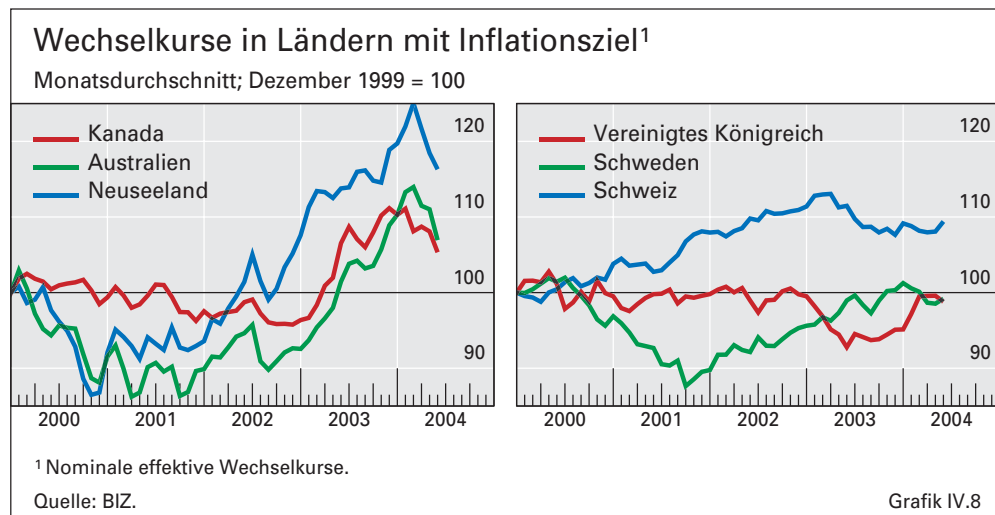
Die Zentralbanken der Länder mit explizitem numerischem Inflationsziel verfolgten im Berichtszeitraum unterschiedliche geldpolitische Stoßrichtungen. Einige strafften die Geldpolitik, während andere Lockerungen vornahmen. Der asynchrone Verlauf des geldpolitischen Zyklus in diesen und in den wichtigsten Industrieländern war im Vergleich zu den letzten Jahren neu. Zu Beginn des weltweiten Abschwungs 2001 hatten die meisten Zentralbanken die Leitzinsen gesenkt. Doch im Verlauf des vergangenen Jahres lockerten die Bank of Canada und die Sveriges Riksbank ihre Geldpolitik noch weiter, während die Schweizerische Nationalbank ihre Sätze auf niedrigem Niveau hielt. Die Bank of England, die Reserve Bank of Australia sowie die Reserve Bank of New Zealand dagegen erhöhten ihre Leitzinsen (Grafik IV.7).

Weiterhin expansiver Kurs in Kanada, Schweden und der Schweiz ...

In Kanada, Schweden und der Schweiz entsprach die Inflationsrate dem Zielwert oder lag darunter; das Wachstum der Inlandsnachfrage verharrte unter dem Potenzial, und es bestand eine negative Produktionslücke. Vor diesem Hintergrund verfolgten die Zentralbanken dieser drei Länder weiterhin eine expansive Geldpolitik. Der Rückgang der Inflation war in Schweden besonders stark und unerwartet, und Anfang 2004 sank sogar das Preisniveau. Daher nahm die Riksbank die Leitzinsen ab März 2003 fünfmal um insgesamt 175 Basispunkte zurück, was die kurzfristigen Realzinsen bis März 2004 auf



etwa 2% absenkte. In Kanada und in der Schweiz war der Wechselkurs ein geldpolitischer Schlüsselfaktor. Die Aufwertung des kanadischen Dollars (Grafik IV.8) – insbesondere gegenüber dem US-Dollar – gefährdete angesichts der Handelsbeziehungen zu den USA die konjunkturelle Erholung und erhöhte die Gefahr einer Unterschreitung des Inflationsziels. Nach Auffassung der Bank of Canada wurde diese Gefahr durch den gleichzeitigen Anstieg der Rohstoffpreise nicht vollständig gebannt, weshalb der Leitzinssatz im Berichtszeitraum fünfmal nach unten angepasst wurde. Die Schweizerische Nationalbank, die auch mit einer Aufwertung der Währung konfrontiert war, nahm ihren Leitzins-



satz im ersten Halbjahr 2003 zurück und intervenierte direkt an den Devisenmärkten. In der Zeit danach blieb sie bis zum Ende des Berichtszeitraums bei ihrer lockeren Geldpolitik, da keine Anzeichen dafür vorlagen, dass sich die konjunkturelle Erholung bereits fest etabliert hatte, und die Inflation nahe bei null lag.

... während Australien, Neuseeland und das Vereinigte Königreich die Leitzinsen erhöhten

Im Gegensatz dazu erhöhten die Zentralbanken Australiens und Neuseelands trotz der Aufwertung ihrer jeweiligen Währung die Leitzinsen, da befürchtet wurde, dass ein schnelles Wachstum der Inlandsnachfrage (und der Produktion) den Inflationsdruck verschärfen könnte. Ende 2003 wies Australien wieder eine positive Produktionslücke aus; in Neuseeland war sie im dritten Jahr in Folge groß und positiv. Auch die Bank of England straffte die geldpolitischen Zügel. Die Auslöser hier waren das überdurchschnittliche Wachstum der Inlandsnachfrage und Bedenken wegen möglicher Ungleichgewichte im Finanzsektor, insbesondere der anhaltenden Beschleunigung des Preisauftriebs beim Wohneigentum und der immer noch rasch wachsenden Verschuldung der privaten Haushalte. Es lässt sich nicht mit Bestimmtheit sagen, wie sich die damit einhergehenden Veränderungen der Vermögenspositionen der privaten Haushalte kurz- bzw. langfristig auf den Konsum und den generellen Anstieg der Verbraucherpreise auswirken werden. Doch aufgrund der im Vereinigten Königreich weit verbreiteten Hypothekenkredite mit variablen Zinssätzen dürften etwaige Probleme im Zusammenhang mit der Verschuldung der privaten Haushalte zunehmen, wenn die Zinsen stark ansteigen oder die Preise von Wohnimmobilien fallen.

