

Sperrfrist: 24. Mai 2007, 18:15 Uhr

Kommunikation, Transparenz und Geldpolitik*

Thomas J. Jordan
Mitglied des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank

Vereinigung Basler Ökonomen
Kollegienhaus der Universität, Petersplatz 1, 4002 Basel

* Der Referent dankt Dr. Enzo Rossi von der Organisationseinheit Forschung der Schweizerischen Nationalbank für die hervorragende Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Vortrages. Wertvolle Hinweise hat der Referent auch von Dr. Marlene Amstad, Nicole Brändle, Dr. Michel Peytrignet, Dr. Marcel Savioz und Werner Abegg erhalten.

1. Einleitung

Ich freue mich ganz besonders, den Abend mit Ihnen hier in Basel zu verbringen. Basel ist in Zentralbankkreisen ein besonderer Begriff. Notenbanker treffen sich regelmässig in Basel bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), der Bank der Zentralbanken. Diese Treffen finden indessen hinter verschlossenen Türen statt. Ich möchte heute Abend die Türen der Zentralbankwelt öffnen und über ihre Kommunikation und Transparenz sprechen.

Hätte ich dieses Thema vor zwanzig Jahren gewählt, wäre mein Auftritt kurz gewesen. Damals gaben sich die meisten Notenbanker geheimnisvoll und zugeknöpft. Weder erklärten sie ihre Ziele und Strategien, noch informierten sie über ihre Politikinstrumente. „Sag' möglichst wenig und sei unklar“, lautete die Losung. Ein bekanntes populärwissenschaftliches Buch, das sich von der mystisch-mysteriösen Aura des amerikanischen Zentralbanksystems Fed inspirieren liess, trug den Titel „The Secrets of the Temple“.¹ Ein Argument für die damalige Praxis war, dass Intransparenz die Zentralbanken vor politischen Druckversuchen zu einer Lockerung der Geldpolitik schützen könne. Eine andere Begründung war, dass man durch Überraschungen der Märkte eine grössere Wirkung erzielen könne.

Bezeichnend für die damaligen Zustände ist ein Brief Milton Friedmans an Stanley Fischer. Darin ging Friedman mit den Notenbankvertretern scharf ins Gericht. Er meinte: „...by far and away the two most important variables in their loss function are avoiding accountability on the one hand and achieve public prestige on the other.“² Friedmans Weggefährte, Karl Brunner, kritisierte das „Central Banking“ als eine esoterische Kunst, die der eingeweihten Elite vorbehalten sei. Es gelinge ihren Vertretern nicht, sich in deutlichen und verständlichen Worten auszudrücken.³ Andere kritisierten z. B. die Intransparenz des Fed aus moralischen Überlegungen.⁴ Dennoch entschied ein amerikanisches Gericht 1981 gegen die Herausgabe der „policy directive“ und der Sitzungsprotokolle. Das für die Geldpolitik zuständige Federal Open Market Committee (FOMC) hatte sich gegen eine Klage erfolgreich zur Wehr gesetzt. Zu Recht, mögen Sie einwenden. So lehrt uns doch die Volksweisheit: „Reden ist Silber, Schweigen ist Gold“.

¹ Vgl. Greider (1987).

² Vgl. Fischer (1990, Fn. 52, S. 1181).

³ Vgl. Brunner (1981).

⁴ Vgl. Mayer (1987, S. 16).

Die Dinge änderten sich allerdings in den 1990er-Jahren. Die Tore des Tempels öffneten sich allmählich. Zahlreiche Notenbanken überarbeiteten ihre Kommunikationspolitik grundlegend. Es zeigte sich ein Trend zu grösserer Transparenz in den geldpolitischen Zielen, Strategien und den Hintergründen der geldpolitischen Entscheidungen. Mittlerweile besteht weitgehend Einigkeit über die Bedeutung einer aktiven Kommunikation. Sie ist zu einem zentralen Instrument der Geldpolitik geworden.

