

Hendrik Hüning

## Herausforderungen der geldpolitischen Kommunikation

Seit die weltweit wichtigsten Zentralbanken ihren Leitzins an die nominelle Grenze von Null geführt haben und auch der Spielraum unkonventioneller Maßnahmen wie massive Wertpapierankäufe nahezu ausgereizt wurde, kommt der geldpolitischen Kommunikation unfreiwillig die wichtigste Rolle in der geldpolitischen Beeinflussung der Märkte zu. Wie sollte ein optimales Kommunikationsdesign aussehen? Der Autor analysiert in diesem Beitrag, welche Aspekte es berücksichtigen muss und welche Grenzen diesem Instrument gesetzt sind.

Am 16.12.2015 war es soweit: Die US-Zentralbank hat erfolgreich die Zinswende eingeleitet. Anders als vielleicht vorher zu vermuten war, verlief diese Entscheidung ohne stärkere Verwerfungen an den Finanzmärkten. Dies ist nicht zuletzt einer ausgeprägten Kommunikation der Fed (Federal Reserve Bank) zu verdanken, die die Märkte praktisch das gesamte Jahr 2015 auf diese erste Zinsanhebung seit Ausbruch der Krise vorbereitete. Die geldpolitische Kommunikation ist aber nicht nur während und jetzt am Ende der Krise von entscheidender Bedeutung. Um allzu schockartige und liquiditätsgetriebene Reaktionen zu vermeiden, insbesondere Kapitalflucht aus den Schwellenländern, wird eine geeignete Kommunikation der Fed auch 2016 essenziell sein. Schon jetzt wird an den Finanzmärkten über die Zahl der 2016 erfolgenden Zinsschritte spekuliert.

Auch wenn die Kommunikation in der jüngsten Krise zum wichtigsten Instrument der Zentralbanken geworden ist, stieg ihre Bedeutung bereits vor etwa 20 Jahren, als viele der größten und wichtigsten Zentralbanken weltweit begannen, ihre geldpolitischen Entscheidungen offen zu kommunizieren und zu begründen. Zuvor mussten die Finanzmarktteilnehmer die Änderungen in der geldpolitischen Haltung indirekt über die Höhe der durchgeführten Offenmarktgeschäfte ableiten. Dieser Wandel zu einer offenen und transparenten Zentralbank geht mit der Überzeugung einher, dass eine größere Transparenz wichtig ist, um die geldpolitischen Entscheidungen gegenüber der Öffentlichkeit zu rechtfertigen und auf diese Weise ihre demokratische Legitimation und Verantwortlichkeit zu stärken und letztlich ihre Glaubwürdigkeit zu erhöhen.<sup>1</sup>

Während am Anfang dieses Wandels der geldpolitischen Kommunikation eher eine passive, begleitende Rolle zukam, die die Leitzinsänderung begründete und erklärte, wurde sie über die Zeit mehr und mehr selbst als aktives Instrument der Marktbeeinflussung eingesetzt. In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur besteht weitestgehend Einigkeit darüber, dass Kommunikation die Effektivität der Geldpolitik erhöht, indem sie die Markterwartungen gezielter beeinflusst.<sup>2</sup> Mit ihrer Kommunikation kann die Zentralbank die geldpolitische Transmission „glätten“.<sup>3</sup> Einfacher ausgedrückt: Eine aktive in die Zukunft gerichtete Kommunikation bereitet die Märkte auf mögliche Änderungen der kurzfristigen Zinsen vor und vermeidet damit, dass die eigentliche Zinsentscheidung allzu überraschend ist. Überreaktionen werden so verringert und die Kommunikation wirkt auf diese Weise stabilisierend. Allerdings, selbst wenn die Kommunikation die Märkte optimal auf eine anstehende Zinsentscheidung vorbereitet, heißt dies noch nicht, dass keine starken Reaktionen zu erwarten sind, wie es das aktuelle Problem der US-Zentralbank mit ihrer Zinswende verdeutlicht. Denn obwohl sie die Finanzmärkte praktisch das gesamte Jahr 2015 bereits auf ihre erste Zinserhöhung seit Aus-

2 Vgl. J. de Haan et al.: Central Bank Transparency and Central Bank Communication, Editorial Introduction, in: *European Journal of Political Economy*, 23. Jg. (2007), S. 1-8.