Preise von Vermögenswerten und Wechselkurse sind wesentliche geldpolitische Risiken

Die Erfahrungen dieser Länder im Berichtszeitraum – eine Kombination aus Währungsaufwertung, lebhafter Inlandsnachfrage, wachsenden Produktionslücken und Preissteigerungen bei Vermögenswerten, insbesondere Wohneigentum – machen deutlich, wie schwierig die Trade-offs für die Geldpolitik in kleineren offenen Volkswirtschaften bisweilen sein können. Bei übermäßig wachsender Inlandsnachfrage und stark anziehenden Immobilienpreisen müssten die geldpolitischen Entscheidungsträger normalerweise die Leitzinssätze anheben, um einem potenziellen Inflationsdruck entgegenzuwirken. Trägt die Aufwertung der Währung jedoch dazu bei, den Inflationsdruck unter Kontrolle zu halten, dann dürfte eine Erhöhung der Leitzinsen weit weniger

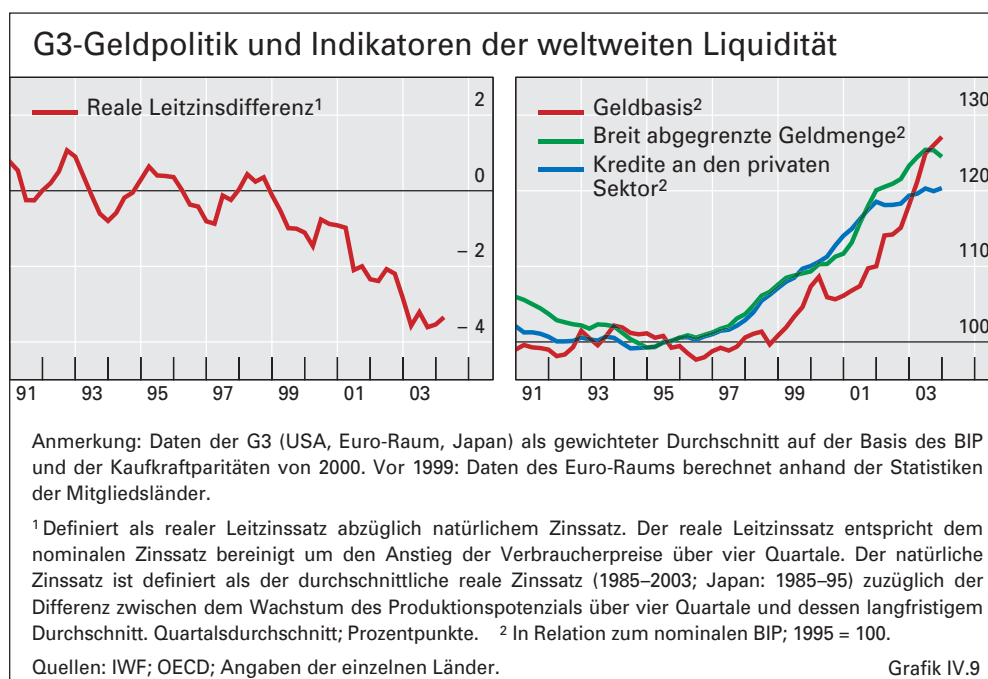
dringlich sein. Doch eine Geldpolitik, die die Zinsen auf kurze Sicht niedriger hält, könnte den Auftrieb der Preise von Vermögenswerten noch beschleunigen und auf lange Sicht finanzielle Ungleichgewichte verstärken.

### Weltweite Liquidität: Die Rolle der Geldpolitik in den G3

Es ist nicht auszuschließen, dass die akkommodierende Geldpolitik der wichtigsten industrialisierten Volkswirtschaften – USA, Euro-Raum und Japan – einen Aufbau von übermäßiger Liquidität an den weltweiten Finanzmärkten bewirkt hat. Dies zu beurteilen ist nicht leicht, zumal sich Liquidität – geschweige denn „übermäßige“ Liquidität – makroökonomisch kaum exakt definieren lässt. Auf jeden Fall sind die kurzfristigen Nominalzinsen in den G3 so weit gesenkt worden, dass die reale „Zinslücke“ in den G3 (im gewichteten Durchschnitt) – definiert als die Differenz von realem Leitzinssatz und natürlichem, langfristig mit Preisstabilität zu vereinbarem Realzins – in den letzten Jahren, und erst recht im Vergleich zu den neunziger Jahren, erheblich größer geworden ist (Grafik IV.9). Zugleich haben auch quantitative Messgrößen wie die eng bzw. breit abgegrenzte Geldmenge und die Kredite an den privaten Sektor stark zugenommen. Daraus ergibt sich die Frage, inwieweit derartige Entwicklungen für die Zentralbanken Anlass zu Besorgnis sein sollten.

G3-Geldpolitik könnte Aufbau weltweiter Liquidität begünstigen

Zwei Arten von Risiken sind hierbei von Bedeutung. Zum einen können sehr niedrige Leitzinsen auch bei kurzfristig niedriger Inflation die Gefahr eines künftigen Inflationsanstiegs erhöhen. Darüber hinaus könnten sie finanzielle Ungleichgewichte verstärken, die sich in der Folge in einer das System schwächenden Art und Weise auflösen könnten. Das schnelle Wachstum der Geldmengen- und Kreditaggregate, steigende Preise von Vermögenswerten und außergewöhnlich stark rückläufige Renditenaufschläge in letzter Zeit können als mögliche Hinweise auf solche Risiken in den G3 selbst betrachtet werden.



Zum anderen sind unerwünschte Nebenwirkungen außerhalb der G3 denkbar, da den G3-Währungen als internationalen Währungen eine besondere Rolle zukommt. Der Aufbau übermäßiger Liquidität in den G3 könnte über Spillover-Effekte auch in anderen Ländern die Gefahr höherer Inflation und untragbarer Preissteigerungen bei Vermögenswerten vergrößern. Dies zeigt sich möglicherweise in dem erhöhten Zufluss von privatem Kapital in die Länder, deren Währungen günstig bewertet werden, denn die Anleger versuchen Zinsdifferenzen zu nutzen, indem sie höher rentierende Währungen kaufen (Kapitel V). Derartige Kapitalströme waren im derzeitigen Zinsumfeld besonders umfangreich, weil die niedrigen G3-Nominalsätze die nach Rendite strebenden Anleger teilweise dazu veranlasst haben, ausländische Vermögenswerte zu erwerben. Im Berichtszeitraum äußerte sich dies in dem starken Anstieg der Zuflüsse von Privatkapital in aufstrebende Volkswirtschaften (Kapitel III, Tabelle III.2).