Im Gegensatz zur Volksweisheit und den meisten Notenbanken pflegte die Nationalbank bereits früh einen bemerkenswert offenen Dialog mit dem Publikum und den Märkten. Ihre Vertreter waren sich bewusst, dass Geldpolitik in einer kleinen und sehr offenen Volkswirtschaft ohne systematische Kommunikationsarbeit letztlich nicht effizient zu führen ist. So begann die SNB mit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen im Jahre 1973, die Öffentlichkeit regelmässig und systematisch über ihre Geldpolitik zu informieren. Jahresziele für das Geldmengenwachstum lösten den Anker ab, den der fixe Wechselkurs in der Bretton-Woods Periode dargestellt hatte. Die Geldmengenziele waren zu erläutern, was die Transparenz der Geldpolitik erhöhte. Ein weiterer und markanter Schritt in Richtung mehr Transparenz erfolgte dann mit dem neuen geldpolitischen Konzept Ende 1999, in dessen Zentrum eine Inflationsprognose steht. Wie früher die Geldmengenziele sind auch die Inflationsprognosen zu kommentieren und darauf abgestützte Entscheidungen zu begründen.

Welches sind die Gründe, die für eine möglichst breite Information der Öffentlichkeit sprechen? Dieser Frage werde ich zuerst nachgehen. Dann wende ich mich den Kommunikationsinstrumenten der SNB zu. Insbesondere werde ich auf die unterschiedlichen Annahmen eingehen, die den Inflationsprognosen zugrunde gelegt werden können. Beeinflusst die SNB die Markterwartungen? Diese Frage werde ich als nächstes beantworten. Anschliessend werde ich kurz auf bestimmte Grenzen der Kommunikation und Transparenz eingehen. Mit einigen Schlussfolgerungen möchte ich meinen Vortrag beenden.

2. Warum kommunizieren Zentralbanken?

Die Wissenschaft und die Zentralbanken sind sich heute weitgehend einig: Kommunikation ist ein wirkungsvolles Mittel zur Erhöhung der Transparenz. Transparenz gewährleistet einerseits, dass der Analyserahmen und die Absichten einer Zentralbank verständlich werden. An-

dererseits ist sie eine Voraussetzung dafür, dass die Zentralbank Rechenschaft über ihre Tätigkeit ablegen kann.

Die Rechenschaftspflicht gegenüber der Öffentlichkeit ist ein wichtiges demokratisches Prinzip. Die meisten Zentralbanken sind heute vor politischen Übergriffen gesetzlich geschützt. Als Gegenstück zu ihrer Unabhängigkeit müssen sie aber ihr Handeln begründen und rechtfertigen. Art. 7, Abs. 3 des neuen Nationalbankgesetzes schreibt der Nationalbank vor, die Öffentlichkeit regelmässig über die Geldpolitik zu orientieren und ihre geldpolitischen Absichten bekannt zu machen. Damit nahm das Nationalbankgesetz auf, was die SNB schon jahrelang aus eigenem Antrieb praktiziert hatte.

Welche Bedeutung hat Transparenz für die Geldpolitik? Zum einen erhöht sie die Glaubwürdigkeit einer Zentralbank. Eine hohe Glaubwürdigkeit ist ihr wichtigstes „Kapital“. Sie widerspiegelt sich in tiefen und konstanten Inflationserwartungen. Glaubwürdig wird eine Notenbank in erster Linie durch ihre Handlungen. Kommunikation allein führt nicht zum Ziel; die Zentralbank muss auch danach handeln. Kommunikation trägt in diesem Sinne Züge eines „Commitment“. Indem die Zentralbank ihre geldpolitischen Ziele offen legt, können diese überprüft werden. Dadurch engt sie ihren Handlungsspielraum für einen missbräuchlichen Einsatz der Geldpolitik ein.

Zum anderen erleichtert Transparenz die Führung der Geldpolitik. Es ist unbestritten, dass die Geldpolitik die Volkswirtschaft vor allem über Erwartungen beeinflusst. Zentralbanken können nur die sehr kurzfristigen Zinssätze direkt kontrollieren. Beispielsweise beeinflussen wir direkt nur die Zinssätze für kurzfristige Repo-Geschäfte, die wir mit den Banken abschliessen. Mit diesen Geschäften steuern wir indirekt den Dreimonats-Libor, für den das Direktorium ein Zielband vorgibt. Das aktuelle Niveau dieses Zinssatzes ist allerdings für das Verhalten der Wirtschaftsakteure nur beschränkt wichtig. Für deren Entscheidungen sind vielmehr die Erwartungen über die zukünftigen Kurzfristzinsen und somit die Form der gesamten Zinskurve ausschlaggebend. Transparenz und aktive Kommunikation beeinflussen die Erwartungen über die zukünftigen geldpolitischen Entscheidungen. Es kommt zu einer rascheren und genaueren Übertragung geldpolitischer Impulse auf die Wirtschaft. Die Geldpolitik wird effizienter.⁵

⁵ Vgl. Blinder, Goodhart, Hildebrand, Lipton und Wyplosz (2001).