3 Vgl. P. Jenkins: Communicating Canadian monetary policy: towards greater transparency, Remarks to the Ottawa Economics Association, Ontario, 22. Mai 2001.

1 Vgl. C. S. Weber: EZB: Mehr Transparenz wagen, in: *Wirtschaftsdienst*, 92. Jg. (2012), H. 12, S. 827-832.

**Hendrik Hüning, M.A., ist Junior Researcher am Hamburgischen WeltWirtschaftsinstitut (HWWI).**

bruch der Krise durch ihre Kommunikation vorbereitet und damit die Unsicherheit gegenüber den monetären Schocks gesenkt hat, kann sie die Unsicherheit gegenüber den ökonomischen Folgen dieses Zinsschritts kaum mindern. So wird die US-Zinsschwende beispielsweise unweigerlich zu einer Entkoppelung der US-Geldpolitik von der der Eurozone führen. Die Sorgen der Finanzmarktteilnehmer diesbezüglich kann die geldpolitische Kommunikation nicht abnehmen. Hierin drückt sich eine wichtige Grenze für die Wirksamkeit der geldpolitischen Kommunikation aus. Empirisch belegen lässt sich dieser Wandel z.B. damit, dass der Anteil zukunftsorientierter Aussagen des EZB-Präsidenten in der Pressekonferenz nach einer geldpolitischen Entscheidung sich über die Zeit erhöht hat.<sup>4</sup> Im extremen Fall gibt die Zentralbank Hinweise auf den zukünftigen Pfad des Leitzinses. Diese sogenannte Forward Guidance wurde in den letzten Jahren von einigen Zentralbanken praktiziert.

Die Entwicklung der geldpolitischen Kommunikation von „praktisch nicht vorhanden“ zu einer aktiven Rolle zur Beeinflussung der Markterwartungen drückt sich auch in einer Aussage der derzeitigen Fed-Präsidentin Janet Yellen aus: „The FOMC had journeyed from „never explain“ to a point where sometimes the explanation is the policy“.<sup>5</sup> Vor dem Hintergrund der Bedeutung der geldpolitischen Kommunikation, insbesondere in der gegenwärtigen Situation, in der das Zinsinstrument an seine Wirkungsgrenze stößt, stellt sich die Frage, wie genau sie ausgestaltet sein sollte und welche Aspekte sie berücksichtigen sollte.

### WIE sollte kommuniziert werden?

Wenn der geldpolitischen Kommunikation heute eine so zentrale Rolle zukommt, wie sollte sie dann konzipiert sein? Hierzu gibt die wirtschaftswissenschaftliche Literatur keinen eindeutigen Lösungsvorschlag und auch die Vielfalt in den Kommunikationsstrategien von Zentralbanken lässt vermuten, dass es noch keinen Konsens hinsichtlich einer effektiven Kommunikationsstrategie gibt.<sup>6</sup>

Grundsätzlich wirkt Zentralbankkommunikation auf zweierlei Art. Entweder sie *erzeugt Informationen*, z.B. indem die Zentralbank ihre Sicht des Zustandes der Volkswirtschaft kommuniziert und damit Erwartungen