Niedrige Zinsen  
erhöhen  
Renditenstreben

Bei der Frage nach den Spillover-Effekten der G3-Geldpolitik auf die übrige Welt spielen die Wechselkursregime eine zentrale Rolle. In einem System mit völlig frei schwankenden Kursen ist Geldpolitik im Prinzip eine rein binnenwirtschaftliche Angelegenheit. Übermäßig starke monetäre Impulse dürften sich tendenziell in Anpassungen der nominalen Wechselkurse niederschlagen. Doch das bestehende internationale Gefüge entspricht kaum einem lehrbuchgerechten System frei schwankender Wechselkurse. Teilweise ähnelt es sogar einem System fester Wechselkurse. Viele aufstrebende Volkswirtschaften intervenieren an den Märkten, um ihre Wechselkurse gegenüber den G3-Währungen innerhalb einer relativ kleinen Bandbreite zu halten, weil sie Bedenken hinsichtlich volatiler Wechselkurse hegen oder weil sie die Wettbewerbsfähigkeit gegenüber dem Ausland sichern oder die Auswirkungen von Wechselkursbewegungen auf andere binnenwirtschaftliche Ziele wie eine niedrige und stabile Inflation, ausgewogenes Wachstum und Finanzstabilität abfedern wollen. Darüber hinaus bilden die großen Bestände der Nicht-G3-Länder an internationalen Währungsreserven einen Rückkopplungsmechanismus, durch den die Wirtschaftspolitik der aufstrebenden Volkswirtschaften auf die G3 durchschlagen kann. Die Erlöse wurden nämlich in den meisten Fällen für den Ankauf von auf Dollar lautenden Vermögenswerten wie US-Schatztitel verwendet. Sonst wären auch die langfristigen Zinsen in den USA vermutlich höher, obwohl sich dies nur schwer konkret belegen lässt (Kapitel VI). Natürlich haben nicht nur Nicht-G3-Länder diese Politik verfolgt, sondern auch Japan.

Wechselkurse als  
Transmissionskanal

Die Ähnlichkeiten zwischen dem derzeitigen internationalen Währungsgefüge und früheren – formelleren – weltweiten Wechselkurssystemen wie dem Goldstandard oder dem Bretton-Woods-System legen nahe, aus diesen Erfahrungen zu lernen. Der Goldstandard z.B. funktionierte gut, solange die wichtigsten Volkswirtschaften eine glaubwürdige Geld- und Fiskalpolitik verfolgten, die im Wesentlichen der vorgegebenen Konstellation der Wechselkurse entsprach. Bei Ungleichgewichten kam es entweder zu ausgleichenden Goldströmen, oder die maßgeblichen Zentralbanken erhöhten ihre Auslandskredite, um die Konjunktur zu dämpfen. Die Systeme erwiesen sich jedoch mit der Zeit als anfällig gegenüber Wechselkursanpassungen; sie brachen schließlich zusammen, als die Wechselkurse nicht mehr mit den

Lehren aus der  
Vergangenheit

gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten übereinstimmten. De facto wurden die zur Aufrechterhaltung der bestehenden Systeme notwendigen Anpassungen bei den inländischen Löhnen und Güterpreisen als zu kostspielig eingeschätzt.

Welche wichtigen Folgerungen ergeben sich für die Geldpolitik von heute? Wenn die G3-Zentralbanken bei einer expansiven Geldpolitik bleiben und andere Länder nicht bereit sind, Aufwärtskorrekturen der nominalen Wechselkurse hinzunehmen, dann dürften sich die Zentralbanken der Nicht-G3-Länder veranlasst sehen, eine expansivere Geldpolitik zu betreiben, als es sonst der Fall wäre. Hierfür dürfte es zwei Möglichkeiten geben: Erstens könnten die Zentralbanken die Leitzinsen senken. Zweitens könnten sie sterilisierte Interventionen vornehmen, wie dies in einigen Fällen bereits geschieht. Derartige Maßnahmen könnten im Idealfall zwar dazu beitragen, die Aufwertung in Grenzen zu halten, doch dürften sie nicht ausreichen, mittelfristig einen Anstieg der Inflation oder übermäßige Bewegungen der Preise von Vermögenswerten zu verhindern. Das Dilemma für die Geldpolitik besteht darin, zu entscheiden, ob es sich lohnt, diese längerfristigen Risiken in Kauf zu nehmen, um auf kurze Sicht die positiven Effekte eines höheren Wachstums zu nutzen.

Folgerungen für die Geldpolitik

Sollte eine rasche Erhöhung der weltweiten Liquidität darüber hinaus zum Aufbau finanzieller Ungleichgewichte in verschiedenen Teilen der Welt führen, dürfte die Finanzlage vieler Volkswirtschaften bei einem Anstieg der kurzfristigen Zinsen anfälliger werden. Es gibt in der Tat Hinweise darauf, dass bei der jüngsten Kreditvergabe an aufstrebende Volkswirtschaften zum Teil zu wenig differenziert vorgegangen wurde. Glücklicherweise haben die aufstrebenden Volkswirtschaften anders als früher generell Schritte unternommen, um ihre Finanzinfrastruktur und ihre Liquiditätsposition zu stärken, doch muss der entsprechende Anpassungsprozess nicht unbedingt reibungslos vonstatten gehen.