Ausgehend von dieser allgemein positiven Einschätzung der Transparenz könnte man den Schluss ziehen, eine Zentralbank sollte möglichst alle ihre Informationen an die Öffentlichkeit weitergeben. Bestätigt die sehr umfangreiche theoretische und empirische Literatur über den volkswirtschaftlichen Nutzen der Transparenz in der Geldpolitik diese Auffassung? Die theoretischen Forschungsergebnisse lassen diesen Schluss nicht ohne weiteres zu. Sie sind uneinheitlich. Insbesondere hängen sie stark davon ab, wie Transparenz definiert wird und welches ökonomische Modell verwendet wird.⁶ In der Regel setzen Forscher Transparenz mit dem Abbau von Informationsasymmetrien gleich. Transparenz ist aber vielschichtig. Die verschiedenen Aspekte und Modellierungen der Transparenz sowie die unterschiedlichen ökonomischen Ansätze, die den Untersuchungen zugrunde liegen, erklären, weshalb die theoretischen Ergebnisse teilweise widersprüchlich sind. In jüngeren Beiträgen scheinen zwar die Vorteile einer höheren Transparenz zu überwiegen. Erhöhte Transparenz ist aber nicht unter allen Umständen von Nutzen.

Die empirischen Ergebnisse scheinen die Auffassung, wonach Transparenz grundsätzlich positiv ist, zu bestätigen. Transparenz steigert die Vorausehbarkeit der Geldpolitik, verringert die Volatilität von Output und Inflation sowie reduziert die Sacrifice Ratios, d. h. die Output- und Beschäftigungsverluste bei einer Desinflation. Allerdings deuten auch die empirischen Ergebnisse darauf hin, dass mehr Transparenz nicht in jedem Fall besser ist. Allgemeine Schlüsse über den optimalen Umfang an Informationen, den eine Zentralbank offen legen soll, lassen sich nicht ziehen. Insgesamt geben sowohl die theoretischen als auch die empirischen Studien nur beschränkt Hinweise darauf, wie eine Zentralbank ihre Kommunikation am besten gestalten sollte. Dies zwingt sie, bei der Festlegung ihrer Kommunikationsstrategie die bestehenden institutionellen Rahmenbedingungen zu berücksichtigen.

3. Wie kommunizieren wir?

Die SNB blickt bereits auf über 30 Jahre aktive Kommunikation mit den Märkten und der Bevölkerung zurück. 1974 führte sie ihr erstes Pressegespräch durch. In der Folge hielt sie sich für Medienanlässe meist an einen halbjährlichen Rhythmus. Anfang der 80er-Jahre liess sich das Nationalbank-Direktorium vom Grundprinzip einer grösstmöglichen Offenheit leiten, was

⁶ Vgl. Jordan und Rossi (2007).

für jene Zeit und besonders für eine Notenbank bemerkenswert fortschrittlich war. Von diesem Prinzip rückte die SNB nicht mehr ab. Ausmass und Detaillierungsgrad der geldpolitischen Kommunikation änderten sich indessen mit der Zeit deutlich. Dabei ist die SNB immer pragmatisch vorgegangen und hat sich nicht von dogmatischen Vorstellungen leiten lassen. Wie informieren wir heute die Öffentlichkeit und die Märkte über unsere Ziele, Strategie, Wirtschaftsaussichten und kurzfristigen Absichten?

Unsere Ziele, unser Konzept, Instrumentarium sowie den Analyserahmen haben wir ausführlich dokumentiert. Anpassungen und Änderungen werden der Öffentlichkeit regelmässig erläutert. Für die Kommunikation unserer kurzfristigen Absichten sind vor allem die Pressegespräche und Medienmitteilungen zu den vierteljährlichen Lagebeurteilungen zu nennen. Diese beschreiben unser Szenario für die Weltwirtschaft, das der Inflationsprognose zugrunde liegt. Sie vermitteln unsere Einschätzung über die gegenwärtige und zukünftige Konjunktur in der Schweiz. In der Medienmitteilung erläutern wir ausführlich die Inflationsprognose sowie die bestehenden Risiken. Grossen Wert legen wir auf die Begründung des geldpolitischen Entscheides. Mit der Publikation einer detaillierten Medienmitteilung unmittelbar nach unserer Lagebeurteilung können wir Missverständnisse über die Hintergründe unserer Entscheide vermeiden.