der Marktteilnehmer beeinflusst. Oder sie *reduziert die Volatilität* in den Finanzmärkten, indem sie ihren eigenen Zinspfad transparent kommuniziert und auf mögliche Zinsschritte vorbereitet. Es sind diese beiden Stellschrauben, die die Zentralbank nutzen kann, um ein optimales Design ihrer Kommunikation zu gewährleisten. Konkreter kann es in Zeiten einer unsicheren Informationslage der Marktteilnehmer für die Zentralbank sinnvoll sein, viel *Information zu erzeugen*, um die Markterwartungen stark zu koordinieren. Sieht sich die Zentralbank allerdings selbst mit einer unsicheren Informationslage konfrontiert, kann es ratsam sein, ihre Informationen zurückzuhalten, um die Markterwartungen nicht fernab der tatsächlichen Lage zu koordinieren.<sup>7</sup> So besteht die Gefahr, dass die Zentralbank selbst Unsicherheit in den Markt injiziert. In diesem Fall könnte die Zentralbank sich auf die *Reduktion der Volatilität* konzentrieren, indem sie nur die Unsicherheit bezüglich des eigenen Leitzinspfades senkt. So kann das optimale Design der Zentralbankkommunikation in Zeiten hoher Unsicherheit wie in einer Krise anders aussehen als in normalen Zeiten.

Wenn Informationen durch die Zentralbank bereitgestellt werden, stellt sich die Frage, in welcher Komplexität dies geschehen sollte. Je umfangreicher die Informationen, desto genauer können die Marktteilnehmer die komplexen Entscheidungsprozesse der Zentralbank nachvollziehen. Dies erhöht ihre Glaubwürdigkeit. Andererseits führt die Kommunikation von komplexen Zusammenhängen dazu, dass nicht alle Marktteilnehmer das gleiche Verständnis der geldpolitischen Information haben. Dies verringert die mögliche Beeinflussung und Koordination der Markterwartungen durch die Zentralbank in die von ihr beabsichtigte Richtung. Dieser Trade-off wird treffend von Issing zusammengefasst: „Striking the balance between the need for clear and simple messages and the need to adequately convey complexity is a constant challenge for central bank communication.“<sup>8</sup>

Kurzum, das optimale Kommunikationsdesign einer Zentralbank berücksichtigt die Balance zwischen Komplexität und Klarheit der bereitgestellten Informationen, die Unsicherheit in der Informationslage der Zentralbank sowie die Unsicherheit der Informationslage der Marktteilnehmer.

4 Vgl. C. Conrad, M. J. Lamla: Spezialanalyse: An den Lippen der EZB – Der KOF Monetary Policy Communicator, KOF Analysen, Winter 2007/2008.

5 Vgl. J. L. Yellen: Communication in Monetary Policy, Rede anlässlich der Society of American Business Editors and Writers 50th Anniversary Conference 2013, Washington, D.C.

6 Vgl. A. S. Blinder et al.: Central bank communication and monetary policy: A survey of theory and evidence, in: Journal of Economic Literature, 46. Jg. (2008), S. 910-945.

7 Vgl. Literatur aufbauend auf S. Morris, H. S. Shin: Social Value of Public Information, in: American Economic Review, 92. Jg. (2002), S. 1521-1534.

8 Vgl. O. Issing: Communication, Transparency, Accountability: Monetary Policy in the Twenty-First Century, in: Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 87. Jg. (2005), S. 65-83.

## WAS sollte kommuniziert werden?

Wenn man die Frage nach einem optimalen Kommunikationsdesign einer Zentralbank stellt, muss nicht nur das *WIE* sondern auch das *WAS* diskutiert werden. Wenn man fragt, *WAS* kommuniziert werden soll, müssen unweigerlich die Ziele der Geldpolitik im Zentrum der Debatte stehen. Beispielsweise sollte eine Zentralbank, die explizit oder implizit ein Inflationsziel verfolgt, also durch entsprechende Politik den Preisdruck zu beeinflussen versucht, auch ihre Kommunikation und Informationsbereitstellung auf dieses Ziel konzentrieren.