Finanzielle Schwachstellen

Sollte der Aufbau übermäßiger globaler Liquidität als potenziell folgenreich beurteilt werden, könnte ihm mit verschiedenen Maßnahmen entgegengewirkt werden. Wenn die Nicht-G3-Volkswirtschaften die Hauptlast der Anpassungen zu tragen hätten, müssten sie eine Aufwertung ihrer Währungen oder die Einführung von Kapitalverkehrskontrollen akzeptieren. Wären es dagegen die G3, dann wäre eine etwas straffere Geldpolitik im Inland angezeigt. Bei einem umfassenderen Ansatz könnten sich G3 und Nicht-G3-Länder einfach an ein glaubwürdiges internationales Rahmenwerk flexibler bestimmter Wechselkurse binden, wie dies kürzlich bei einer Sitzung der G7-Finanzminister und -Zentralbankpräsidenten vorgeschlagen wurde. In der Praxis dürfte dies allerdings vermutlich auch eine gewisse Verständigung über die Wirtschaftspolitik beinhalten. Die asiatischen Länder z.B. wären vielleicht nicht unbedingt bereit, eine Aufwertung ihrer Währungen zuzulassen, wenn sie überzeugt wären, dass das Haushaltsdefizit und die niedrige inländische Sparquote in den USA die Hauptursachen der vielen beunruhigenden Ungleichgewichte wären.

Möglicherweise geldpolitische Korrekturen notwendig

## Kommunikation in der Geldpolitik

Im Berichtszeitraum ist deutlich geworden, wie wichtig eine klare Kommunikation für die Geldpolitik ist. Es ist allgemein anerkannt, dass eine gute

Schlüsselrolle  
einer klaren  
Kommunikation

Kommunikationspolitik die institutionelle Unabhängigkeit der Zentralbanken stärken und die Wirksamkeit der Geldpolitik steigern kann. Dies ist einer der Gründe, warum sich die Zentralbanken in den letzten zehn Jahren zunehmend um eine klare Kommunikation bemüht haben. Fest steht aber auch, dass es für die Gestaltung einer guten Kommunikationsstrategie keine Patentlösung gibt; bei der Feinabstimmung ihrer Mitteilungen sind die Zentralbanken unterschiedlichen Sachzwängen ausgesetzt, die sie bei der Anpassung ihrer Kommunikationspolitik wohl auch in Zukunft vor Herausforderungen stellen werden.

#### *Die Bedeutung guter Kommunikation*

Klare  
Kommunikation ...

Klare Kommunikation spielt im Zusammenhang mit dem institutionellen geldpolitischen Rahmenkonzept einer Zentralbank eine entscheidende Rolle, weil die Zentralbank damit ihre Transparenz, ihr Verantwortungsbewusstsein und ihre Glaubwürdigkeit unter Beweis stellen kann. Diese drei Eigenschaften sind miteinander verknüpft und verstärken sich im Idealfall gegenseitig.

... fördert  
Transparenz ...

Eine größere geldpolitische Transparenz kann das Verantwortungsbewusstsein und die Glaubwürdigkeit der Zentralbank positiv beeinflussen und Unsicherheiten bezüglich ihrer Ziele, Strategien und Beschlüsse abbauen. Eine klare Kommunikation ist ihrerseits entscheidend für größere Transparenz. Dabei ist jedoch zu beachten, dass mehr Information nicht unbedingt größere Transparenz bedeutet; ein Mehr an Information kann manchmal einen trügerischen Eindruck von Genauigkeit vermitteln oder die Informationsempfänger ganz einfach überfordern. Die geldpolitischen Entscheidungsträger müssen daher wissen, mit welchen Informationen sie ihre Ansichten am besten wiedergeben und wie sie diese der Öffentlichkeit am besten kommunizieren.

... Verantwortungsbewusstsein ...

Transparenz und Verantwortungsbewusstsein gehen Hand in Hand. Verantwortungsbewusstsein bedeutet für eine Zentralbank, dass sie klar vermitteln muss, was sie tut und warum. Dies geht jedoch über die engen Ziele der Stabilisierung von Inflation oder Produktion hinaus. Wegen der potenziellen – positiven wie negativen – Wohlfahrtseffekte der Geldpolitik muss die Zentralbank sowohl dem Staat als auch der Öffentlichkeit verantwortungsbewusst Rechenschaft ablegen. Dies fördert das Vertrauen und stellt den natürlichen Gegenpol zur Unabhängigkeit der Zentralbank dar. Darüber hinaus bestätigen Studien eine positive Beziehung zwischen der Unabhängigkeit der Zentralbank und wohlfahrtssteigernden Ergebnissen bei Inflation und Produktion.

... und  
Glaubwürdigkeit

Genauso kann eine größere Transparenz zu mehr Glaubwürdigkeit beitragen. Letztlich gewinnt die Zentralbank an Glaubwürdigkeit, indem sie die Rahmenbedingungen fördert, unter denen die besten wirtschaftlichen Ergebnisse erzielt werden können. Doch Glaubwürdigkeit kann sich schneller etablieren, wenn ausreichend Informationen zur Verfügung gestellt werden, anhand deren die Öffentlichkeit beurteilen kann, inwieweit die Geldpolitik konsequent geplant und umgesetzt wird bzw. ob geldpolitische Maßnahmen und Ziele der Zentralbank miteinander im Einklang stehen.

Eine klare Kommunikation kann ferner die Wirksamkeit der Geldpolitik erhöhen. Eine wichtige geldpolitische Lehre aus den Erfahrungen der letzten

drei Jahrzehnte besteht darin, dass die Erwartungen des privaten Sektors die Transmission der geldpolitischen Maßnahmen entscheidend beeinflussen. Gut verankerte Erwartungen des privaten Sektors tragen z.B. dazu bei, die Wirtschaft gegenüber vorübergehenden Angebots- und Nachfrageschocks widerstandsfähiger zu machen und die Notwendigkeit antizyklischer Korrekturen, die in einem weniger transparenten Umfeld die Volatilität erhöhen könnten, zu reduzieren. Das heißt, dass die Zentralbank ihre Ziele am ehesten erreicht, wenn sie die kurzfristigen Zinssätze angemessen festlegt und versucht, die Erwartungen der Öffentlichkeit so zu steuern, dass ihr geldpolitischer Kurs gestärkt wird. Umgekehrt ist es wenig wahrscheinlich, dass die Geldpolitik ihre angestrebten Ziele in vollem Umfang erreicht, wenn die geldpolitischen Maßnahmen vom privaten Sektor falsch verstanden werden.

Klare Kommunikation erhöht Wirksamkeit der Geldpolitik ...

... ergänzt dadurch geldpolitische Maßnahmen ...