Den Pressegesprächen und Medienmitteilungen folgen umfassende Ausführungen im Bericht über die Geldpolitik. Ferner legen wir jährlich einen formellen Rechenschaftsbericht über die Erfüllung unseres gesetzlichen Auftrags zuhanden des Parlaments vor, und der Präsident des Direktoriums legt periodisch Rechenschaft vor den parlamentarischen Kommissionen ab. Zwei weitere Kommunikationsinstrumente, durch die wir unsere aktuelle Sicht vermitteln, sind regelmässige Interviews und öffentliche Auftritte.

Sind wir auf dem richtigen Weg? Um diese Frage zu beantworten, werde ich ein paar zentrale Aspekte unserer Kommunikationsstrategie näher beleuchten. Ein Hauptinstrument sind die Inflationsprognosen. Diesen sind meine nächsten Ausführungen gewidmet.

4. Inflationsprognosen

Geldpolitik wirkt erst mit einer langen Verzögerung. Zentralbanken müssen daher vor allem die künftige Inflation bei ihren Entscheidungen im Blick haben. Inflationsprognosen scheinen daher ein geeignetes Instrument für eine wirksame Kommunikation zu sein. Kritisch ist

indessen die Annahme über die zukünftige Geldpolitik. Zurzeit werden drei Varianten in der Wissenschaft und in der Praxis intensiv erörtert. Die erste geht von einer während des Prognosehorizonts unveränderten Geldpolitik aus. Bei der zweiten Variante wird der zinspolitische Pfad durch die Markterwartungen vorgegeben. Die dritte Variante beruht auf den Zinsprognosen der Zentralbank. Ich fasse im Folgenden meine Meinung zu dieser Diskussion zusammen.

Mit dem Wechsel von der Geldmengensteuerung zu einem geldpolitischen Konzept, in dessen Vordergrund eine Inflationsprognose steht, entschied sich die Nationalbank Ende 1999 für die erste Variante. Unsere Prognosen für die Entwicklung der Inflation in den folgenden drei Jahren werden seitdem unter der Annahme erstellt, der Referenzzinssatz bleibe während des Prognosezeitraumes konstant. In der Fachsprache werden sie als „bedingte“ Prognosen bezeichnet. Der grosse Vorteil einer Fixzinsannahme liegt in ihrer Einfachheit und der klaren Interpretation der Prognosen. Da sie auf dem Referenzzinssatz nach dem geldpolitischen Entscheid beruhen, enthalten sie Information über den zukünftigen Handlungsbedarf. Eine Abweichung der Prognose vom Bereich der Preisstabilität weist daher auf entsprechende Zinsschritte in der Zukunft hin. Ein weiterer Vorteil ist, dass sich die Entscheidungsträger nur über die aktuelle Geldpolitik einigen müssen und nicht über einen Pfad von zukünftigen Entscheidungen. Aus dieser Art von Prognose lässt sich auch keine Verpflichtung zu einem spezifischen geldpolitischen Kurs folgern.

Trotz ihrer Vorteile ist es unbestritten, dass diese Methode auch Nachteile hat. Kritiker weisen darauf hin, dass die Fixzinsannahme zu einer unrealistischen Prognose führe. Ferner könne es bei Simulationen mit Makromodellen zu Inkonsistenzen kommen, weil die Prognose nicht dem historischen Verhalten der Geldpolitiker entspreche.

Die Europäische Zentralbank und die Bank of England stützen sich vor allem auf die zweite Alternative - die Zinserwartungen im Markt. Sie weist einige Vorteile gegenüber der Festzinsannahme auf. Auch hier umgeht das geldpolitische Entscheidungsgremium die Schwierigkeiten, sich auf einen künftigen Zinspfad zu einigen und zu verpflichten. Doch im Gegensatz zur Festzinsprognose können die Zinsen über den Prognosehorizont gemäss der Marktsicht variieren. Stimmen die Markterwartungen mit der zukünftigen Geldpolitik überein, ist die Inflationsprognose realistischer als bei der Festzinsannahme.