Zwei Punkte sprechen allerdings gegen eine allzu strikte Konzentration der Kommunikation auf das Inflationsziel. Erstens entzieht sich die Inflation zurzeit weitestgehend der Steuerung durch die Geldpolitik. Dies wird mitunter darauf zurückgeführt, dass die „traditionellen“ Kanäle der geldpolitischen Transmission „verstopft“ zu sein scheinen. Zweitens war und ist die Stabilisierung des Finanzmarkts und der Markterwartungen in der Krise wichtiger als das Inflationsziel. So konnten viele Zentralbanken durch entsprechende Krisenpolitik und -kommunikation zur Stabilität des Finanzsystems unterstützend beitragen.<sup>9</sup>

Es stellt sich also die generelle Frage, ob ein optimales Kommunikationsdesign einer Zentralbank auch Finanzmarktstabilität mit berücksichtigt.<sup>10</sup> Und wenn ja, ob dies nur in Krisenzeiten ein angebrachtes Mittel darstellt oder auch während eines normalen Konjunkturzyklus. Diese Frage ist eng mit der aktuellen Debatte verbunden, ob eine Zentralbank Finanzmarktstabilität grundsätzlich mit in ihren geldpolitischen Zielkatalog aufnehmen sollte. Dabei gibt es sehr unterschiedliche Standpunkte mit verschiedenen Argumenten.

Kritiker tragen vor, dass es aufgrund der unterschiedlichen Beschaffenheit und Dauer von Finanz- und Konjunkturzyklen zu Zielkonflikten für die geldpolitische Ausrichtung kommen kann. So können beispielsweise konjunkturelle Indikatoren für eine Leitzinserhöhung sprechen, während Indikatoren der Finanzmarktstabilität für

eine Senkung sprechen.<sup>11</sup> Ein solcher Zielkonflikt würde auch die derzeit so wichtige geldpolitische Kommunikation vor Konsistenzprobleme stellen und letztendlich ihre Glaubwürdigkeit und Effektivität gefährden. Darüber hinaus wird die geldpolitische Kommunikation durch dieses zusätzliche Ziel noch komplexer und damit eine starke Beeinflussung durch die Koordination der Markterwartungen erschwert.

Von Befürwortern wird das Argument hervorgebracht, dass Preisniveaustabilität und Finanzmarktstabilität so eng miteinander verbunden sind, dass auch das Erreichen dieser Ziele Aufgabe nur einer Institution sein sollte oder zumindest zweier sehr stark miteinander arbeitender Institutionen. Nach diesem Argument kann nur eine Balance zwischen diesen beiden Zielen hergestellt werden und dieses Balanceziel ist am besten in die Hände einer Institution zu geben.<sup>12</sup> Dieses Argument spricht auch für eine möglichst nahe Angliederung des zurzeit neu implementierten Politikbereichs der makroprudenziellen Politik an die Geldpolitik. Für die geldpolitische Kommunikation hieße das, dass sie in Zukunft genau diese Balance aufzeigen und trotzdem klar genug kommunizieren muss, um den Einfluss auf die Markterwartungen nicht zu verlieren und die Effektivität der Kommunikation nicht zu untergraben. Dies scheint ein recht schwieriges Unterfangen zu sein.

## Diskretionäres versus regelbasiertes Kommunikationsdesign

Wenn die geldpolitische Kommunikation der „Glättung“ der geldpolitischen Transmission bzw. des Leitzinspfades dient und diese durch eine geldpolitische Reaktionsfunktion gesteuert wird oder zumindest recht gut durch eine solche (Taylor-)Regel beschrieben werden kann, sollte dann auch die Kommunikation selbst einer Regel unterstehen oder diskretionär eingesetzt werden?<sup>13</sup> Während eine diskretionäre Kommunikation ebenso wie eine diskretionäre Leitzinsentscheidung den Vorteil hat, dass sie flexibel auf die jeweilige Situation abgestellt werden kann,

9 Hier sei als Beispiel die Aussage Mario Draghis während der Eurokrise angeführt. Auf einer Investorenkonferenz in London am 26. Juli 2012 bekräftigte er: „Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.“ Diese Aussage hatte nachhaltige Wirkung auf die Finanzmärkte: Die Risikoprämien von Staatsanleihen pleitebedrohter Euroländer fielen nachhaltig und der Euro stabilisierte sich.