Die Zentralbank kann z.B. zur Stabilisierung der Wirtschaft beitragen, indem sie die Unsicherheit des privaten Sektors bezüglich des geldpolitischen Rahmenwerks mindert. In der Vergangenheit war es hingegen nicht ungewöhnlich, dass eine Zentralbank einen strategischen Vorteil darin sah, Informationen über Beschlüsse und weitere Absichten zurückzuhalten. Diese Verschwiegenheit seitens der Zentralbank gründete sich im Wesentlichen auf die Annahme, dass geldpolitische Maßnahmen wirksamer sein könnten, wenn sie von der Öffentlichkeit nicht antizipiert würden. Doch mit der Zeit hat sich diese Sichtweise überholt. Inzwischen gilt die Überzeugung, dass mit geldpolitischen Maßnahmen, die der Öffentlichkeit gegenüber genau erläutert werden, eine zusätzliche Quelle von Unsicherheit bei den Entscheidungen des privaten Sektors eliminiert wird. Strukturell haben die schnelle Entwicklung der Finanzmärkte und ihre wachsende Bedeutung bei der geldpolitischen Transmission zu dieser veränderten Sichtweise beigetragen, denn Preise und Renditen von Vermögenswerten sind sehr reagibel gegenüber Erwartungen hinsichtlich geldpolitischer Maßnahmen.

... und reduziert gesamtwirtschaftliche Volatilität

Allgemein heißt es, dass Taten mehr zählen als Worte. Doch im Falle der Kommunikation einer Zentralbank können Worte wichtiger sein als Taten, wenn die Zentralbank den Ruf hat, Versprechen einzuhalten. Das zurückliegende Jahr bot gute Beispiele für potenzielle Vorteile einer klaren Kommunikation. Im Vereinigten Königreich und in Australien veranlassten z.B. Bedenken hinsichtlich finanzieller Ungleichgewichte die Märkte, die längerfristigen Zinsen in die Höhe zu treiben, noch bevor die Zentralbank geldpolitische Schritte unternahm, weil diese ihre Intentionen bereits signalisiert hatte. In gewisser Weise entsprach die Klarstellung ihrer zukünftigen geldpolitischen Absichten einer verbalen Straffung: Die Erwartungen des privaten Sektors schlugen sich in vorausschauendem Verhalten nieder, das wiederum zu einem strafferen geldpolitischen Kurs beitrug, als es sonst der Fall gewesen wäre.

### *Trends zu größerer Offenheit*

Inzwischen herrscht bei den Zentralbanken bezüglich der meisten Aspekte der Geldpolitik generell ein großes Maß an Offenheit. Tabelle IV.1 zeigt eine Übersicht über die derzeitigen Kommunikationspraktiken. Etwas vereinfacht dargestellt, lassen sie sich zwei Kategorien zuordnen: Maßnahmen zur Ver-

Zentralbanken heute offener ...



besserung der Wirksamkeit der Geldpolitik und Maßnahmen zur Erhöhung des Verantwortungsbewusstseins, wobei sich die zweite Kategorie noch weiter in Informationen über geldpolitische Beschlüsse und Informationen über die Beurteilung der Wirtschaftslage durch die Zentralbank unterteilen lässt.

Die Tabelle zeigt eine große Übereinstimmung unter den Zentralbanken hinsichtlich bestimmter strategischer Elemente, deren Ziel es ist, die geldpolitischen Beschlüsse transparenter zu machen. Hierzu gehören z.B. die Festlegung expliziter kurzfristiger Ziele für Instrumente und die öffentliche Bekanntgabe geldpolitischer Beschlüsse (z.B. Pressemitteilungen). Zudem geben die meisten Zentralbanken nunmehr regelmäßig ausführliche Stellungnahmen heraus, in denen sie ihre Einschätzung der derzeitigen wirtschaftlichen Lage und der weiteren Entwicklung darlegen. Weniger einig sind sich die Zentralbanken jedoch in Bezug auf die Detailliertheit und den Zeitpunkt von Erläuterungen der geldpolitischen Beschlüsse. So veröffentlichen nicht alle Zentralbanken die Sitzungsprotokolle, und wenn, dann mit unterschiedlicher zeitlicher Verzögerung.

Meldungen von Zentralbanken									
	G3			Länder mit Inflationsziel					
	US	EZB	JP	GB	CA	NZ	AU	SE	CH
Verantwortungsbewusstsein									
Quantitative Inflationsziele <sup>1</sup>	nein	ja	nein	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Berichte an Legislative <sup>2</sup>	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Geldpolitische Beschlüsse									
Sofortige Bekanntgabe	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja <sup>3</sup>	ja
Pressekonferenzen	nein	ja	ja	nein	nein	ja	nein	ja	ja <sup>4</sup>
Pressemitteilungen	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Herausgabe von Sitzungsprotokollen <sup>5</sup>	ja	nein	ja	ja	.	.	nein	ja	nein
Veröffentlichung der genauen Abstimmungsresultate	ja	nein	ja	ja	.	.	nein	ja	nein
Beurteilung der Wirtschaftslage									
Berichte zur Geldpolitik	H <sup>6</sup>	M	M	V	V	V	V	V	V
Veröffentlichung von Prognosen	H	H	H	V	V	V	V	V	H
Quantitative Risikoeinschätzung	nein	nein	nein	ja	nein	nein	nein	ja	nein

AU = Australien; CA = Kanada; CH = Schweiz; GB = Vereinigtes Königreich; JP = Japan; NZ = Neuseeland; SE = Schweden; US = USA. M = monatlich; V = vierteljährlich; H = halbjährlich.