Auf den ersten Blick scheint diese Methode nur Vorteile zu haben. Auf den zweiten Blick weist sie aber gewichtige Nachteile auf. Erstens ist die genaue Berechnung der Zinserwar-

tungen des Marktes äusserst komplex. Zweitens sind die Markterwartungen volatil. Inflationsprognosen, die auf Marktzinserwartungen beruhen, verlieren rasch an Gültigkeit. Drittens sind die so erzeugten Prognosen oft schwierig zu interpretieren. Was bedeutet es z. B., wenn die Inflationsprognose eine Verletzung der Preisstabilität in der längeren Frist andeutet? Sind die Markterwartungen falsch? Wurden sie durch die Zentralbank falsch geschätzt? Weichen die Prognosemodelle der Zentralbank von denen des Privatsektors ab? Oder verfolgt die Zentralbank eine falsche Politik? Interpretationsprobleme sind der Transparenz der Geldpolitik abträglich.

Wenden wir uns der dritten Variante zu, der Zinsprognose der Zentralbank. Neuseeland, Norwegen und Schweden stützen sich auf diese Methode, bei der die Notenbank explizit ankündigt, wie sie den zukünftigen Zinspfad sieht. Dieser Ansatz zeichnet sich durch die höchste Transparenz aus. Die Erwartungen der Öffentlichkeit über die zukünftige Geldpolitik können dadurch besser gesteuert werden.

Die Nachteile dieser Methode wiegen jedoch schwer. Erstens erschwert sie unnötigerweise die Entscheidungsfindung in einem Komitee, da eine Einigung über den mutmasslichen Zinspfad gefunden werden muss. Zweitens kann die Glaubwürdigkeit einer Zentralbank beeinträchtigt werden, wenn die Markterwartungen nicht systematisch gegen die Zinsprognosen der Notenbank konvergieren. Dieses Problem verschärft sich, wenn die Regierung ebenfalls Zinsprognosen publiziert, die von denen der Zentralbank abweichen. Drittens können Schwierigkeiten entstehen, wenn die Öffentlichkeit die Prognose als Garantie für zukünftige Zinsschritte auffasst. Anpassungen des prognostizierten geldpolitischen Kurses können als Wortbruch oder als Eingeständnis früherer Fehleinschätzungen ausgelegt werden. Solche Diskussionen können die Flexibilität der geldpolitischen Entscheidungsträger einschränken. Zudem können solche expliziten Zinsprognosen einer Zentralbank auch die Problematik der sog. Carry Trades besonders verschärfen.

Wir waren uns von Anfang an der Problematik der Festzinsannahme bewusst. Wie die Diskussion zeigt, stellen die anderen zwei Verfahren ebenfalls keine vollständig überzeugenden Alternativen dar. Deren Vorteile müssten durch andere Nachteile erkaufte werden. Für uns besteht daher zurzeit kein Grund, von der Festzinsannahme abzuweichen. Die so erstellten Inflationsprognosen bleiben ein Schlüsselement unserer Kommunikationsstrategie. Sie haben der Öffentlichkeit geholfen, unser Denken und Verhalten richtig einzuordnen. Wir haben gleich zu Beginn klar gemacht, dass es sich um „bedingte“ Prognosen handelt, die nicht mit

Institutsprognosen zu vergleichen sind. Die Märkte und das Publikum haben verstanden, dass die Fixierung des Dreimonats-Libors auf dem gegenwärtigen Niveau kaum dem entspricht, was wir in den nächsten drei Jahren festlegen werden oder glauben, festlegen zu müssen. Dennoch ist die Botschaft einer Inflationsprognose unmissverständlich: Weicht sie von der Preisstabilität ab, drängt sich eine Überprüfung der Geldpolitik auf. Damit liefern unsere Inflationsprognosen qualitativ eine ähnliche Information wie die Publikation eines Zinspfades, ohne aber die zukünftigen Zinsschritte genau datieren und quantifizieren zu müssen.