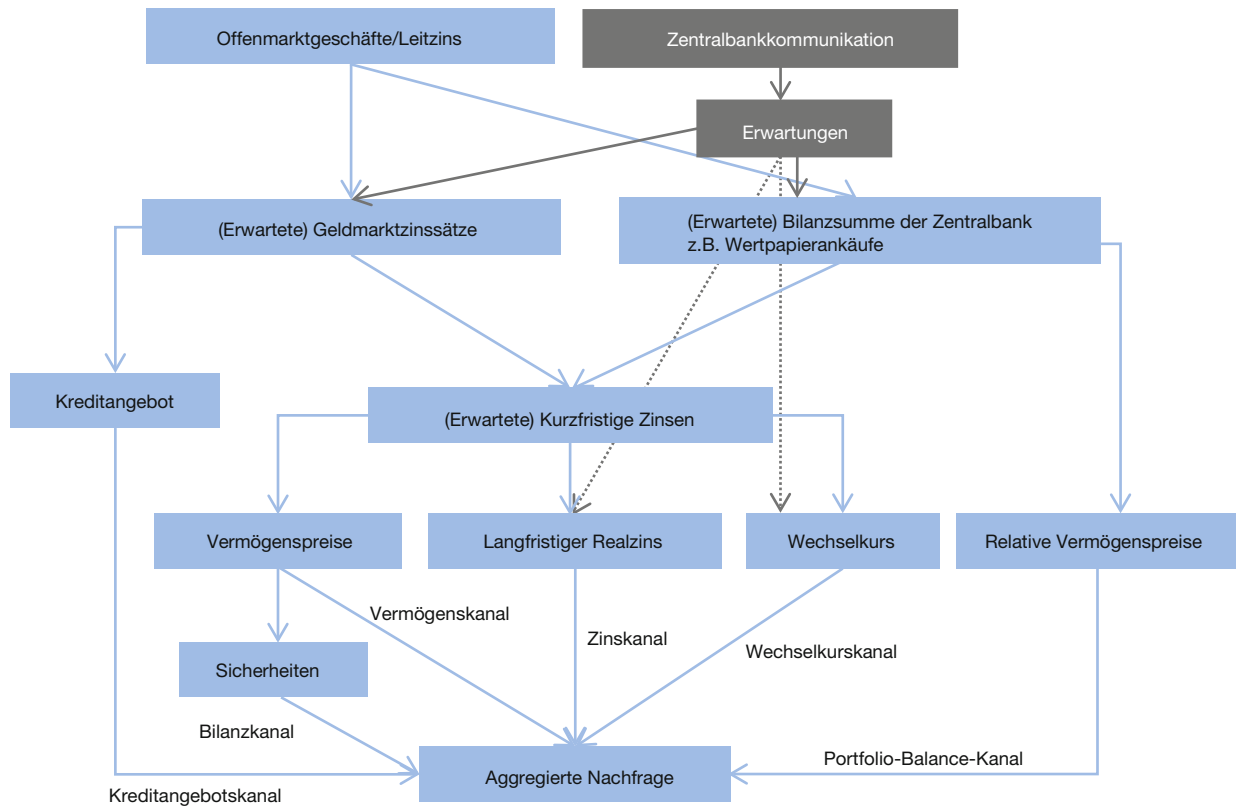
10 Aktuelle empirische Arbeiten deuten darauf hin, dass geldpolitische Kommunikation bezüglich Finanzmarktstabilität zum Teil längerfristig die Volatilität auf den Finanzmärkten verringern kann; vgl. B. Born et al.: Central Bank Communication on Financial Stability, in: The Economic Journal, 124. Jg. (2014), S. 701-734.

11 Zunächst stellt sich an dieser Stelle die viel schwierigere Frage, wie überhaupt Finanzmarktstabilität zu definieren ist und welche Wechselwirkungen zwischen makroprudenzieller Politik und Geldpolitik bestehen (vgl. Bundesbank: Die Bedeutung der makroprudenziellen Politik für die Geldpolitik, Monatsbericht März 2015).