<sup>1</sup> EZB, Schweiz: Definition der Preisstabilität; Vereinigtes Königreich: Punktziel; Kanada, Schweden: Punktziel mit Toleranzintervall; Neuseeland: Inflationszielband; Australien: Zielband für durchschnittliche mittelfristige Inflation. <sup>2</sup> USA: Bericht an/Rede vor dem Kongress; EZB: Bericht an/Rede vor den EU-Behörden; Japan, Kanada: Bericht an/Rede vor dem Parlament; Vereinigtes Königreich: Bericht an den Ausschuss des Schatzamts; Neuseeland: Bericht an/Anhörung durch die Legislative; Australien: Bericht an das Parlament/Rede vor dem Ausschuss des Repräsentantenhauses; Schweden: Bericht an/Anhörung durch das Parlament (Finanzausschuss); Schweiz: keine rechtlichen Grundlagen, aber periodische Berichterstattung an die Parlamentsausschüsse. <sup>3</sup> Herausgabe einer Pressemitteilung am Tag nach der Beschlussfassung durch das Direktorium. <sup>4</sup> Nach der Überprüfung der geldpolitischen Strategie im Juni und Dezember. <sup>5</sup> Zeitliche Verzögerung: 5–8 Wochen (USA); 1 Monat (Japan); 13 Tage (Vereinigtes Königreich); 2 Wochen (Schweden). <sup>6</sup> Der *Monetary Policy Report* erscheint halbjährlich, das *Beige Book* achtmal pro Jahr.

Quelle: Zentralbanken. Tabelle IV.1

### Auswertung bisheriger Erfahrungen

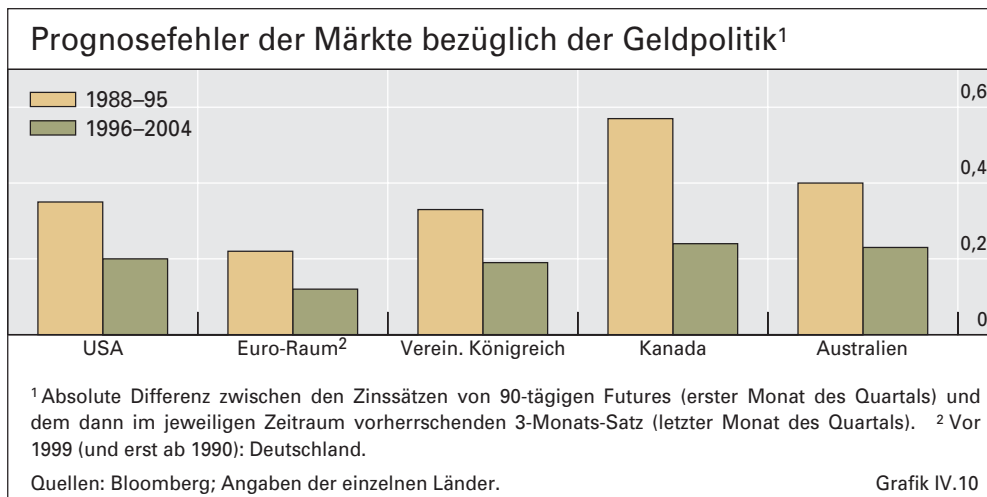
Soweit die Änderungen der Kommunikationspolitik in den letzten zehn Jahren eine größere Klarheit hinsichtlich der Absichten der Zentralbanken bewirkt haben, müssten – unter sonst unveränderten Bedingungen – die Leitzinsen berechenbarer geworden sein. Dies bestätigt im Wesentlichen denn auch die Auswertung der bisherigen Erfahrungen.

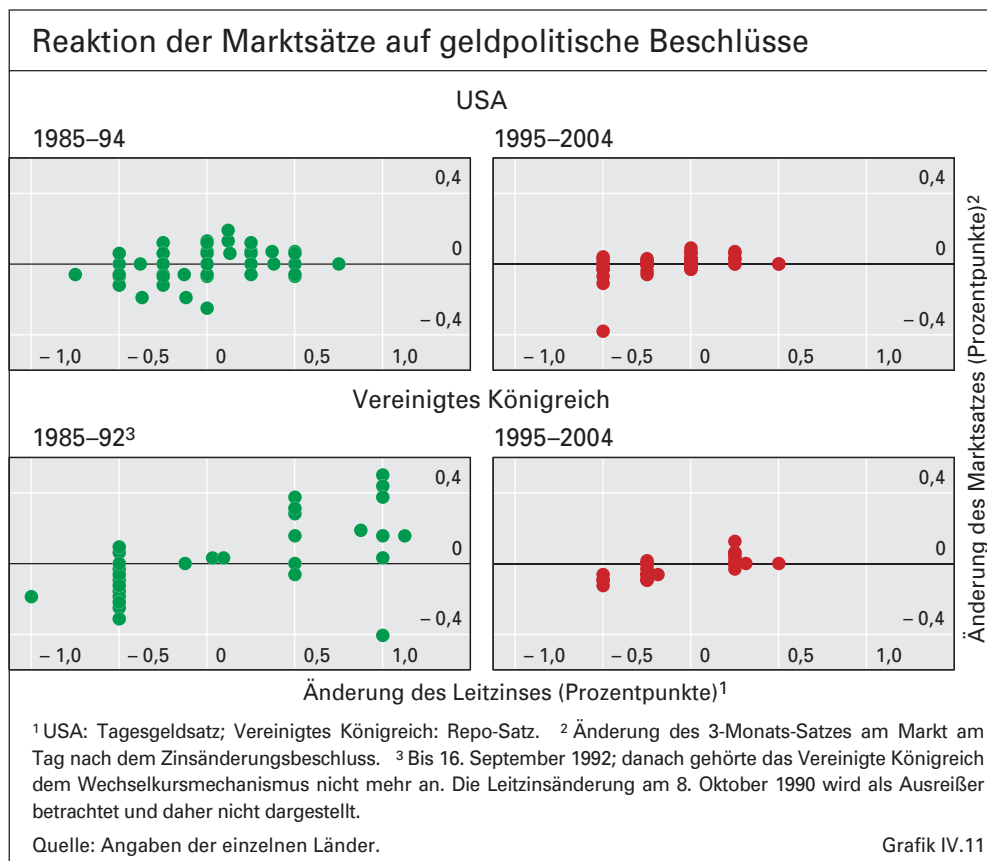
... und Geldpolitik vorhersehbarer

Insbesondere zwei Belege sprechen für eine größere Vorhersehbarkeit. Die durchschnittlichen Prognosefehler bezüglich der kurzfristigen Zinsen haben seit Mitte der neunziger Jahre, gemessen anhand von Terminmarktsätzen, abgenommen (Grafik IV.10). Ein ähnliches Bild zeigt die Reaktion der Marktzinsen zum Zeitpunkt von Zinsbeschlüssen: Aus Grafik IV.11 ist ersichtlich, dass die 3-Monats-Zinsen am Geldmarkt seit 1995 auf Ankündigungen der Geldpolitik weniger stark reagieren, was im Einklang mit der Vermutung steht, dass die Märkte die geldpolitischen Beschlüsse besser antizipieren.