5. Markterwartungen und -überraschungen

Eine effiziente Kommunikation besteht darin, unser Wissen über die Entwicklung der Volkswirtschaft sowie unsere Reaktionen darauf mit der Öffentlichkeit regelmässig zu teilen. Kenntnisse unserer Denkweise und der ökonomischen Daten, die unseren Entscheidungen zugrunde liegen, sollten der Öffentlichkeit helfen, unsere Geldpolitik möglichst gut vorherzusehen und sich darauf einzustellen. Die ausführlichen Analysen, die wir im Anschluss an eine Zinsentscheidung publizieren, stellen für die Märkte eine nützliche Quelle an Informationen dar, auch wenn sie keine Kodeworte oder explizite Hinweise auf den zukünftigen Zinspfad enthalten. Wichtig scheint mir, dass die Märkte eine gute Vorstellung darüber haben, wie wir auf neue Daten reagieren. Verstehen sie dies, sind in der Regel weniger und kleinere Zinsschritte nötig. Es ist bezeichnend, dass wir die Zinsen im internationalen Vergleich wenig ändern mussten.

Zukünftige Zinsentscheidungen hängen aber teilweise auch von Informationen ab, die uns im Moment noch fehlen. Sie sind daher nicht genau voraussehbar. Intensive Kommunikation und grösstmögliche Transparenz können nicht verhindern, dass der Markt künftige Entwicklungen zeitweilig anders sieht als wir. Beispielsweise könnten wir neue Informationen über den Zustand der Wirtschaft anders interpretieren. In solchen Fällen kommen wir um eine Richtigstellung nicht umhin. Es kommt zu einer Überraschung. Ein Beispiel ist die ausserordentliche Lagebeurteilung vom 6. März 2003. Damals bestand ein gewisses Deflationsrisiko und der Franken neigte zur Stärke. Der Dreimonats-Libor wurde um 50 Basispunkte auf nur noch 0,25% gesenkt. Zeitpunkt und Ausmass dieser Zinssenkung haben die Marktteilnehmer - gemessen an den Futurespreisen für den Dreimonats-Libor - stark überrascht. Dieser Schritt

erwies sich im Nachhinein als sehr wirksam. Der Franken schwächte sich ab. Trotz einer relativ bescheidenen Zinssenkung wurden die monetären Rahmenbedingungen deutlich expansiver.

Eine transparente Geldpolitik schliesst gelegentliche Überraschungen nicht vollständig aus, sofern sie sich relativ selten ereignen und für die Öffentlichkeit nachvollziehbar sind. Regelmässige Kommunikation sollte die Entstehung grosser Fehlbeurteilungen durch die Marktteilnehmer jedoch weitgehend verhindern. Wie sieht unsere Erfahrung in diesem Bereich aus? Anhand der Futurespreise für den Dreimonats-Libor zeigt eine neuere Untersuchung der SNB, dass die Marktteilnehmer die Geldpolitik der SNB seit Einführung des neuen Konzepts gut voraussehen konnten.⁷

Diese Studie legt auch nahe, dass die Voraussehbarkeit und Nachvollziehbarkeit der Zinsentscheidungen an den Lagebeurteilungen nicht zuletzt das Ergebnis intensiver und gezielter Kommunikation zwischen den Lagebeurteilungen sein kann. So hat das Direktorium von 2000 bis 2005 rund 180 Interviews gegeben und 150 Reden gehalten. Über diese Kommunikationskanäle wurden laufend neue Informationen an die Öffentlichkeit weitergegeben. Die Erwartungen des Publikums über die künftige Geldpolitik passten sich graduell an. Reden und Interviews erlauben es, die Marktteilnehmer in kürzeren Abständen zu informieren. In diesem Sinne können sie als zusätzliche, flexible Politikinstrumente angesehen werden. Dies dürfte teilweise erklären, weshalb grössere Überraschungen an den Lagebeurteilungen ausblieben. Verschiedene Studien zeigen, dass Reden und Interviews von Zentralbankvertretern die Finanzmärkte nicht überall gleich beeinflussen. Dies bestätigt die Auffassung, dass effektive Kommunikation stark von den kulturellen, historischen und institutionellen Besonderheiten eines Landes abhängt.

6. Grenzen der Transparenz

Die Erfahrung zeigt, dass sich Transparenz und offene, ehrliche Kommunikation bewähren. Gleichzeitig deuten Untersuchungen darauf hin, dass mehr Information nicht unbedingt besser ist. Es stellt sich daher generell die Frage, ob es Grenzen der Transparenz gibt. In diesem Zusammenhang wird heute vor allem diskutiert, wie transparent oder explizit die

⁷ Vgl. Rinaldo und Rossi (2007).