12 Vgl. A. S. Blinder: How Central Should the Central Bank Be?, in: Journal of Economic Literature, 48. Jg. (2010), S. 123-133.

13 Vgl. J. B. Taylor: Discretion Versus Policy Rules in Practice, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39. Jg. (1993), S. 195-214. Allerdings weist Ben Bernanke darauf hin, dass die Taylor-Regel zwar eine gute Beschreibung der US-Geldpolitik in der Vergangenheit war, dies aber nicht bedeutet, dass die Taylor-Regel vorschreibt, wie die Geldpolitik grundsätzlich betrieben werden sollte, vgl. <http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2015/04/28-taylor-rule-monetary-policy> (11.11.2015).

Abbildung 1  
Geldpolitischer Transmissionsmechanismus



Quelle: HWWI.

könnte eine regelbasierte Kommunikation ihre Effektivität weiter erhöhen. So könnten in unterschiedlichen konjunkturellen Phasen unterschiedliche Informationen bereitgestellt werden. In Krisenzeiten beispielsweise könnte dies heißen, verstärkt Handlungsbereitschaft zu signalisieren und verstärkt zur Lage an den Finanzmärkten zu kommunizieren. Zudem könnte die Klarheit in Krisenzeiten erhöht werden und durch Forward Guidance die Unsicherheit des Leitzinspfades gesenkt werden um die Markterwartungen in einem Umfeld unsicherer Informationen zu koordinieren bzw. zu stabilisieren.<sup>14</sup> In „normalen“ Zeiten wiederum könnte sie ihre Informationsbereitstellung ge-

nerell zurückfahren, damit die Marktteilnehmer verstärkt ihre eigenen Informationen nutzen.

Generell hängt ein optimales Kommunikationsdesign von der Marktumgebung ab und sollte entsprechend flexibel angepasst werden können. Trotzdem sollte die Zentralbank nicht zu flexibel sein, sondern durch Einfachheit für ein besseres Verständnis sorgen. Der Standardisierungsprozess der geldpolitischen Kommunikation, der bei einigen Zentralbanken zu beobachten ist, hilft den Marktteilnehmern bei der Verarbeitung der durch sie bereitgestellten Informationen.<sup>15</sup> Noch mehr könnte ein regelbasiertes Kommunikationsdesign die Richtschnur der Geldpolitik für eine Phase sein, in der das eigentliche Instrument der Zentralbank, der Leitzins, die nominelle

14 Für eine detaillierte Betrachtung zur Forward Guidance und die Frage ihrer Nützlichkeit nach der Krise vgl. auch A. Belke: Transparenz und Forward Guidance: Stimulierung der Volkswirtschaft in der Eurozone?, in: Wirtschaftsdienst, 94. Jg. (2014), H. 6, S. 410-415.

15 Vgl. D. Amaya, J. Y. Filbien: The similarity of ECB's communication, in: Finance Research Letters, 13. Jg. (2015), S. 234-242.

Grenze von Null erreicht. Wenn z.B. die Taylor-Regel für den Leitzins einen negativen Nominalzins empfiehlt, eine Absenkung in diesen Bereich aber die Funktionsfähigkeit des Geldmarkts potenziell beeinträchtigen würde, könnte eine entsprechende Kommunikation an diese Stelle treten und versuchen einen solchen weiteren expansiven Effekt zu erzeugen.

Wenn es während einer Krise kaum mehr Spielraum für Leitzinssenkungen gibt, steigt die Bedeutung der geldpolitischen Transmissionskanäle, die verstärkt durch die Erwartungen der Marktteilnehmer wirken.<sup>16</sup> Diese können stärker durch die geldpolitische Kommunikation beeinflusst werden (vgl. Abbildung 1). Vielleicht wäre es denkbar, dass die Kommunikation in einem normalen Konjunkturzyklus eine eher passive Rolle zur Erklärung des Leitzinspfades einnimmt, während sie in der Krise als aktives Instrument zur Koordination der Erwartungen der Marktteilnehmer eingesetzt wird.