Obwohl eine verbesserte Kommunikation die Handlungen der Zentralbanken vorhersehbarer gemacht haben dürfte, sollte nicht übersehen werden, dass die Kommunikationsstrategien der Zentralbanken einen Informationsfluss in beide Richtungen berücksichtigen. Die Zentralbanken geben Informationen über geldpolitische Maßnahmen und über ihre zukünftigen Absichten heraus; der private Sektor reagiert darauf und gibt Rückmeldungen darüber, wie die Informationen aufgenommen werden. Eine gute Kommunikationspolitik zeichnet sich gewissermaßen dadurch aus, dass sich die Zentralbank und der private Sektor in ihren Einschätzungen einander annähern. Dies dürfte ein Umfeld fördern, in dem die besten wirtschaftlichen Ergebnisse erzielt werden können. Doch manchmal werden die Finanzmärkte den geldpolitischen Entscheidungsträgern signalisieren, dass sie eine andere Auffassung haben, was die weitere Entwicklung der Geldpolitik betrifft. In diesen entscheidenden Phasen, wenn die Märkte vom Pfad abweichen, sollte die Zentralbank sie vielleicht wieder dorthin zurückführen. Sanfter Druck von einer auf Transparenz bedachten Zentralbank wird außerdem im Allgemeinen einem radikalen Kurswechsel einer undurchsichtig operierenden Notenbank vorgezogen. Natürlich

Kommunikation in beiden Richtungen





müssen die geldpolitischen Entscheidungsträger in derartigen Situationen auch ernsthaft darüber nachdenken, ob die Vorstellungen der Märkte von einer angemessenen künftigen Geldpolitik nicht vielleicht passender sind als ihre eigenen. Genau darum geht es bei einer Kommunikation in beiden Richtungen.

### Gründe für unterschiedliche Kommunikationsstrategien

Patentlösungen gibt es keine

Zwar ist bei den Zentralbanken ein einheitlicher Trend zu mehr Transparenz in den meisten geldpolitischen Belangen festzustellen, doch es darf nicht überraschen, dass weiterhin wesentliche Unterschiede bestehen. Die Geschichte, das Zielpublikum und die wirtschaftlichen Herausforderungen sind für die jeweilige Zentralbank einzigartig und tragen zur Gestaltung der optimalen Kommunikationsstrategie bei. Patentlösungen gibt es keine.

Unterschiede:  
– Geschichte

Erstens: Für Zentralbanken mit einer langen und beständigen Wirkungsgeschichte, aus der sich das geldpolitische Rahmenkonzept und die wahrscheinliche Reaktion auf volkswirtschaftliche Ereignisse mit einiger Sicherheit ableiten lassen, dürfte eine explizite Kommunikation von weniger großer Bedeutung sein. Es lässt sich argumentieren, dass die lange Geschichte der Federal Reserve und insbesondere das Verhalten des FOMC in den letzten rund zehn Jahren umfangreiche Anhaltspunkte für die US-Geldpolitik der nächsten Zeit liefern. Die EZB als junge Institution sowie kleinere Industrieländer mit neuen Inflationszielstrategien wären dagegen aufgefordert, umfassender über ihr geldpolitisches Rahmenkonzept zu informieren.

– Zielpublikum

Zweitens: Die Art der nachgefragten Informationen ist bei jeder Zentralbank unterschiedlich. Dies ist zum Teil zielgruppenbedingt. Beispielsweise

müssen die geldpolitischen Entscheidungsträger in Ländern, in denen die Finanzmärkte bei der Transmission geldpolitischer Maßnahmen eine relativ wichtige Rolle spielen (z.B. in den USA), wohl in erster Linie sicherstellen, dass die Finanzmärkte ungehinderten Zugang zu Informationen haben, die die Preise von Vermögenswerten wesentlich beeinflussen könnten. In Ländern, in denen eher die Banken die Finanzintermediation dominieren, ist diese Art von Informationen möglicherweise weniger wichtig. Dort dürfte sich die Zentralbank vielmehr stärker der breiten Öffentlichkeit zuwenden, die sich in ihren längerfristigen Berufs-, Spar- und Investitionsentscheidungen darauf verlassen können soll, dass sich die Zentralbank der Preisstabilität verpflichtet hat.

Drittens: Länderspezifische konjunkturelle Faktoren können ebenfalls Unterschiede in der Kommunikationspraxis der Zentralbanken bedingen. Die Bank of Japan hat z.B. auf das deflationäre Umfeld reagiert, indem sie ausführlich über ihre unkonventionelle Geldpolitik informierte und sich auch vorausschauend dazu äußerte, wann von diesem Kurs wieder abgewichen werden könnte. Etwas weniger ausführlich äußerte sich auch die Federal Reserve im vergangenen Jahr zu möglichen geldpolitischen Maßnahmen im Falle einer unerwünschten Deflation. Unter wiederum anderen Umständen konzentrierte sich die Bank of England eher darauf, ihre geldpolitischen Optionen angesichts möglicherweise untragbarer Preissteigerungen beim Wohneigentum zu erläutern.

– besondere  
Umstände

#### *Herausforderungen an die Kommunikation*

In der Vergangenheit hat sich gezeigt, dass die Zentralbanken bemüht sind, ihre Kommunikationsstrategien ständig zu verbessern. Sie lernen auch gegenseitig voneinander, wie es der Trend zu Strategien mit Inflationsziel bewiesen hat, dem viele Zentralbanken weltweit gefolgt sind. Die Nutzung neuer Arten der Kommunikation und die Verbesserung bestehender Strategien bleiben die Grundlagen für weitere Fortschritte. Dies mag zwar einfach klingen, die Kommunikationsstrategien von Zentralbanken sind jedoch unterschiedlichen Sachzwängen unterworfen.

Weitere Fortschritte  
sind wichtig,  
aber ...