Zentralbanken bei der Ausformulierung ihrer Ziele sein sollten und ob sie ihre Sitzungsprotokolle veröffentlichen sollten.

Für mich steht fest, dass die Bekanntgabe eines klaren geldpolitischen Ziels von grösstem Nutzen ist. Gemäss Art. 5, Abs. 1 des Nationalbankgesetzes muss die Nationalbank die Preisstabilität gewährleisten. Preisstabilität ist ein allgemeiner Begriff. Wir haben ihn daher präzisiert. Preisstabilität bedeutet für uns eine Inflationsrate, gemessen am Landesindex der Konsumentenpreise, von weniger als 2% pro Jahr. Mit dieser Präzisierung schaffen wir Sicherheit für die langfristige Planung von Investitionen und Ersparnissen und Klarheit für die Interpretation unserer geldpolitischen Entscheidungen.

Nun gibt es Vorschläge, bei der Transparenz über die Ziele einer Zentralbank noch deutlich weiter zu gehen, beispielsweise durch die Publikation einer expliziten Zielfunktion. In der modernen Literatur besteht die typische Zielfunktion einer Zentralbank aus zwei Argumenten, einer Inflationslücke und einer Outputlücke. Diese Argumente werden gemäss ihrer relativen Bedeutung gewichtet. Wird die Zielfunktion veröffentlicht, dann muss konsequenterweise auch das Gewicht der beiden Argumente angegeben werden, das so genannte Lambda.⁸ Hilft die Ankündigung einer solchen Zielfunktion, das Mandat der Zentralbank besser zu erfüllen, oder gibt es Gründe, die dagegen sprechen?

Wie die Veröffentlichung einer Zinsprognose birgt auch die Veröffentlichung einer Zielfunktion Gefahren für eine effiziente Kommunikation. Eine Einigung über die Zielfunktion innerhalb des Entscheidungsgremiums zu erzielen, dürfte noch schwieriger sein als über den zukünftigen Zinspfad. Schwierig dürfte bereits die Quantifizierung des Lambdas für eine einzige Person sein, da es zumal auch über die Zeit variieren kann. Fraglich ist auch, wie gross der Nutzen für die Öffentlichkeit ist und wie die Veröffentlichung dieser Zielfunktion zur Beurteilung der aktuellen Geldpolitik herangezogen werden soll. Zumindest aus heutiger Sicht drängt sich diese Art von Transparenz kaum auf.

Um unser Denken bei der Festlegung der Zinsen noch transparenter zu machen, könnten wir die Protokolle unserer geldpolitischen Lagebeurteilungen veröffentlichen. Einige Zentralbanken publizieren jeweils redigierte Protokolle einige Wochen nach ihren Ratssitzungen. Die Vorteilhaftigkeit der Publikation von Protokollen hängt aber sehr stark vom institutionellen Rahmen ab. In einem kleinen Gremium wie dem SNB Direktorium, das zudem traditionell im

⁸ Vgl. Svensson (2005).

Konsens entscheidet, bringt die Publikation von Protokollen wenig. Im Gegenteil: Die Publikation von Protokollen würde den freien und mitunter kontroversen Meinungs austausch behindern. Die relevanten Diskussionen würden ausserhalb der eigentlichen Lagebeurteilungen geführt. Die angestrebte Erhöhung der Transparenz würde genau das Gegenteil bewirken. Im Fall der SNB sehe ich daher kaum Vorteile einer Publikation von Protokollen.

7. Schlussfolgerungen

Lassen Sie mich nun einige Schlussfolgerungen ziehen. Die Öffentlichkeit stellt hohe Anforderungen an die Transparenz und Kommunikation der Geldpolitik. Dies zwingt die Zentralbank, die angekündigte Politik durchzuführen und allfällige Abweichungen davon gut zu begründen. Zentralbanken sind aber auch selbst daran interessiert, dass sich ihre Einschätzungen mit denen der Öffentlichkeit decken. Werden die Absichten und Aktionen der Zentralbank verstanden, lassen sich die Erwartungen über die zukünftige Geldpolitik besser steuern. Können die Bewegungen der kurzfristigen Zinsen besser vorhergesehen werden, wird ihr Einfluss auf die ökonomisch wichtigeren langfristigen Sätze erhöht. Eine effizientere Geldpolitik und eine glaubwürdige Rechenschaftsablage stärken letztlich die Unabhängigkeit einer Zentralbank.