## Zusammenfassung und Fazit

Der geldpolitischen Kommunikation kommt zweifelsohne eine wichtige, wenn nicht sogar zurzeit die wichtigste Rolle der Geldpolitik zu. Entsprechend wichtig ist es für die Zentralbank, ihren Einfluss insbesondere auf die Finanzmärkte genau zu verstehen und ein optimales Kommu-

nikationsdesign abzuleiten. Ein solches Design muss die Informationslage der Zentralbank, der Marktteilnehmer sowie die jeweiligen geldpolitischen Ziele berücksichtigen. Geldpolitische Kommunikation muss konsistent, glaubwürdig und verständlich sein. Dies verlangt ein adäquates Maß an Komplexität aber auch an Klarheit, um den so wichtigen Einfluss auf die Markterwartungen sicherzustellen.

Wenn sich die Inflation der Steuerung durch die Geldpolitik während einer Krise entzieht, stellt sich die Frage, welche Ziele sie stattdessen verfolgen kann und sollte. Unter Umständen ist die Krisenkommunikation von Zentralbanken in unsicheren Zeiten ein probates Mittel zur Stabilisierung der Märkte. Die Kommunikation würde damit in unterschiedlichen Phasen unterschiedliche Aufgaben erfüllen. Allerdings müssen dabei die Wechselwirkungen und Überschneidungen von Geldpolitik und makroprudenzialer Politik berücksichtigt werden, was bisher noch kaum erforscht ist. Eine grundsätzliche Übertragung der Aufgabe der Finanzmarktstabilität auf die Zentralbankkommunikation abseits einer Krise ist damit kritisch zu sehen.

Alternativ, um potenzielle Zielkonflikte der Geldpolitik zu vermeiden und die Kommunikation der Zentralbanken nicht vor Konsistenzprobleme zu stellen, könnte die Kommunikation zur Finanzmarktstabilität einer unabhängigen Institution übertragen werden, die regelmäßig Ergebnisse einer Analyse des systematischen Risikos auf dem Finanzmarkt vorstellt. In Europa könnte dies z.B. der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) oder ein angegliedertes Gremium übernehmen. Dies würde die Zentralbank zumindest in ihrer Kommunikation entlasten und ihre Glaubwürdigkeit hinsichtlich ihrer Ziele stärken. Kommunikation ist ein mächtiges Instrument der Zentralbanken zur Erreichung ihrer geldpolitischen Ziele. Allerdings hängt ihre Effektivität von wichtigen Kriterien ab, die es zu berücksichtigen gilt, um sich einer optimalen Kommunikationsstrategie zu nähern.

<sup>16</sup> Hierzu zählen insbesondere der jüngst verstärkt erforschte Signalisierungskanal und der verhaltensökonomische Kanal. Der Signalisierungskanal beschreibt den Prozess, dass die Zentralbank ihre unter Umständen präziseren Informationen über den Zustand der Volkswirtschaft an die privaten Wirtschaftsakteure kommuniziert und damit die Erwartungen beeinflusst; vgl. L. Melosi: Signaling Effects of Monetary Policy, Arbeitspapier, Federal Reserve Bank of Chicago, 2014. Ein verhaltensökonomischer Kanal beschreibt den Prozess, dass die Zentralbank mit ihrer Politik auch die Risikoaversion der Finanzmarktteilnehmer direkt beeinflusst; vgl. G. Bekaert et al.: Risk, Uncertainty and Monetary Policy, in: Journal of Monetary Economics, 60. Jg. (2014), S. 771-788.

### Title: *Challenges for Monetary Policy Communication*

**Abstract:** *Since many of the most important central banks have pushed their policy rates close to the zero lower bound and have also stretched their quantitative easing measures close to their limits, central bank communication is currently the most important policy tool to influence market expectations. But, if it is such an important tool, what should an optimal communication design look like? Which aspects are important and what are the limitations of this tool? The article revisits these questions in the light of the role of monetary policy in the recent financial crisis.*

**JEL Classification:** E5