Selbst wenn die Zentralbanken im Prinzip bereit wären, mehr Informationen zur Verfügung zu stellen, kann es gute praktische Gründe geben, dies nicht zu tun. Abgesehen von der natürlich nicht angemessenen Veröffentlichung vertraulicher Informationen, die den zukünftigen Informationsfluss an die geldpolitischen Entscheidungsträger zum Versiegen bringen könnte, ist eine Verbesserung des Kommunikationssystems nicht gratis. Klare Kommunikation erfordert Zeit und Geld und nimmt Zentralbankressourcen in Anspruch. Eine realistische Kosten/Nutzen-Analyse könnte ergeben, dass die Veröffentlichung bestimmter Arten von Informationen einfach nicht wirtschaftlich ist. Darüber hinaus profitieren die Beratungen in den geldpolitischen Sitzungen sehr stark von den eingehenden und offenen Diskussionen. Eine zu große Transparenz, d.h. wenn die Sitzungen beispielsweise in den Medien übertragen oder die vollständigen Niederschriften sofort nach Fertigstellung verbreitet würden, könnte kontraproduktiv sein. Ähnlich könnte mehr Transparenz bezüglich der geldpolitischen Überlegungen, der Abstimmungsergebnisse etc. die Medien dazu verleiten, Meinungsunterschiede der Sitzungs-

... kostspielig ...

... und zu viel  
Offenheit könnte  
geldpolitischer  
Debatte schaden

teilnehmer übertrieben darzustellen, was wiederum den internen Diskussionen eine politische Dimension verleihen könnte. Insgesamt legen diese Erwägungen nahe, dass die Zentralbanken sorgfältig prüfen müssen, welche Informationen sie zur Verfügung stellen.

Inhärente  
Einschränkungen:

Eine weitere wichtige Frage ist, wie die Zentralbank der Öffentlichkeit die beabsichtigte Botschaft am besten vermitteln kann. Dies stellt aus verschiedenen Gründen eine Herausforderung dar. Erstens ist ein Text möglicherweise nicht präzise formuliert und kann unterschiedlich ausgelegt werden, insbesondere wenn die geldpolitischen Entscheidungsträger bestrebt sind, sich kurz zu fassen. Als Beispiel sei auf die jüngsten Änderungen des Sprachgebrauchs bei den nach FOMC-Sitzungen herausgegebenen Pressemitteilungen verwiesen. Seit Mitte 1999 veröffentlichte der Ausschuss zusammen mit dem Ziel für den Tagesgeldsatz eine Tendenzaussage („bias“), die die voraussichtlichen Zielabweichungen bis zur nächsten Sitzung des FOMC signalisierte. Die tiefere Absicht hinter der Aussage wurde von den Finanzmärkten jedoch nicht immer richtig verstanden. Deshalb ist seit Februar 2000 in der Pressemitteilung nicht mehr von einer Tendenzaussage, sondern von einem Verhältnis der Risiken („balance of risks“) die Rede. Damit soll dargelegt werden, welche Inflations- und Produktionsentwicklung der FOMC für wahrscheinlich hält, und zwar für einen Zeithorizont, der über die nächste Sitzung hinausreicht. Um die Mitteilung kurz zu halten, muss der FOMC seine Worte bei der Darlegung seiner Auffassung noch dazu sehr genau abwägen. Die Erfahrungen im Berichtszeitraum legen nahe, dass selbst geringfügige Änderungen in der Erklärung zum Verhältnis der Risiken eine heftige und bisweilen unerwünschte Reaktion der Märkte hervorrufen können. Es mag stattdessen angezeigt scheinen, eine längere Erklärung abzugeben, die ausführlicher darauf eingeht, unter welchen Bedingungen bestimmte geldpolitische Maßnahmen getroffen würden, doch diese würde zwangsläufig zeitlich verzögert, also nicht unmittelbar nach der FOMC-Sitzung veröffentlicht werden. Zudem könnte sie die Reagibilität der Märkte gegenüber sich abzeichnenden wirtschaftlichen Entwicklungen unangemessen verstärken.

– Sprachgebrauch

– Schwierigkeit der  
Einbeziehung  
sämtlicher  
denkbaren Szenarien

Zweitens bemühen sich die Zentralbanken zwar um Klarheit und Berechenbarkeit unter normalen Umständen, doch dürften sie es weder als machbar noch als wünschenswert erachten, sämtliche denkbaren Szenarien und ihre etwaigen Reaktionen darauf zu beschreiben. Denn zum einen sind die Ereignisse im Voraus nie genau abzuschätzen, zum anderen wollen die Zentralbanken vermeiden, dass die Erörterung extremer Szenarien die Öffentlichkeit unangemessen beeinflussen und an den Finanzmärkten für Unruhe sorgen könnte. Hinzu kommt wohl, dass die Öffentlichkeit nicht unbedingt willens bzw. fähig ist, komplexe Analysen und umfassende geldpolitische Informationen in vollem Umfang zu verarbeiten.

– möglicher  
Glaubwürdigkeits-  
konflikt

Drittens stellt sich, da ein zentrales Element einer Kommunikationsstrategie die Glaubwürdigkeit ist, eine ironische Frage: Können Zentralbanken zu viel Glaubwürdigkeit haben? Erfolg kann für eine Zentralbank auch zum Problem werden: Ist sie zu glaubwürdig, misst die Öffentlichkeit den geldpolitischen Stellungnahmen vielleicht mehr Bedeutung bei, als von der Zentralbank beabsichtigt. Dies ist möglicherweise insbesondere dann relevant, wenn

sich die geldpolitischen Entscheidungsträger zu wenig wahrscheinlichen Szenarien äußern, die dann in der Öffentlichkeit unverhältnismäßig aufgebauscht werden. Dann könnte mit zu vielen Informationen letztlich die Glaubwürdigkeit der Zentralbank beeinträchtigt werden. Ein anderes Beispiel wäre, dass die Märkte die Einschätzungen der Zentralbank über die notwendige zukünftige Entwicklung der Geldpolitik einfach übernehmen. Dies könnte die oben angesprochene beidseitige Kommunikation aushebeln.

Der Nutzen einer verbesserten Kommunikation kann beträchtlich sein, doch die Erfahrung zeigt, dass er sich eher mit behutsamen und vorsichtigen Schritten als im Schnellgang verwirklichen lässt.