Der Wandel in der Kommunikations- und Transparenzpolitik der Zentralbanken in den vergangenen zwanzig Jahren wird gelegentlich mit einer Revolution gleichgesetzt. Die Erfahrungen waren durchaus positiv. Zentralbanken konnten dank Transparenz und guter Kommunikation ihre Glaubwürdigkeit festigen und die Inflationserwartungen verankern. Dies half mit, die Qualität der Geldpolitik allgemein zu verbessern.

Der weltweite Trend zu mehr Transparenz und Kommunikation dürfte anhalten. Dabei können sich die Anforderungen an die Kommunikation bzw. Transparenz über die Zeit ändern. Was heute wichtig erscheint, kann morgen als ein Hindernis für eine effiziente Geldpolitik angesehen werden. Was heute als nebensächlich gilt, kann sich morgen als zentral herausstellen. Auch können Änderungen am geldpolitischen Konzept und dem Analyserahmen eine flexible Anpassung der Kommunikation bedingen.

Für mich steht fest, dass auch Transparenz und Kommunikation sich dem Gesetz des abnehmenden Grenznutzens nicht entziehen können. Mehr Offenheit bedeutet nicht zwangsläufig eine Verbesserung: Zu viel Information kann zu Verwirrung und zu unerwünschten Reaktio-

nen auf den Märkten führen. Zentralbanken müssen daher bei Änderungen ihrer Kommunikationsstrategie sorgfältig prüfen, ob sie tatsächlich die Effizienz der Geldpolitik verbessern oder die Rechenschaftsablage erhöhen. Blindes Mitmachen von Modewellen ohne ersichtliche und deutliche Vorteile scheint mir gefährlich zu sein. Unbedachte Neuerungen können sich später leicht als Bumerang erweisen. Kommunikation und Transparenz haben keinen Selbstzweck. Was letztlich zählt, ist die geldpolitische Zielerfüllung.

Zentralbanken können aufgrund historisch-kultureller und institutioneller Unterschiede verschiedene Strategien für ihre Kommunikation und Transparenz wählen. Es gibt kein „one size fits all“. Ich bin überzeugt, dass unsere Kommunikationspolitik einen wesentlichen Beitrag zu einer effektiven und glaubwürdigen Geldpolitik leistet. Wir setzen alles daran, uns möglichst deutlich und verständlich auszudrücken und Konfusion zu vermeiden. Allerdings wird es immer wieder Optimierungspotenzial geben. Dieses werden wir pragmatisch ausschöpfen. Die von Karl Brunner kritisierte Esoterik des „Central Banking“ dürfte für die schweizerische Geldpolitik kaum zutreffen.

Ich danke Ihnen für Ihre Aufmerksamkeit.

Zitierte Literatur

- Blinder, Alan, Charles Goodhart, Philippe Hildebrand, David Lipton and Charles Wyplosz. 2001. *How Do Central Banks Talk?* Geneva Reports on the World Economy, vol. 3. Geneva: International Center for Monetary and Banking Studies. London: Centre for Economic Policy Research.
- Brunner, Karl. 1981. The Art of Central Banking. Center for Research in Government Policy and Business working paper GPB 81-6, Graduate School of Management, University of Rochester.
- Fischer, Stanley. 1990. Rules versus Discretion in Monetary Policy. In *Handbook of Monetary Economics*, Volume II, B.M. Friedman and F.H. Hahn Ed., ch. 21, 1155-1184.
- Greider, William. 1987. *The Secrets of the Temple*. Touchstone: New York.
- Jordan, Thomas J. and Enzo Rossi. 2007. Communication in Monetary Policy: Experiences of the Swiss National Bank. Mimeo, Swiss National Bank.
- Mayer, Thomas. 1987. Disclosing Monetary Policy. Monograph Series in Finance and Economics. Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions, New York University.
- Rinaldo, Angelo and Enzo Rossi. 2007. The reaction of financial assets to Swiss National Bank communication. Mimeo, Swiss National Bank.
- Svensson, Lars E.O. 2005. Optimal Inflation Targeting: Further Developments of Inflation Targeting. Paper presented at Sveriges Riskbank conference, *Inflation Targeting: Implementation, Communication, and Effectiveness*, Stockholm, June.